

期货与金融衍生品

FUTURES AND FINANCIAL DERIVATIVES

中国特色期货市场的理论内涵、发展模式与实践探索

借助政策东风, 促进期货经营机构高质量发展

期货市场实际控制关系差异化管理探析

建成世界一流油气期货市场, 促进石化产业高质量发展

VOLUME 140
DECEMBER 2024

总第140期

2024年12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 140 · DECEMBER 2024

2024年12月·总第140期

总 编	田向阳			
副 总 编	鲁东升			
编 委	李 鲜	李 辉	陆 丰	张 铭
主 编	陆 丰			
副 主 编	祁国中			
执行主编	符国宗			
编辑部主任	刘东旭			
本期编辑	陈 昊	侯 洁	高天翼	田 森
	李志骞	毛思铭	宋修博	赵文强
	邵婉嫣	李诗萍	蒋洪艳	洪加其
	张 新	李海明		



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

理论前沿

- 02 中国特色期货市场的理论内涵、发展模式与实践探索

张强

- 13 管中窥豹
——从大宗商品的品种间走势差异看宏观格局变化

永安期货股份有限公司研究中心宏观团队

- 24 借助政策东风，促进期货经营机构高质量发展

肖成

- 29 期货市场实际控制关系差异化管理探析

张凡

绿色发展

- 35 推动“低碳铝”纳入交割体系：逻辑与路径

唐惠珽 王贤伟

- 44 波动的诗篇：上海期货交易所与绿色低碳的未来

张宇轩

品种研究

- 46 充分发挥期货市场功能 助力航运高质量发展

贾瑞林

- 54 建成世界一流油气期货市场，促进石化产业高质量发展

赵亚伟 顾元媚 张博维

国内产业经济动态

- 59 政策及产业动态（2024年11月—12月）

上海期货交易所北方市场服务中心 汇编

上期所动态

- 63 “加快建成世界一流交易所”征文活动评选结果

封底 2025年《期货与金融衍生品》征文启事

中国特色期货市场的理论内涵、 发展模式与实践探索*

申万智富投资有限公司 张强

一、引言

随着全球经济一体化进程的加速推进以及国际贸易与跨境投资活动的日益频繁和深化，期货市场凭借其独特的风险管理、价格发现及资产配置功能，已逐渐从一个相对边缘化的市场领域，成长为全球金融市场中不可或缺且日益重要的组成部分，为全球经济的稳定运行和金融市场的高效运作提供了强有力的保障。近年来，国际期货市场迎来了前所未有的发展契机，体现在交易品种的不断丰富、交易模式的持续创新以及监管体系的日趋完善等方面。在我国，期货市场作为风险管理的重要工具，其在金融体系中的地位正日益提升。然而，相较于国际先进水平，我国期货市场仍存在着一定差距。

鉴于此，构建兼具中国特色与时代特征的现代期货市场体系，以精准对接我国期货市场的发展需求，对于提升我国期货市场的国际竞争力、夯实我国经济可持续发展的基石具有深远的意义。中国特色期货市场的蓬勃发展，在推动金融深化改革、赋能实体经济转型升级和服务国家重大战略部署等方面，均展现出举足轻重的战略价值。首先，期货市场的发展是深

化金融改革的关键举措，它积极推动我国金融体系向更加开放包容、更具国际竞争力以及更加规范有序的方向加速迈进。其次，期货市场为实体经济构筑起一道坚实的风险管理屏障，通过提供多样化的风险管理工具，有效降低了企业的经营风险，为企业的稳健前行注入了强劲动力。最后，期货市场凭借其独特的价格发现与套期保值功能，为宏观经济管理提供了精准的数据支撑与决策参考，有力保障了宏观调控政策的精准落地与高效执行。

因此，打造具有中国特色的现代期货市场，不仅是推动我国经济高质量发展、加快现代化建设的内在要求，更是我国在全球金融市场中展现新作为、赢得新优势的战略抉择。

二、中国特色期货市场的理论内涵

（一）社会主义市场经济理论及其对期货市场的指导意义

社会主义市场经济理论，立足于我国及其他社会主义国家建设实践的经验教训提炼而成，强调社会主义的核心目标在于大力发展生产力，持续提升人民物质文化和生活水平，明确指出“贫穷非社会主义本质”，社会主义的任务之一是消除贫穷。该理论亦着重提出，革

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获一等奖。

命与改革均旨在解放生产力，确立社会主义基本制度后，需从根本上变革束缚生产力发展的旧有经济体制，构建充满活力的新经济体制以驱动生产力进步。

在期货市场领域，邓小平理论所倡导的解放思想、实事求是精神，以及对社会主义市场经济体制的积极探索与构建，为期货市场的发展奠定了坚实的理论基础，并为其提供了明确的政策导向。作为社会主义市场经济体制不可或缺的部分，期货市场的成长目标在于更好地服务于实体经济，优化资源配置效率，进而推动社会生产力发展。

（二）中国特色社会主义市场经济条件下期货市场的独特定位

在中国特色社会主义市场经济体系内，期货市场承载着独特的使命与职责。它既是风险管控平台，又是风险汇聚点，其发展需坚持“硬制度”与“软文化”双管齐下的原则，全面深入执行《中华人民共和国期货和衍生品法》，不断完善相关监管规则，树立先进的行业文化，坚守不发生系统性风险的底线。

期货市场在服务国家宏观调控方面具有举足轻重的地位。它不仅要履行基本经济职能，还要承担起服务国家战略与政策导向的重大任务，充分展现期货市场内在的政治性和人民性特质。期货市场应坚定并强化其在保障供给、稳定价格方面的服务功能，特别是在保障重要基础产品供应安全方面。期货市场的发展始终要坚持服务实体经济的根本原则，不断丰富和完善期货市场功能，切实提升服务实体经济的质量与效能，妥善处理好助推经济社会发展与实现自身经济效益之间的关系，明确金融兼具功能性与营利性双重属性，其中功能性应居于

首位，在服务实体经济的过程中实现自身的价值增值。

综上，社会主义市场经济体制与期货市场理论相辅相成，期货市场在推动社会主义市场经济体制完善和发展中起到不可替代的作用。面对新时代的挑战与机遇，期货市场将持续深化改革，扩大对外开放程度，以更高水平服务于国家战略部署和社会经济全面发展。

三、中国特色期货市场的发展模式

中国特色期货市场的发展模式，是在充分借鉴国际期货市场先进经验的同时，紧密结合我国国情与经济发展需求，逐步形成并持续优化的独特路径。

（一）政策引导与市场驱动相结合

中国特色期货市场的发展模式，巧妙融合了政策引导与市场驱动，实现了政府宏观调控与市场微观运作的有机结合。政策引导为市场发展明确方向，提供坚实的制度保障；而市场驱动则有效激发市场主体的活力，促进市场的持续健康发展。这种发展模式既符合我国国情，又充分展现了期货市场作为现代金融市场重要组成部分的基本属性与功能。

政府的政策引导作用主要体现在以下几个方面：一是顶层设计与战略规划。政府依据国家整体经济战略和社会发展目标，制定期货市场发展的长期规划与阶段性目标，明确市场定位、发展方向和重点任务，为市场发展提供清晰的政策导向。二是法规体系建设，通过建立健全期货市场法律法规，为市场运行提供法治保障。三是政策扶持与引导。通过税收优惠、财政补贴、专项基金等方式，对期货市场基础设施建设、产品创新、技术研发等给予政策支持。同时，引导金融机构、企业等积极参与期

期货市场，提高市场参与度与活跃度。

在政策引导下，市场机制在期货市场发展中发挥着至关重要的作用：一是竞争机制。鼓励期货经营机构展开充分且有序的竞争，通过优胜劣汰，促使其不断优化和创新服务方式、提升服务质量，以满足市场参与者的多样化需求。二是价格发现机制。期货市场价格由市场供求关系决定，真实反映商品或金融资产未来的预期价格，为实体经济提供定价参考，有助于优化资源配置，促进产业结构调整。三是风险分散机制。期货市场的风险分散机制有利于稳定企业经营，增强金融系统的抗风险能力。四是创新激励机制。市场机制鼓励市场主体进行产品创新、技术创新、服务创新等，以满足不断变化的市场需求，推动期货市场持续发展。

（二）服务国家战略与实体经济导向

中国特色的期货市场发展模式，以服务国家战略与实体经济为目标，实现与国家战略、实体经济的深度融合。这一模式不仅彰显了期货市场在宏观调控、风险管理、资源配置及金融服务创新等领域的独特功能，更为国家经济社会的高质量发展提供了强有力的金融支持，充分展现了期货市场在服务国家大局中的经济价值与责任担当。

中国特色期货市场服务国家战略主要体现在三个维度：一是积极对接国家重大战略。期货市场紧密对接供给侧结构性改革、乡村振兴、绿色发展、区域协调发展、创新驱动发展等国家战略，推出与之相配套的期货品种，如农产品期货助力乡村振兴，碳排放权期货服务绿色低碳转型，区域特色商品期货促进区域协调发展等，使期货市场成为国家战略落地的重要金融支撑。二是助力宏观调控。期货市场价

格发现功能为政府制定和调整宏观经济政策提供重要参考，如通过观察期货市场价格变动，洞察市场预期，及时调整财政政策、货币政策等，实现精准调控。同时，期货市场通过价格传导机制，影响现货市场价格，间接影响实体经济运行，助力宏观政策目标实现。三是参与全球经济治理。随着中国期货市场国际化进程加速，期货市场在国际大宗商品定价、风险管理等方面的作用日益凸显，为提升我国在全球经济治理体系中的影响力、推动建立公正合理的国际经济秩序贡献力量。

在践行服务国家战略的征途中，期货市场凭借其独特的功能与机制，与实体经济深度融合，发挥着桥梁纽带的关键作用。首先，期货市场为实体企业提供丰富的风险管理工具，通过套期保值，企业得以锁定成本或收益，有效规避市场价格波动风险，确保生产经营的稳定性。对于价格波动大、周期性强的行业而言，期货市场更是不可或缺的风险管理平台。其次，期货市场作为产业链的稳定器，通过价格信号引导上下游企业合理安排生产与库存，调节市场供需，避免价格剧烈波动对产业链的冲击。同时，期货市场的远期价格信号助力企业做出更为合理的长期投资决策，推动产业结构的优化与升级。再次，期货市场通过价格发现功能，揭示未来市场供需状况，引导资源向高效率、高效益领域流动，促进产业结构调整和资源优化配置。最后，期货市场与银行、保险、证券等金融机构合作，创新推出“期货+”服务模式，将期货市场的风险管理功能嵌入实体企业的融资、保险等金融服务中，降低企业融资成本，提升金融服务实体经济的精准性与有效性。

（三）创新驱动与科技赋能

中国特色期货市场注重创新驱动和技术赋能，通过多元创新举措与前沿科技融合，有效提升市场运营效率、服务品质和竞争优势，形成了一种创新驱动、科技先行的现代化发展模式。这种模式不仅彰显了期货市场的创新实力，也突显其在金融科技应用与服务模式革新的领先地位。

在产品创新层面，期货市场紧密围绕国家战略与实体经济需求，持续拓展期货品种涵盖农产品、能源、化工、金属、金融、环保等多个领域，推出期货期权、指数期货等衍生产品，构建丰富立体的产品矩阵以满足各类型主体的风险管理需求。此外，期货市场不断创新合约设计，推出了迷你合约、连续合约、保税交割、厂库交割、跨境交割等多种机制，以增强市场与实体经济的适应性和参与便利性，并针对不同行业和企业特点，量身定制个性化的风险管理方案。

在技术创新方面，期货市场广泛利用大数据、人工智能、区块链等前沿技术，显著提升了市场运行效率和透明度。具体表现在运用大数据进行市场监控、风险预警和合规审查；依托人工智能技术实现客户服务的智能化升级；利用区块链实现实时交易存证、智能合约、供应链金融等深度集成。同时，期货市场不断升级交易平台，采用分布式架构、云计算和高性能计算技术，提升交易性能、安全性和便捷度，并积极采用监管科技手段，如穿透式监管、实时监控和智能稽查，确保市场公平公正，有效防范风险。

在服务创新方面，期货市场着力加强投资者教育与权益保护工作，通过线上线下渠道提

供多层次投资者教育服务，并不断完善投资者适当性管理、纠纷调解和赔偿基金等制度。此外，期货市场还积极推进产融结合服务，携手实体企业、金融机构和行业协会共同搭建综合服务平台，提供信息咨询、风险管理及供应链金融等多元化服务，以助力实体企业充分利用期货市场，提升其市场竞争力。

（四）审慎监管与风险防范

中国特色期货市场在发展历程中，始终秉持审慎监管理念，成功构建了一套既遵循国际规则又彰显中国特色的风险防控体系。这一体系深刻诠释了期货市场作为金融市场稳定器的独特地位，凸显了其在风险控制、市场秩序维护及金融安全保障方面的责任担当。在中国特色社会主义市场经济体制框架下，期货市场不仅实现了功能的全面发挥，更在风险防控领域展现出了独特的智慧与魅力。

审慎监管体系的核心在于其健全的法律法规体系与严密的监管制度。期货市场紧跟国际期货市场规则，同时紧密结合中国国情，不断建立健全以《中华人民共和国期货和衍生品法》为代表的法律法规体系，为市场运行提供了坚实的法制保障。监管制度方面，市场实行了一系列严格的制度，如限仓制度、大户报告制度、风险准备金制度等，这些制度既有效规范了市场行为，防止了过度投机和操纵市场等问题，又保持了足够的灵活性和适应性，兼顾了市场的创新与活力。此外，监管手段多样且精准有效，现场检查、非现场检查、定期报告、临时报告、风险提示等多种方式并用，全面覆盖传统监管领域，积极应对新技术、新业态所带来的新挑战，展现出了前瞻性和针对性。监管部门之间紧密协作，形成高效联动，

共同打击违法违规行爲，维护市场秩序，体现了系统性和协同性。

期货市场在风险防范方面同样表现出色，构筑了坚实的防线，提升了市场韧性。风险识别与评估机制科学且精准，依托先进的信息技术和专业的风险管理团队，通过风险指标监测、风险模型分析等多种方式，准确识别和评估市场风险，为风险防控提供了科学依据。风险预警与处置机制高效迅速，能够及时发现、预警并有效处置市场风险，防止风险扩散与蔓延。风险隔离与缓冲机制健全，通过保证金制度、投资者适当性管理等措施，实现了风险的有效隔离与缓冲，防止了风险从期货市场向其他金融市场的传导。这些机制共同构成了期货市场的风险防控体系，为市场的稳健运行提供了有力保障。

期货市场不仅注重风险防控机制的构建，还积极开展风险教育与培训活动，提升市场参与者的风险意识与风险管理技能。通过线上线下相结合的方式，普及期货市场知识，营造良好的市场风险文化氛围。这种寓教于市、全员参与的风险管理理念，已然成为期货市场风险防范工作的一大亮点。通过风险教育，市场参与者能够更加理性地参与期货交易，有效避免盲目跟风、过度投机等行为，为构建和谐健康的市场环境奠定了坚实基础。同时，这也为期货市场的长期发展培养了理性、成熟的交易者群体，为市场的持续繁荣提供了有力支撑。

（五）开放合作与国际接轨

中国特色期货市场在发展历程中，始终秉持开放合作与国际接轨的战略方向，深度融合全球金融市场，塑造了包容互惠、接轨国际的期货市场发展模式。该模式在遵守国际期货

市场规范的同时，紧密结合我国国情和经济特性，突显出中国特色期货市场的独特魅力与竞争优势。

一是市场准入与国际合作双向开放。中国特色期货市场在提升市场包容性和吸引力方面取得了显著成效。市场准入灵活宽松，通过QFII、RQFII、特定品种等机制，为海外交易者铺设了无障碍的通道，大大提升了市场的国际化程度和全球影响力。同时，市场积极推进期货品种的国际化，如原油、铁矿石、PTA等，吸引了众多海外交易者的目光，实现了与全球市场的深度融合。此外，市场还致力于与新加坡等期货市场的互联互通，构建全球一体化市场格局，提升了市场流动性，降低了交易成本，进一步巩固了中国特色期货市场在全球金融体系中的地位。

二是深化国际合作，实现互利共赢。中国特色期货市场在深化国际合作方面迈出了坚实的步伐。在双边层面，与各国期货交易所、监管机构和行业协会保持密切联系，通过签订合作协议、举办交流活动、共建联合实验室等方式，实现了市场开发、产品创新、技术交流和人才培养等领域的资源共享，推动了双方市场的共同发展。在多边层面，积极加入国际期货组织，如国际期货业协会、亚洲期货市场协会等，参与制定国际规则、统一市场标准和协调监管等事务，提升了中国期货市场的国际影响力。在服务层面，市场与海外金融机构和中介机构紧密合作，构建了完善的跨境服务体系，提供包括交易、清算、结算和咨询服务在内的全方位跨境服务，满足了海外交易者对中国期货市场的多元化需求，实现了互利共赢的局面。

三是投身全球治理实践，彰显责任与担当。中国特色期货市场在全球治理进程中充分展现了其责任意识 and 担当精神。在国际规则制定中，中国特色期货市场积极发声，通过参与国际期货组织和标准化组织，推动中国期货市场规则走向世界舞台。在全球风险防范中，通过参与国际期货市场风险委员会和全球期货市场风险预警系统等，与全球期货市场共同应对和防范风险，维护全球金融稳定，展现责任担当并贡献中国智慧。而在国际交流与合作中，通过举办国际期货大会、论坛和研讨会等活动，分享中国期货市场的发展成就与成功经验，提升国际知名度和影响力，传播中国故事。

四、当前中国特色期货市场面临的变革、机遇与挑战

在全球经济一体化和金融创新的浪潮中，中国特色期货市场正步入一个充满变革与机遇的新时代。全球经济结构的深度调整、金融科技创新的迅猛推进，以及中国金融市场开放政策的不断深化，共同重塑了期货市场的生态格局，为其带来了前所未有的发展机遇与严峻挑战。

（一）全球经济结构调整：期货市场的革新动力

全球经济结构的深刻变革为期货市场带来了革新动力。随着全球向清洁能源转型的加速推进，循环经济与环保产业的蓬勃兴起，以及产业结构的持续优化升级，期货市场迎来了新的发展机遇。在绿色能源领域，各国政府积极提出“碳中和”目标，推动能源结构向清洁、低碳、高效方向转变。期货市场通过开发光伏、风电、氢能、储能等相关期货品种，为清

洁能源产业链提供了有效的价格参考和风险对冲工具，助力全球能源转型。同时，针对循环经济与环保产业的崛起，期货市场适时推出再生资源、碳排放权、环境服务等期货产品，为相关企业提供了价格信号和风险管理工具，推动了循环经济和环保产业的快速发展。此外，随着全球经济结构调整中制造业向高端化、智能化、服务化的转型，期货市场可通过开发工业机器人、智能制造、数字服务等相关期货与衍生品，为产业结构升级提供了强有力的金融支持，助力实体经济实现高质量发展。

（二）金融科技创新：期货市场的潜能激发

在新一轮科技革命和产业变革的推动下，金融科技创新正以前所未有的速度重塑全球金融业，为期货市场带来了全新的发展机遇与挑战。科技赋能交易效率提升，大数据、人工智能和区块链技术的广泛应用，重塑了期货交易模式，提升了交易决策的科学性，降低了成本，并显著改进了市场的透明度与安全性。同时，科技助力风险管理升级，通过实时监测、智能预警和可信数据共享，增强了风险识别与防范能力。在金融科技的推动下，市场服务创新层出不穷，移动互联网、社交网络等技术为期货市场提供了更加便捷、个性化的交易服务，提升了用户体验。云计算、边缘计算等技术的引入，使得期货市场能够实现交易系统的弹性扩展，满足大规模、高频交易的需求。此外，虚拟现实、增强现实等技术的应用，为期货市场构建了沉浸式的交易环境，提升了交易过程的互动性和趣味性。然而，金融科技的发展也引发了监管挑战，如何在鼓励科技创新的同时，防范技术风险，保护市场参与者权益，

成为期货市场监管面临的重大课题。监管机构需要在金融科技的法律规制、风险识别、风险防范、风险处置等方面进行积极探索，构建适应金融科技发展的监管框架。

（三）中国金融市场开放：期货市场的新要求与挑战

随着中国金融市场开放政策的深入推进，外资深度参与期货市场，不仅带动了资金、技术和人力资源的涌入，有力促进了期货市场的多元化、国际化发展，提升了其竞争力与影响力，同时也对期货市场监管效能、服务质量及产品创新等方面提出了新的更高要求。期货市场需积极适应国际化趋势，提升服务与创新能力，加强与国际监管机构、行业协会的合作交流，积极参与国际规则制定，推动中国期货市场标准与国际标准接轨。面对开放政策带来的金融风险增大，期货市场亟需构建全面、高效的风险防控体系，强化风险监测预警与应急处置能力，加强对国际市场的联动风险分析，及时识别并防范国际金融市场波动对期货市场的影响，确保市场安全稳定。

在积极把握发展机遇、推动市场创新前行的同时，中国特色期货市场也面临着诸多挑战。首先，全球经济不确定性增加，地缘政治风险加剧、全球经济增速放缓、科技进步与金融市场波动交织影响，为期货市场带来了严峻挑战。地缘政治风险导致供应链、产业链及商品价格受到严重影响，可能引发期货市场大宗商品价格大幅波动，加大市场风险。全球经济增速放缓削弱投资者信心，导致期货市场参与者对经济预期判断分化，引发市场波动。科技进步与金融市场波动则孕育了新的风险，加剧了全球金融市场的波动性，波及期货市场，市

场风险进一步累积。资源环境约束问题同样不容忽视，全球资源消耗加速和环境污染日益严重，可能加剧期货市场中能源、矿产等大宗商品价格的波动，增加市场风险。

其次，金融市场的竞争正日趋激烈。随着全球经济一体化进程的深入推进以及金融市场开放程度的持续提升，大量金融机构与交易者纷纷涌入期货市场，这一趋势显著加剧了市场的竞争态势。在期货市场中，金融产品的创新步伐加快，各类衍生品层出不穷，为交易者提供了更为丰富多元的交易选择。然而，这也使得市场竞争愈发白热化，各金融机构和交易者纷纷寻求差异化竞争策略，以在激烈的市场竞争中立于不败之地。与此同时，金融服务的创新也成为期货市场竞争的重要一环。各金融机构不断提升服务质量，优化交易流程，加强风险防控，以提供更加安全、便捷、高效的金融服务。这些创新举措不仅提升了客户体验，也进一步加剧了市场的竞争程度。

最后，监管环境的变化也对期货市场发展产生了深远影响。监管力度的显著增强、监管方式的创新以及监管标准的国际化趋势，共同构成了当前监管环境的主要特征。这些变化在保障市场稳定与公平、维护参与者权益的同时，也对期货市场参与者提出了更高的合规要求，增加了成本投入和潜在风险。然而，监管环境的变革也为期货市场的发展提供了新的机遇，推动了期货市场监管体系的完善和市场秩序的提升。

综上所述，中国特色期货市场在全球经济一体化和金融创新的背景下，正面临着前所未有的变革与机遇。通过积极应对全球经济结构调整、金融科技创新以及中国金融市场开放带

来的挑战，期货市场将不断提升自身竞争力与影响力，为实体经济的发展提供有力支持。

五、勇立潮头：探寻中国特色期货市场一流交易所的构建路径

在全球金融市场深度融合与科技进步的双轮驱动下，建设中国特色一流的期货交易所不仅是我国金融深化改革、提升国际竞争力的战略需求，更是服务实体经济、防范风险、推动经济高质量发展的内在要求。上海期货交易所（以下简称上期所），作为国家重要金融基础设施，肩负着在新时代背景下加快建成世界一流交易所的重大任务，其重要性和紧迫性不言而喻。

首先，建设一流期货交易所是响应国家战略，提升金融服务实体经济效能的关键举措。当前，中国经济正处在由高速增长向高质量发展转变的关键阶段，实体企业对风险管理工具的需求日益迫切。上期所作为国内具有重要影响力的商品期货交易所，其产品创新和市场建设的成效直接影响到金融服务实体经济的质量与效率，对于推动供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及保障产业链供应链稳定具有重要意义。

其次，一流期货交易所的构建不仅有助于提升我国在全球金融市场中的影响力，也是应对国际竞争、提升我国期货市场竞争力的关键。随着人民币国际化进程加速和“一带一路”倡议的推进，中国在全球经济中的地位日益提升，对关键大宗商品国际定价权的诉求愈发强烈。上期所作为连接境内外市场的重要桥梁，通过打造具有国际影响力的期货品种，吸引全球交易者参与，可有效提升中国在国际大宗商品定价中的话语权，增强我国在全球金融

市场规则制定和治理中的影响力。同时，面对全球期货市场的激烈竞争，上期所要紧抓机遇，通过制度创新、产品创新、技术创新等手段，提升市场效率，丰富产品体系，优化投资者结构，增强市场韧性，确保我国期货市场在全球金融体系中的战略地位。

最后，在防范化解金融风险、维护市场稳定方面，上期所也承担着重要责任。提升风险防控与监管能力，建设世界一流交易所，对于保障我国金融安全具有重要意义。在此背景下，深入探究上期所如何在机遇与挑战中找准定位、创新求变，实现一流交易所的构建路径，不仅具有重要的理论价值，也具有迫切的实践需求。建议上期所立足国情，借鉴国际经验，以创新为驱动，围绕精准定位、制度创新、产品创新、技术升级与国际合作五大核心领域，系统规划并实施一系列针对性强、实效显著的改革举措，为加快建成世界一流交易所奠定坚实基础。

（一）精准定位：明确战略导向，提升国际影响力

建议上期所进一步明确自身在全球期货市场中的战略定位，致力于打造成为全球大宗商品定价中心、风险管理中心和金融市场创新中心。具体而言：

全球大宗商品定价中心：聚焦能源、金属等关键领域，依托中国市场规模优势和产业基础，通过提升期货品种的市场流动性、价格发现功能，逐步增强对全球大宗商品价格的影响力。

风险管理中心：紧密对接实体经济需求，提供丰富、高效的期货及衍生品工具，帮助企业有效管理价格波动风险。同时，加强市场教

育与培训，提升各类市场参与者的风险管理意识与能力。

金融市场创新中心：积极引导并参与期货市场制度、产品、技术等领域的创新实践，推动中国期货市场制度规则与国际接轨。

（二）制度创新：优化规则体系，激发市场活力

制度创新是构建一流期货交易所的核心驱动力，旨在通过优化规则体系，消除市场壁垒，激发市场创新活力，为各类市场参与者提供公平、透明、高效的交易环境。一是法规制度层面。推动立法更新，确保其适应金融市场发展新趋势，为期货市场创新预留法律空间。例如，建议引入“沙盒监管”理念，为创新产品或服务提供一定的监管豁免或宽松环境，鼓励市场先行先试。适时修订司法解释，出台期货市场指导案例，明确期货交易纠纷的法律适用，为市场参与者提供清晰的法律预期，保护其合法权益。二是业务规则层面。优化品种上市机制，借鉴国际成熟经验，建立灵活、高效的商品期货及期权品种上市流程，简化审批环节，缩短上市周期，鼓励结合市场需求选择上市品种。三是风险管理与监管规则层面。探索监管科技应用，利用区块链、人工智能等技术，构建智能化监管平台，提高监管效率，减少人为干预；推动监管数据共享与互认，提升跨部门、跨市场的协同监管能力。四是市场生态建设层面。培育期货中介机构，鼓励期货公司、风险管理公司等中介机构提升专业服务能力，创新业务模式，满足市场多元化需求；优化中介机构评价体系，引导其积极参与市场建设，形成良性竞争格局；促进期现融合，推动

期货与现货市场规则衔接，进一步加强与产业客户和地方现货交易平台、期货公司风险子公司及贸易商的合作，共同构建期现一体化市场生态。

（三）产品创新：丰富衍生工具，满足多元需求

产品创新是交易所核心竞争力的重要体现，旨在通过丰富衍生工具种类，满足各类市场主体多元化的风险管理与投资需求，推动期货市场深度与广度的拓展。一是传统商品期货领域。完善产业链品种布局，按照产业链上下游逻辑，补充现有期货品种序列，如在已上市品种基础上，开发其上游原料或下游终端产品期货，构建完整产业链品种体系。拓展特色资源品种，针对我国具有资源优势或战略意义的品种，如稀土等特色资源，研发相应的期货品种，提升我国在全球相关商品市场的影响力。引入国际主流品种，参考国际主流交易所的成功经验，引进并本土化国际市场活跃的期货品种，吸引国际投资者参与，提升市场国际化程度。二是创新性产品。发展绿色衍生品，为能源市场提供风险管理工具，推动绿色金融发展。探索数字资产期货，研究开发与区块链、大数据、人工智能等新技术相关的期货产品，抢占金融科技前沿阵地。探索推进大宗商品场外衍生品交易平台和结算平台建设，积极推出掉期和场外期权等场外衍生品业务，为市场参与者提供更丰富的风险管理和估值定价工具。三是跨境与跨市场产品。推动期货产品与国际知名交易所的互挂合作，实现中国期货产品在海外交易所上市以及海外期货产品在国内上市，从而加强境内外市场的互联互通。

（四）技术升级：拥抱科技革命，提升服务能力

为了适应金融市场数字化转型的趋势并提升核心竞争力，建议上期所敏锐捕捉科技革命机遇，全面启动一系列具体、前瞻且高效的技术升级计划，以全面提升服务效能和市场运行效率。具体措施包括：首先，交易系统的革新。交易所应当构建基于先进的分布式架构和内存计算技术的高性能交易系统，以确保在高并发、大流量交易场景下系统的稳定性，从而有效应对市场日益增长的交易量。通过微秒级时间戳技术实现实时交易延迟监控，提升市场透明度，确保公平、公正的交易环境。

其次，风险管理系统升级。运用大数据和人工智能技术构建实时风险监控系統，精准识别并预警市场波动、持仓集中度、资金流动等风险因素，以增强风险防范能力。完善压力测试机制，采用高级计量模型模拟极端市场情景，定期对全市场、全品种进行压力测试，为风险决策提供科学依据。同时，采用微服务架构与容器化技术来强化风险隔离与恢复能力，以确保核心系统的稳定运行。

再次，构建智能化数据服务体系。整合内部交易、结算、风控等数据源，并接入外部宏观经济、行业动态和社会媒体信息，建立统一数据仓库，提供一站式数据分析与挖掘服务。此外，还需强化数据安全保障，确保数据在全生命周期内的隐私保护。

最后，积极探索区块链与数字货币在期货市场的应用。研究区块链技术在仓单登记、交易确认、结算清算等环节的具体应用，以提高市场透明度，降低成本，并提升整体运营效率。同时密切关注央行数字货币等新型货币形

态对期货市场的影响，评估其在保证金支付、结算清缴等方面的应用潜力，为可能的业务变革提前做好技术储备。

（五）国际合作：拓宽开放视野，提升国际影响力

在全球化的大背景下，加强国际合作是提升交易所竞争力和扩大国际影响力的必然选择。建议上期所更积极主动扩大开放视野，积极提升其在全球市场的地位。首先，积极参与全球治理和规则制定，通过在国际期货业协会（FIA）和世界交易所联合会（WFE）等国际平台上发挥积极作用，分享中国智慧、引入国际先进标准和最佳实践，推动中国期货市场与国际市场的双向融合，加速国际化进程，为构建公正透明的全球金融体系贡献力量。同时，倡导公平竞争原则，抵制保护主义和歧视性待遇，为中资期货公司在海外市场拓展创造有利条件。

其次，深化产品与业务合作，推进期货产品互挂与市场互联互通，与国际主流交易所合作实现境内境外期货产品互相上市，并探索结算互联互通，支持跨市场、跨品种套利交易。联手国际知名指数公司合作开发期货产品，借助其在全球金融市场的影响力，将中国期货市场的特色和优势融入国际金融产品的体系中。探索价格授权机制，授权海外交易所运用上期所指数开发衍生品，以提升中国指数在国际市场的影响力和竞争力。

再次，按照国家金融业对外开放的整体部署，优化外资机构入市流程，提供便捷的开户、交易、结算服务，同时开发符合海外参与者偏好的期货衍生品如微型合约、短期期权合约等，更好地满足海外投资者的多样化需求。

另外，强化国际交流与培训，通过定期举办高层次国际期货论坛、研讨会等活动，邀请全球期货界权威人士参与，搭建国际交流平台，传播中国期货市场的声音，提升上期所的品牌影响力和国际知名度。同时，设立国际培训中心，为海外监管机构、交易所及金融机构提供关于中国期货市场法规、业务和技术的培训服务，以增进海外对中国期货市场的理解和认同。

最后，积极响应“一带一路”倡议，为满足东盟、非盟、阿盟等沿线国家的风险管理需求，研发契合其经济特色的能源、金属等商品

期货，为这些国家的企业提供有效的风险管理工具，增强其全球资源配置的竞争力。同时，搭建跨境合作平台，与“一带一路”沿线交易所、金融机构紧密协作，共建期货市场合作联盟，共享信息与技术资源，推动“一带一路”沿线期货市场协同发展，借此提升上期所的区域及国际影响力。

（责任编辑：李志骞）

作者简介：

张强，金融学博士，任职于申银万国期货子公司申万智富投资有限公司期权做市部。

管中窥豹

——从大宗商品的品种间走势差异看宏观格局变化*

永安期货股份有限公司 研究中心宏观团队

工业品之间的价格存在一定的相关性，虽然不同商品有各自的基本面，但是在宏观周期的影响下，在大多数时间里不同品种的走势都会存在或强或弱的联动关系。

自去年以来，由于美国财政的持续发力，宽松的流动性环境使得工业品和服务价格居高不下，去通胀进程一波三折；而国内经济稳中向好的同时，结构上生产的回升强于需求，周期错位下国内定价品种和海外定价品种之间的价格走势产生了明显的分化。

除了国内外的周期错位，国内经济的各板块之间也存在着显著的分化。当前国内经济面临增长引擎的转变，原本重要的经济增长引擎房地产熄火后，新的增长引擎尚未成型，经济增长对于政策刺激的依赖性仍然较强，自发的循环还未实现。对此，财政从投资端发力，但下游需求不佳的情况下利润传导不畅，进而导致居民收入增长未得到明显改善，经济仍旧依赖政策。不过边际上，大规模设备更新和消费品以旧换新将着力点放在企业投资和居民消费上，通过财税支持来刺激中下游制造业需求，同时积极发展新质生产力，以求实现企业利润的改善，带动居民和财政收入增加，围绕制造业形成自发增长的新引擎。

除了从传统的宏观经济指标去研究经济形势之外，期货市场也为我们提供了一个观察海内外、行业间温差的窗口。本文旨在从大宗商品的品种间走势差异出发，分析近期宏观格局的变化。

一、地产基建的分化

沪铜和钢材（螺纹钢、热轧卷板）都是上期所的热门品种，两者在上市之初便保持了较强的相关性，2010—2021年期间沪铜和螺纹钢的相关系数高达0.90，主要原因是下游需求的重叠和中外周期的同步；而自2022年中以来，两者走势开始明显分化，且分化的趋势在近期更趋显著，今年以来的相关系数甚至达到了-0.67（图1）。

铜和钢材的价格之所以能够在过去很长一段时间里维持高度正相关，其一是因为钢和铜的下游行业高度重叠，两者都被广泛应用于基建、地产、机械、家电、交通运输等领域。在以地产为主要驱动的经济周期下，两者的长期价格走势受宏观经济的影响大于产业影响，自然呈现出较强的相关性。其二，贸易和资本的流动组成了全球各经济体周期的协同性，偏国内定价的钢材和偏海外定价的铜都处于相同的宏观周期相位中，因而价差也不会发生过大的

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获三等奖。



数据来源：上期所、Wind、永安期货研究中心

图 1：阴极铜和螺纹钢走势分化（元/吨）

变化。

钢材和铜的价格背离在2021年四季度便初现端倪，在2022年以来愈趋明显。从供给端来看，2022年全球粗钢产能同比下滑，但精炼铜产能增速却小幅上行，说明供给端并不能很好地解释两者走势的分化。而从需求端来看，尽管铜和钢材的应用领域有较高的重叠，但细分的行业占比却不尽相同，其中最显著的差异来自建筑、电力和家电领域。

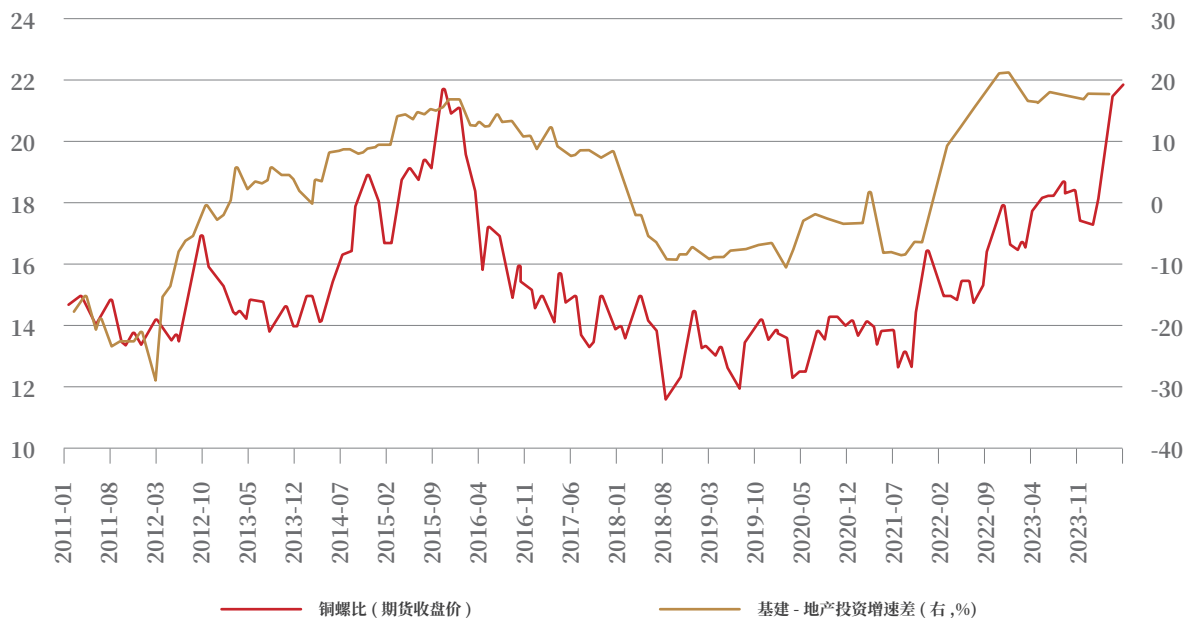
具体来看，地产的走弱是两者分化的开始。铜和钢材虽然都是地产行业重要的下游，但钢材属于地产建设的前中期品种，与开工更相关；而铜则属于地产建设的后期品种，与竣工更相关。这也解释了2021年四季度地产周期掉头向下时，钢材价格率先下行，而铜价仍维

持了高位震荡，在传导至竣工端后铜价方才出现下跌。同时，建筑业在钢材尤其是螺纹钢的下游占比显著高于铜，这也是钢材跌幅更大的原因之一。

其次，电力领域的高速增长加剧了铜和钢的价格分化。电力是精铜应用占比最高的下游行业，2022年和2023年电力、热力生产供应业投资完成额同比增长分别高达24.3%和27.3%，远高于不含电力的基建投资整体增速（9.4%和5.9%）。值得一提的是，近年发展迅猛的人工智能产业链对电力的需求也比较大，也间接带动了铜的需求。

基于上述两个最主要的原因，我们可以构建铜螺价格之比来作为基建和地产增速之差的高频指标。从历史数据来看，铜螺比与基建-地

产投资增速差的走势较为一致，而最近一轮铜螺比的上行正好对应地产投资增速走弱，基建-地产投资增速差走阔（图2）。



数据来源：上期所、国家统计局、Wind、永安期货研究中心

图 2：铜螺比与基建——地产投资增速差

再者，家电等大宗消费也是两者价格背离的影响因素之一。铜被广泛用于家电的电线、电机和热交换器等部件，尤其是空调等产品对铜的需求较大。相比之下，虽然家电生产也使用钢材，但其成本占比和价格敏感度较低，例如在空调的生产成本中，铜和钢材占比分别为22%和12%。尽管家电作为地产后周期商品，也会受到地产市场走弱的显著影响，但由于家电出口的火热，以及消费品以旧换新等政策的支持，家电生产整体仍然维持了较高的增长（尤其是2023年）。

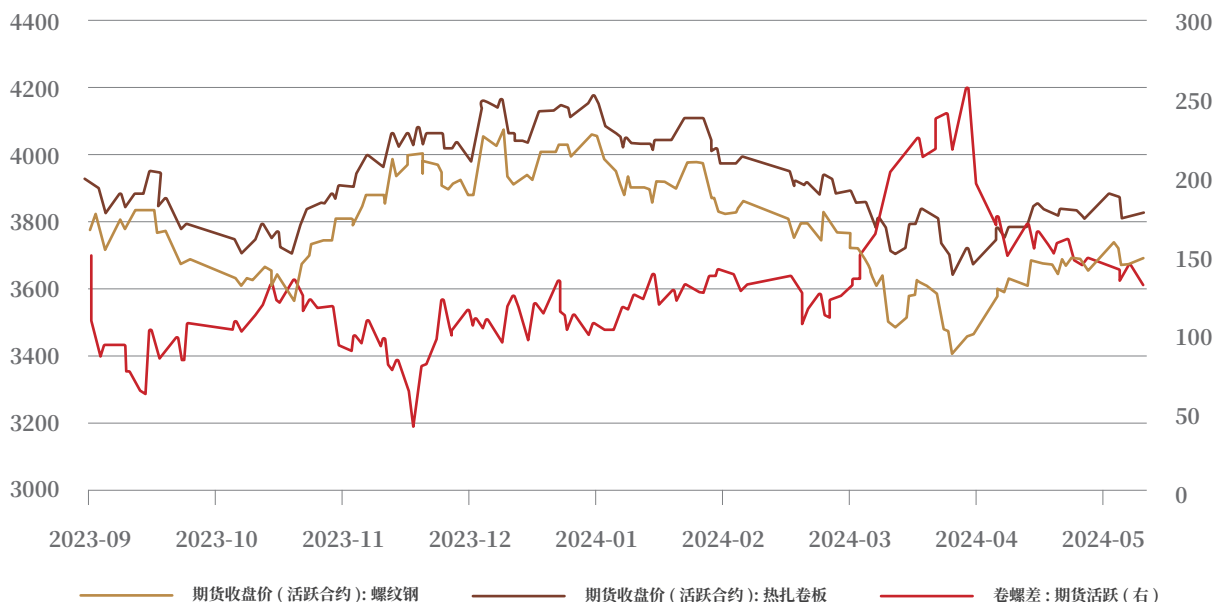
此外，除了国内宏观行业的差异外，铜和钢材走势的分化也反映出海内外宏观经济的周期错位。近年来不论是新冠疫情的冲击，贸易

保护主义的抬头，还是货币政策取向的差异，都导致了我国与美国等西方国家之间的经济周期发生了明显分化，在就业、通胀、资产价格乃至经济增速等维度上都呈现出错位的情况。而今年以来，美国去通胀进程一波三折，通胀的高粘性使得市场对美联储降息次数的预期不断下修，并基于对美国经济的软着陆甚至不着陆的判断炒作大宗商品，加之中东地区地缘政治扰动频出，原油和有色金属大幅上涨，带动我国期货市场上外盘定价品种的上涨，沪铜也创下近五年新高。而国内方面，由于一揽子化债方案的推进，上半年新项目审批和利率债发行节奏偏缓，导致基建实物需求偏弱，国内定价的钢材因此走出负反馈行情。

二、新旧动能的转换

除了铜和钢材价格的分化外，今年以来不

同钢材的价格也出现了大幅的分化，最直观的便是卷螺差的“过山车”走势（图3）。



数据来源：上期所、Wind、永安期货研究中心

图 3：2024 年 3 月以来卷螺差走出陡峭的“A”形走势（元/吨）

从生产的角度来看，包括螺纹和热卷在内的五大材料都是由铁水加工而来，而铁水则都是由铁矿、焦炭或废钢冶炼制成的。不过尽管原料相同，但两者在生产流程上存在着差异，短流程（电炉）主要生产螺纹，而长流程（高炉、转炉）则可以生产螺纹和热卷。由于大厂可以在螺纹和热卷之间较快地完成转产，当两者利润出现明显的失衡时，钢厂可以将铁水向高利润的钢材产线倾斜，故两者供给端的差异只能作为其价格分化的次要矛盾来看待，而主要的影响则更多来自需求端。

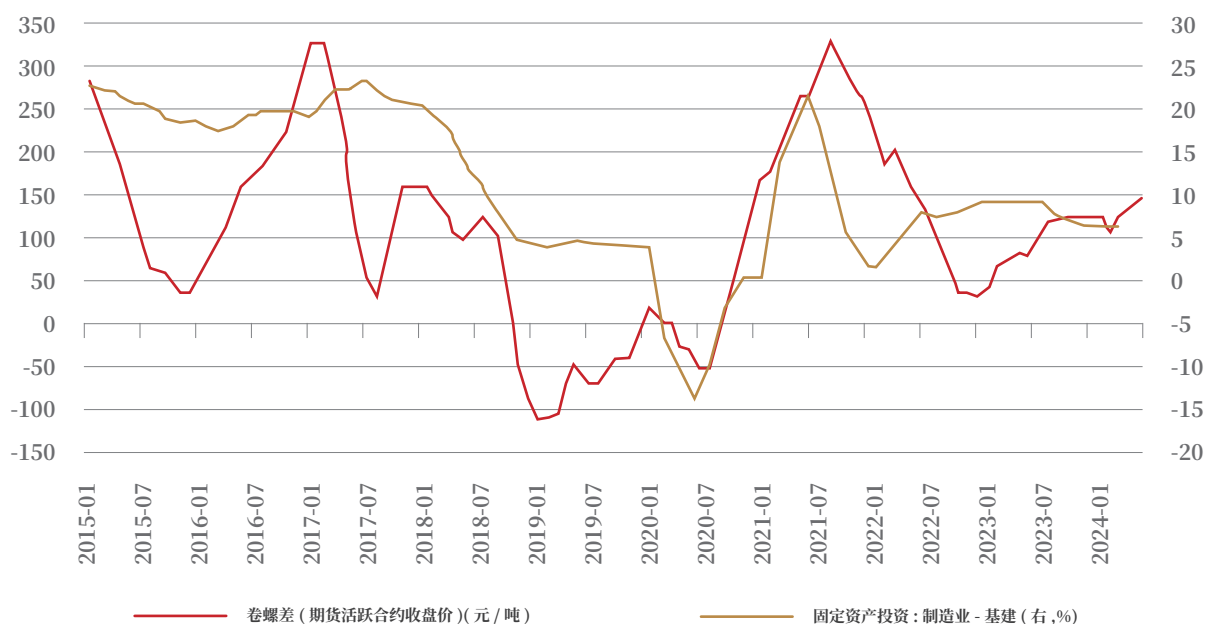
而从需求的角度来看，螺纹和热卷的下游应用也存在着显著的差别。螺纹主要作为建材使用，其下游以地产和基建为主，且随着近年来地产市场的走弱，地产和基建的用钢量之比

也在不断缩小；热卷的下游应用则更为广泛，主要包括汽车、机械、家电、焊管，以及其他制造业和直接出口等方面。整体而言，螺纹和热卷的下游分别对应了建筑业和制造业，因此其价差可以作为我们观察建筑业和制造业强弱对比的高频指标。

在2023年末，市场对于2024年制造业（尤其是汽车）和出口的增长预期相对乐观，而对于建筑业则偏保守，且相比疲软的地产市场，基建被寄予了较高的期望。在此背景下，供应端也更多向热卷倾斜。但在2024年开年后，一万亿增发国债的推进节奏偏缓，且由于一揽子化债方案的推进，一季度新项目发行和利率债发行节奏偏缓，导致基建进度不及市场预期，螺纹需求较差。哪怕螺纹产能已经处于

低位，但由于库存的去化速度仍较往年同期迟缓，螺纹的相对价格也开启了大幅的下跌，带动成本支撑不断下移，卷螺差也迅速走高。而四月卷螺差又有所回落，主要也是因为螺纹前期的负反馈导致产量持续偏低；在库存终于开始去化后，出现阶段性的供需错配。

从历史数据来看，2017年以来卷螺差对于制造业和基建的投资增速之差具有一定的领先性，且螺纹和热卷价格为高频数据，通过观察期货或现货市场的卷螺价差，可以在一定程度上对制造业和建筑业的温差做出前瞻性的判断（图4）。



数据来源：上期所、国家统计局、Wind、永安期货研究中心

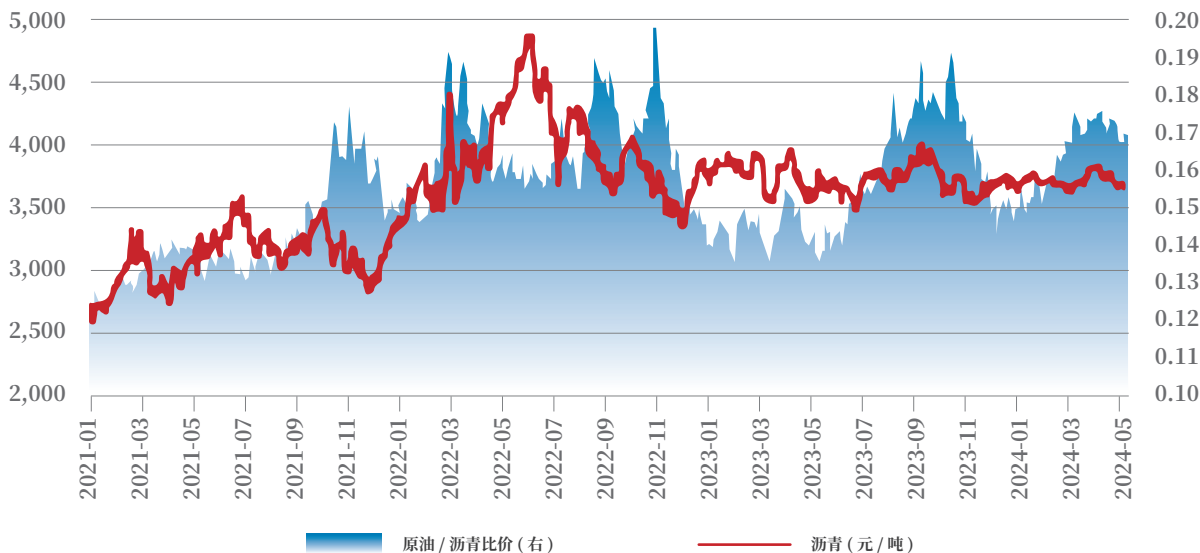
图 4：卷螺差与制造业基建投资增速差

三、新老基建的对比

传统基础设施建设与城镇化进程有着较为紧密的联系。在城市化进程中，人口向城市集中，对交通、公共服务等基础设施的需求随之增加，这直接推动了传统基建的快速发展。然而，随着城镇化率的不断提高，传统基建的增量空间正在逐步收缩。数据显示，我国城镇化率从2018年的59.58%增长至2023年的66.16%，这一过程中，城市化对基础设施的需求结构也在发生变化，对道路、桥梁等的需求边际下降。而随着新能源和大数据等新兴产

业的快速发展，对新基建的需求则显著增长。

新老基建的此消彼长也带来了相关商品需求的变化，这在商品期货上亦有体现。沥青是道路建设中不可或缺的材料，其价格一方面受到下游道路建设需求的影响，另一方面也受到上游原油价格的影响。自2023年以来，原油价格呈宽幅震荡态势，沥青也维持横盘，但原油/沥青的比价却整体呈震荡上行趋势，反映出在终端需求偏弱的背景下，沥青要跟涨原料端也稍显乏力（图5）。

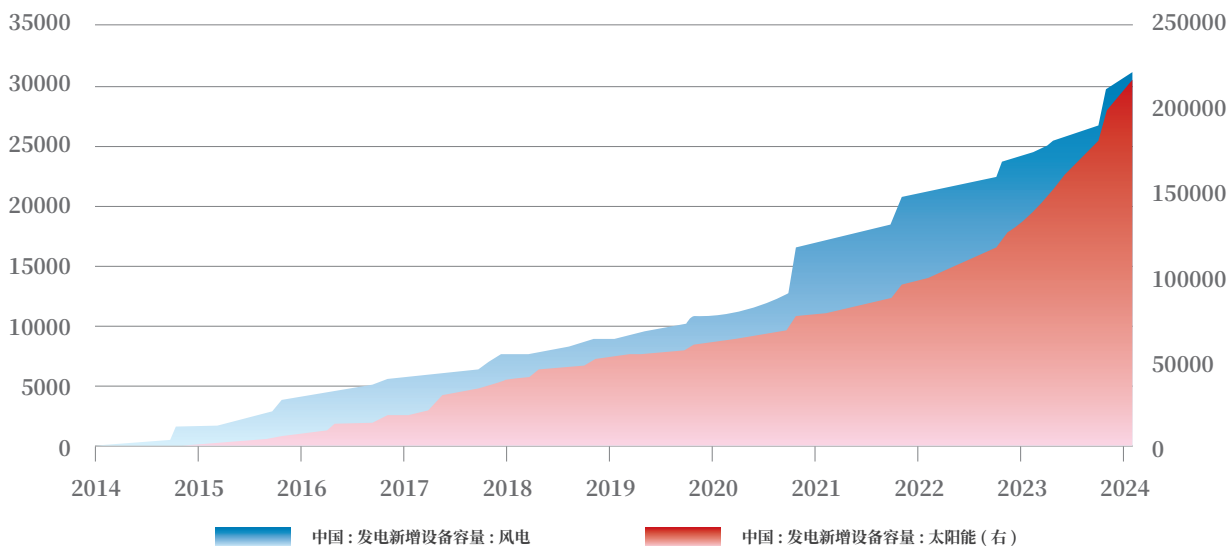


数据来源：上期所、Wind、永安期货研究中心

图 5：沥青价格持续震荡（期货主力合约收盘价）

而2024年以来，由于传统基建在资金和项目端的节奏都持续偏缓，从产业端数据来看，不论是压路机和沥青混凝土摊铺机的效率，还是挖掘机的开工小时数均不及近年同期。沥青需求未如预期般改善的情况下，沥青和原油的表现再度走出明显的分化，沥青社库高企的同时炼厂利润也处于季节性低位。

与老基建形成鲜明对比的是新基建的持续发力，其中新能源领域的增长更为明显。截至2024年3月，我国太阳能发电装机容量约为6.6亿千瓦，同比增长了54.96%；而风电装机容量也同比增长了21.5%，均远高于基础设施建设整体投资增速（图6）。

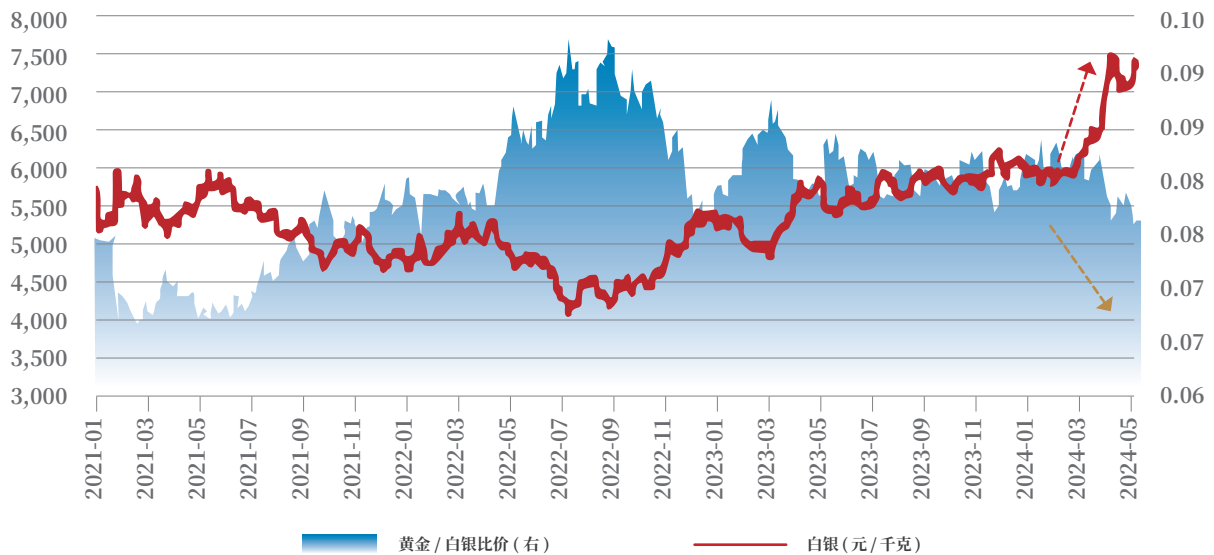


数据来源：国家统计局、Wind、永安期货研究中心

图 6：风电和光伏装机高速增长（万千瓦）

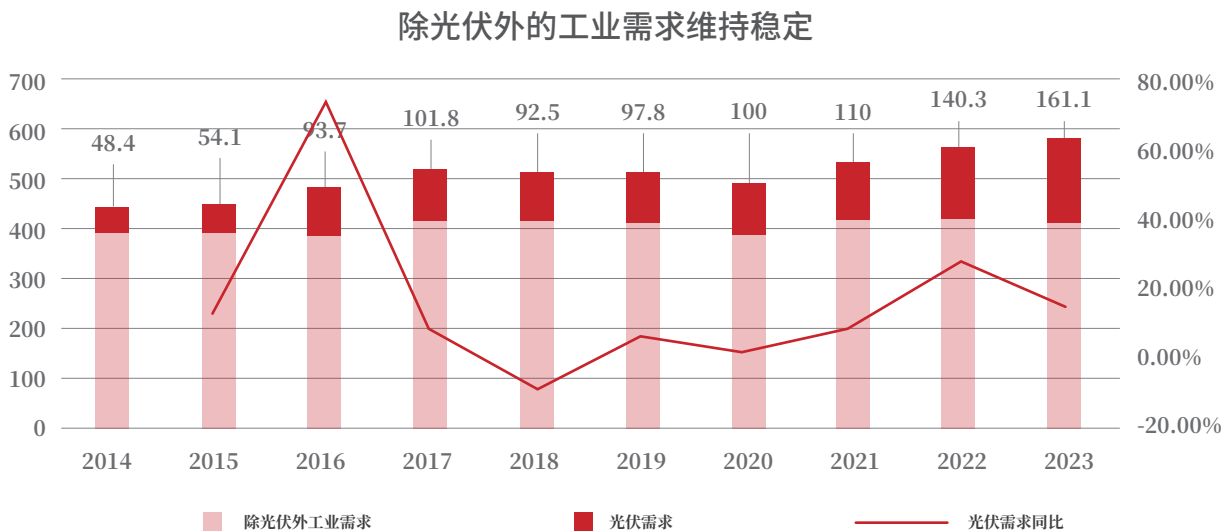
得益于光伏装机量的快速上行，白银的实物支撑体现得也更为明显（图7、图8）。白银作为贵金属，兼具了投资属性和工业属性，而2024年以来金银比价走弱，白银的工业需求愈发凸显。在工业用银中，光伏用银是白银工业需求增长的最主要来源。我们测算2023年光伏用银或超过5000吨，较去年同比增长650吨，

国内光伏行业在产能快速扩张的背景下，光伏装机量快速上行，光伏需求占白银工业需求比例近10年也在快速抬升。数据显示，光伏用银从2014年的10.98%上行至2022年的25.21%，白银价格的强势也反映了以光伏为代表的新基建正处于发展的快车道。



数据来源：Metals Focus、永安期货研究中心

图7：白银价格走势强劲（期货主力合约收盘价）



数据来源：Metals Focus、永安期货研究中心

图8：白银光伏需求继续增长（百万盎司）

铝作为一种轻质、高强度、良好导电和导热性能金属材料，在光伏组件、特高压和风电等新基建领域中具有广泛的应用。铝成材及其合金常被用于制造光伏组件边框和支架、特高压输电电缆、风力发电机桨叶和塔架，以及5G基站等。据测算，2023年光伏装机和组件出口、风电装机，以及电缆带来的电解铝需求约900万吨，整体需求增速高达32%，约占2023年电解铝总需求的13%。

除了银和铝之外，光伏硅片上游的工业硅、光伏玻璃上游的纯碱，以及作为导电和焊接材料的铜和锡等都是新基建领域的上游原材料，尽管其产业矛盾不尽相同，但都在新基建高速发展的过程中有所受益。

四、新老能源的演变

从能源的视角观察，我们同样可以从期货品种的强弱对比中找到宏观发展路径的佐证。能源是现代社会运行的血脉，而原油和铜分别作为老能源和新能源的代表，其价格走势不仅反映了市场供需关系，也映射出新老能源的演变过程。

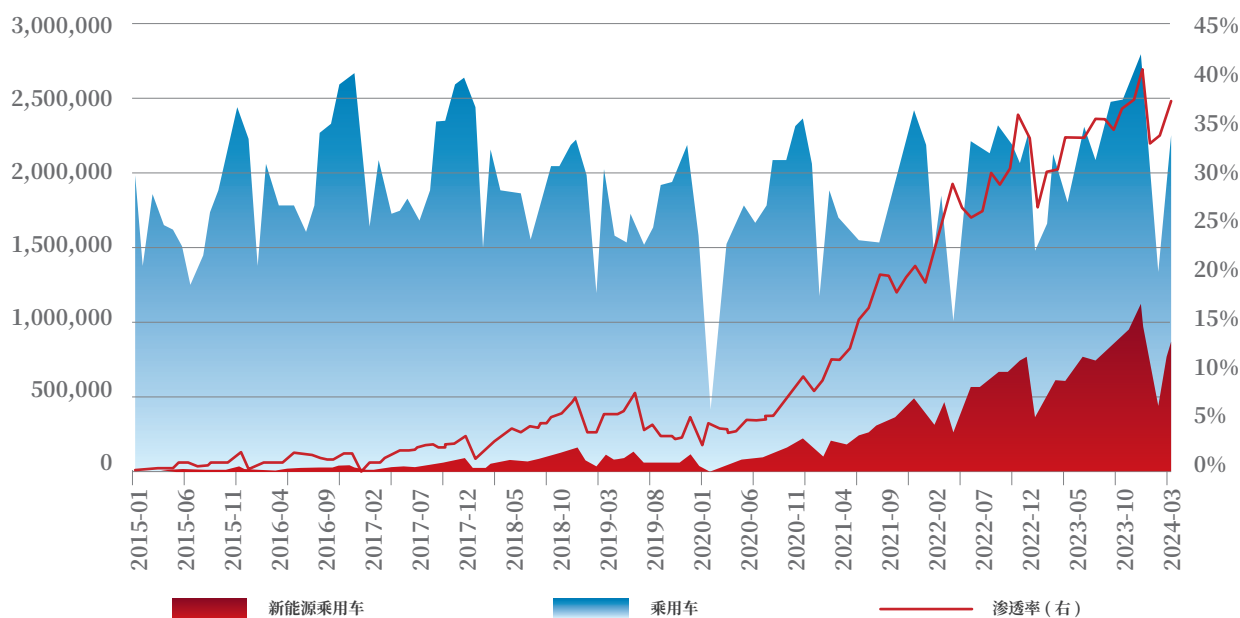
原油长久以来一直是全球能源和化工业的核心，其价格波动影响了社会民生乃至世界经济的方方面面：从居民的出行到航运空运的成本，从下游化工产品利润到居民消费，从美联储货币政策到全球地缘政治格局……然而，随着全球气候变化和环境保护意识的增强，对新能源的需求日益增长，原油在能源领域的霸主地位正逐渐受到挑战。俄乌冲突的影响逐渐散去后，由地缘政治担忧推高的原油重新回归基本面定价，在需求端全球经济增速放缓的格局下，即便供给端OPEC+国家一致减产，原油价格仍旧受到压制，在过去一年多的时间里维持

了区间震荡的走势。

与原油相比，铜虽然不能直接作为能源，但得益于其出色的导电性能，铜在新能源领域扮演着至关重要的角色。无论是光伏组件、风力发电机还是新能源汽车，铜都是其生产过程中不可或缺的材料。自2020年泛新能源板块需求爆发以来，新能源领域拉动的铜需求增长已成为精铜需求最大的增长来源之一。中国提出到2025年非化石能源消费的比重会提升至20%，到2030年该比重会提升至30%上下。欧洲地区在能源紧缺的背景下也大力提升光伏装机量，预期到2030年，欧元区可再生能源占比会提升至45%。根据彭博的预期，电力相关耗铜量预期会从2023年的320万吨抬升至2025年的425万吨，年复合增速接近15%。

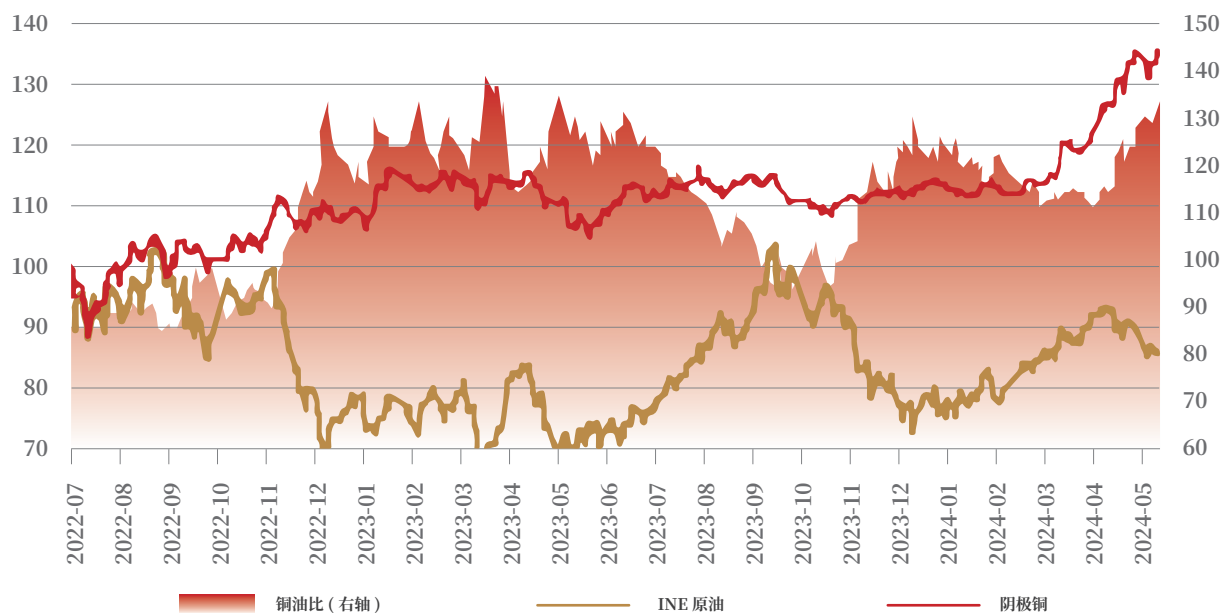
泛新能源领域中的新能源汽车的消费也是全球终端耗铜分项中增速较快的板块。伴随供应链的恢复，欧美汽车产销数据出现明显回升。美国2023年汽车销量同比增长12.5%，其中新能源汽车得益于较低的渗透率（9.5%），销量同比增速超过50%。欧洲2023年新能源汽车销量同比增速也达到了16.2%，渗透率23.4%。国内的新能源汽车销售增长也非常迅猛，在2022年末渗透率已经高达27.8%的情况下，2023年销量同比仍实现了38.2%的增长，渗透率进一步达到34.7%（图9）。

将两者对比可以发现，尽管铜和原油的价格都受到宏观因子的重要影响，但随着全球能源结构的转型，新能源产业的快速发展为铜提供了更为稳定的需求支撑，这一过程中，铜价的上涨与原油价格的波动性形成了鲜明对比，反映出市场对未来能源发展趋势的预期（图10）。



数据来源：中国汽车工业协会、永安期货研究中心

图 9：我国乘用车销量当月值（辆）



数据来源：上期所、Wind、永安期货研究中心

图 10：铜油比价（以 2022/6/30 期货收盘价为基准处理）

五、产品原料的背离

除了行业之间的形势分化外，2023年来各行业普遍面临的问题是原料与制成品价格之间

的背离：不论是铁矿和钢材，氧化铝与铝，原油与沥青、烯烃，还是焦煤与焦炭等，都出现了原料表现强于其制成品，进而挤压下游利润

的状况，这一点从表1中的涨幅对比中也能看出。这一现象不仅出现在期货市场中，铜和铝等金属的现货价格的飙升也为下游制造业企业的经营带来了巨大的压力。

表 1：上下游品种主力合约涨跌幅对比（%）

时间		23-06	23-07	23-08	23-09	23-10	23-11	23-12	24-01	24-02	24-03	24-04
产品	铝	0.42	2.17	3.38	2.69	-1.41	-3.15	4.98	-2.46	-0.39	4.62	4.87
原料	氧化铝	5.52	2.74	3.36	2.72	-0.56	-3.44	14.38	-3.79	0.59	3.03	13.97
涨幅：原料-产品		5.10	0.58	-0.01	0.02	0.86	-0.29	9.40	-1.33	0.99	-1.58	9.11
产品	螺纹钢	7.92	2.70	-2.83	-1.07	0.89	4.93	2.99	-3.28	-2.75	-10.09	6.03
原料	铁矿石	17.08	1.02	2.23	1.25	5.52	8.08	2.35	-1.34	-8.18	-16.57	16.77
涨幅：原料-产品		9.16	-1.68	5.06	2.32	4.63	3.15	-0.63	1.94	-5.44	-6.48	10.73
产品	焦炭	11.87	7.79	-1.03	13.57	-1.92	7.76	-4.85	-5.35	0.36	-16.26	17.78
原料	焦煤	11.15	8.66	5.53	21.01	-1.36	15.41	-8.44	-9.55	4.22	-16.36	18.97
涨幅：原料-产品		-0.73	0.86	6.56	7.43	0.56	7.65	-3.59	-4.21	3.86	-0.10	1.19
产品	沥青	-2.29	5.54	-0.85	5.43	-5.39	-1.02	-0.60	1.69	-1.34	0.73	0.70
原料	原油	7.20	12.11	5.96	11.40	-8.33	-10.21	-6.91	5.94	3.93	5.98	0.50
涨幅：原料-产品		9.49	6.58	6.81	5.97	-2.94	-9.19	-6.31	4.25	5.26	5.24	-0.20
产品	聚丙烯	3.20	5.44	4.17	0.23	-2.17	-1.36	1.57	-1.85	0.50	0.00	1.82
原料	原油	7.20	12.11	5.96	11.40	-8.33	-10.21	-6.91	5.94	3.93	5.98	0.50
涨幅：原料-产品		4.01	6.68	1.79	11.17	-6.16	-8.85	-8.48	7.78	3.43	5.98	-1.32

数据来源：Wind、永安期货研究中心

国内生产需求复苏修复的节奏差异，以及上游原材料国际定价、下游产品国内定价的产业链结构，是发生上述价格背离的主要原因。作为制造业大国，我国需要规模庞大的原材料

来满足商品生产需求，其中如石油、天然气、铁矿等的进口依赖度都较高，而这些商品的定价权则主要在海外，且较多受到宏观因素的影响。近期国际地缘冲突和气候问题的扰动，以

及美国等海外经济体未如预期走弱，外盘定价品种存在支撑。而国内方面，在疫情转段后的2023年，我国的生产更早复苏并持稳，但终端需求的恢复节奏较供给偏缓，导致下游制造业利润状况不佳并向中游传导，工业企业利润PPI持续承压。

因此，期货市场中原材料和其产成品之间的强弱对比也成为我们观察产业链利润情况的一个窗口，若观察到原材料和产品间的价差出现明显走阔，或预示着中游加工企业利润能够得到进一步修复。

六、小结

期货市场与实体经济之间存在着密切的联系与互动。作为金融市场的重要组成部分，期货市场通过其价格发现机制，为实体经济提供了对未来供需状况、经济政策预期以及市场信

心的前瞻性指标。这些价格信号不仅反映了市场参与者基于当前信息集形成的共识，而且为实体经济中的生产者、消费者和政策制定者提供了重要的决策依据。同时，不同期货品种之间的价格对比，映射出特定行业领域的基本面变化，为投资者和政策制定者提供了识别经济结构性变化、评估行业景气度的有效手段。此外，期货市场的全球性特点，使其成为观察国际宏观经济动态的窗口，商品价格的国际联动性为我们分析国际经济关系和贸易流向提供了数据支撑。透过期货市场，我们可以更好地理解宏观经济的格局变化。

（责任编辑：毛思铭）

作者简介：

刘畅，永安期货研究中心分析师。

借助政策东风 促进期货经营机构高质量发展

肖成

不平凡的2024年已经过去，我们迎来了充满挑战与机遇的2025年。作为“十四五”规划的收官之年，2025年的工作怎么干？中央经济工作会议指明了方向，即“稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合”。相比以往，2024年12月召开中央经济工作会议准确地概括了未来的发展基调，那就是“稳”和“实”，核心仍然是高质量发展。

在新的一年里，有一系列的政策“东风”，能够让期货行业在高质量发展的征途上稳步前行。2023年11月，习近平总书记考察上海期货交易所（以下简称上期所），听取上期所增强全球资源配置能力、服务国家战略等情况，了解上期所日常资金管理和交割结算等事项，对期货行业作出了重要指示，即“上海建设国际金融中心目标正确、步伐稳健、前景光明，上海期货交易所要加快建成世界一流交易所，为探索中国特色期货监管制度和业务模式、建设国际金融中心作出更大贡献。”2024年4月国务院印发《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》。2024年10月11日，国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》（以下简称《意见》），肯定了“期货市场是我国金融体系的重要组成部分，

具有发现价格、管理风险、配置资源等功能，与企业 and 群众生产生活直接相关，对企业经营、活跃商品流通、服务保供稳价发挥着积极作用”。《意见》要求期货市场为服务中国式现代化和金融强国建设发挥更大的作用。不仅如此，《意见》还明确了期货行业近中远期的发展目标，即到2029年，形成中国特色期货监管制度和业务模式总体框架，期货市场监管能力显著增强，品种布局与国民经济结构更加适配，市场深度和定价能力进一步提高，建成一支诚信守法、专业稳健、服务高效的中介机构队伍；到2035年，形成安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的期货市场体系，主要品种吸引全球交易者充分参与，大宗商品价格影响力和市场竞争力显著增强，中介机构综合实力和国际竞争力进一步提高；到本世纪中叶，建成产品齐全、功能完备、服务高效、运行稳健、价格辐射全球的世界一流期货交易所，大幅提升期货市场服务国民经济、配置全球资源能力，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。

这些支持政策和发展目标，为期货行业发展拓展了广阔的空间，也为期货经营机构发展提供了根本遵循。我们必须深刻认识到，期货行业已经进入新的发展阶段，主要特征是从追

求量的发展转变为追求高质量发展。

简单回顾，从20世纪80年代开始，我国期货行业的发展大致分为以下几个阶段：

一是萌芽生长期（1988年到1999年）。1988年政府工作报告明确提出要“探索期货交易”，自此确立开展期货的筹建工作。从1990年10月新中国第一家期货交易试点单位成立，到1993年全国各类期货交易所“遍地开花”，期货经纪机构如雨后春笋般设立。当时大家对期货这个新事物的风险认知不足，法规监管滞后，市场一度陷入无序发展状态。1993年，国务院发布《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》，期货市场开始第一轮清理整顿。1998年，国务院发布《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，期货市场开始第二轮清理整顿。1999年，国务院颁布《期货交易管理暂行条例》，期货市场迈入统一监管时代。

二是规范发展期（2000年到2013年）。2000年，中国期货业协会成立，形成中国证监会、中国期货业协会和期货交易所的三级监管体系。2006年，中国期货保证金监控中心设立，期货投资者的资金安全和投资利益得到初步保障。同年，中国金融期货交易所成立，中国的商品期货和金融期货齐头并进。

三是创新开放期（2014年到2021年）。2014年，国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，其中提到要“发展商品期货市场、建设金融期货市场”。自此，期货经营机构的业务范围从单一的经纪业务扩大到资产管理和风险管理等业务。2018年，《外商投资期货公司管理办法》出台，相关服务业进入双向开放新时期。2021年，广州期货交易所获批设立，定位为创新型期货交易所，

进一步覆盖科技、绿色、环保等新兴产业，期货品种不断扩容，场内期权工具也不断丰富。

四是高质量发展阶段（2022年至今）。这一阶段的标志是2022年《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。《期货和衍生品法》的施行结束了期货行业缺失大法的历史，也标志着我国期货和衍生品市场进入全新的法治轨道。期货市场是高度市场化的产物，而判断一个市场成熟度的指标，就是市场的法治完善程度。《期货和衍生品法》的施行，是从市场的一般发展规律来定义行业进入高质量发展阶段。不仅如此，我国经济发展也进入以高质量完成“十四五”规划目标，同时为实现“十五五”良好开局打牢基础的关键阶段。

在期货市场高质量发展阶段，国内期货经营机构如何借助政策“东风”，促进自身高质量发展？在回答这个问题之前，先来了解一下国内期货经营机构的生态结构。

可以说，我国期货经营机构是随着我国期货市场兴起的。国内期货经营机构一度有上千家，而经过清理整顿，期货经营机构被纳入中国证监会统一监管，形成了有中国特色的期货经营机构架构体系。数据显示，截至2024年12月末，全国共有151家期货公司正常营运，且均具有期货经纪业务和结算业务资质。这些期货公司旗下设立的分支机构超过两千家。经过多年的发展，我国期货经营机构的服务已经从过去的单一经纪业务转向“一体两翼”模式，即以经纪业务为基础，兼具风险管理和资产管理业务，期货公司服务能力得到较大增强。

期货经营机构作为连接期货交易者和期货交易所的重要中介机构，处在服务各类交易

者、防控市场风险的第一线。总体上看，我国期货经营机构发展稳健，服务实体经济的能力不断提高。不过，也存在分化现象，且同质化经营尤其是基础经纪业务“内卷”现象突出。中国期货业协会的2024年中期统计数据显示，排名前100位的正常展业的期货公司，净资产、净资产、客户权益、净利润等主要财务指标占全行业的比重均超过90%，而排在100位之后的期货公司，各项指标占比均低于8%。从最新一期分类评价情况看，BBB级以上的期货公司97家，客户权益占比达95.2%；BB级以下的期货公司53家，客户权益占比仅有4.8%。因此，从资本实力、客户资金规模、盈利能力以及反映期货经营机构综合情况的分类评价结果看，前100位期货公司可以代表行业目前的总体实力和服务规模。

从静态的角度看，这151家期货公司中，客户权益和净利润排名后50位的基本以经纪业务为主，交易和服务能力不强。然而，从发展的角度看，截至2024年底，我国已上市146个期货和期权品种，广泛覆盖农产品、金属、能源、化工、建材、航运、金融等国民经济主要领域，其中成熟的商品期货期权覆盖率超过80%，围绕场内品种开发的商品指数产品、场外衍生产品陆续上市，这种多元联动的期货品种和工具的产品生态要求期货经营机构服务能力进一步提高，而当前服务实体经济的业态尚不够丰富，具有较强交易和服务能力的期货经营机构数量仍显不足。

与美国相比，美国期货经营机构服务的产业规模大于我国期货经营机构服务的产业规模，但其承担结算职能的机构（Futures Commission Merchant, FCM）只有几十家，

而我国2023年承接代理和结算职能的公司有150家。从这个角度讲，国内相对较小的期货市场成交规模，却有众多的期货经营机构承担代理和结算职能，其数量是偏多的。但从服务的角度看，美国的期货业态和我国不同，其有IB、CTA、CBO等不同的业务机构。而在我国，这些业务理论上都是在期货公司牌照业务之下的。

我国上市的期货品种覆盖的产业链丰富，单单大宗商品就有几十个产业链、上百万家企业，尤其是大量中小企业需要相关服务来满足他们的需求。风险管理和资产管理是具有专业性和个性化要求的服务，不同的企业需要不同的策略，甚至一家企业就需要一个策略，从这个意义来说，目前国内期货经营机构的数量是不够的。也可以这样说，按照国内期货市场的发展前景，能够满足实体企业风险管理要求的期货经营机构的数量，是满足不了市场需求的。

这个问题如何解决？单纯地通过数量扩张是行不通的。笔者认为，只能通过市场的改革开放和高质量发展，期货经营机构才能做优做强，成为市场认可、人民满意、实体企业真正需要的金融机构。由此，笔者依据国家对期货行业的要求，按照中央经济工作会议对2025年的部署，结合对市场的分析，参考本人曾管理过两家大中型期货公司的经验，提出以下建议：

第一，按照国家制定的期货行业发展规划，要建成世界一流的期货交易所，必须要有相应的在世界上具有竞争力的期货经营机构为各类交易者服务。各类期货经营机构从现在开始，要注重企业自身的高质量发展。什么是企

业的高质量发展？它包含两项重要关系：一是企业与个人的关系，二是理想与现实的关系。要保证企业高质量发展，首先要做好组织文化建设，尤其是构建好团队组织；其次要做好经理人团队建设；最后要在业务和管理中充分发挥员工的主观能动性。

第二，每家期货经营机构都要找准自身的战略定位。通俗地讲，要清晰认识到在未来发展中能做什么、不能做什么。当然，这其中包含公司在市场竞争环境下优势是什么、今后要发展什么样的优势、现在的短板是什么以及今后是消除它还是补齐它。期货经营机构因股东要求不同、人才结构不同、所处地域不同、市场环境不同，战略定位和发展目标也是不同的。

第三，期货公司经纪业务是基础业务，现在的竞争已经完全白热化，靠营业部负责人单打独斗的做法已经进入“死胡同”，即便是利用居间人，也必须在合规的基础上开展，决不容忍踩踏法规红线来拓展业务。期货经营机构要想实现高质量发展，一是要将公司的经纪业务与经纪业务之外的资管业务等相结合，才具有竞争力；二是若公司服务及交易性业务较为薄弱，以经纪业务为主，那就要下大力气做好网络经纪业务，利用金融科技的发展趋势，使代理的交易成本达到最低；三是在代理业务已经相对固化的状态下，绕开“红海”竞争，利用近几年大力推进新品种的机会，提前在新品种产业链上布局。

第四，资产管理业务的扩张要靠提升期货和衍生品的主动投资管理能力实现，而不能单纯依赖资金的“通道”模式。要培养公司自身的商品交易顾问（Commodity Trading

Advisors, CTA）等主动投资的研发人员、市场营销人员和投资经理，这是公司实现服务及交易能力的核心竞争力，也是公司营业收入和净利润增长的硬道理。人才的内部培养要配合有效的激励机制，除经济激励之外，还要形成自身的企业文化内涵，使优秀人才不仅因待遇留下来，更因事业留人、情感留人、培训成长留人。

第五，期货经营机构要坚持为实体经济服务的宗旨，充分发挥风险管理过程中的交易及服务能力。期货市场之所以可以发挥作用，核心就在顺应各相关产业链，服务相关主体。期货经营机构基于期货和期权等衍生工具，可以开展场外期权业务、互换业务、合作套保业务、仓单业务等。例如，仓单质押融资业务、供应链金融业务和风险管理公司的融资服务是为企业或交易者提供资金支持，满足其融资需求，促进资金流动，进而达到资源配置的目的。随着实体企业对风险管理需求的增长，这一类业务将快速增长。期货经营机构在高质量发展过程中，要在人才培养、期现联动、品种开发及机制配合等方面做好充分准备。

第六，国际化业务要顺应我国乃至全球衍生品市场的发展大势，依据公司现有条件，在合规合法的基础上开展。笔者在全面负责广发期货经营管理时，顺应市场需求，在监管部门和股东支持下，2006年，第一批在中国香港设立开展境外代理业务机构；2013年，主导广发期货全资收购境外期货公司，拥有了LME结算会员资格，实现了境内与境外业务的联通。但在当前的市场环境下，期货经营机构要想布局海外，无论是新建还是收购，难度都很大。利用我国在许多发达地区和自贸区的保税仓库

等，实现为实体服务的境内外联动，不失为一条捷径。另外，公司也可以考虑在股东的支持下，利用与境外期货经营机构相互持股的商机，实现境内与境外业务的联通。

第七，建议每年仍在指定媒体上公开期货经营机构综合分类评级排名。由于有了专营期货经纪代理结算和投资咨询业务的期货经营机构，以及综合类期货经营机构，在分类评级公开披露时，可以按两大类进行综合评级排名。之所以公开，并不是允许相关公司将此作为商业广告宣传或诋毁同业的依据，主要是公司排名反映了一家公司的品牌形象，交易者可以将其看作选择服务机构时的“白名单”。最主要的是，期货经营机构的股东十分看重自己参股的期货公司在行业的地位，其直接影响股东对期货经营机构的支持力度和考核参考。

第八，为了鼓励期货经营机构进行市场间的并购重组，建议监管部门在分类评价的加分项上延长年限。笔者曾在证券公司工作，又转行到期货行业耕耘，深知证券公司的并购风云迭起，动力强劲，而期货公司鲜有案例发生。究其原因，主要是证券公司的投资银行业务除国家战略等需求之外，主要为客户的财富增值提供服务，而期货公司主要为客户的经营风险进行“对冲”。期货行业要求客户交易“每日

无负债结算”，决定了期货经营机构在客户权益留存、服务能力以及公司人才去留方面是有极大区别的。为了鼓励市场化的并购重组，政策上适当延长收购方的分类评价加分项年限，就可以弥补在并购磨合中因各种原因导致主动收购方短期业绩下滑的“冲击成本”。

第九，2024年12月召开的中央经济工作会议提出了“稳定股市”的要求，除中国证监会统一部署外，笔者认为以下建议也是可行的。比如，上市公司以自己的股权作抵押，在严禁进行违规减持的前提下，通过互换而来的资金回购上市公司股票时，进行一定比例的股指期货配置。这中间可以让专业的期货经营机构提供风险对冲方案。它的好处在于利用金融衍生品对冲股票的波动风险，上市公司不会因为股市朝着不利于自己的方向波动时而产生亏损，减少了融资本金的损失。这种证期合作的好处在于，上市公司是实体企业的主力机构，其通过期货经营机构提供的股指期货专业配置策略，既能在“稳定股市”中发挥重要作用，又能改善期货市场的交易者结构。

（责任编辑：宋修博）

作者简介：

肖成，中期协战略与发展委员会委员，广州期货股份有限公司外部董事。

期货市场实际控制关系差异化管理探析

一德期货有限公司 张凡

《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》（以下简称《意见》）提出，要“优化实际控制关系账户管理方式，完善相关认定标准。研究对交易行为趋同账户实施有效监管。”根据这一意见，针对期货市场实际控制关系差异化管理的研究探讨显得尤为重要。监管部门可以在现有管理模式基础上，进一步细化实际控制关系的认定标准，研究探讨完全控制、协同操作、部分控制、间接控制、关联影响等不同情形，进一步优化实际控制关系账户管理方式，保障期货市场稳慎有序发展，助力实现《意见》中提出的期货市场发展目标。

一、实际控制管理的体现方式

根据《期货交易所管理办法》，实际控制关系是指单位或者个人对其他期货账户具有管理、使用、收益或者处分等权限，从而对其他期货账户的交易决策拥有决定权或者重大影响的行为或者事实。从定义来看，实际控制账户的控制方式主要体现为控制权（即决定权）和影响力两个方面：

（一）控制权

行为人对期货账户的控制类型通常涉及账户的所有权、使用权等方面。主要体现在：

1.所有权控制

账户的所有者通常拥有账户的所有权，所有权人对自己的期货账户享有占有、使用、收

益和处分的权利。个别情况下，账户所有者将账户委托给其他人进行操作，并确定委托的条件和权限。

2.使用权控制

账户的使用者通常是账户所有者，也有可能是账户所有者授权的的操作者，操作者可以在账户所有者的授权下进行相应的期货交易。

根据授权类型的不同，使用权可分为交易权限控制和执行权限控制：交易权限控制是指账户所有者根据自身意愿设定的，关于谁可以进行交易以及交易范围的权限；而执行权限控制则是在已设定的交易权限基础上，进一步控制具体的交易执行方式，如品种、合约、价格、数量、方向、时间等。这些控制类型的不同组合构成了实际控制关系的复杂性。

（二）影响力

影响力是指行为人对他人期货交易的影响程度。影响力越大，存在实际控制关系的可能性就越大。影响力在实际控制关系的认定中体现为行为人通过其言论、交易行为或公众形象等因素对市场价格、投资者行为和市场情绪产生的潜在引导或改变能力。

在期货交易中，行为人对期货账户的控制和影响可能相互交织，但它们在法律责任和监管要求上有所区别。例如，实际控制关系账户需要向监管部门报备，单纯地行为人对他人期货账户存在影响虽然不一定需要报备，但仍

需遵守相关的交易规则和风险控制原则。尤其是在信息传播迅速的当下，交易者的言论和行为可能对市场产生较大影响，性质严重的，有可能构成《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》）规定的“编造、传播虚假信息或者误导性信息”“传播内幕信息”“利用虚假或者不确定的重大信息进行市场操纵”等扰乱期货和衍生品市场的违法行为。

二、实际控制关系管理面临的挑战

（一）缺乏差异化管理模式

实际控制关系管理中面临的重要挑战是缺乏差异化管理模式。由于不同“控制”类型的账户控制程度不同、面临风险不同，因此需要有针对性地进行管理。然而，目前实际控制关系管理往往采用“非黑即白”的管理思路，导致不同的控制关系难以被明确划分，一定程度上给交易者带来了困惑，影响了管理效率，导致在期货市场仍然存在大量未按照规定申报的期货账户，个别交易者因违反实际控制关系规定被处罚，但处理周期长，且需要耗费大量监管资源。

（二）交易者配合程度低

根据《期货和衍生品法》以及各期货交易所规则，交易者有报备实际控制关系的义务。然而，部分交易者由于对相关法规认识不足或故意规避，不配合进行实际控制关系的申报，使得监管机构在识别和处理时增加了难度。有时即便发现交易者存在实际控制行为，由于取证困难，处理过程也会变得复杂，增加了监管难度。

（三）信息共享和监管协调

目前，交易所与中国期货市场监控中心实

行实际控制关系信息共享，但这种协调机制在信息传递和处理方面存在一定延迟。另外，实际控制关系的认定存在一定的主观性，不同交易所对于实控关系管理的认定标准、尺度往往存在差异。

（四）报备和变更不及时

根据交易所针对实际控制关系账户管理的有关规定，符合实际控制关系账户认定标准的客户应当在签署期货经纪合同后、实际控制关系发生变更后，10个交易日内完成实际控制关系账户报备。但交易者在开户后形成的实际控制关系，以及实际控制关系变更后往往缺乏跟踪管理，导致实控关系的报备存在滞后性。

（五）技术和系统的挑战

在实际控制关系账户的报备和变更过程中，交易所、期货公司需要依赖先进的技术系统来处理大量的数据和信息。这不仅要求系统具有高效率，还要保证分析结论的合理性和准确性。但在实际控制关系管理中，期货公司普遍缺乏强大的系统筛查能力，加之很多交易者若多个期货公司开立账户，期货公司便无法全面掌握交易者在整个市场中的交易活动信息，导致了期货公司在识别和筛查实际控制关系方面存在困难。

综上所述，期货市场实际控制关系账户管理在执行过程中面临众多挑战，其中尤以缺乏差异化管理模式最为急迫，需对现有监管方式进行细化和完善，以进一步增强管理的针对性，提升监管效率。

三、期货市场账户控制关系方式

基于行为人对他人期货账户控制权、影响力的分析，笔者认为期货市场账户控制方式可以分为以下几种情形：

（一）完全控制

完全控制通常体现为，在特定时间内，某一方拥有对另一方的绝对控制权，能够决定其交易行为和策略。

例如，期货市场的账户出借、全权委托等行为均构成了账户之间的完全控制。

（二）协同操作

协同操作的表现形式通常体现为：虽然各方没有直接的控制关系，但他们通过预先协商，达成了一致的交易目标，并在期货市场形成了趋同性交易。此类情况，无法用“谁控制谁”来准确、客观地描述账户间的关系。

例如，两个体量相近的大型贸易公司可能会事先达成一致，分别在某个合约上进行大量买入或卖出操作，以此来共同推高或压低合约价格。

（三）部分控制

部分控制的表现形式通常体现为：某一方对另一方有一定的控制权，但并非完全控制。具体来说，“部分控制”通常表现为以下几种情形：

1.品种上的部分控制

如几个期货账户之间只在某个品种（甚至某个合约）存在实际控制关系，在这些品种上，账户所有人在对某些关键市场信息共享，或在特定策略下协调行动，但对各自账户的其他品种保有独立决策的自由度。

2.时间上的部分控制

如几个期货账户之间只在某个时间段存在实际控制关系，在这些时间段里，账户所有人在对某些关键市场信息共享，或在特定策略下协调行动，但在其他时间段对各自账户保有独立决策的自由度。

实际情况中，存在上述部分控制的期货账户控制类型往往相互交织，其联动性和独立性之间会不断演变。比如，某一品种上的部分控制往往只在某个时间段上存在关联，或者某个时间段账户之间只在某个品种存在关联，但是下一个时间段在多个品种均存在了关联。

3.交易权限上的部分控制

账户操作者可能仅对特定交易策略或操作有限制性控制，而非整个账户的管理权。这种模式下，账户操作者在遵守既定策略的前提下，仍能在一定范围内自主决策。

例如，母公司授权子公司从事期货交易，但是交易品种、交易额度均由母公司指定，这时母公司就对子公司的期货交易形成了部分控制。

（四）间接控制

间接控制的表现形式通常体现为：某一方通过间接方式对另一方施加影响。

例如，一个公司通过持有另一家公司的部分股权，或在另外一家公司安排了董事、监事、高级管理人员，参与到了该公司期货交易的团队组建、运营管理、审定交易计划，从而在一定程度上间接“控制”了另一家公司的期货交易。

（五）关联影响

关联影响的表现形式通常体现为：某一方对另一方有一定的影响力，但这种影响并不足以实现控制。这种影响可能来源于行为人与他人的合作关系、亲属关系、同事关系、投资关系、融资安排等，从而能够对他人的期货交易产生影响。

例如，关联影响可能存在行为人与他人之间的亲属关系，如配偶、父母、子女、兄弟姐

妹等，行为人与亲属在生活中本身就存在相互影响的事实，容易在期货交易中形成“实际控制关系”。

再如，不同期货交易者之间基于自身的“圈子”、“师徒”、产业链上下游合作伙伴等关系形成的交易理念、交易习惯、交易机会等方面的影响，也容易在期货交易中形成“实际控制关系”。

（六）其他情形

在某些情况下，还可能存在其他类型的控制情形。

例如，当两个或多个实体通过复杂的金融工具和协议相互关联时，可能会形成一种特殊的控制关系。这种情况下的控制可能不属于传统意义上的“控制”，但实际上却具有类似的影响力和决策权。

四、实际控制关系差异化管理探讨

针对实际控制关系进行差异化管理，应关注管理的有效性和灵活性。一方面，实际控制关系的管理措施应有效预防破坏市场秩序行为的发生，保护市场参与者的利益，保障期货价格发现功能得以有效实现；另一方面，管理措施应具有一定的灵活性，能够适应市场的变化和交易者行为的多样性。具体可分为以下模式：

（一）完全控制情形的管理

在完全控制的情形下，两个或多个账户之间存在明确的实际控制关系，一个账户对另一个账户具有完全的控制权。针对这种情形，可结合现有管理模式，通过以下模式进行管理：

1. 要求申报实际控制关系

交易所和期货公司应当进一步强化对交易者的培训工作，强调实控关系管理的重要性，

并要求交易者积极申报其实际控制关系。这包括主动披露控制方与被控制方的账户信息，以及控制关系的形成原因和方式等细节。

2. 强制认定实际控制关系

若客户拒绝承认其实际控制关系，但交易所掌握充分证据的情况下，有权强制认定该实际控制关系。认定过程中，交易所可以依据交易数据、资金流向、IP地址、交易模式等信息综合进行分析。

3. 将实控关系认定纳入大户报告制度

美国商品期货交易委员会（CFTC）在其规则第17部分对实际控制关系账户的认定标准及报告制度等作了明确规定，要求在大户报告的同时申报实际控制关系账户情况。

交易所可借鉴CFTC的做法，结合国内期货市场特点，将实控关系认定纳入大户报告制度，对申报大户报告的交易者是否存在实际控制关系进行排查，提高监管的针对性。

4. 限制交易行为

对有足够证据证明实际账户确实存在实际控制关系，或因实际控制关系管理的原因被立案调查期间，应限制相关账户交易行为，防止潜在风险。具体措施包括限制持仓量、限制交易量、提高保证金、限制出金等措施。

（二）协同操作情形的管理

实施“协同操作”的交易者可称为“实际关联人”，实际控制人和实际关联人在期货交易结果上可能类似，但是从控制方式上仍存在较大不同：

实际控制人主要强调的是行为人对他人账户的实际支配能力，而“实际关联人”则更多地从行为人对他人账户影响的角度出发，体现为行为人之间的互动与影响。

然而，由于在期货市场实际控制关系管理中，并无“实际关联人”的概念，导致部分“协同操作”的交易者，无法认同现行的“谁控制谁”“谁被谁控制”的实控报送要求。可通过以下方式进行管理：

1.明确界定标准

虽然“实际关联人”概念在期货市场中未直接使用，但可以考虑建立一套相应的定义体系，对“协同操作”行为给出明确的定义和解释，以便交易者能够准确理解这一概念的内涵和外延。

2.完善报送要求

细化期货公司及客户相关义务，确保交易者在开户及交易过程中，向期货公司报送“实际关联人”的有关信息。

（三）部分控制情形的管理

在部分控制的情形下，两个或多个账户之间存在一定的实际控制关系，但控制程度不如完全控制那么强烈，如账户之间只在不同品种、不同时间段内存在实际控制关系。针对这种情形，应实施动态监控机制，实时跟踪交易者的行为变化，及时调整实际控制关系的认定。可以根据实际情况进行差异化管理：

1.品种差异化管理

如交易者只在不同品种上存在实际控制关系，交易所可在相关品种上进行实际控制关系认定，并在该品种交易中实施相应的管理措施。

例如，两个账户只在某个农产品期货品种中存在交易趋同性，其他品种未存在实际控制关系，应重点关注这些农产品期货品种的实际控制管理，并要求在相应品种申报实际控制关系。

在实施品种差异化管理的过程中，交易所还需要充分考虑到不同品种的特性。某些品种可能具有较高的波动性和风险性，因此需要更加严格的管理措施来确保市场的稳定。

2.时间差异化管理

如客户只在某个阶段存在实际控制关系，交易所可明确实际控制关系认定的时间范围，并在该时间段内实施相应的管理措施。如果通过交易监测判断出客户在一定时间内不再具备实际控制关系，可考虑适时解除实际控制关系认定。

例如，一家企业在每年的农产品收获季节对上下游企业拥有较大的影响力，并形成了期货交易上的控制关系。在这种情形下，交易所可以在收获季节期间对该公司的相关交易行为加强监控，要求申报实际控制关系，并在收获季节过后根据实际情况调整或解除监控措施。

3.强化风险管理措施

针对部分控制的账户，交易所可采取适当的风险管理措施，如提高此类客户的保证金要求、加强资金监控等，以防范潜在风险。

（四）间接控制与关联影响情形的管理

间接控制、关联影响等情形下，相关交易者之间虽无明确的实际控制关系，但可能存在一定的利益关联或影响。针对这种情形，可以采取以下策略进行管理：

1.纳入疑似实际控制关系组进行监控

将相关交易者纳入“疑似实际控制关系组”进行监控，密切关注其交易行为和资金流动情况，发现异常交易及时采取相应措施。

例如，某行为人购买了不同私募基金发行的资管产品，且这些产品均参与了期货交易。虽然该行为人没有直接参与资管产品的交易，

但其委托人的身份可能会影响到这些产品的期货交易。因此，可以将这类产品纳入监控名单，对其活动进行特别关注。

2.加强风险揭示

期货公司应加强对相关交易者的风险揭示工作，明确告知其存在的风险隐患和可能的后

果，引导其合规交易，避免产生不必要的风险。

(责任编辑：赵文强)

作者简介：

张凡，现担任一德期货有限公司首席风险官。

推动“低碳铝”纳入交割体系： 逻辑与路径*

国泰君安期货有限公司 唐惠珽
中信建投期货有限公司 王贤伟

一、不同规则“绿电”标准各异，“低碳铝”更利于推广及落地

“绿电”是电力规则，而非电解铝规则。从发电侧看，“绿电”有相对明确的定义，指可再生能源电力，可再生能源又包括水能、风能、太阳能、地热能、海洋能、生物质能以及其他可再生能源。然而，在消费侧，如何判断用户是否采购了“绿电”，不同市场则存在不同的规则要求。例如全国碳市场和欧盟碳边境调节机制的“绿电”标准存在较大差异。如果执意采用“绿电铝”这一表述，在产品定义、标准制定、落地应用等方面都会存在极大的困难，因此改用“低碳铝”更为合适。

全国碳市场“绿电”标准雏形初现，且认可核电的“零碳”属性。碳排放权交易市场是约束生产端的强制减排市场，被纳入碳市场的企业必须按要求缴纳碳排放配额。目前全国碳市场仅纳入电力行业，电解铝行业何时被纳入全国碳市场、电力间接排放是否被纳入全国碳市场均是未知数。在生态环境部的最新文件中，全国碳市场的“绿电”标准初现雏形：

2024年3月15日，生态环境部发布了铝冶炼行业企业温室气体MRV指南征求意见稿（以下简称征求意见稿），规定自发自用非化石能源电量和通过市场化交易购入使用的非化石能源电力消费量的碳排放量均核减为零。

具体规定如下：通过市场化交易购入使用的非化石能源电力消费量，是指以交易方式购买并实际执行、结算电量，应提供发电与用电双方签订的¹市场化交易合同，以及按合同执行的绿色电力证书交易凭证²和由省级及以上电力交易机构出具的交易结算凭证³。

简言之，电解铝企业欲证明自身通过市场化交易购入使用了非化石能源电力，“三证”缺一不可；存量常规水电和核电可不提供绿色电力证书交易凭证。值得注意的是，“非化石能源电力”等于“绿电”外加核电，这意味着全国碳市场认可了核电的“零碳”属性。

对于电解铝而言，与贸易消费相关的强制规则，当前主要是欧盟碳边境调节机制（CBAM）。对于钢、铝、氢，CBAM实施初期不考虑间接排放，因为欧盟对上述三类货物

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获二等奖。作品完稿时间为2024年5月19日。

¹ 对于无法提供合同的，应同时提供交易承诺书、交易公告和交易结果。

² 绿色电力证书交易凭证载明的内容应包括项目名称、项目代码、项目类型、项目所在地、电量生产日期等。

³ 交易结算凭证应载明在核算与报告周期内的月度结算电量及其项目类型、发电企业名称、用电企业名称等。

适用了金融措施（电价补贴），以补偿电价中转嫁的温室气体排放成本所产生的间接排放成本。欧盟委员会计划在过渡期间收集数据，以评估未来是否将CBAM扩展至上述三类货物的间接排放。考虑到电价补贴难以退出，吴必轩等专家表示2030年前欧盟都不会对钢、铝、氢的间接排放收取CBAM证书。不过，为研究CBAM对于间接排放的计算标准，本文考虑CBAM覆盖间接排放的情景。

CBAM间接排放计算：原则上使用默认值，直连或购电协议可以使用实际值。条例（EU）2023/956规定，电力以外的货物的间接排放应参照默认值确定，按照附件IV第4.3点规定的方法计算，并在根据第7条第（7）款通过的实施方案中进一步规定，除非经授权的CBAM申报人证明符合根据附件IV第6点所列实际排放量确定嵌入式排放量的标准。具体而言：

原则上使用默认值。默认值来源：（1）联盟电网的平均排放因子；（2）原产国电网的平均排放因子；（3）原产国定价机组的平均排放因子。CBAM过渡期报告规则规定，具体默认值应以国际能源署（IEA）的数据为基础，并由欧盟委员会在CBAM过渡登记处提供。可以提供比默认值更低的全国层面的国家统计数据。

例外情况下可以使用实际值：（1）生产装置与发电源直连；（2）装置运营商与位于原产国的电力生产商签订了购电协议（PPA），申报电量与合同电量一致。

“绿电交易”是否符合CBAM规则所定义的PPA？目前欧盟尚未出台实施方案对电力间接排放的计算细则加以明确。然而，近期欧盟

委员会公布了动力电池碳足迹计算规则草案，其中电力消费碳足迹核算只认国家平均电力消费组合和直连。未来，这种严苛的规则是否会进一步延续至CBAM，仍是未知数。对此，我们的看法与吴必轩老师的看法保持一致，“绿电绿证无法减轻CBAM负担”。

通过分析两个强制规则中的电力间接排放计算要求，容易发现不同规则下“绿电”标准存在较大差异；如果执意采用“绿电铝”这一表述，在产品定义、标准制定、落地应用等方面都会存在极大的困难，因此改用“低碳铝”更为合适。

二、推动“低碳铝”纳入交割体系的逻辑与路径

（一）不宜参考全国碳市场温室气体核算规则设置“低碳铝”交割标准

理由一：电解铝若纳入全国碳市场，企业履约成本将内化为生产成本，贸易端或消费侧难以感知，更不用说从产品售价中将碳成本剥离。

理由二：全国碳市场温室气体核算规则是约束生产端的强制规则，无法体现需求侧的碳排放披露要求，比如CBAM。

理由三：在全国碳市场温室气体核算规则（征求意见稿）下，铝电解工序的直接排放强度均采用缺省值，不利于鼓励企业技术升级、减少阳极效应和阳极消耗。

基于征求意见稿，铝电解工序碳排放强度差异仅体现在间接排放环节，包括：（1）铝电解工序消耗电量；（2）是否通过自发自用或市场化交易消费非化石能源电力。而使用“零碳电力”的电解铝在碳市场中的优势大小取决于配额分配方案，附录展示了我们提出的

四种配额分配方案猜想，其中，对于电解铝纳入全国碳市场后的第一个履约周期，为了平稳过渡，猜想四（为使得电解铝整体配额盈亏平衡，合理定向奖励“零碳电力”）或许将更加受到主管部门青睐。

基于上述分析，我们可以得出理由四：在全国碳市场温室气体核算规则（征求意见稿）下，碳排放强度差异仅体现在间接排放环节，而使用“零碳电力”的电解铝企业大概率会获得配额定向奖励，如果继续在交割体系中为使用“零碳电力”的电解铝设置升水，容易造成重复补贴。

（二）可以参考CBAM设置“低碳铝”交割标准

CBAM是全球首个将贸易往来和气候目标相结合的国际规则，我们认为参考CBAM设置“低碳铝”的交割标准具有一定现实意义。理由如下：

1.需要申报货物隐含排放量和提交CBAM证书的主体是欧盟进口商，而非电解铝生产商，因此贸易端/消费侧可以清晰感知电解铝的碳成本。

2.CBAM体现了欧盟市场（消费侧）的碳排放披露要求，作为全球首个碳边境调节机制，该规则已经形成巨大的示范效应，不排除未来会被国际其他市场学习和模仿，适用的消费市场有望扩展。

3.在CBAM规则下，由于贸易端/消费侧已经可以清晰感知电解铝的碳成本，那么依据CBAM对“低碳铝”设置升水，可以一定程度上帮助贸易端/消费侧选择贸易成本最低的货物，从而吸引更多国际铝贸易商在上海期货交易所参与交易。

（三）推动“低碳铝”纳入交割体系的逻辑与路径

“低碳铝”交割标准设置逻辑如下：各个交割品牌按照CBAM计算规则，每年上报每吨电解铝的隐含碳排放。为鼓励电解铝行业降低碳排放，可以考虑将“所有交割品牌中隐含碳排放最少的10%的交割品牌”定义为“低碳铝”（具体比例视实际情况调整），并为“低碳铝”设置升水。

某交割品牌升水额度 = (所有交割品牌隐含碳排放加权平均值 - 该品牌隐含碳排放) × 碳价。考虑到目前国内铝锭的供需格局为净进口格局，也就是说铝锭的主要交易市场在国内，因此碳价可以参考交割月前一个月的全国碳市场综合价格加权平均值。

欲实现上述“低碳铝”交割标准的设置，首要步骤是先获得可靠的数据。建议所有铝交割品牌的生产商将经过第三方验证的符合CBAM要求的排放数据（包括其直接和间接排放）提交给交易所，交易所通过测算确定“低碳铝”交割品牌目录，并将适合公开的排放信息附加到交割凭证上。

三、使用“零碳电力”的电解铝在碳市场中的优势猜想

铝电解工序温室气体排放强度差异仅体现在间接排放环节。根据《企业温室气体排放核算与报告指南 铝冶炼行业（征求意见稿）》

（以下简称《征求意见稿》），铝电解工序温室气体排放核算范围包括阳极消耗、阳极效应以及交流电耗，核算涉及的关键参数仅有2个（即铝液产量和电力消耗量），其他参数均采用缺省值，具体计算公式和缺省值见图1、2、3。换句话说，电解铝企业铝电解工序的温室

气体排放强度差异，仅仅体现在交流电耗部分：（1）铝电解工序消耗电量：与电解槽的电流强度有关。根据调研，全国吨铝电解工序交流电耗约为13000~13200 kWh/tAl。（2）是否通过自发自用或市场化交易消费非化石能

源电力：自发自用非化石能源电量和通过市场化交易购入使用的非化石能源电力消费量的碳排放量均核减为零。为方便说明，下文将满足此条件的情况统一简称为“零碳电力”。

能源作为原材料用途的二氧化碳排放采用公式（1）计算。

$$E_{\text{原材料}} = P \times NC_{\text{阳极}} \times (1 - S_{\text{阳极}} - A_{\text{阳极}}) \times 44/12 \quad (1)$$

- 式中： $E_{\text{原材料}}$ — 阳极消耗产生的排放量，单位为吨二氧化碳（tCO₂）；
 P — 铝液产量，单位为吨铝（tAl）；
 $NC_{\text{阳极}}$ — 吨铝阳极净耗量，单位为吨阳极/吨铝，采用缺省值 0.398 tC_{阳极}/tAl；
 $S_{\text{阳极}}$ — 阳极平均含硫量，采用缺省值 2%；
 $A_{\text{阳极}}$ — 阳极平均灰分含量，采用缺省值 0.4%。

资料来源：生态环境部

图 1：铝电解工序核算要求及排放量计算：阳极消耗

铝冶炼企业在发生阳极效应时，会排放四氟化碳（CF₄）和六氟化二碳（C₂F₆）两种全氟化碳（PFCs）。阳极效应温室气体排放量采用公式（2）计算。

$$E_{\text{阳极效应}} = EF_{\text{CF}_4} \times P \times GWP_{\text{CF}_4} \times 10^{-3} + EF_{\text{C}_2\text{F}_6} \times P \times GWP_{\text{C}_2\text{F}_6} \times 10^{-3} \quad (2)$$

- 式中：
 $E_{\text{阳极效应}}$ — 阳极效应产生的排放量，单位为吨二氧化碳当量（tCO₂e）；
 EF_{CF_4} — 阳极效应的 CF₄ 排放因子，采用缺省值 0.02 kgCF₄/tAl；
 P — 阳极效应的活动数据，即铝液产量，单位为吨铝（tAl）；
 GWP_{CF_4} — 四氟化碳的全球变暖潜势取值 6630；
 $EF_{\text{C}_2\text{F}_6}$ — 阳极效应的 C₂F₆ 排放因子，采用缺省值 0.0011 kgC₂F₆/tAl；
 $GWP_{\text{C}_2\text{F}_6}$ — 六氟化二碳的全球变暖潜势取值 11100。

资料来源：生态环境部

图 2：铝电解工序核算要求及排放量计算：阳极效应

铝电解工序消耗交流电产生的二氧化碳排放，按照铝电解工序消耗的电量乘以电力排放因子得出，采用公式（3）计算。

$$E_{电,j} = AD_{消耗,j} \times EF_{电力} \quad (3)$$

式中： $E_{电,j}$ — 铝电解工序 j 消耗电量产生的二氧化碳排放量，单位为吨二氧化碳（tCO₂）；
 $AD_{消耗,j}$ — 铝电解工序 j 消耗电量，单位为兆瓦时（MW·h）；
 $EF_{电力}$ — 电力排放因子，电力排放因子采用 0.5942 tCO₂/MW·h。

其中，铝电解工序消耗电量采用公式（4）计算。

$$AD_{消耗,j} = AD_{铝电解工序交流电耗,j} - AD_{自发自用非化石电,j} - AD_{购入电网非化石电,j} \quad (4)$$

式中： $AD_{消耗,j}$ — 铝电解工序 j 消耗电量，单位为兆瓦时（MW·h）；
 $AD_{铝电解工序交流电耗,j}$ — 铝电解工序 j 消耗的交流电总量（即输入整流器的交流电总量），单位为兆瓦时（MW·h）；
 $AD_{自发自用非化石电,j}$ — 铝电解工序 j 分摊的自发自用非化石能源电量，单位为兆瓦时（MW·h）；
 $AD_{购入电网非化石电,j}$ — 铝电解工序 j 分摊的通过市场化交易购入使用的非化石能源电力消费量，单位为兆瓦时（MW·h）。

资料来源：生态环境部

图 3：铝电解工序核算要求及排放量计算：交流电耗

全部使用“零碳电力”工厂的吨铝核算温室气体排放将减少 7.784 tCO₂/t。为方便计算，本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为 13000~13200 kWh/t，取均值 13100 kWh/t。全国电力剩余排放因子采用最新公布的 2021 年数据，根据征求意见稿，分别计算“零碳电力”消耗比例 0%~100% 的吨铝电力间接排放，具体计算结果见表 1。计算表明，相较于完全不使用“零碳电力”的工厂，全部使用“零碳电力”工厂的吨铝核算温室气体排放将减少 7.784 tCO₂/t。

使用“零碳电力”的电解铝在碳市场中的优势大小取决于配额分配方案。目前主管部门尚未公布配额分配方案，本文大胆提出四种猜想。

（一）猜想一

统一采用一个基准值。假设基准值采用全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用 2021 年 0.5568 kgCO₂/kWh），则“零碳电力”消耗比例 0%~100% 的吨铝配额盈余计算结果如表 2。

1. 全部使用“零碳电力”工厂的吨铝配额盈余为 7.294 tCO₂/t，完全不使用“零碳电力”工厂的吨铝配额缺口为 0.490 tCO₂/t；临界比例为 6.3%，也就是说当“零碳电力”消耗比例为 6.3% 时，吨铝配额盈余大约为零。

2. 使用“零碳电力”比例超过 6.3% 的电解铝工厂均可以获得配额盈余；全部使用“零碳电力”工厂优势过大，按照当前碳价水平（100 元/吨），吨铝碳收益超 700 元，这将促使电解铝企业抢夺非化石能源电力交易资源；

表 1：“零碳电力”消耗比例 0%~100% 的吨铝电力间接排放

2021 年全国电力剩余排放因子 (kgCO ₂ /kWh)	吨铝电解工序交流电耗 (kWh/t)
0.5942	13100
吨铝“零碳电力”消耗占比 (%)	吨铝电力间接排放 (tCO ₂ /t)
0%	7.784
10%	7.006
20%	6.227
30%	5.449
40%	4.670
50%	3.892
60%	3.114
70%	2.335
80%	1.557
90%	0.778
100%	0.000

数据来源：国泰君安期货测算

备注：1. 本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为 13000~13200 kWh/t，取均值 13100 kWh/t；2. 全国电力剩余排放因子采用最新公布的 2021 年数据。

表 2：电解铝配额分配方案猜想一：统一采用一个基准值

基准值 (kgCO ₂ /kWh)	吨铝电解工序交流电耗 (kWh/t)
0.5568	13100
吨铝“零碳电力”消耗占比 (%)	吨铝配额盈余 (tCO ₂ /t)
0%	-0.490
10%	0.288
20%	1.067
30%	1.845
40%	2.624
50%	3.402
60%	4.180
70%	4.959
80%	5.737
90%	6.516
100%	7.294

数据来源：国泰君安期货测算

备注：1. 本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为 13000~13200 kWh/t，取均值 13100 kWh/t；2. 假设基准值采用全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用 2021 年 0.5568 kgCO₂/kWh）。

若电力行业基准值持续下调，电解铝行业整体配额盈余过多，或不利于行业间公平，也将阻碍碳市场实现减排资源优化配置。

（二）猜想二

分别对“零碳电力”对应电量、其余电量设置基准值。“零碳电力”对应电量的基准值设置为0，其余电量基准值设置为全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用2021年0.5568 kgCO₂/kWh）。基于上述方案，“零碳

电力”消耗比例0%~100%的吨铝配额盈余计算结果如表3。全部使用“零碳电力”工厂的吨铝配额盈余为零，完全不使用“零碳电力”工厂的吨铝配额缺口为0.490 tCO₂/t，这不符合将电力间接排放纳入全国碳市场的初衷——鼓励消费侧消纳非化石能源电力。假设全市场各类“零碳电力”消耗比例对应的电解铝产量均等，那么电解铝整体行业配额缺口率6.3%。

表 3：电解铝配额分配方案猜想二：分别对“零碳电力”对应电量、其余电量设置基准值

吨铝电解工序交流电耗 (kWh/t)	13100
“零碳电力”对应电量基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0
其余电量基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0.5568
吨铝“零碳电力”消费占比 (%)	吨铝配额盈余 (tCO ₂ /t)
0%	-0.490
10%	-0.441
20%	-0.392
30%	-0.343
40%	-0.294
50%	-0.245
60%	-0.196
70%	-0.147
80%	-0.098
90%	-0.049
100%	0.000

数据来源：国泰君安期货测算

备注：1. 本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为13000~13200 kWh/t，取均值13100 kWh/t；2. “零碳电力”对应电量的基准值设置为0，其余电量基准值设置为全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用2021年0.5568 kgCO₂/kWh）。

（三）猜想三

为补偿环境溢价，合理定向奖励“零碳电力”。在猜想二的基础上，为了鼓励电解铝

工厂使用“零碳电力”，但又不能造成过度补贴，考虑对“零碳电力”进行合理定向补贴，即按照一定比例给予配额奖励，原则是补偿

非化石能源电力环境溢价。吨铝奖励配额设置如下：

$$\text{吨铝奖励配额 (tCO}_2\text{)} = \text{“零碳电力” 电量 (kWh)} \times \text{全国电力剩余排放因子 (kgCO}_2\text{/kWh)} \times \text{奖励比例} \div 1000$$

$$\text{奖励比例} = \text{年度非化石能源电力环境溢价 (元/tCO}_2\text{)} \div \text{年度碳价 (元/tCO}_2\text{)}, \text{奖励比例应当不小于0。}$$

举例说明，假设年度碳价为100元/tCO₂，

年度非化石能源电力环境溢价为0.0178元/kWh（换算后约30元/tCO₂），则奖励比例为0.3。全国电力剩余排放因子采用2021年数据，那么，全部使用“零碳电力”的工厂可获得的吨铝奖励配额约为2.335 tCO₂/t，详见表4。按照当前碳价水平，吨铝碳收益约缩减为230元/吨。该方案鼓励了非化石能源电力消纳，但是电解铝整体配额盈余仍然较大。

表 4：电解铝配额分配方案猜想三：为补偿环境溢价，合理定向奖励“零碳电力”

吨铝电解工序交流电耗 (kWh/t)	13100
“零碳电力”对应电量基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0
其余电量基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0.5568
“零碳电力”配额奖励比例 (%)	30%
吨铝“零碳电力”消费占比 (%)	吨铝配额盈余 (tCO ₂ /t)
0%	-0.490
10%	-0.207
20%	0.075
30%	0.358
40%	0.640
50%	0.923
60%	1.205
70%	1.488
80%	1.770
90%	2.053
100%	2.335

数据来源：国泰君安期货测算

备注：1. 本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为13000~13200 kWh/t，取均值13100 kWh/t；2. “零碳电力”对应电量的基准值设置为0，其余电量基准值设置为全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用2021年0.5568 kgCO₂/kWh）；3. 假设年度碳价为100元/tCO₂，年度非化石能源电力环境溢价为0.0178元/kWh（换算后约30元/tCO₂），则奖励比例为0.3；4. 全国电力剩余排放因子采用2021年数据，即0.5942 kgCO₂/kWh。

表 5：电解铝配额分配方案猜想四：为使得电解铝整体配额盈亏平衡，合理定向奖励“零碳电力”

吨铝电解工序交流电耗 (kWh/t)	13100
“零碳电力”电量对应基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0
其余电量基准值 (kgCO ₂ /kWh)	0.5568
“零碳电力”配额奖励比例 (%)	6.3%
吨铝“零碳电力”消费占比 (%)	吨铝配额盈余 (tCO ₂ /t)
0%	-0.490
10%	-0.392
20%	-0.294
30%	-0.196
40%	-0.098
50%	0.000
60%	0.098
70%	0.196
80%	0.294
90%	0.392
100%	0.490

数据来源：国泰君安期货测算

备注：1. 本文假设未来纳入全国碳市场的电解铝产能，其吨铝电解工序交流电耗约为 13000~13200 kWh/t，取均值 13100 kWh/t；2. “零碳电力”对应电量的基准值设置为 0，其余电量基准值设置为全国电力平均二氧化碳排放因子（本文计算采用 2021 年 0.5568 kgCO₂/kWh）；3. 全国电力剩余排放因子采用 2021 年数据，即 0.5942 kgCO₂/kWh；4. 假设全市场各类“零碳电力”消耗比例对应的电解铝产量均等，使得电解铝行业整体配额盈亏平衡的奖励比例倒推为 6.3%。

（四）猜想四

为使得电解铝整体配额盈亏平衡，合理定向奖励“零碳电力”。在猜想三的基础上，将奖励比例进行调整，原则是促使电解铝行业整体配额盈亏平衡。假设全市场各类“零碳电力”消耗比例对应的电解铝产量均等，可以倒推出合理的奖励比例为 6.3%，具体测算结果如

表 5。对于电解铝纳入全国碳市场后的第一个履约周期，为了平稳过渡，猜想四或许更加受到青睐。

（责任编辑：邵婉嫣）

作者简介：

唐惠珽，国泰君安期货高级分析师。

王贤伟，中信建投期货高级分析师。

波动的诗篇： 上海期货交易所与绿色低碳的未来*

国贸期货有限公司 张宇轩

在期货的海洋里，波动是永恒的旋律，
每一笔交易，都是对未来的一次展望。
铜的红，铝的银，锌的蓝，铅的灰，
它们在交易所的舞台上，演绎着经济的轮回。

黄金的光芒，白银的皎洁，
在金融的长河中，闪烁着不变的信念。
螺纹钢的坚硬，线材的柔韧，
构筑着城市的骨骼，支撑着发展的梦想。

原油的黑金，低硫燃料油的清洁，
在能源的棋盘上，布局着未来的希望。
燃料油的热力，石油沥青的黏稠，
为工业的巨轮，涂抹着前行的润滑油。

丁二烯胶的弹性，橡胶的柔软，
在制造业的产业链条中，变幻出无尽的可能。
纸浆的纯净，SCFIS欧线的精准，
在贸易的航线上，标记着合作的深度。

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获一等奖。

这是一场连续博弈的战场，
每一笔成交，都是策略与智慧的结晶。

这是一首无声的交响乐，
每一次涨跌，都是市场与情绪的和鸣。

在这里，数据是最美的诗行，
它记录着交易的足迹，预测着未来的走向。

在这里，规则是最严的律令，
它维护着交易的秩序，保障着市场的公平。

上海期货交易所，你是一座桥梁，
连接着东方与西方，过去与未来。

你是一座舞台，
让无数企业和交易者，尽情展示自己的才华。

你是一艘巨轮，
在经济的汪洋中，稳健航行。

你是一盏明灯，
在市场的夜空中，照亮前行的方向。

在这个绿色低碳的时代，
你更是一位先行者，一位引领者。

用你的智慧和勇气，
为世界的可持续发展，贡献着中国的力量。

让我们以你为荣，让我们以你为傲，
因为你不仅是上海的，更是世界的。

在期货的海洋里，波动是永恒的旋律，
但有了你，我们相信，稳定与发展，更是必然的诗篇。

(责任编辑：李诗萍)

作者简介：

张宇轩，现任职于国贸期货有限公司武汉分公司。

充分发挥期货市场功能 助力航运高质量发展*

银河期货有限公司 贾瑞林

期货市场作为金融市场的重要组成部分，其价格发现和风险管理两个最基本的功能已在多个领域得到充分体现。期货市场从诞生到现在，在促进经济稳定和提高资源配置效率方面发挥着不可替代的作用。然而，随着全球金融市场的快速发展和变革，期货市场的功能和作用也面临着新的挑战 and 机遇，发展壮大中国特色期货市场，促进健全、具有高度适应性和竞争力的现代金融体系，是服务中国式现代化建设的重要组成部分。在全球化的背景下，航运市场作为国际贸易的重要一环，航运运价也是影响中国外贸企业经营的关键因素之一，2023年8月，全球首个依托中国指数开发的航运期货品种、同时也是我国期货市场首个服务类期货品种——集运指数（欧线）期货成功上市，这是助力航运高质量发展、期货市场服务海洋强国、航运强国建设的重要举措，也掀开了期货市场在航运产业链企业中发挥风险管理功能的篇章。

一、期货市场的功能与宗旨

（一）期货市场基本功能

首先，期货市场通过集中和公开交易的价格形成机制，能够反映市场对未来供需格局的

预期，实现价格发现功能，从而达到促进资本形成与资源配置的目的。与现货市场相比，期货市场中期货合约的标准化不仅降低了交易成本，也提高了市场流动性。期货市场通过提供套期保值、投机和套利等多样化的交易方式，增加了市场的深度和广度，提高了市场的定价效率。其次，期货品种的推出为产业企业提供了风险管理工具，使得在产业链上不具有定价权的企业能够通过期货合约锁定未来的售价或成本，从而规避价格波动带来的风险。

（二）期货市场的宗旨

我国期货市场以服务实体经济为宗旨，因实体经济而生，并伴随实体经济的发展而不断完善。期货市场通过提供价格发现和风险管理工具，能够有效帮助企业规避风险。我国期货市场通过不断创新产品和交易机制、扩大对外开放并提高市场运行质量，不断提升期货市场的服务能力和效率，适应服务实体经济的需要，为我国经济的高质量发展做出了积极贡献。

二、航运期货上市背景

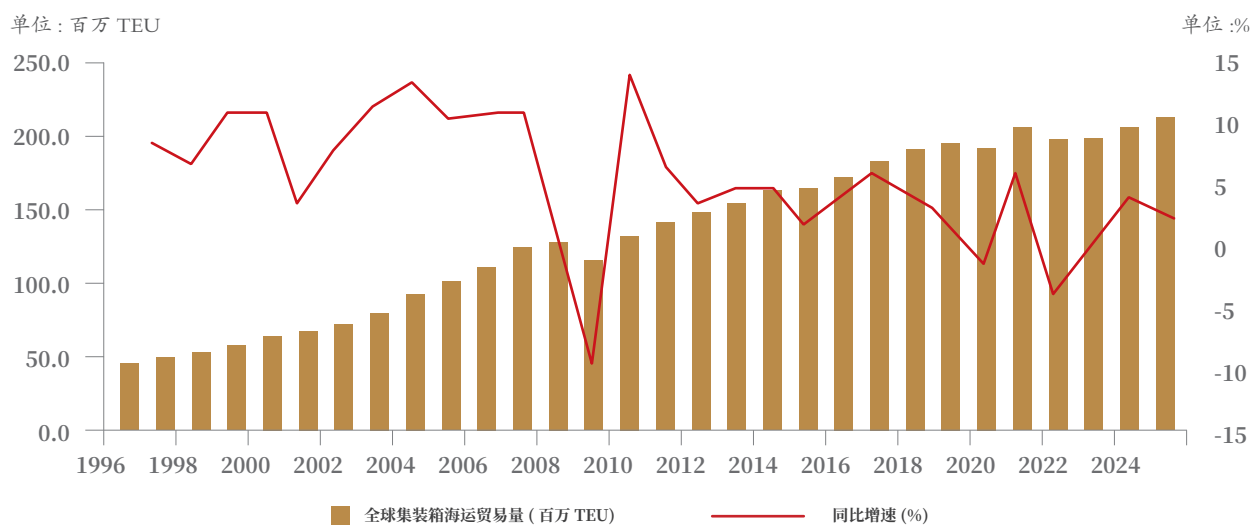
（一）全球集装箱海运贸易量持续增长，中国在全球贸易中不可或缺

从1956年第一个海运集装箱诞生开始，

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获三等奖。

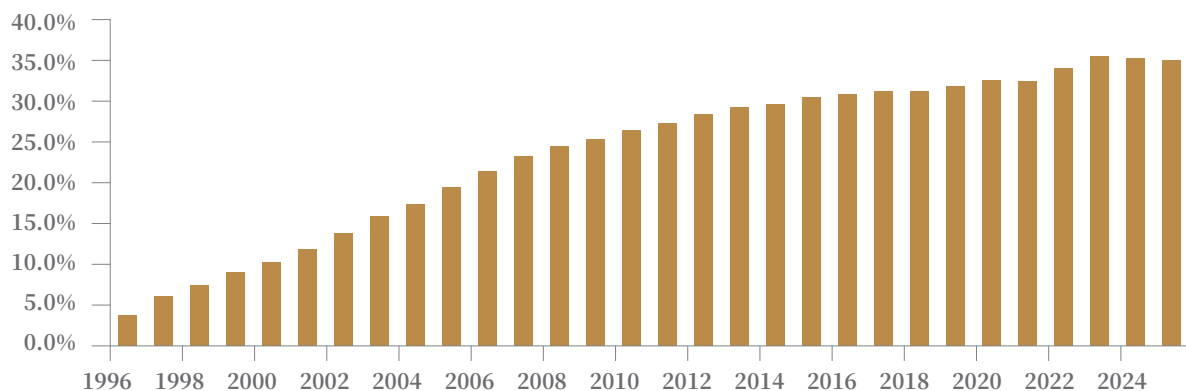
全球集装箱海运市场已经走过了67年的发展历史。全球集装箱海运贸易量在过去的几十年实现了快速增长，尤其是2001年中国加入WTO之后，全球集装箱海运贸易量迅速增加。1996—2019年间，除2009年因全球金融危机导致贸易量出现回落外，其余年份同比均实现了增长。截至2023年，全球集装箱航线年贸易量超过2亿TEU，同比上涨0.5%（图1），若按1000美元/TEU的价格计算，全球集装箱航线每年的市场容量达到2000亿美元的体量。

在全球贸易运输市场中，中国是主要的出口国，欧美等发达国家是主要的进口国，中国在世界航运舞台中扮演着不可替代的角色。随着中国经济的快速增长，对海上贸易运输的需求也在不断增加，在如此大的贸易体量下，中国对全球集装箱航运市场的稳定发展有着迫切需求。根据Clarksons统计显示，2000年以前中国占全球集装箱吞吐量比重不超过10%，经过二十多年的发展，2023年中国占全球集装箱吞吐量比重上升至34.84%（图2）。



数据来源：Clarksons、银河期货、其中 2024、2025 年为预测值

图 1：全球集装箱贸易量



数据来源：Clarksons、银河期货、其中 2024、2025 年为预测值

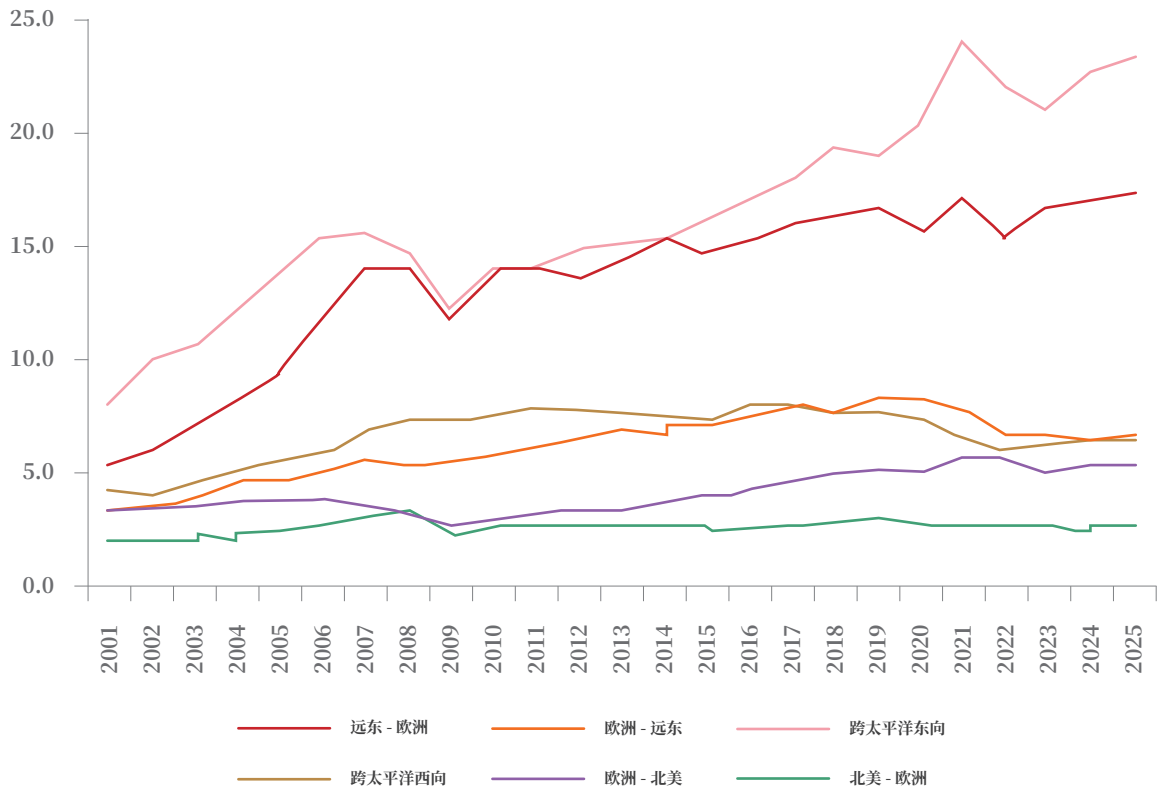
图 2：中国占全球集装箱吞吐量比重

（二）欧盟是中国重要贸易伙伴，远东-欧洲航线为全球集装箱主干线之一

根据Clarksons数据，2023年全球集装箱航线贸易量超过2亿TEU。其中，集装箱贸易航线主要干线包括跨太平洋东向航线、跨太平洋西向航线、远东-欧洲、欧洲-远东、欧洲-北美、北美-欧洲航线。其中，2023年远东-欧洲

航线贸易量1658万TEU，占全球集装箱航线贸易量的8.27%，是全球最重要的集装箱干线之一（图3）。若以1000美元/TEU的运费水平计算，远东-欧洲航线的运费市场规模达到166亿美元。此外，亚洲航线进入门槛较高，运营船东和航线运营特点相对较为稳定，适合作为集装箱运费期货品种的标的航线。

单位：百万 TEU

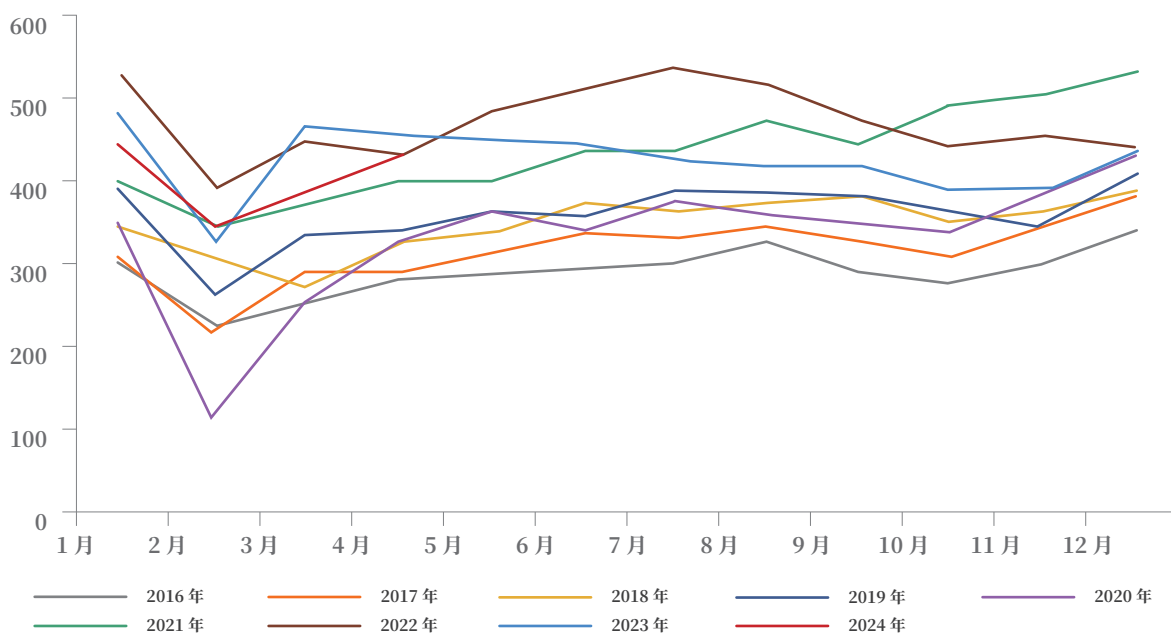


数据来源：Clarksons、银河期货、其中2024、2025年为预测值

图3：全球东西航线集装箱贸易量情况

2024年1—4月中国对欧盟累计出口金额为1.14万亿元，同比减少1.5%，其中单4月份中国出口至欧盟金额约为431.5亿美元（图4），同比减少3.57%，但整体来看，欧洲货量出现

超季节性恢复，主因是欧洲能源危机导致的化工产业产能收缩带来进口增加，以及受红海危机影响的船司绕航带来的提前备货所致。



数据来源：Clarksons、银河期货、其中 2024、2025 年为预测值

图 4：中国 - 欧盟出口金额 (亿美元)

从进口来源看，2022年，欧洲进口集装箱量为3614万TEU，其中亚洲占比52.5%。中国-欧洲的集装箱航线承载了亚欧市场的主要贸易体量，集运指数（欧线）期货的推出有助于稳定整个亚欧航线的市场运营。

另外，从历史运价的表现来看，欧线和美西线、地中海航线等航线的运价具有较强的相关性，在集运指数（欧线）期货上市后，也有望给其他航线的经营者和产业参与方带来运价交叉套保的可能性。

（三）过去中国货代和出口企业缺乏定价权，缺乏风险管理工具

航运期货推出后，填补了运费风险管理市场的空白。国际海运市场的强周期性造就了运价的高弹性，尽管集运产业链少数参与方能通过长协价和国际远期运费协议等衍生品合约锁定运价，但由于中国海运费风险管理工具的

缺失，国内大量班轮公司、货代和货主，仍面临着海运费波动带来的巨大风险。过去中国货代和出口企业数量众多且入行门槛不高，市场竞争较为激烈，利润波动较大。集运指数（欧线）期货品种推出后，一方面，给航运产业链上下游企业提供了风险管理新工具，帮助现货企业规避运价波动风险。另一方面，期货品种的推出能够提高现货市场的定价效率，优化航运物流业的资源配置，这有助于增强企业对物流成本的综合管理能力。

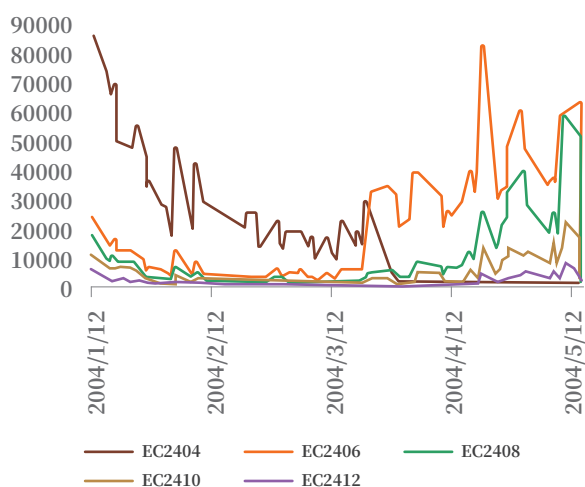
三、航运期货上市至今成效

（一）集运指数（欧线）期货运行良好，能够及时反映现货市场预期

我国首个航运期货—集运指数（欧线）期货于2023年8月在上海国际能源交易中心上市，这也是国内首个在商品交易所上市的指数类、现金交割的期货品种。自上市以来已吸引

众多不同类型的交易者参与，期货功能逐步发挥，促进了市场价格的合理形成。从合约结构来看，集运指数（欧线）期货各合约运行遵循现货市场淡旺季特征，期现结构合理，持仓量稳步增加，市场稳定性增强，活跃度远高于市场预期。其中EC2404合约于2024年4月完成首

次交割，累计成交量达2957.63万手，总成交金额为15754.56亿元，交割结算价2152.8点，交割量1640手，交割金额1.77亿元（图5、图6）。这代表着集运指数（欧线）期货完成挂牌上市、交易、结算、交割等完整流程，为更好服务实体经济奠定坚实基础。



数据来源：银河期货、Wind

图 5: EC 各个合约成交量情况 (手)

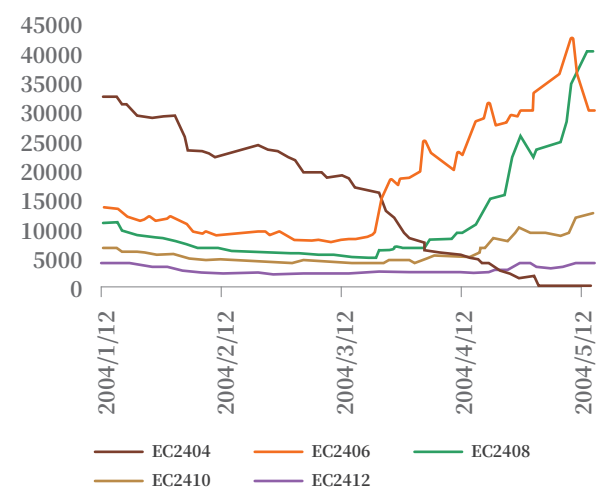


图 6: EC 各个合约持仓量情况 (手)

期货市场信息可以更加及时、全面地反映到期货价格波动上，价格也更加市场化、透明化、有效化，能够更加准确地反映商品供求关系及其变动趋势。譬如，在2023年11月底红海危机爆发初期，航运公司逐步暂停苏伊士航线，选择绕航非洲好望角，市场预测对应航线运费将被推高之时，期货市场就已对此迅速反应。集运指数（欧线）主力合约在12月多个交易日达到涨停，月涨幅超过98%。此外，由于价格发现是期货、远期等市场所特有的功能，利用市场公开竞价交易的运行机制，集运指数（欧线）期货的价格因此也可以对航运市

场未来的基本走势做出预期反应。随着集运指数（欧线）期货推出，产业链企业将更好地应对价格波动、抵御行业周期性风险，为科学决策、稳健经营保驾护航。

（二）航运期货起到宏观经济预测作用

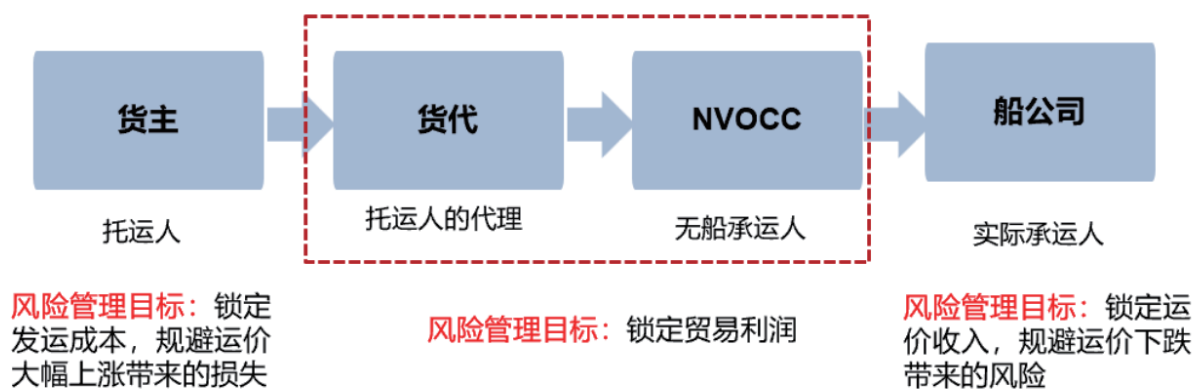
航运市场被视为全球贸易的晴雨表，具有较强的宏观属性。航运业高度依赖全球贸易和经济活动，任何全球或区域性的经济衰退都可能导致货物运输需求的大幅下降，影响区域航线运价水平。同时，由于航运市场通常具有周期性特征，受全球经济状况、贸易模式、政策变化等因素影响，运价往往出现较大波动。一

一般来说，当全球经济增长、贸易量增加时，航运需求上升，往往导致运费上涨；相反，在经济衰退、贸易量减少时，往往导致运费下降。

在此背景下，集运指数（欧线）期货是表征宏观市场经贸领域的强周期性品种，可以起到很好的宏观经济预测作用。期货市场交易可以反映市场参与者对未来航运市场供求关系、价格走势等方面的预期。这些预期信息可帮助管理者及时了解市场可能的发展趋势，为其制定规划和策略提供参考。从资产配置角度来看，航运运价波动一定程度上表征了宏观经济状况，航运期货将成为资产配置的重要工具。综上，航运期货可反映市场对未来价格的预期，为宏观经济预测提供重要支持。

（三）为航运企业套保增添新工具，助力上海国际航运中心建设

集运指数（欧线）期货上市后，吸引了大量的产业客户的参与。根据上期所提供的信息显示，上海环世捷运物流有限公司、上海新新运国际物流有限公司、宁波港东南物流集团有限公司、杉杉物产集团子公司上海杉杉贸易有限公司、浙江四邦实业有限公司、摩科瑞亚洲资源有限公司、中银国际环球商品有限公司和旌泰物产新加坡有限公司等企业，参与了集运指数（欧线）期货上市后的首批交易（图7）。随着品种的成熟和规模的扩大，集运指数（欧线）期货品种期现联动性增强，有望更好地为产业客户发挥风险管理功能。



数据来源：公开资料整理，银河期货

图7：集运指数（欧线）期货产业链及进行套期保值的参与主体

尤其是红海危机发生后，胡塞武装开始在红海地区袭击过路商船，各大班轮船司被迫选择绕行好望角，造成集运市场运力短缺，海运费用出现大幅上涨，成本的上升给部分海运出口企业带来巨大挑战。在此背景下，部分货主企

业选择参与集运指数（欧线）期货交易，来缓冲运费上升给公司经营成本带来的冲击，达到控制风险和稳定利润的目的。

作为我国目前唯一上市航运指数期货的交易所，上期所紧抓航运高质量发展战略机遇，

融入上海国际航运中心区域建设发展，集运指数（欧线）期货正成为上期所助力上海国际航运中心区域建设发展“新抓手”。上海作为国内航运业发展的标杆，是我国最大的航运产业集聚地，航运产业的健康发展不仅关乎上海特色优势产业发展，更关乎我国航运强国战略的发展。

从上海国际航运中心的建设层面来看，集运指数（欧线）期货的上市，有助于提升上海在全球航运市场的定价权，推动我国从航运大国向航运强国转变。同时，集运指数（欧线）期货上市也是我国期货市场服务海洋强国建设的重要举措，有助于提升航运产业链企业的风险管理水平和国际竞争力，有助于提升市场对航运资源的配置能力。

四、更好发挥航运期货市场功能的举措及建议

（一）打造更多航运期货品种，进一步完善航运衍生品体系

由于航运业周期属性较强，且产业链各层级环环相扣波及面广泛，为更好服务航运企业风险管理需求，未来建议加大运价指数类期货培育力度，逐步完善航运期货品种体系。从航线来看，可尝试研发远东至北美、远东至中东等集装箱运价新品种。从船舶分类来看，可研发推出干散、气运、油运等品种。而全球航运网络中，港口是其中的关键节点，为网络的“制高点”，开发以特定港口为中心的航运期货，如针对新加坡、鹿特丹和上海等主要港口的指数期货，将有助于港口运营商更好地管理风险。

（二）开发航运“保险+期货”、场外期权、基差点价等风险管理新模式

航运运价通常波动剧烈，传统的即期订舱无法锁定远期价格，各企业可利用期货来对冲运价波动的风险，提前锁定运费收入和成本。应大力帮助各类型企业正确认识并发挥期货套期保值功能，货主企业应充分利用该套期保值工具，更加精准地管理价格风险，以稳定企业生产经营。对于船东企业，应在实现稳定生产经营的基础上，提供更为专业、优质、可靠的运输服务，以实现船东和货主之间的共赢目标。而往往单一的方案难以全面覆盖需求，套保应用模式可拓展到指数挂钩协议+套期保值/点价交易/长协管理等，不断丰富套期保值避险的多样化需求。譬如，对于一些规模较小、对期货及衍生品套保应用认知尚浅的产业参与方，可以通过“保险+期货”模式进行风险管理，企业通过支付一定的“保险费”将运价风险转移给具有专业能力的期货公司及其风险子公司，期货公司及其风险子公司则利用自身的优势在场内/场外市场对冲化解风险。

（三）建立健全法律监管体系，维护航运期货市场平稳运行

法律监管体系是保障市场健康运行的基石，法律制度是投资者资金安全的基本保障，能够影响国内外资本参与我国期货市场的意愿。《中华人民共和国期货和衍生品法》于2022年4月通过，并于当年8月实施，补齐了我国期货和衍生品领域的法律短板，为促进行业规范和市场发展，保护投资者权益，推动期货市场更好服务实体经济提供了强有力的法律保

障。当前航运期货处于发展初期并将不断诞生新品种，因此应针对航运品种不断完善相关法律法规，加强市场监管，完善风控管理制度，保护投资者的合法权益，防范金融风险，确保航运期货市场的健康发展。

（四）加强航运期货风险管理培训，培育优秀产业参与者

从期货市场投资者结构来看，目前航运期货市场产业客户和专业机构占比较少，影响期货市场服务实体经济的效果。一方面，产业客户和专业机构客户相较于个人投资者在资金实力、风险承受能力和专业能力方面更有优势，是稳定期货市场的重要力量。另一方面，产业客户和专业机构参与期货市场能够进一步发挥期货市场价格发现和服务实体经济的功能。宣传培训是提高公众对航运期货市场的认知的重要途径，通过各种渠道宣传期货市场的功能和作用，例如举办研讨会、加强对航运企业相关人员的培训等，提高企业和投资者对期货市场

的理解及参与度，引进更多的产业和机构投资者，能够改善期货市场交易结构，增强期货市场服务实体经济的功能。

（五）科技赋能发展航运期货新质生产力

运用现代化信息技术，如大数据、互联网技术等实现期货市场跨越式发展，有利于提高市场运行的智能化和数字化水平，从而使期货市场更好地满足实体经济的需要，为企业提供更精准的风险管理服务，助力我国经济高质量发展。从市场运行来看，期货公司利用数字化服务平台、智能投顾等科技手段为企业客户提供更为精细化的风险评估和策略服务，以提高服务企业客户的效率和便利性，提高市场运行效率。

（责任编辑：蒋洪艳）

作者简介：

贾瑞林，银河期货大宗商品研究所航运高级研究员。

建成世界一流油气期货市场 促进石化产业高质量发展

上海期货交易所 赵亚伟 顾元媚 张博维

纵观国际主要交易所，原油、成品油和天然气期货都是其“当家”品种，是世界一流交易所市场占有率和价格影响力的基石。建设具有国际影响力的油气期货期权市场，是上海期货交易所（以下简称上期所）作为国家重要金融基础设施的使命和责任，也是服务实体经济的应有之义。原油期货在上海国际能源交易中心成功上市和平稳运行，为期货市场探索出一条中国特色的国际化发展道路，并在服务实体经济中取得了显著效果。不断建设和完善中国特色现代油气期货市场，持续提升原油期货功能发挥水平和价格影响力，上市天然气、成品油等期货品种，将进一步发挥资本市场服务国家战略和实体经济的作用，促进石化产业高质量发展。

一、探索中国特色开放路径，原油期货引领期货市场国际化

党的二十大报告提出“以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”。上期所在国内石油市场化发展尚不完善的情况下，通过长期探索和制度创新，成功上市国际化的原油期货，走出了一条中国特色的原油期货发展之路。

我国是原油进口大国，原油市场的价格风险管理对于油气企业平稳运营至关重要。长期以来，我国原油进口由境外期货市场定价，

缺少反映我国供需的风险管理工具。上市原油期货，将有助于提升我国能源企业的风险管理能力，保障我国能源稳定供应。但是基于当时国内石油市场情况，上市原油期货存在较大难度：一方面，我国油气体制市场化起步较晚，国内几乎没有原油现货市场，上市期货缺乏现货基础；另一方面，国内参与主体以“三桶油”等国有石油公司为主，市场集中度较高。1996年，时任国家主席江泽民视察郑州商品交易所时就提出了一个值得深思的问题，“你们要认真探讨，在公有制占主体地位的情况下，如何搞好期货试点。”

十七年磨一剑，原油期货积极探索中国特色期货市场对外开放的成功路径。在中国证监会的领导下，上期所从2001年开始研究论证石油期货交易，其间不断完善上市方案和制度规则。党的十八大以来，尤其是2013年习近平总书记对期货市场作出“要脚踏实地，大胆探索，努力走出一条成功之路”的重要指示后，上期所坚决落实习近平总书记的重要指示精神 and 党中央、国务院的部署要求，加快了推进国际化原油期货市场建设的步伐。

考虑到国际原油现货市场单个国家内部竞争不足、国际贸易自由竞争的特点，确立了“国际平台、人民币计价、净价交易、保税交

割”的基本思路，以国际石油市场为依托，通过境外中介、境外特殊经纪参与者等五种方式，直接引入境外交易者，打造国际化期货品种。在相关部委、机构与上海市的大力支持下，原油期货于2018年3月26日正式上市，成为我国首个国际化商品期货品种。

二、坚持中国特色发展之路，原油期货上市六年来实现跨越式发展

党的二十大报告指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。至2024年3月26日，原油期货在上海国际能源交易中心上市已满6周年。上市六年来，上期所牢牢把握金融服务实体经济的宗旨，维护市场平稳运行，提升市场深度广度，丰富对外开放路径，原油期货的功能发挥水平得到长足进步。

历经多次极端行情，原油期货市场保持平稳运行。原油期货上市后正值国际金融危机后全球经济缓慢复苏期，各国经济基础尚不稳定，地缘政治事件频发，叠加新冠疫情等事件冲击，原油价格大幅波动成为常态。例如2020年，受新冠疫情快速蔓延、OPEC+减产谈判失败、沙特大幅增产并下调销售价格等影响，国际油价出现大幅快速下跌行情。2020年3月9日，WTI、Brent原油期货盘中最大跌幅均超过30%，创史上最高单日跌幅；2020年4月20日，WTI原油期货出现史上首次负油价，最低跌至-40.32美元/桶。在此期间，上海原油期货市场也面临极端行情考验。在中国特色的期货市场“五位一体”监管体系和完善的制度规则保障下，上期所牢牢守住不发生系统性风险的底线，认真研判市场情况，通过调整涨跌停板、保证金、仓储费，及时扩大交割库容等一系列组合拳，为市场“降温、消肿、软

着陆”，有效释放了市场风险，维护了市场稳定，同时也避免了境外市场风险通过期货向境内传导。

提升市场培育质量，原油期货市场规模稳步提升。在上期所不断完善市场规则、创新市场机制、加强期现市场联动等努力下，原油期货市场发展，价格影响力不断提高，与Brent、WTI原油期货共同构成了跨时区的全球原油定价体系。目前，上海原油期货市场规模为全球第三。2023年，原油期货日均成交量20.47万手，约相当于Brent原油期货的1/4，日均持仓量6.51万手，相当于我国原油日均消费量的5倍左右，成交金额28.78万亿元，是境内期货市场成交金额最大的品种，能够承载各类市场主体的交易需求。国内外知名石油公司、贸易商、金融企业等积极参与原油期货交易，利用上海原油期货管理价格风险和进行资产配置。机构投资者持仓占比超七成，境外投资者持仓占比超三成。由大量实体企业和专业机构交易形成的原油期货价格，能够快速、准确反映亚太地区原油供需变化，为能源产业提供了公允的价格信号，已具备成为油气贸易计价基准的条件。

扩大交割库容，交割资源向亚太地区辐射。为满足原油期货发展的需要，上期所持续扩大原油期货交割仓库库容，优化交割仓库布局。目前，共有17个交割库存放点，交割库容约为6933.5万桶，接近WTI期货交割地美国库欣地区库容，保障了期货交割顺利进行。上海原油期货实物交割机制为企业采购和销售实物原油提供了新途径。交割库中的原油既可以报关进口，也可以转运出境。报关进口的原油较好地支持了国内炼厂采购需求，成为国内原油

保供的重要补充渠道；转运出境的原油流向韩国、印度、缅甸、马来西亚等国家，带动了上海原油期货价格向亚太地区辐射，进一步促进了亚太地区原油贸易的发展，并初步形成了围绕中国沿海保税场所的原油集散地。

多渠道引入境外交易者，对外开放步伐提质增速。原油期货是期货市场首个对外开放的商品期货品种，随着境内外投资者适当性制度优化、对境外开放特殊法人交易编码申请、引入QFI等工作持续推进和落地，原油期货参与通道更加通畅，参与者数量大幅增加。截至2024年10月底，上海国际能源交易中心境外客户分布在六大洲30多个国家和地区。备案的境外中介机构达86家，境外特殊经纪参与者1家。

三、以服务实体经济为本源，原油期货为石化产业高质量发展提供重要价格信号和风险管理工具

上期所坚持走中国特色原油期货市场发展之路，发挥服务实体经济效能，提升功能发挥水平，通过提供反映真实供需的价格信号和助力企业发展的风险管理工具，为实现中国现代化添砖加瓦。

一是原油期货价格成为反映亚太地区原油供需的重要参考。长期看，原油期货价格与国际油价走势保持高度一致，反映了全球原油市场供需变化。上市以来，上海原油期货与ICE Brent和NYMEX WTI原油期货价格相关性高于0.96，与境外原油期货共同构成了跨时区的原油市场定价体系。短期看，原油期货价格会根据区域供需基本面，与境外价格保持合理价差，能够更快速、准确体现中国因素。例如2022年第二季度因疫情反复导致国内需求减

少、俄油受制裁影响以较大折扣流入我国等因素影响，上海原油期货较境外价格贴水超过10美元/桶；2022年第三季度受我国经济修复程度强于国外、期货仓单数量处于低位等因素影响，原油期货较境外贴水得到修复。

二是原油期货价格在石化产业中的影响力稳步提升。随着原油期货价格的合理性和公允性得到产业界认可，原油期货价格的应用场景也得到不断扩展。2023年，某石油公司将其从沙特采购的原油以上海原油期货价格销售给国内炼厂，某上市企业将其国内油田区块生产的原油以上海原油期货月均价与下游签订长约贸易，实现了原油期货在进口原油、国产原油现货与长约贸易中的应用。由于原油期货能够更好反映境内供需情况，且价格已包含运费、汇率等因素，受到了油田、贸易商和炼厂的高度评价。原油期货价格影响力的稳步提升，得到了社会各界的广泛认可，2023年8月，自然资源部、财政部在《关于制定矿业权出让收益起始价标准的指导意见》中，将油气矿产矿业权出让起始价标准参考原油期货，这是国家部委层面首次在产业政策制定中参考原油期货价格。

三是原油期货助力企业提升资源配置能力。石油公司和境内炼厂积极采购原油期货仓单，丰富了原油采购渠道。部分石油公司在OPEC减产期间，买入交割原油期货仓单供给体系内炼厂，完成了国内炼厂的原油保供任务；部分地方炼化企业与持有上海原油期货仓单的贸易商签订采购协议，采用“上海原油期货+升贴水”的计价方式采购期货仓单，降低了采购成本，提高企业原料采购的保障能力。

四、建成世界一流油气期货市场仍面临较多制约因素

伴随着我国经济高质量发展，中国期货市场取得了令人瞩目的成就，原油期货的上市为我国油气期货版图填补了重要的板块。但是由于保税现货市场基础仍不稳固、油气贸易仍习惯参考境外价格等因素，原油期货与境外发达市场相比，在品种体系、市场规模、定价影响力等方面还存在一定的差距和不足。

一是能源类期货产品序列尚不完备。从国际市场成功经验看，提升能源市场竞争力，既要有发达的现货市场作为基础，也需要有一套相对完善的产业链期货产品体系作为支撑。在油气价格大幅波动的情形下，涉油企业面临巨大的风险敞口，进行上下游及关联能源产品的组合套期保值的需求更加凸显。原油期货只能反映原料端市场供需，单靠原油期货无法满足企业的避险需求，也无法承担全方位提高价格影响力的重任。而由于国内油气市场化改革尚未完成，重要的关联能源天然气以及下游产品成品油均未上市期货品种，油气期货板块尚不完整，不能充分发挥服务油气产业链企业的效能。

二是原油期货价格使用场景有限。由于Brent、WTI原油期货运行30余年，现货市场已经形成了基于它们的定价格局和贸易习惯，改变现有的定价格局和贸易习惯非一日之功。目前，大部分涉油企业贸易谈判、自产原油计价、企业内部结算等，仍以境外原油期货价格定价，上海原油期货价格在现货领域的运用有待进一步推广。

三是我国能源相关数据发布体系尚不完备。我国能源产业信息发布机制尚不健全，原

油库存、进口量、船运信息、炼厂检修信息等产业相关信息发布频率较低、透明度不高，数据的权威性、有效性、可用性较低，影响力较弱，投资者较难利用我国能源数据和信息分析原油价格，导致境外供需关系决定我国原油进口成本。

五、加快建成世界一流油气期货市场，服务我国经济高质量发展

一是提升原油期货价格影响力，进一步扩展在政策制定和贸易定价中的应用场景。经过6年多的发展，原油期货的市场深度和广度取得了长足进步，由专业机构投资者形成的价格受到政府和市场广泛认可。建议“自上而下”和“自下而上”相结合，持续提升原油期货价格影响力。一方面，建议推动更多国家部委在宏观调控和政策制定中参考上海原油期货价格，如成品油调价等。另一方面，依托上期所推出的产业支持政策，推动我国企业对外贸易、对内销售和财务核算等使用上海原油价格计价，进而依托国内“统一大市场”和“买家”优势，增强我国在国际能源市场上的战略主动。

二是完善市场交易功能，推广产业应用模式。建议一方面，进一步完善原油期货交易功能，降低交易成本，推出更多交易指令，增强市场深度和流动性，夯实原油期货的比较优势；另一方面，加强使用原油期货对成品油套保、裂解价差交易、境内外套利等交易模式研究和推广，形成可复制案例，引导企业风险管理业务高质量发展。

三是加快天然气期货上市，构建和完善我国能源衍生品体系。建议加快推进石油天然气市场化改革，建立健全行业信息发布机制，完

善天然气基础设施的公平开放，加快天然气期货品种上市步伐，与原油期货共同构建我国能源衍生品体系，帮助上中下游产业更好管理各环节风险敞口，从而增强中国能源企业整体抗风险能力和国际竞争力。

（责任编辑：洪加其）

作者简介：

赵亚伟、顾元媚、张博维，就职于上海期货交易所商品三部。

政策及产业动态

(2024年11月—12月)

上海期货交易所北方市场服务中心 汇编

党中央、国务院

中央经济工作会议召开 分析当前经济形势 部署2025年经济工作

12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行，习近平总书记出席会议并发表重要讲话。会议指出，2025年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。会议要求，2025年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。

国常会审议通过《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》

11月18日，国务院常务会议审议通过《关于促进外贸稳定增长的若干政策措施》。会议指出，要切实做好促进外贸稳定增长工作，为经济持续回升向好提供有力支撑。要加大金融支持力度，扩大出口信用保险承保规模和覆盖

面，用足用好小微外贸企业政策性贷款，在授信、放款、还款等方面持续改进对外贸企业的金融服务，优化跨境贸易结算，帮助企业提升汇率风险管理水平。

国家发展改革委

六部门印发《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》

10月31日，国家发展改革委等六部门印发《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》。从着力提升可再生能源安全可靠替代能力、加快推进重点领域可再生能源替代应用、积极推动可再生能源替代创新试点、强化可再生能源替代保障措施四个方面，部署实施17项可再生能源替代的具体行动。目标是“十四五”重点领域可再生能源替代取得积极进展，2025年全国可再生能源消费量达到11亿吨标煤以上，“十五五”各领域优先利用可再生能源的生产生活方式基本形成，2030年全国可再生能源消费量达到15亿吨标煤以上，有力支撑实现2030年前碳达峰目标，协同推进工业用能绿色低碳转型。

财政部

财政部、国家税务总局调整铝材、铜材等产品出口退税政策

11月15日，财政部、国家税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》。取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税；将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品的出口退税率为13%下调至9%。相关调整从2024年12月1日起实施。

工业和信息化部

四部门关于印发《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025—2027年）》

12月17日，工信部等四部门印发《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025—2027年）》。其中提出，到2027年，引领原材料工业更高质量、更好效益、更优布局、更加绿色、更为安全发展的标准体系逐步完善，标准工作机制更加健全，推动传统产业深度转型升级、新材料产业创新发展的标准技术水平持续提升。一是标准体系更加优化，二是标准供给能力大幅提升，三是标准实施应用不断深化。

商务部

商务部印发《关于促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》

11月21日，商务部印发《关于促进外贸稳

定增长若干政策措施的通知》。其中提出扩大出口信用保险覆盖面、优化跨境贸易结算等九项措施，以促进外贸稳定增长，巩固和增强经济回升向好态势。在优化跨境贸易结算方面，引导银行机构优化海外布局，提升对企业开拓国际市场的服务保障能力。加强宏观政策协调配合，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在扩大进口方面，其中强调，扩大优势特色农产品出口，加大促进支持力度，培育高质量发展主体；《鼓励进口技术和产品目录》将修订发布；完善再生铜铝原料等产品进口政策，扩大再生资源进口等。

国务院国资委

国务院国资委、国家发展改革委：推动中央企业创业投资基金高质量发展

国务院国资委、国家发展改革委联合出台政策措施，推动中央企业创业投资基金高质量发展。政策提出，推动国资成为更有担当的长期资本、耐心资本。政策要求，中央企业创业投资基金要投早、投小、投长期、投硬科技，以具备硬科技实力的种子期、初创期、成长期的科技创新企业为主要投资标的，长期支持陪伴科技创新企业成长壮大，中央企业创业投资基金存续期最长可到15年，较一般股权投资基金延长近一倍。

国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》

12月17日，国资委发布《关于改进和加强

中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》。其中提出，中央企业要从并购重组、市场化改革、信息披露、投资者关系管理、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强控股上市公司市值管理工作。

中国气象局

气象局等五部门：加强金融气象协同联动

中国气象局、金融监管总局、中国证监会等五部门印发《关于加强金融气象协同联动、服务经济社会高质量发展的指导意见》。其中要求，建立健全跨部门协调工作机制，统筹推进气象与金融协同工作，强化金融气象相关政策引领、机制建设、资源配置。积极用好现有资金渠道支持金融气象发展：一要深化保险业气象服务、二要发展银行业气象服务、三要推进气象相关金融工具体系建设与应用、四要强化重点领域金融气象协同联动、五要加强金融气象基础支撑。

金融管理部门

中国人民银行启用新修订的狭义货币（M1）统计口径

12月2日，中国人民银行发布公告，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的M1包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。人民银行表示，个人活期存款已具备转账支付功能，无需取现可随时用于支付，与单位活期存款流动性相同，应将其计入M1；此外非

银行支付机构客户备付金，可以直接用于支付或交易，具有较强的流动性，也应纳入M1。新修订后的M1预计将于2025年2月上旬向社会公布。

全国金融系统工作会议在京召开

12月13日，全国金融系统工作会议在京召开。会议要求，要有力有序有效防范化解重点领域金融风险 and 外部冲击，促进资本市场等各领域平稳健康发展，牢牢守住不发生系统性风险的底线；要不断提高金融服务实体经济质效，全力支持构建新发展格局、推动高质量发展；进一步发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，充分发挥城市房地产融资协调机制作用，找准金融支持稳外贸的着力点，不断加大对外贸企业的支持力度。

中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2024）》

12月27日，中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2024）》。其中提到，金融系统在有力支持实体经济持续恢复向好、全力支持房地产市场平稳运行、化解中小金融机构风险等方面持续取得积极成效，金融体系运行总体稳健，金融风险整体收敛可控。其中，报告提到，2023年，我国期货市场运行总体平稳，成交量增长较快，成交量和成交额同比分别增长25.60%和6.28%。

中国证监会发布《期货经纪合同要素》等5项金融行业标准

12月27日，中国证监会发布《期货经纪合同要素》《证券期货业信息系统备份能力规

范》等5项金融行业标准。其中《期货经纪合同要素》结合业务发展，对期货公司接受客户委托进行期货交易时交易结果的责任分配事项、客户期货保证金安全存管事项、交易指令事项、通知事项、追加保证金和强行平仓等风

险控制事项、交割事项等内容进行了明确规范，为期货公司编制规范统一的期货经纪合同文件提供指导，有利于保护投资者合法权益。

（责任编辑：张新 李海明）

“加快建成世界一流交易所”征文活动 评选结果

2024年是上海期货交易所（以下简称上期所）贯彻落实总书记考察重要指示精神，奋进加快建成世界一流交易所的开局之年。为深入推进落实总书记重要指示精神，上期所主办、上期研究院和《期货与金融衍生品》承办开展了“加快建成世界一流交易所”征文活动。本次征文活动得到社会各界的广泛参与，最终评选出2个优秀组织奖、4个一等奖、4个二等奖、8个三等奖以及4篇优秀稿件。名单如下：

优秀组织奖

宏源期货有限公司
永安期货股份有限公司

一等奖

作品名称	作者
《中国特色期货市场的理论内涵、发展模式与实践探索》	申万智富投资有限公司张强
《基于新质生产力的中国期货市场智能监管机制设计研究》	宏源期货有限公司王文虎 西安交通大学万迪昉、邱焕辰
《新质生产力在我国期货市场映射》	南华期货股份有限公司曹扬慧、周骥、潘响
《波动的诗篇：上海期货交易所与绿色低碳的未来》	国贸期货有限公司张宇轩 ¹

二等奖

作品名称	作者
《我国期货市场价格与PPI关系的实证研究——基于LASSO模型》	国华人寿保险股份有限公司李鸣 ² 长江期货股份有限公司彭博
《推动“低碳铝”纳入交割体系：逻辑与路径》	国泰君安期货有限公司唐惠琰 ³ 中信建投期货有限公司王贤伟
《期货市场助力绿色低碳发展》	永安期货股份有限公司能化团队
《展鹏程壮志，谱金融华章》	国元期货有限公司曲悦

¹ 投稿时所在单位为正信期货有限公司。

² 投稿时所在单位为长江期货股份有限公司。

³ 投稿时所在单位为中信建投期货有限公司。

三等奖

作品名称	作者
《管中窥豹——从大宗商品的品种间走势差异看宏观格局变化》	永安期货股份有限公司宏观团队
《充分发挥期货市场功能 助力航运高质量发展》	银河期货有限公司贾瑞林
《加快推出中国LNG期货，助力企业稳健经营》	锦泰期货有限公司陈捷
《期货市场有效助力宏观经济研判的实证分析——以期货综合指数、铜及螺纹钢为例》	新世纪期货有限公司丁一宸
《期货市场助力“有色”更绿色、更出色》	五矿期货有限公司申丹悦
《数智化转型背景下中国期货市场技术创新研究》	中南财经政法大学余俊锋、周欣桐、谭丁瑞、伍嘉琦
《上海期货交易所“加快建成世界一流交易所”论证——基于“从期货市场研判宏观经济形势”角度》	浙商期货有限公司郑弘、沈文卓、朱枭鹏
《筑立世之极，尽期市之用》	宏源期货有限公司刘威

优秀稿件

作品名称	作者
《建成世界一流油气期货市场，促进石化产业高质量发展》	上海期货交易所赵亚伟、顾元媚、张博维
《加快建成世界一流交易所，推动期货市场支持绿色低碳发展——国际主要交易所ESG实践和分析报告》	上海期货交易所吴翼康
《更好发挥期货市场功能，助力实体企业高质量发展——应用上海原油期货管理航空煤油采购成本的探索研究》	上海期货交易所万军豪、赵龙
《上期所赋——仿<滕王阁序>》	上海期货信息技术有限公司王砚溱

2025年《期货与金融衍生品》 征文启事

为提升期货市场研究能力，更好服务经济高质量发展，上海期货交易所主办、上海期货与衍生品研究院承办开展2025年《期货与金融衍生品》征文活动，诚邀有关政府部门、行业协会、智库、市场机构、期货公司、实体企业、高校和科研院所等专家学者和业内人士，共同为促进期货市场高质量发展，更好服务和引领实体经济发展建言献策。相关安排如下：

一、重点选题

1. 航运指数期货功能发挥情况研究
2. 其他商品期货期权品种功能发挥情况研究（包括但不限于钢铁期货高质量发展、镍期货上市十周年、锡期货上市十周年、低硫燃料油期货上市五周年、加快推进液化天然气期货和期权必要性等研究）
3. 金融科技在期货行业的应用研究
4. 提高期货市场风险应对和处置能力研究
5. 推动期货市场高水平制度型开放研究
6. 从期货市场研判宏观经济形势研究
7. 市场主体间接参与期货和衍生品市场模式研究
8. 期货市场支持绿色低碳发展研究（如碳关税对期货市场影响）
9. 提升商品期货市场服务实体经济质效研究
10. 中国特色期货监管制度和业务模式研究
11. 期货市场数字金融应用与发展研究
包括但不限于以上选题，可自拟题目。

二、征文要求

1. 稿件文体不限，可包括研究性文章、纪实文学、采访实录等。
2. 稿件应为作者原创、未公开发表，不涉及敏感和涉密数据，文责自负。
3. 征稿截止日期为2025年6月30日，以实际收到投稿邮箱时间为准。
4. 投稿邮箱：fefd@shfe.com.cn（以Word格式文件上传）。邮件主题请注明“征文_文章标题”，并在稿件首页注明作者姓名、单位、电话、地址、邮箱、作者简介。

三、评选与安排

1. 主办方将按照公正、公平、择优的原则，组织相关专家对稿件进行评审。
2. 优秀稿件将摘编上报有关部门；或在上海期货交易所内部刊物《期货与金融衍生品》刊登，稿费从优。

四、联系人及联系方式

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：fefd@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12月30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