

中证政研简报

2019年5月10日 第12期（总第542期）

中证金融研究院

签发人：马险峰

关于促进期货和衍生品市场 健康发展的研究意见

摘要：期货和衍生品市场是现代金融体系的重要组成部分。当前世界处于百年未有之大变局，金融和大宗商品市场波动加大，为更好支持经济高质量发展，需要促进期货和衍生品市场的健康发展。近年来我国期货和衍生品市场规模稳步扩大，服务实体经济能力不断提高，但仍有许多不足，如产业客户偏少、金融衍生品市场发展缓慢、期货公司服务实体能力有限、期货市场法律地位较低、期货交易所体制机制较为僵化等。结合全球期货和衍生品市场的发展趋势，本文从推动产业机构和机构投资者参与期货市场、完善上市机制、加快品种创新、稳妥推进市场对外开放、优化期货经营机构市场化竞争机制、夯实市场法治基础、完善交易所体制机制等方面提出相关政策建议。

期货和衍生品市场是现代金融体系的重要组成部分。当前，世界处于百年未有之大变局，金融和大宗商品市场波动加大，实体企业面临风险的特殊性和复杂性增强，对期货市场发展提出了更高要求。适应新形势，更好支持经济高质量发展，需要明确发展目标 and 改革措施，有力促进期货和衍生品市场健康发展。

一、期货和衍生品市场支持实体经济发展的基本情况

近年来，我国期货和衍生品市场规模稳步扩大，服务实体经济能力不断提高。目前上市的期货期权品种共65个，基本覆盖农业、能化、金属、金融等国民经济重要领域。2018年全国期货市场成交量和成交额较十年前分别增长122.08%和193.15%。以铜、铁矿石、PTA和油脂油料等为代表的中国期货价格已逐步发挥国际影响力，较好促进了我国实体企业在国际贸易中公平竞争。

（一）期货价格引导资源合理配置，增强了我国企业在产品贸易和并购重组中的议价话语权

期货市场具有价格发现功能。期货品种上市后，实体企业会围绕期货市场形成的价格体系和规则标准进行定价、谈判和交易，极大改进了企业经营模式。我国超过80%的规模以上铜企业在贸易中以上海铜期货价格作为基准价格。2018年联合石化与壳牌公司签署了以上海原油期货价格为基准的实货长期合同。中国铝业收购秘鲁铜矿、中国有色金属矿业集团收购赞比亚铜业公司等案例中，我国企业运用期货市场价格对收购资产进行合理估值，减少了双方议价冲突，顺利实现了海外并购。

（二）期货市场助力企业防控风险，促进经济平稳运行

期货市场具有风险管理功能。我国是大宗商品进口大国，稳定的进口来源和价格关系国计民生。2018 年受中美贸易摩擦影响，北美大豆进口受限。我国大豆加工企业及时转向采购长期合约的南美大豆，并通过豆粕、豆油期货锁定远期压榨利润，保障了国内粮油市场的稳定供应，化解了产业风险，稳定了下游养殖行业肉禽供应，在维护国民经济稳定运行方面发挥了积极作用。

（三）期货期权市场降低产业负债成本，有助于产业结构转型升级

期货与银行合作，将风险管理和信贷业务结合起来，利用期货期权工具以降低企业融资成本、提高资金使用效率。如某钢铁企业进行风险管理后提高了向银行借贷的可获得性，同时通过出售期权提前获得增产部分的利润并将其用于购买原料，提高了生产周转速度和营运绩效。

（四）期货市场服务“三农”和脱贫攻坚战略

棉花、玉米、红枣等涉农期货（期权）品种相继上市和“期货+保险”试点的大力推广，在服务我国“三农”和脱贫攻坚战略方面发挥了积极作用。截至 2018 年底，三家交易所“保险+期货”试点项目达 156 个，极大带动了当地政府探索创新科学有效的金融扶贫模式，确保全面完成脱贫攻坚任务目标。

二、我国期货市场支持实体经济方面存在的不足

近 30 年我国期货市场发展取得了显著成绩，但与实体经济快速发展、风险管理需求日益增加的要求相比，仍有诸多不足。

（一）产业客户偏少，国企参与存在障碍

与国际成熟市场相比，我国期货市场仍存在产业客户参与不

足、套期保值比例较低的问题。2018 年法人客户成交金额仅占全市场成交的 24.18%。国有企业参与期货市场面临会计准则核算、考核评价机制等方面障碍。如《企业会计准则第 24 号》规定，国有企业套期保值盈亏的幅度必须在 80%-125%。实践中波动幅度很可能超过这一标准，超出部分将归类到投机行为，导致部分国企为避免触碰红线而不敢套期保值。

（二）金融期货市场发展相对较慢，品种体系较为单一

与境外成熟市场相比，我国金融期货市场在品种、规模和交易者结构方面仍存在较大差距。从品种看，全球范围内汇率类期货、期权的占比超过 10%，而我国境内尚未推出外汇期货。从成交量看，我国股指、国债期货成交量占总成交量不足 1%，而全球权益和利率类期货成交量占比均超过 15%。从风险覆盖看，2018 年我国金融期货总成交额与 GDP 的比值仅为 0.29，远低于发达国家 10-20 的水平。从投资者结构看，持有股债现货的主体与期货市场参与主体不匹配，如《商业银行法》规定除非经国务院银行业监督管理机构批准，否则商业银行不可从事期货业务。

（三）期货公司难以适应日益增长的风险管理需求

长期以来，我国期货行业面临着“大市场”与“小行业”的矛盾。盈利模式较为单一，过于依赖同质化的传统经纪业务，高端人才资源匮乏，制约了期货公司服务能力的提高。2018 年期货行业整体净利润仅 12.99 亿元，远低于证券行业的 666.2 亿元。

目前全市场共有 79 家期货公司风险管理子公司开展了合作套保、做市商等创新业务。发展中面临以下问题：一是资金不足，银行对子公司授信评级和贷款较为谨慎。二是对冲工具单一，我

国衍生品市场期权、掉期等工具较少，子公司对冲自身风险的成本较高。三是面临法律风险，合作套保一般签署场外风险管理协议，缺少法律依据，司法诉讼时面临较大风险。四是税收存在限制，现行税收政策规定，企业客户在完成套保后要先缴纳相应税额，支付给子公司后需二次交税。

（四）期货市场法律地位较低，《期货法》仍待推出

我国期货市场法制建设滞后于市场发展。一是现行《期货交易管理条例》法律层级较低，且与现行民商事法律的部分条款存在冲突。如期货交易采用净额结算制度，但《企业破产法》尚未对期货结算的破产例外进行明确规定，个别参与人的破产清算可能导致期货结算体系出现问题。二是《期货法》缺失严重制约了市场创新和对外开放。境外投资者对于参与我国期货市场是否有合规经营问题，以及产生民事纠纷后如何解决等有诸多担忧。

（五）期货交易所体制机制较为僵化，缺乏国际竞争力

目前，我国期货交易所自律监管、服务和创新等方面与国际领先交易所均存在较大差距。一是我国会员制交易所在效率、融资方面弱势比较明显。我国期货交易所大多采取会员制，仅中金所是公司制。世界交易所联合会(WFE)的71家会员交易所中，已有超过70%实行了公司化改制，且超过一半实现了上市。改制上市可有效筹集资金，提高治理水平，满足业务发展需要。二是跨境合作不足，与国际交易所普遍呈现集团化、联盟化的业态有较大差距。CME、ICE等国际交易所积极开展并购重组，通过整合品种、服务和地域等多方面资源提升交易效率、扩大市场份额，逐渐形成几大交易所垄断市场的格局。三是交易所定位有待明

确。交易所作为自律组织，属民事主体，但经常被视为行政主体。当自律监管与行政监管的范围重合时，难以妥善处理二者关系。

三、近年来全球期货及衍生品市场发展特点和启示

近年来，全球期货及衍生品市场呈现交易规模恢复、特别是亚太地区增长显著、期货经营机构行业集中度提升、业务多元化发展、市场创新活力增强、场外衍生品规范发展等特点，对我国期货及衍生品市场建设和期货经营机构发展有借鉴意义。

（一）2015 年以来全球期货市场交易规模呈恢复性增长

次贷危机后各项金融严监管措施逐步落实，国际期货与衍生品市场的发展速度一度明显放缓，2008 年至 2011 年市场交易规模呈逐年下降趋势（降幅每年 3.5%）。2015 年后，国际期货及衍生品市场开始企稳回升。近两年市场交易规模连续两年超过 250 亿手，创历史新高。北美、亚太和其他地区市场形成三足鼎立态势，交易规模占比分别是 35%、35% 和 30%。

（二）期货中介行业集中度不断提高，业务模式呈现多元化

近年美国期货经纪商（FCM）为了获得规模经济效益，通过并购重组不断提高行业集中度。公司数量从 2006 年的 171 家降至 2018 年的 63 家，前 5 名期货经纪商的客户保证金占比超过 50%。FCM 并不局限于经纪业务，而是覆盖结算、仓储、物流、贸易和融资等，多元化和精细化的业务拓宽了盈利来源。

（三）市场创新意识较强，不断推出新品种、新交易模式

品种创新方面，以美国为例，2000 年到 2018 年期间利用审批灵活的自证上市机制上市了一万多个衍生品合约，目前交易较为活跃的超过 2000 个。近年来，以碳排放权、天气、海运协议

等为标的的创新类合约市场规模迅速扩大，2018 年交易量接近 5 亿手，较 2008 年增长近 10 倍。

交易模式方面，随着科技与金融的融合，24 小时不间断电子交易在国际期货市场较为普及，算法交易、高频交易等新交易模式逐渐成为期货市场交易的重要组成部分。2018 年算法、高频交易的成交量和指令信息流量分别占 CME 市场总量的 63% 和 72%。

(四)对场外衍生品集中清算和规范发展的需求进一步增加

国际市场高度重视场外衍生品市场的规范发展，逐渐呈现场外交易“场内”集中清算的趋势。美国要求特定类别的利率互换和信用违约互换产品进行集中清算。许多交易所也积极拓展场外衍生品的集中清算服务，如伦敦清算所为欧洲排放权市场、回购市场和利率互换市场提供清算服务。

四、政策建议

(一)继续推动产业机构和机构投资者参与期货市场

一是合理引导产业客户参与期货市场套期保值。推动取消产业客户尤其是国有企业运用风险管理工具的限制，优化国企参与期货市场的政策环境。配合完善国企衍生品风控制度，建议由期货经营机构协助建立套期保值决策流程，并以合作套保的模式提升国企管理市场风险的灵活度。

二是发展机构投资者。鼓励银行、保险、证券和基金等金融机构利用衍生品市场管理风险。推动商品指数基金上市，提高商品在大类资产配置的比例。推进公募基金推出期货 ETF 产品。

(二)完善上市机制，加快推进品种创新

一是完善现有期货品种上市审批制度。对不同品种采取差异化上市审批流程，研究探索试点部分期货品种自证上市制度。

二是以提升产业服务能力为重点，继续拓展商品类期权。加快推出 PTA、天然橡胶、黄金、铝、棉花等主要品种配套期权。

三是进一步完善股权和利率产品体系。研究开发个股期货期权、股指期权等品种。逐步上市超长期国债及国开债等期货，推动隔夜利率等短期利率期货上市，健全国债期货市场收益率曲线。

四是适应经济高质量发展的需要，加快推出创新品种期货。统筹推进商品指数及其衍生品产品的研发工作，研究指数化投资工具。积极推进碳排放期货品种上市，探索运用市场化机制助力应对气候变化和绿色经济发展。

（三）稳妥推进市场对外开放

一是配合人民币国际化和人民币汇率机制改革，服务实体经济全球化经营需要，研究推出外汇期货。短期内可推出仅由机构参与的人民币外汇期货，再逐步扩大参与范围。推动人民币兑“一带一路”国家、美欧等主要贸易伙伴货币的外汇期货、人民币汇率指数期货等产品的研发上市。

二是稳步推进国债和股指期货市场对外开放。采取额度管理方式对境外参与机构进行开放试点，择机先行准许境外央行、境外人民币清算行和人民币参加行等进入境内金融期货市场；再进一步对境外主权财富基金、国际金融组织等开放；在市场制度健全、确保市场安全的前提下，择机对境外机构全面开放。

三是总结原油期货等经验，择机进一步扩大商品期货期权市

场开放。

（四）优化期货经营机构市场化竞争机制

一是鼓励经营规模化。坚持市场化导向，完善期货公司准入与退出机制，鼓励并购重组。支持期货公司利用多层次股权市场拓展融资渠道。推进外资入股期货公司，按规定扩大外资在合资公司中的股权比例。

二是促进业务多元化。推动破除风险管理子公司在业务开展过程中的政策障碍。研究论证期货公司开展期货自营业务的可行性。稳妥推进期货公司国际化发展，支持期货公司设立、收购和参股境外期货类经营机构。

（五）夯实期货市场法治基础

一是积极配合推进《期货法》立法，在《期货法》框架内考虑市场开放带来的参与主体安全保障、市场互联互通、跨境监管协助等问题，为期货市场开放以及风险防控提供监管依据。

二是推动修订《期货交易所管理办法》《期货公司监督管理办法》等部门规章，进一步完善自律管理规则。

（六）完善期货交易所体制机制

一是坚持法治化、市场化和国际化的发展方向，进一步研究交易所的公司化运营，逐步完善治理结构，着力消除不利于激发积极要素的体制障碍。时机成熟时探索交易所改制上市。

二是研究探索交易所跨境并购战略和交易所集团化发展战略。

三是研究建立期权交易所的必要性和可行性。

（执笔人：李雪静 杨阳 武佳薇 孙玉奎）

《中证政研简报》关注国内外经济社会和金融市场的重大问题以及资本市场重要政策建议，具有政策性、时效性、可操作性，为决策参考提供依据。印送范围为：会领导、院领导。



地址：北京市西城区金融大街 26 号金阳大厦 8 层

网站：<http://www.cifcm.com/>

电话：010-85578320

传真：010-56088548

E-mail: bianjibu@cifcm.com

如有领导同志批示，请传真至 010-56088548。