

中国期货业协会 编

# 中国期货业

## 发展创新与风险管理研究

10 Research on Innovation Development and  
Risk Management in China Futures Industry

中国期货业协会联合研究计划（第十二期）研究报告集



中国财经出版传媒集团  
中国财政经济出版社

中国期货业协会 编

# 中国期货业

## 发展创新与风险管理研究

10 Research on Innovation Development and  
Risk Management in China Futures Industry

常州大学图书馆  
藏书章

中国期货业协会联合研究计划（第十二期）研究报告集

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货业发展创新与风险管理研究: 中国期货业协会联合研究计划 (第十二期) 研究报告文集. 10 / 中国期货业协会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2018. 4  
ISBN 978 - 7 - 5095 - 8144 - 5

I. ①中… II. ①中… III. ①期货市场 - 经济发展 - 研究 - 中国 ②期货市场 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 055475 号

责任编辑: 马 真

责任校对: 张 凡

封面设计: 陈宇琰

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88191537 北京财经书店电话: 010 - 64033436 010 - 84041336

北京时捷印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 37.5 印张 720 000 字

2018 年 4 月第 1 版 2018 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 67.50 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 8144 - 5

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88191661 QQ: 2242791300

# 编委会

编委会主任 王明伟

编委会委员 陈东升 党剑 吴亚军 冉丽

执行主编 王春卿

责任编辑 张赫城

## 中期协联合研究计划（第十二期） 专家评审委员会委员

- 张宜生 中国期货业协会 原理事
- 常清 中国农业大学经济管理学院 教授
- 黄运成 中国证监会研究中心 原正局级研究员
- 胡俞越 北京工商大学证券期货研究所 所长
- 王化栋 中国期货业协会研究发展委员会 主任委员
- 李军 中国证监会会计部 原副主任
- 汪琛德 郑州商品交易所期货及衍生品研究所 总经理
- 孙大鹏 北京大商所期货与期权研究中心 总经理
- 郑凌云 中国金融期货交易所研发部 总监
- 于学会 中国期货业协会 法律顾问
- 陈瑞华 南开大学经济学院 副教授
- 孙敏涛 金瑞期货股份有限公司研究所 所长

# 前 言

中国期货业协会党委书记、会长 王明伟

2017年是中国期货市场稳步发展的一年。党的十九大把习近平新时代中国特色社会主义思想确立为我们党、我们国家建设必须长期遵循的根本指导思想，描绘了到本世纪中叶中国发展的宏伟蓝图，提出了建设现代经济体系、发展更高层次的开放型经济、形成全面开放新格局的要求，也为证券期货行业转型发展指明了方向。

2017年，在中国证监会的正确领导下，在广大会员单位的大力支持下，中国期货业协会坚持贯彻党的十九大精神和十八届六中全会精神，以“自律、服务、传导”为基本职能，紧紧围绕服务实体经济、防范金融风险、推进改革创新等各项工作要求，在稳中求进的总基调下，积极推进行业转型升级，在行业自律、会员服务、人才培养、投资者教育、信息技术建设、期货精准扶贫等方面开展了富有成效的工作，为助力供给侧结构性改革、服务“三农”和国家脱贫攻坚战略做出了一定贡献。

期货市场的发展离不开理论研究。行业的创新发展更加凸显了前瞻性、基础性的期货市场理论和实务研究的重要性。不断加强期货市场的基础理论研究，积极探索适合我国国情的期货市场发展路径，努力解决创新发展中遇到的困难和问题，是促进期货市场功能有效发挥的重要保障，同时也是引导社会各界更加客观深入地了解期货市场，为期货市场健康发展创造更加有利的社会舆论环境的重要手段。

长期以来，中国期货业协会坚持积极、正面地引导社会舆论，宣传

期货市场，加强期货市场研究。党的十八大以来，我国期货市场快速发展，初步形成了期货期权、场内场外、境内境外、期货现货多元共融发展的新局面。特别是2017年，期货行业创新业务快速发展，风险管理业务规模成倍扩大，资产管理业务全面发力，期货经营机构对外开放程度不断提升。中国特色社会主义进入新时代，给期货及衍生品市场发展带来了机遇和挑战，也产生了一些亟待理论研究解决的实际问题。深入分析问题产生的根源，努力探索市场发展的规律，进一步提升期货市场服务实体经济的能力，成为新时代我国期货行业研究人员的责任和使命。

本书包含了第十二期“中期协联合研究计划”的9篇课题研究报告，内容涉及期货市场服务实体经济、助力农业供给侧结构性改革、境内外金融衍生品监管与自律、期货资产管理与场外期权等创新业务，以及新形势下期货公司合规风控等期货行业普遍关注的热点问题，课题的研究水平有了整体性的提高，现将课题集结成书，旨在将研究成果向社会各界传播推广，以达到提升期货行业研究水平、共同推动期货市场发展的目的。由于我们科研管理经验和行业研究水平所限，不足之处在所难免，也请读者批评、斧正。衷心希望在行业各方的努力下，在社会各界的关注和支持下，我国期货市场的研究工作能够取得更丰硕的成果，为业内同仁提供更多的视角和启迪，为行业建设奉献更多、更具有建设性的建议，为期货市场创新发展提供更加有力的理论支持。

2018年4月

# 目 录

## 国有钢铁企业参与期货市场面临的政策障碍及解决方案研究

引 言 .....	( 2 )
一、绪论 .....	( 2 )
(一) 课题研究的背景和意义 .....	( 2 )
(二) 课题研究的难点和创新点 .....	( 3 )
(三) 已有文献综述和研究成果 .....	( 3 )
二、我国钢铁期货的形成和发展 .....	( 4 )
(一) 我国钢铁期货发展起步阶段 .....	( 4 )
(二) 我国钢铁期货的重新上市 .....	( 5 )
(三) 我国钢铁期货的主要品种与现状 .....	( 6 )
(四) 国有钢铁企业参与铜期货情况简介 .....	( 7 )
三、钢铁行业央企及地方大型国有企业参与期货交易情况 .....	( 10 )
(一) 钢铁行业央企参与套期保值交易情况 .....	( 10 )
(二) 国有钢铁企业期货市场业务的影响因素 .....	( 18 )
四、国有钢铁企业参与期货交易的政策障碍因素 .....	( 19 )
(一) 相关政策对国有钢铁企业参与期货交易的影响 .....	( 20 )
(二) 国企负责人考核制度对国有钢企参与期货交易的影响 .....	( 26 )
(三) 现行国企会计制度对国有钢企参与期货市场的影响 .....	( 32 )
(四) 国有钢企内部管理壁垒对其参与期货市场的影响 .....	( 37 )
(五) 期货交割环节对国有钢企参与期货市场的影响 .....	( 45 )
五、相关政策障碍改进建议 .....	( 49 )
(一) 对政府相关政策障碍的改进建议 .....	( 50 )
(二) 对国企考核制度政策障碍的改进建议 .....	( 50 )
(三) 对会计制度政策障碍的改进建议 .....	( 50 )



(四) 对国有钢企内部管理壁垒导致的政策障碍的改进建议 .....	( 52 )
(五) 对期货实物交割环节的改进建议 .....	( 54 )
六、结论 .....	( 55 )
参考文献 .....	( 55 )

## 境外成熟市场金融衍生品监管与自律研究

引    言 .....	( 60 )
一、文献综述与研究方法及创新点 .....	( 61 )
(一) 文献综述 .....	( 61 )
(二) 研究方法与创新点 .....	( 64 )
二、金融衍生品与金融衍生品市场 .....	( 65 )
(一) 金融衍生品的基本概念 .....	( 65 )
(二) 金融衍生品市场 .....	( 68 )
(三) 中国金融衍生品市场 .....	( 71 )
三、金融衍生品的风险与监管 .....	( 73 )
(一) 金融衍生品的风险 .....	( 73 )
(二) 主要国家(地区)金融衍生品风险事件回顾及分析 .....	( 77 )
(三) 金融衍生品风险管理体系 .....	( 81 )
四、境外主要国家(地区)金融衍生品市场发展及监管体系演进 .....	( 83 )
(一) 美国金融衍生品市场发展及监管体系演进 .....	( 83 )
(二) 欧盟金融衍生品市场发展及监管体系演进 .....	( 90 )
(三) 亚太地区金融衍生品市场发展及监管体系演进(以中国 香港、新加坡为例) .....	( 101 )
(四) 主要国家(地区)金融衍生品市场监管体系的比较 .....	( 107 )
五、中国金融衍生品市场发展及监管体系演进 .....	( 109 )
(一) 中国金融衍生品市场监管体系演进 .....	( 109 )
(二) 中国金融衍生品市场的现行监管体系 .....	( 111 )
(三) 中国金融衍生品市场监管体系存在的问题 .....	( 114 )
(四) 主要国家(地区)金融衍生品监管经验对我国的借鉴意义 .....	( 116 )
六、完善中国金融衍生品市场监管体系的对策建议 .....	( 120 )
(一) 完善中国金融衍生品市场监管体系 .....	( 120 )
(二) 以清算为抓手,多手段防控系统性风险 .....	( 122 )
(三) 引领场外金融衍生品转型和发展,探索场外金融衍生品 监管新思路 .....	( 126 )

参考文献 .....	(127)
------------	-------

## 期货市场助力农业供给侧结构性改革的实证分析

引 言 .....	(130)
一、研究综述 .....	(131)
(一) 国内外相关文献综述 .....	(131)
(二) 研究目标 .....	(135)
(三) 总体框架 .....	(135)
(四) 研究思路 .....	(137)
(五) 研究方法 .....	(138)
(六) 课题特色与创新 .....	(138)
二、期货市场助力农业供给侧结构性改革的一般性分析 .....	(138)
(一) 农业供给侧结构性改革政策解读及其核心内容分析 .....	(138)
(二) 目前我国农业供给侧存在的主要问题 .....	(144)
(三) 期货市场助力完成农业供给侧结构性改革的重点任务 .....	(145)
(四) 期货市场助力形成农业供给侧结构性改革的长期保障 .....	(151)
三、期货助力价格形成机制的实证分析 .....	(166)
(一) 玉米期货价格发现机制助力供给侧结构性改革实证分析 .....	(167)
(二) 棉花期货价格发现机制助力供给侧结构性改革实证分析 .....	(176)
四、我国期货市场助力农业供给侧改革的案例分析 .....	(186)
(一) “公司+农户+合作社、订单+期货”模式 .....	(187)
(二) “场外期权+期货”模式 .....	(189)
(三) “保险+期货”模式 .....	(192)
(四) 案例总结及推广方向 .....	(202)
(五) 运作过程中存在的问题 .....	(205)
五、结论及对策与建议 .....	(206)
(一) 本课题的主要工作及结论 .....	(206)
(二) 对策与建议 .....	(208)
参考文献 .....	(216)

## 非金融类上市公司套期保值的信息披露问题研究

引 言 .....	(226)
一、研究综述 .....	(227)
二、上市公司运用衍生品工具的信息披露现状 .....	(228)

(一) 当前市场情况下, 国内上市公司运用衍生品工具的情况综述 .....	(228)
(二) 中国东方航空衍生品交易信息披露案例 .....	(230)
三、当前全球化市场下的主要问题 .....	(234)
(一) 国际型企业在全球化市场中面临的衍生品工具信息披露问题 .....	(234)
(二) 人民币汇率套期保值使用的场内场外衍生品工具信息披露问题 .....	(235)
四、案例分析和现状研究 .....	(236)
(一) 运用具体案例分析和总结上市公司运用衍生品工具信息披露问题 .....	(236)
(二) 当前信息披露可能存在的问题和漏洞 .....	(240)
五、国内外上市公司信息披露规则区别 .....	(241)
(一) 国际通用会计准则下信息披露规则 .....	(241)
(二) 国内会计准则下信息披露规则 .....	(243)
(三) 国内外会计准则下信息披露规则的区别和联系 .....	(246)
(四) 2018 年新会计准则的新要求 .....	(246)
(五) 上交所、港交所和纽交所信息披露实例分析 .....	(250)
六、套期保值信息披露制度的规范化建议 .....	(251)
(一) 关于完善法律法规、监管等方面的建议 .....	(251)
(二) 在保护商业秘密的基础上进行充分的信息披露 .....	(252)
(三) 规范套期保值信息披露流程的建议 .....	(254)
七、结语 .....	(254)
参考文献 .....	(255)

## 期货资管与仓单业务的结合研究

引    言 .....	(258)
一、发展资管仓单业务的紧迫性 .....	(259)
(一) 经济改革重点——引导资金流向实体 .....	(259)
(二) 服务实体经济是金融服务业回归本源 .....	(260)
(三) 期货公司服务实体企业的现状与不足 .....	(261)
二、实体经济仓单业务的现状及前景 .....	(261)
(一) 实体经济融资困境 .....	(262)
(二) 实体经济仓单业务模式 .....	(262)
(三) 实体经济融资困境及仓单融资优势 .....	(263)

三、期货资管发展现状及面临瓶颈 .....	(264)
(一) 期货资管业务范围 .....	(264)
(二) 当前资管产品投资大宗商品的现状 .....	(264)
(三) 期货资管在投资上的瓶颈 .....	(267)
四、期货公司风险子公司服务实体企业分析 .....	(268)
(一) 期货公司风险子公司服务实体企业的模式 .....	(269)
(二) 期货公司风险子公司仓单业务发展现状 .....	(270)
(三) 期货公司资管参与仓单业务较风险子公司的优势分析 .....	(273)
(四) 期货公司资管参与仓单业务较银行的优势分析 .....	(274)
五、期货公司资管开展仓单业务的模式探讨 .....	(276)
(一) 期货公司资管仓单业务参与主体分析 .....	(277)
(二) 期货公司资管参与仓单业务的模式 .....	(277)
(三) 期货公司资管参与仓单业务的风险管理 .....	(285)
六、期货公司资管参与仓单业务的障碍 .....	(286)
(一) 交割受限 .....	(286)
(二) 税务障碍 .....	(287)
(三) 估值上的障碍 .....	(287)
(四) 由仓单引发的风险 .....	(288)
(五) 期货资管与期货风险管理子公司业务界限切割问题 .....	(289)
七、制度上的建议 .....	(289)
(一) 打开资管交割限制 .....	(289)
(二) 税务方面的建议 .....	(290)
(三) 标准仓单的估值体系的建议 .....	(290)
(四) 关于资管产品投资标准仓单定位的建议 .....	(291)
八、结论 .....	(291)
参考文献 .....	(292)

## 期货资管与仓单业务的结合研究

引    言 .....	(296)
一、期货公司资产管理及仓单业务现状 .....	(296)
(一) 期货公司资管业务现状 .....	(296)
(二) 国内期货公司仓单业务发展现状 .....	(298)
(三) 期货资管与仓单业务结合必要性 .....	(299)
二、政策及制度障碍研究及解决方案 .....	(299)
(一) 期货资管与仓单业务结合政策及制度障碍 .....	(299)

(二) 解决方案 .....	(300)
三、非标仓单业务结合模式探索 .....	(301)
(一) 非标仓单业务优势 .....	(301)
(二) 非标仓单业务模式 .....	(302)
(三) 非标仓单业务难点——价差波动风险 .....	(306)
(四) 非标仓单业务难点——信用风险 .....	(306)
(五) 非标仓单业务难点实例分析 .....	(309)
(六) 非标仓单业务品种筛选体系 .....	(312)
四、国内期货公司资管投资仓单业务结合创新模式初探 .....	(314)
(一) 模式一：资管直接投资仓单业务 .....	(314)
(二) 模式二：扩大资管投资范围——期货及仓单业务 .....	(316)
(三) 风控措施及政策建议 .....	(322)
五、总结 .....	(322)
(一) 课题内容概述 .....	(322)
(二) 课题创新点 .....	(323)
参考文献 .....	(324)

## 期货公司资产管理业务合规与风控难点研究

引    言 .....	(328)
一、期货公司资产管理业务合规与风控现状 .....	(330)
(一) 期货公司资产管理业务发展现状 .....	(330)
(二) 期货公司资产管理业务模式 .....	(332)
(三) 期货公司资产管理业务监管环境及典型案例梳理 .....	(333)
二、期货公司资产管理业务合规与风控案例分析 .....	(336)
(一) 案例一：B 期货公司通道业务未按照合同约定进行平仓案 .....	(336)
(二) 案例二：F 期货公司及资管子公司资管业务违规案 .....	(338)
(三) 案例三：H 期货有限公司资产管理业务合规风控模式借鉴 .....	(342)
三、期货公司资产管理业务合规与风控难点梳理 .....	(345)
(一) 产品设计中的合规与风控难点 .....	(345)
(二) 营销宣传中的合规与风控难点 .....	(350)
(三) 投资者适当性管理中的合规与风控难点 .....	(352)
(四) 投资运作过程中的合规与风控难点 .....	(355)
(五) 后台运营中的合规与风控难点 .....	(361)
四、解决方案及政策建议 .....	(364)
(一) 解决方案 .....	(364)

(二) 政策建议 .....	(366)
附录 .....	(369)
参考文献 .....	(372)

## 场外衍生产品估值与风险分析

引    言 .....	(376)
一、研究综述 .....	(377)
(一) 文献综述 .....	(377)
(二) 国外研究成果 .....	(377)
(三) 国内研究成果 .....	(380)
(四) 研究内容与思路 .....	(380)
二、实务中期权品种选择和产品设计 .....	(383)
(一) 实务中的期权产品设计和品种选取 .....	(383)
(二) 美式期权 .....	(383)
(三) “美式+亚式”期权 .....	(384)
(四) “美式+亚式”带敲出条款期权 .....	(384)
三、实务中期权定价方法 .....	(385)
(一) 资产价格过程与期权解析定价 .....	(385)
(二) 路径依赖期权的二叉树定价 .....	(387)
(三) 最小二乘蒙特卡洛方法 (LSM) .....	(392)
(四) 实务中成本测度 .....	(394)
(五) 精度和效率提升方法 .....	(396)
四、实证研究 .....	(399)
(一) 成本核算实证 .....	(399)
(二) 美式期权 .....	(405)
(三) “美式+亚式” .....	(422)
(四) “美式+亚式”期权带敲出条款 .....	(435)
(五) 动态风险监控 .....	(447)
五、结论 .....	(457)
(一) 衍生品产品设计 .....	(457)
(二) 资产价格建模 .....	(458)
(三) 实务定价方法优化 .....	(459)
(四) 实务成本精算化 .....	(460)
(五) 风险动态监控化 .....	(460)
参考文献 .....	(461)

## 场外期权定价及其应用研究

引    言 .....	(468)
一、绪论 .....	(469)
(一) 研究背景与目的 .....	(469)
(二) 研究内容与技术路线 .....	(471)
二、期权定价模型及定价算法研究 .....	(471)
(一) 期权定价模型比较分析 .....	(471)
(二) 期权定价快速算法研究 .....	(479)
(三) 期权定价模型中的参数校正 .....	(483)
三、场外期权奇异结构及对冲方法研究 .....	(485)
(一) 不同结构期权定价算法研究 .....	(485)
(二) 两种对冲方法比较分析 .....	(494)
(三) 豆粕美式期权实例 .....	(498)
(四) 基于 Heston 模型的向上敲出障碍期权的 Delta 对冲 .....	(500)
四、场外期权定价理论在“农业 + 保险 + 期货”模式中的 应用案例分析 .....	(505)
(一) 基于玉米期、现货价格的波动机制实证研究 .....	(505)
(二) 基于玉米期货的价格保险产品的设计 .....	(525)
(三) 基于玉米期货复制场外期权的风险对冲策略研究 .....	(536)
五、场外期权定价理论在“农业 + 保险 + 期权”新模式中的 应用案例分析 .....	(547)
(一) 基于豆粕期、现货价格的波动机制实证研究 .....	(547)
(二) 基于豆粕场内期权的价格保险产品的设计 .....	(557)
(三) 基于豆粕期货动态对冲和基于场内豆粕期权对冲的风险 对冲效率比较分析 .....	(560)
六、研究结论与政策建议 .....	(573)
(一) 针对目前“玉米 + 保险 + 期货”模式中存在的问题 提出解决措施及政策建议 .....	(573)
(二) 针对推广“豆粕 + 保险 + 期权”新模式所面临的问题提出 解决措施及政策建议 .....	(577)
(三) “保险 + 期货”模式的最新进展及未来商业化发展前景 .....	(579)
参考文献 .....	(581)

中期协联合研究计划（第十二期）项目

# 国有钢铁企业参与期货市场 面临的政策障碍及解决方案研究

课题负责单位：中国钢铁工业协会综合部

课题研究编号：GT20170101

课题负责人：李拥军

课题组成员：陈新良 王贺彬 谢聪敏



## 引 言

自 20 世纪 90 年代中国期货市场引入线材期货产品以来,至今已有近 20 年的时间。但目前从国有钢铁企业的角度来看,其参与期货市场的积极性仍然较低。课题组通过调查问卷、座谈等多种形式对国有钢铁企业参与期货市场面临的政策障碍进行梳理后发现,国有钢铁企业所面临的政策障碍主要来自国企相关政策法规、国企考核制度、现行企业会计制度、国有钢企内部管理壁垒和期货交割环节障碍五个方面。课题组针对国企相关政策法规、国企考核制度、现行企业会计制度方面的障碍提出了长期的解决方案,针对国有钢企内部管理壁垒和期货交割环节障碍提出了短期解决方案。希望通过解决方案的实行,破除一部分国有钢企参与期货市场的障碍,提高国有钢企参与期货市场的积极性,为保障钢铁行业平稳运行做出贡献。

### 一、绪论

#### (一) 课题研究的背景和意义

随着世界经济一体化进程的加快,无论是整个国民经济发展,还是钢铁企业个体经营等方面都呈现国际化、全球化、资本化的趋势,从而使钢铁企业面临的风险相应增加。

对于钢铁企业而言,最大的风险来自于上游原燃料市场。由于铁矿石全球海运贸易量的 70% 都掌握在四大矿山的手中,四大矿山推出的普氏指数由于其代表性不足,难以起到发现价格的作用。期货由于其避险功能和价格发现功能,已经被国外很多企业所采用。期货在我国已经经历了 20 多年的发展历程,企业一度对参与期货市场套期保值交易的积极性较高,但由于部分企业在期货市场的投机行为导致巨额亏损,使政府部门加强了对国有企业参与期货交易的监管。这种监管在规范了国有钢铁企业参与期货交易的同时,也产生了一定程度的政策障碍,使得目前国有钢铁企业参与期货市场的积极性不高。

通过本课题研究,我们将梳理钢铁期货诞生的背景、过程,总结其形成条件和发展规律,重点分析影响钢铁企业参与期货市场的政策性因素,并在此基础上提出解决方案,为推进我国钢铁企业更多地参与期货市场,规避价格风险,促进企业平稳发展提供一定的参考。