



中国商品期货交割的演进与发展

Zhongguo Shangpin Qihuo Jiaoge De Yanjin Yu Fazhan



谢灵斌 著

海南财经高等专科学校
海南财经高等专科学校
& Economics Press



中国商品期货交割的演进与发展

Zhongguo Shangpin Qihuo Jiaoge De Yanjin Yu Fazhan

谢灵斌 著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

图书在版编目(CIP)数据

中国商品期货交割的演进与发展/谢灵斌著. —成都:西南财经大学出版社,2016. 7

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2468 - 5

I. ①中… II. ①谢… III. ①商品期货—期货交易—研究—中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 138201 号

中国商品期货交割的演进与发展

谢灵斌 著

责任编辑:高 玲

责任校对:杨婧颖

封面设计:杨红鹰 张姗姗

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川五洲彩印有限责任公司
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	6.5
字 数	160 千字
版 次	2016 年 7 月第 1 版
印 次	2016 年 7 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2468 - 5
定 价	45.00 元

1. 版权所有,翻印必究。

2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

目 录

导论 / 1

第一章 商品期货交割的制度背景分析 / 13

第一节 政府偏好主导商品期货市场的发展 / 14

第二节 现货市场基础加强,但全国统一的市场还没有形成 / 41

第三节 西方成熟期货市场的经验为我国提供了有益的借鉴 / 48

第二章 商品期货交割的历史轨迹 / 58

第一节 交割制度不健全,小品种活跃,市场逼仓现象严重: 1992—1996 年 / 59

第二节 交割限量放开,炒作性强的小品种逐步被市场摒弃,大品种的交易日趋活跃: 1996—2004 年 / 71

第三节 期货新品种相继推出，交割制度逐渐完善，期货市场功能初步发挥：2004 年至今 / 80

第四节 商品期货历史上的恶性逼仓事件及其思考 / 90

第三章 商品期货品种选择及交割制度分析 / 101

第一节 商品期货品种选择的标准与条件 / 102

第二节 商品期货交割制度分析 / 111

第三节 商品期货交割率分析 / 136

第四章 商品期货交割方式 / 147

第一节 集中交割和滚动交割 / 148

第二节 期货转现货 / 152

第三节 标准仓单交割及非标准仓单交割 / 158

第五章 商品期货交割的制度创新方向 / 177

第一节 中国经济新常态的特点及表现形式 / 177

第二节 制度创新的路径选择 / 185

第三节 制度创新的动力和主体 / 192

参考文献 / 197

导 论

一、选题背景和国内研究现状

世界最古老的期货交易所——芝加哥期货交易所的建立已有 160 余年的历史了。我国最早的带有商品远期交易性质的郑州粮食批发市场的建立距今也已有 15 年之久。过去的 15 年里,期货市场在我国经历了试点探索、盲目发展、清理整顿、规范发展的极其曲折的历程。从 1992 年 10 月 9 日深圳有色金属交易所推出我国第一个标准化合约即特级铝合约以来,期货市场制度出现了盲目迅速发展的势头。至 1993 年年底,全国国内各部门和各级政府批准开展商品期货交易的商品交易所共有近 40 家,会员 2 337 家,代理客户超过 3 万家,上市品种为七大类 50 多个。^①但是,由于缺乏专门的监管机构和法制不健全,市场一哄而起、制度不严、审批混乱、监管缺位的情况大量存在。从 1993 年开始,我国进行了长达八年的治理整顿,最终保留了三家交易所,即郑州商品交易所、大连商品交易所、上海期货交易所。2001 年,我国期货交易开始走出低谷,呈现恢复增长态势,2003 年开始,我国期货交易加速增长。2009 年,商品期货成交量达 21.6 亿手,跃居世界第一,占全球成交量的 43%,成

^① 祝合良. 中国期货市场的规范和发展 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2012: 25.

交金额为 130.5 万亿元。2014 年全国商品期货市场累计成交量为 22.88 亿手，累计成交额为 127.96 万亿元。2015 年全国商品期货市场累计成交量为 32.37 亿手，累计成交金额为 136.47 万亿元，同比增长 41.46% 和 6.64%。

随着国家市场经济体制的建立和逐步完善，无论是理论界，还是监管部门、期货交易所、期货公司，都对期货市场进行了大量的研究和有益的尝试，并提出了许多有益的建议和措施。可是我们也应当看到，相对于证券市场来说，期货市场的研究相对较少，尤其是对在期货交易中占有十分重要地位、保证期货价格和现货价格趋合的商品期货的交割，则更显不足。目前，国内的研究主要集中在以下几个方面：

1. 交割方式创新对期货市场功能的影响及国外经验借鉴

在定点仓库进行的实物交割成为商品期货交割的普遍方式。不同学者探讨了其他的交割方式。

罗孝玲等（2004）提出现金结算交割方式在某种程度上能够避免“多逼空”事件发生，在商品期货市场上引入该种交割方式，能够吸引更多投资者，但前提是有成熟的现货市场、现货数据完备、指数合理。

荆林波（1998）、高全胜（2008）对现金交割方式，陈伟等（2010）对厂库交割进行了研究；胡俞越等（2012）对保税交割的实现条件及对期货市场功能的实现进行了分析。

高静美（2009）实证分析和比较了芝加哥商业交易所的活牛期货合约交割方式的转变，指出无论采用何种方式，都应根据商品的特征来定。如果我国要上畜牧产品，更应当进行充分的论证。

冷冰等（2013）分别对国外典型农产品、能源、金属期货的交割方式进行了系统的研究和总结，认为交割的首要目的应当是促使期现价差趋零，其次是降低交割成本和买方的不确定

性,以及今后期货交割的发展趋势。这对于完善我国多层次资本市场的建设有重要意义。

2. 交割选择权与期货价格关系的研究

李洪江、冯敬海(2005)论证了在完整市场中,基于卖方的交割地点选择权,分析了允许两个地点交割的期货合约的升贴水设置问题。研究以豆粕期货为对象,当改变升贴水率时,人们可以改变备择地交割的选择权价值,进而反映交割倾向,即卖方在多大程度上可以从备择地交割地交割商品而获利,进而辅助期货市场的调控决策。

陈伟(2012,2013)研究了卖方交割地点选择权和买方提货时间选择权对期货合约价格的影响。对于多个交割地点现货价格不完全一致的情况,陈伟通过构建组合及论证发现:不同地点之间价格波动越大,交割地点选择权价值越大,期货价格越低于单一交割地点现货价格,期现倒挂的现象越明显。厂库交割制度下,由于卖方赋予了买方提货时间选择权,而这一选择权在均衡条件下会提升期货价格,当现货(或期货)价格处于上升期时,提货时间选择权价值往往较大,当现货(或期货)价格出现下跌,提货时间选择价值会减小。

3. 交割对商品期货市场的影响

童宛生(1997)根据马歇尔的基本思想,构建了一个期货价格模型论证期货价格与现货价格之间的关系,进一步表达了马歇尔的思想。实证显示,商品期货价格与现货价格的差额受生产费用和商业费用的变动影响,现货价格对期货价格起决定性作用。

杨玉川(2002)运用沃金理论构建了模型,结果表明,在期货市场交割量最大的月份,商品会出现价格大幅波动及成交量急剧增加的现象,而交割量大幅提高后,随后的月份交易量会迅速下滑。因此,我们对期货交割量应不加限制,这有利于

抑制市场过度投机。

张宗成、苏振华（2003）构建模型论证了期货交易量与实物交割之间的关系。该模型中，成交量用最高持仓量替代计算出交割率。结果表明：实物交割量大小不仅与持仓量高低具有很强的相关性，也与头寸集中水平有明显的相关性。因此，期货交易中风险监控应以实物交割安全为中心。

4. 关于商品期货交割制度的分析

谢磊（1995）提出当前我国交割制度存在缺陷，这种缺陷导致实物交割费用偏高，另外交割地点设计的不合理造成现货市场与期货市场割裂，一些品种存在资金流与实务流失衡，提高了交割费用，“空逼多”或“多逼空”情况的发生充分说明了交割制度上的不完善。

陶琳、李经谋（1997）认为三种不同的观点对交割制度的安排有着重要的影响，即零交割观点、限制交割观点和无限制交割观点。另外，交割期的长短也会影响期货合约的流动性。因此，在确定交割期的长短时，应保证有足够长的时间让交易者来对冲了结合约，否则，期货价格和现货价格在交割月份难以趋合。

荆林波（2000）从有效市场理论出发，在剖析商品期货交割制度时，首先从市场本身的效率即促进交易和收集发布信息角度出发，并结合管理效率分析了期货市场的效率。他认为随着交易成本的降低，投机者和套期保值者会开始进入市场，交易量的增加会提高期货市场的流动性，反过来也会增加期货市场的效率。其次，他采用横向比较法，对中美两国商品期货交割制度所依赖的物质基础即现货市场进行了分析，认为目前我国的现货市场基础薄弱。

霍瑞戎（2008，2009）是市场上比较早的全面论述商品期货交割制度影响因素的学者。他认为现货、基差、套利、成本、

风险、时间、交易情况和规则、市场结构等因素都会影响交割制度。同时,不同的期货品种在不同时期,各因素影响的重要性也是不同的,当现货市场不成熟时,期货市场在一定程度上充当了远期现货市场是影响实物交割的最重要的因素。因此,在设计期货交割制度时应综合考虑以上因素。

总的来说,上述研究注重于现实问题的探讨,对期货交割制度及其相关制度进行了较为深入的分析,提出了一些改革思路和建设性建议。但是上述研究也存在着明显的不足:对交割问题的研究偏重于现象描述,对交割方式、交割地点或具体针对某种及某类产品的研究较多,而缺乏对影响中国期货市场及其交割发展的宏观背景的分析。鉴于此,本书将在现有研究的基础上,致力于我国商品期货交割的研究,出于以下几个方面的考虑:

1. 交割在商品期货市场中的作用和地位

按照郑州商品交易所对交割的定义,交割是指期货合约到期时,按照交易所的规则和程序,交易双方通过该期货合约标的物所有权的转移,了结到期末平仓合约的过程。这里强调的是买卖双方的转移,交割指的是实物交割,国内其他两大商品期货交易所对交割的定义本质上与此一致。另外,我国大部分学者对交割的定义基本上属于这一类。而本书所指的交割,则是广义的交割,就是指包括实物交割在内的其他所有的交割形式,如现金交割、差价交割、厂库交割、保税交割、车船板交割、期转现、标准仓单交割、提货单交割等。同时,如果没有特别说明,本书中的期货都是指商品期货,不包括金融期货。

(1) 交割是连接期货市场和现货市场的桥梁。期货市场价格发现和套期保值两大基本功能的实现,离不开交割。这是因为:空头套期保值者只有通过实物交割,才能把现货市场中持有的货物销售出去,多头套期保值者只有通过交割,才能购买

到现货市场所需要的产品，所以交割可以转嫁现货市场的价格风险。

套利者、投机者及部分套期保值者从事期货交易的目的并非获得实物，他们更关心的是在交割月时两个市场之间的基差大小，以及能否对基差套利。但如果没有实物交割，其交易的目的则无法实现。因此，合理的或正常范围内的实物交割，既能促进期货市场的正常运转及套期保值者参与期货交易，又能保证期货价格和现货价格有规律地运动及趋合。

(2) 正常的交割有利于抑制过度投机。临近交割月时，由于保证金的逐步提高，绝大部分交易者会选择平仓，尽量避免实物交割。这种行为有利于减少交割日到来时交易者因持仓量过大而导致过度投机现象的发生。所以，当市场出现“多逼空”或“空逼多”时，意味着临近交割时，期货价格与现货价格的价差过大，存在着套利的可能性。我国历史上曾发生多次恶性逼仓事件，究其原因，既有现货市场不成熟，也有期货市场合约设计不合理以及交割制度不完善的因素，也与交易者的非理性有关。但是，可以肯定的是，交割本身并不是引发逼仓的机制，而是一些交易者利用了制度设计不合理的漏洞以操纵市场。

(3) 交割促进了期货市场的流动。交割环节的信息会向现货市场和期货市场传递，进而调节这两个市场的商品流通。通常在交割月，影响商品价格的因素已逐渐清晰。所以，正常情况下，交割最能反映两个市场价格的真实性，使得它们之间保持合理的价差关系，当价差过大时，该信息会导致交易的各方不断调整仓单数量，从而调整现货进入期货市场的数量，以至达到某种均衡的水平。另外，接近交割月，大部分交易者所选择的平仓，也在一定程度上促进了市场的流动性。

2. 完善交割制度的需要

根据不同的计算方法（具体见第三章），不同品种不同月份

的交割率差距较大。考虑到目前我国商品期货市场的成交量已跃居全球首位,当前我国期货市场的规模和特点与对应的实物交割率是匹配的。只要交易交割规则完善,风险控制手段得力,市场并无失衡之虞。近几年,我国很少再发生逼仓风险。但是,我们也应当看到,目前商品期货的交割制度比较严格,出于对市场的保护,对参与者进行实物交割进行了限制,设置的交割费用也较高。为了吸引更多的交易者进入市场交易,尤其是套期保值者通过市场转移价格风险,我们就必须努力改善交割环境,降低交割成本,完善交割制度。因此,找到并识别有哪些因素影响交割就至关重要。那么,影响交割制度的因素又有哪些?结合我国的具体情况和成熟市场的发展经验,大致有以下几个方面:

(1) 现货市场环境的因素。现货商品规避价格波动的理想模式是:通过在现货市场买、卖商品的同时,在期货市场卖、买期货,从而锁定价格波动风险。商品的市场价格波动主要受该产品的供给和需求影响,也就是说,任何减少供应或增加消费的行为将可能导致价格的上涨,任何增加供应或减少消费的行为都有可能引起价格的下跌。对于期货商品来说,现货市场不同的供应量和需求量、交割等级品的规定都会影响到交割行为。如果现货市场供应充足,交割标准品规定过于宽松,会引起可供交割量的大幅增加。反之,当现货市场需求量过大,期货交割等级品过于严格时,特别是在现货市场运行不规范,信用机制不完善时,会导致可供交割量不足。这是因为期货交易是标准化合约,交易标的物有质量保证,具有交货及时和按时回款等特点,现货市场的购买者愿意通过实物交割来实现购买目的,避免信用风险和现货纠纷。

(2) 交割规则的影响。目前我国实行的是不限制交割的政策,但为了减少过度投机的风险,交割月会采取上调保证金和

限仓制度，导致一部分希望交割的机构因资金不足而提前平仓。现行的交割制度下，卖方具有选择交割商品质量和发货地点的权利，在备货时可以清楚地计算出质量升贴水、运费成本等，当期货价格高于现货价格与交割成本和备货成本之和时即可进行卖出套利。买方只能在仓单注销以后才能知道货物质量情况和接货成本，而且要被动地支付升水金额。所以相对来说，卖方在进行交割时比买方更具有优势，也更主动。

为提高交割的灵活性，减少定点仓库的库容压力，交易所尝试推出了多种不同的交割方式。这些方式拓宽了现货商的交易渠道或者降低了他们的交割成本。如期转现，对交割品的限制较少，只要交易双方达成一致就可以，同时也可以减少迂回运输的费用。另外，厂库交割不仅可以有效降低交割成本，免去将交割商品运到指定交割仓库的运输成本、装卸及短途倒运成本以及入库商品的检验成本等，而且与现货市场购销区别不大，方便现货商操作，因此更容易吸引和带动现货商进入期货市场。

(3) 交割风险的大小。交割风险是指合约到期时，无法实现交割的风险，既包括系统性风险，也包括非系统性风险。非系统性风险应当是治理的重点，在中国的主要表现形式就是逼仓。

通常来说，规范化的期货交易，其交割率和交割绝对量一般都保持在一个相对稳定的幅度内，因此巨量的实物交割都发生在逼仓上。逼仓是一种非正常的经济行为，从短期来看，也许会提高交易量，但逼仓发生后，会破坏期货市场的正常交易秩序，其后果需要很长的时间来修复，伴随的是后续月份的交易持续下跌，逼仓的影响消失后，该品种的交易和交割才有可能趋于正常。

国家政策作为基本面因素，对某种商品的供需关系和发展

变化会产生重大影响。当新的政策信息出现时,交易者会据此做出判断,但是每个市场参与者由于经验不同,对信息的判断和处理能力不同,有时会做出完全不同的决策。政策信息的迟滞不明,会导致期货价格的波动幅度加大。这种分歧将会延续直到合约到期,并导致较高的交割水平。

(4) 交割成本的高低。交割成本既包括市场利率水平、国家税收政策等宏观部分所产生的成本,也包括微观部分如手续费、包装费、运输费、质检费、仓储费等。

利率较高时,意味着进行交割的资金成本会增加。这是因为,从期货合约下单成交到实物交割完成,通常会有一定的时间间隔,这段时间会产生资金的占用。当市场利率高时,在资金一定的情况下,利息费用会增加,从而增加交割成本,降低交割的意愿。实物交割会涉及增值税专用发票,个人并不具备开具资格,当然我国也不允许个体投机者进行实物交割。

目前,我国期货市场具体的交割费用相对来说偏高。这些费用成为期货交割成本的重要组成部分。如果交割费用过高,会抑制交易者通过期货市场以實現现货商品购买和销售的欲望。当然,我们也并不是鼓励交割,甚至让期货市场成为变相的现货市场。但是进一步降低交割费用标准,尤其是仓储费用和包装费用等,与现货市场标准接轨,有利于缩小两个市场之间的价格差,从而吸引商业买盘介入,实现市场力量的均衡。

二、本书的分析框架和主要内容

商品期货交割制度是商品期货市场中交易所规范不同品种的交割、仓单注册及注销管理、品种交割流程、交割费用等进行规范管理的制度规范。它的发展和完善及实施不仅受到期货市场自身发展规律的影响,也与我国特定的制度背景有着密切的关系。因此,笔者在第一章中把期货交割制度放在整个中国

大的经济环境中进行考察，认为我国商品期货交割制度不仅受到政府偏好、现货市场发展完善程度的影响，也受到西方成熟期货市场交割制度的影响。按照期货市场的规范化程度，中国商品期货市场大致分为四个阶段，即制度探索和准备阶段、制度试点和盲目发展阶段、制度整顿阶段、制度规范发展阶段。伴随着期货市场的日渐规范，我国政府对价格体制和流通体制的改革，以及中央政府规范地方市场分割、地方保护的尝试和努力促进了市场竞争的提高，也使得交割赖以生存和发展的现货市场基础正逐渐成熟。同时，我国商品期货合约设计和相关制度的制定，从一开始就是在借鉴西方国家尤其是美国的制度的基础上发展起来的。因此，在第一章的最后部分，笔者对西方尤其是美国的期货市场发展进行了回顾，并对美国的期货交易制度进行了简单的介绍。

我国商品期货市场上历次发生的风险事件，基本上都是最后集中到交割环节爆发。人们对交割作用的认识，也经历了认为它是多余的环节到促进期货价格和现货价格趋合的制度保证这一过程。在第二章中，笔者对我国商品期货交割的历史轨迹进行了剖析，认为其大致经历了三个阶段：第一阶段，人们对交割的作用认识存在误区，零交割观点在市场中有广泛的影响，各交易所都采取限制实物交割的政策，认为交割率越低越好，这一时期，小品种交易活跃，“多逼空”或“空逼多”发生频繁；第二阶段，交割限量已经放开，特别是当期货市场经过治理整顿只保留了三大交易所后，改变了以前相同交易品种不同交易所上市交割形式不同的局面，实现了交割方面的统一，这一时期，大品种交易取代了小品种交易，逐渐呈活跃状态；第三阶段，期货新品种的开发取得了突破性的进展，形成了覆盖粮、棉、油、糖、能源化工、金属等的期货品种体系，期货交易制度已日益完善，在日益规范的制度面前，交割风险已很少

发生。第二章的最后部分，笔者选取了我国期货历史上几次比较典型的风险事件进行了剖析，并对事件进行了总结和思考。

第三章和第四章都属于具体的交割制度内容。出于篇幅考虑，我们把交割方式单列一章。现货市场上的商品数以万计，并不是每一种商品都能够成为期货市场上的交易品种。那么什么样的商品才能成为期货上市品种呢？第三章的第一部分将回答这个问题，即自然属性下，商品易于储藏和便于运输，产品的质量、等级和规格易于划分，生产时间或空间上相对集中、而消费上则相对分散；现货市场发展情况上，价格波动较大，有大量的供给和需求；产业结构上需具备较长的产业链，相关产业纵向一体化程度较低。在第三章中，笔者还从具体的合约设计出发，探讨了交割等级物和升贴水的设计，交割费用的规定，交割纠纷和违约及其责任归属，标准仓单的流通，交割仓库的设置和管理等问题，试图提出一些改革思路和建设性的建议。期货交割率作为一项相对指标，综合反映了实物交割的运行情况，通过交割率的高低来评价期货市场的发育成熟程度具有一定的科学性和适用性。因此，在本章中，笔者以 2015 年三大交易所各品种数据，分别按交割量与成交量之比、交割量与持仓量之比计算各月份的交割率。数据显示，总体上来说我国交割率是比较低的，但不同品种还是具有自己的一些特点，并且交割量与持仓量之比明显大于交割量与成交量之比，部分品种部分月份差距极大。

第四章对国内的各种主要交割方式——集中交割、滚动交割、期货转现货、提货单交割、仓库交割、厂库交割、中转仓单交割、车船板交割的流程和适用范围进行了探讨，对它们的优缺点进行了分析，并对它们在我国的应用情况进行了述评。

第五章分析了我国经济新常态：经济从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，经济增长方式由要素驱动、

投资驱动转向创新驱动，当商品期货市场赖以发展的制度环境发生变化时，期货交割制度创新的主体包括哪些？笔者以为，在新常态下，由政府主导的、建立在政府偏好基础上的自上而下的强制性供给行为已不能适应期货市场及交割制度的发展要求。因此，本章对政府主导的局限性进行了分析，认为其缺陷包括：组织制度的缺陷、市场制度的缺陷、合约设计制度的缺陷。为了提高制度创新的动力，减少制度安排的缺陷，降低推进制度变迁的阻力，政府应当退出创新，同时在制定相关政策时应该更多地考虑微观经济主体的利益诉求。微观主体如投资投机商、套期保值者、套利者、经纪人应该主动参与到制度创新中来。当然，单个主体的力量是有限的，因此诱致性制度变迁的微观利益主体应当在适当时机通过本利益集团的代言人或者新闻媒体与政府监管部门沟通，在不断的讨价还价后与政府达成某些互利的交易，从而使政府通过正式制度承认微观主体的利益诉求。