

CHINA FUTURES MARKET
INNOVATION AND DEVELOPMENT

中国期货市场 创新与发展

朱玉辰 / 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

CHINA FUTURES MARKET
INNOVATION AND DEVELOPMENT

中国期货市场 创新与发展

朱玉辰 / 主编

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场: 创新与发展. 2004 / 朱玉辰主编. 大连商品交易所研究报告 (2004). —北京: 经济科学出版社, 2005. 9

ISBN 7 - 5058 - 5090 - 3

I. ①中…②大… II. 朱… III. 期货市场 - 研究报告 - 大连市 - 2004 IV. F832. 731. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 084824 号

责任编辑: 金 梅 田卓楠

责任校对: 董蔚挺

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

中国期货市场: 创新与发展

朱玉辰 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国科学院印刷厂印装

河北三佳集团装订厂装订

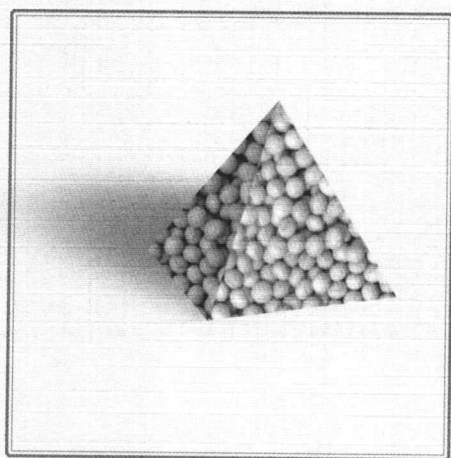
850 × 1168 16 开 19.5 印张 330000 字

2005 年 9 月第一版 2005 年 9 月第一次印刷

ISBN 7-5058-5090-3/F · 4362 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



序

Preface

今天，当我们欣喜金融市场的持续繁荣和巨大贡献时，没有理由不将目光投向包括商品期货在内的金融衍生品领域。过去的几年中，金融衍生品市场始终保持着 20% 以上的高速增长，是整个金融体系中增长最快的领域，其所提供的风险管理和价格预期功能已经成为主导全球经济发展不可或缺的力量。推动衍生品市场发展的关键在于日益复杂的经济体系带来的风险管理需求，而衍生品市场不断超越的创新精神和孜孜以求的创新行动，将这种需求转化为现实市场行为的进程以及市场的效率与深度。正是创新带动着这个市场向前大跨步的前进。

更为重要的是，创新也是金融衍生品市场应对激烈而复杂的市场竞争的重要武器。深处在这个市场中的当局者，会比任何人都清楚“逆水行舟”、“时不我待”的深刻含义。也许没有哪个金融市场像衍生品市场这样，需要有“唯我独尊”的竞争意识、勇气和力量。过去的几年中，作为衍生品市场重要代表的期货市场，正经历着前所未有的竞争压力：一方面，随着全球经济的一体化，固有的市场格局已经打破，竞争在美国、欧洲等地已经表现得非常剧烈；另一方面，伴随经济发展的规模化和复杂化，实体经济与虚拟经济的联系程度越来越深，对风险管理工具及其服



务的要求也越来越高。综观近年来成功期货交易所的发展足迹，不难发现，面对这些挑战的惟一出路只能是创新。

大连商品交易所正是在不断追求卓越、不断突破自我的创新中迅速成长起来的。十多年前，大连商品交易所刚刚成立时还只是一个默默无闻的区域性交易所。今天，这里的交易量已经位列全球期货交易所的第八，大豆期货市场份额占全球的30%，是仅次于芝加哥的世界第二大大豆期货交易中心。大豆期货价格已经成为全球大豆销区的基准价格，在国际大豆价格形成中发挥着越来越大的作用。随着市场的规范发展，大连期货市场功能也正在得到前所未有的重视，近两年的中央一号文件，都对期货市场提出明确要求。近几年，大连期货市场在农民增收、产业发展等方面的积极作用引起了广泛关注，东北广大地区农民已经将期货价格和期货市场作为指导生产、稳定经营的重要手段。大连商品交易所正在步入稳健发展、规范发展、全面发展的新阶段。

重视创新、鼓励创新、推动创新是大连商品交易所始终贯彻的研究理念和研究实践。多年来，不管市场环境多么艰难，不管工作人员多么紧张，我们扎实推进研究工作的信念和行动，从来没有动摇过。近年来，更是从我国期货市场建设的实际需要出发，不断丰富、深化、做实研究工作，在全所范围内大力倡导“大研究”理念，使研究与业务、品种与制度、长远与现实紧密结合。在这一理念指导下，近三年来，围绕着期货市场的业务创新、功能发挥以及长远发展，完成了数十份研究报告。这些报告处处体现务实、创新之风，既具有较强的理论性和前瞻性，又突出了实践性和可操作性，其中的大部分成果已经在实践中经历了检验。这里收录的17篇研究报告，正是这些研究成果的代表，是大连商品交易所乃至业内重要的阶段性创新成就，将它们编辑出版，是我们的一份责任。

三年前，期货业刚刚从清理整顿中走出来，迫切需要国际经验借鉴和理论指导；我们以研究部门的工作成果为基础，出版了第一本研究报告集，当时的出发点是希望为行业发展提供一个较为宏观的视野，我们的努力得到了业内的关注和肯定。三年来，



我国期货市场取得了长足进步，步入了稳健发展的新阶段，要着力解决的焦点问题是如何提高市场运行质量。围绕这个大课题，我们出版这份报告集，重点收录了业务前沿对期货市场运行的思考和探求，希望能够从更为实际、更为具体、更为细节的视角，对我国期货市场的建设与发展有所助益，对关心、支持和推动我国期货事业的各方力量有所启发。

长期以来，大连商品交易所致力于以研究立所、以创新兴所，而日新月异的期货市场更激励着我们继续努力，推出研究精品，推进业务创新。

以这份报告集为起点，我们还要将研究工作推进到一个更高更远的新境界！

朱玉辰

二〇〇五年五月

目

录

Contents

报告一 大连大豆期货市场与中国大豆产业发展 / 1

朱玉辰

报告二 比较优势理论与期货市场竞争发展格局 / 14

郭晓利 朱丽红

报告三 网络经济的发展及其对期货市场的影响 / 34

曲立峰

报告四 中日美农产品期货合约流动性格局 / 58

郭晓利 李慕春

报告五 CBOT 大豆和玉米期货交易、持仓研究及启示 / 72

吴 坚 胡茂刚

报告六 大豆期货跨期套利制度研究 / 84

李 政

报告七 豆粕期货滚动交割作用的实证研究 / 98

陈 伟 王苏波

报告八 豆粕期货以厂代库交割制度研究 / 110

陈 伟 王 颖



报告九 豆粕期货合约月份研究 / 134

李 绍 王彩虹

报告十 对期权保证金模式设计的思考 / 145

李慕春 汪红梅 沈 英

报告十一 Delta 方式确定期权保证金的比较分析 / 157

胡刚旭

报告十二 期权交易中的做市商制度 / 176

朱丽红 王 强

报告十三 期货市场财务安全保障制度比较分析及
对中国的启示 / 191

孙少红 王 爽

报告十四 美国国债市场的特点及对我国的启示 / 207

郎晓龙

报告十五 气候风险管理 with 温度指数期货 / 226

于 力

报告十六 法律、规则与惯例的冲突及和谐 / 254

张英军 胡茂刚

报告十七 2004 ~ 2009 年 CFTC 战略规划 (编译) / 267

冯永军 徐德徽 李凤羽

后 记 / 303

报告一

大连大豆期货市场 与中国大豆产业发展

内容提要：大豆是我国四大粮食品种中最早市场化、国际化的品种，大豆产业在蓬勃发展的同时，也面临着国际、国内市场的巨大风险。大连大豆期货市场作为全球第二大大豆期货市场，多年来一直服务于大豆的生产、流通，提供了重要的价格发现和保值避险机制，对于我国大豆产业的地位提升和稳定发展发挥了积极作用。随着国际市场一体化程度的加强，期货市场与大豆产业的联系日益紧密，企业避险意识明显增强，运用期货等风险管理工具规避风险、稳定经营的愿望更加迫切。本报告分析了近年大豆产业的发展状况及存在问题，客观评价了大连大豆期货市场对大豆产业的功能发挥状况，根据国内外形势对大豆产业及期货市场的发展前景进行展望，并就促进期货市场更好地服务大豆产业提出了一些尝试性的政策建议。

本报告系“21 世纪中国大豆产业发展研讨会”论文

本报告撰写人朱玉辰，男，1961 年生，经济学博士，高级经济师，大连商品交易所党委书记，总经理。



大连商品交易所的大豆期货已经走过了 11 年的发展历程，而这 11 年，也是我国粮食流通体制改革不断深化的 11 年，大豆期货市场和大豆产业一起经受着体制转轨所带来的机遇和挑战。在自我完善与发展中，大连商品交易所大豆期货市场规模不断扩大，内在运行质量不断提高，国际影响力不断增强，对大豆产业的资源配置与风险管理起到了积极的作用。尤其是 2004 年底黄大豆 2 号期货合约的推出，使我国期货市场与国际大豆市场的联系更加紧密，功能发挥更加充分。在我国大豆产业市场化、国际化的进程中，大豆期货市场与现货市场已经非常紧密地联系在一起，彼此协调发展，互为影响，大豆期货市场作为一种高度制度化、规范化的市场组织，也在一定程度上带动和促进了大豆产业的规范与进步。随着我国粮食流通市场化进程的加快，大豆期货迎来了更大的发展空间，必将为我国大豆产业的振兴带来更加积极深远的影响。

一、我国大豆产业的历史与现状

1. 我国大豆政策和产销状况

我国对大豆品种一直实行比较积极的产销政策。在计划经济体制时期，国家通过严格的计划购销措施，控制包括大豆在内的所有粮食的流通全过程。而在 1979 年以后，我国在向市场经济转型的过程中，粮食的购销政策逐渐松动，大豆在四大粮食品种中市场化改革的力度最大，国家基本没有任何形式的保护，商品化率超过 70% ~ 80%。随着人们生活水平的提高，大豆已经从粮食作物转变为重要的油用作物，榨油用量占到我国大豆总消费量的 75% 以上，成为主要粮食品种中市场化程度最高的品种。

从大豆生产情况看，建国以后，我国大豆生产一直保持平稳增加态势，近年来，越来越多的省份开始意识到大豆在国民经济中的重要地位，开始增加大豆播种面积。与此同时，随着生产技术的提高，大豆生产成本有效降低，促使大豆单产量的提高。建国 50 多年来，我国大豆亩产提高了 191%，



年均增幅达到 3.75%，2004 年我国大豆产量为 1 760 万吨（见图 1），仅次于美国、巴西、阿根廷，位居全球第 4 位；从流通情况看，目前国产大豆呈现多渠道流通格局，国家收购比例逐年下降，直接进入市场加工的大豆数量越来越多；从消费情况看，我国的大豆消费近年来发展很快，其中，榨油消费成为主流。根据国家粮油信息中心的资料，我国榨油用大豆的消费量从 1992/1993 年度的 503 万吨，上涨到 2003/2004 年度的 3 300 万吨，十年间增长了 6 倍以上。从进出口情况看，大豆是四大粮食品种中国际贸易最先开放的品种，进口基本没有配额管理，仅征收 3% 的进口关税，宽松的国际贸易政策使进口大豆逐年增加，成为我国大豆市场有效的补充。2003 年、2004 年，我国大豆进口量分别为 2 074 万吨、2 003 万吨，已超过当年大豆产量，已成为世界最大的大豆进口国，大豆进口变化对世界大豆供求有着重要影响。

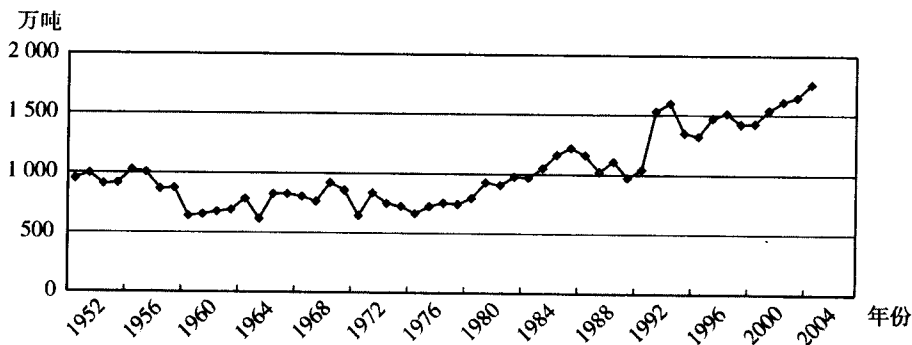


图 1 1952 ~ 2004 年大豆产量变化

2. 我国大豆产业的发展

随着大豆在我国国民经济中的地位日益显现，大豆产业也出现了长足的进步。首先，以大豆为加工原料的压榨行业成为国内农业相关产业中技术含量最高、管理水平最高、国际化水平最高的行业。大豆在我国的广泛消费促进了油脂加工业的迅猛发展，大量国外资金开始进入大豆压榨行业，新加坡、美国、日本等国际大公司分别在我国投资建厂，使我国的大豆加工能力成倍增长。我国大豆加工业在引入外资的同时，一些新的生产技术和工艺也被同时引进，更为重要的是，它们带来了先进的理念，这些压榨企业多是当地企业管理的明星企业；其次，国内的大豆生产企业在竞争中得到发展。我



国是世界上种植大豆最早的国家，后来由于美国、巴西、阿根廷等国家大豆生产的发展，我国大豆在国际市场中的竞争能力出现下滑势头。但最近几年来，由于实现了机械化大生产，降低了生产成本，同时我国大豆的非转基因特征受到国际普遍关注，大豆的国际竞争力开始回升，近几年国内大豆出口一直呈现稳步上升的趋势，出口大豆的品质和价格也明显提高。2004年，我国国产大豆出口数量达到33万吨，比上年增长了25%，并涌现出像黑龙江农垦集团这样足以与国外大型农场抗衡的大型企业生产集团；再次，大豆的市场体系建设日趋完善，相关企业已经具备一定的抗风险能力。经过几年的发展，我国大豆市场已经形成以大连商品交易所的大豆期货市场为龙头，众多批发市场为龙身的大豆市场体系，相关企业可以利用期货市场，有效发现价格进行套期保值，初步解决企业经营农产品品种中经常面临的各种风险。

近年来，为从根本上提高我国大豆产业的竞争力，国家开始实施大豆振兴发展计划，以东北和内蒙古为突破口，用5年时间使国产大豆的单产和含油率达到或接近世界平均水平，绿色、有机及特种大豆出口初具规模，形成东北高油大豆和黄淮海高蛋白大豆共同发展的趋势，全面提升大豆的国际竞争力。根据农业部发布的《优势农产品区域布局规划（2003～2007年）》，2007年，我国高油大豆消费量将达到2500万吨，东北地区高油大豆总产量要明显提高，含油率提高2个百分点，平均亩产达到150公斤以上，将我国高油大豆年进口量控制在合理水平。

3. 我国大豆产业发展面临的主要问题

在肯定我国大豆产业具有良好发展前景的同时，也不能忽视大豆产业现存的一些问题。首先，我国大豆供求还存在较大缺口，供给需要进一步提高。近十年来，我国大豆需求量持续增长，但产量增长缓慢，进口依赖度越来越高，而国际大豆市场供求变化复杂，影响因素众多，给我国大豆产业发展增添了很多不确定性，进而会在一定程度上影响国家的粮食安全。如何促进大豆增产、弥补大豆供求缺口是保证大豆产业持续、稳定发展的关键，而增强国产大豆竞争力、保证农民增收则是调动农民种豆积极性的两个重要因素。其次，大豆产业的风险管理能力有待进一步提高。大豆是我国粮食品种中最早市场化、国际化的品种，大豆产业在享受市场商机的同时，也承担了市场价格波动所带来的风险。大豆相关企业必须善于运用期货等各种风险管



理工具,有效规避市场风险,锁定利润,稳定经营,才能不断增强自身实力,在激烈的市场竞争中占据主动。近两年,国际大豆价格波动给我国很多大豆企业带来了巨大冲击,我国企业在国际大豆购买过程中也频频吃亏,屡次成为国际基金狩猎的对象,表明我国大豆企业在风险管理意识和管理手段方面与国外还有一定差距。

二、大豆期货市场在大豆产业发展中的积极作用

自1993年起,大连商品交易所在成立之初就推出了大豆期货交易,交易规模逐年扩大,价格发现更加真实,内在运行质量不断提高,目前已成为仅次于美国芝加哥期货交易所的全球第二大大豆期货市场。2002年,为配合国家政策和适应现货市场变化,大商所将大豆合约拆分,以非转基因大豆为交易标的的黄大豆1号合约先行上市,2004年底,以榨油用大豆为交易标的的黄大豆2号合约上市交易,中国、北美、南美的大豆都可以进入期货市场交割,与黄大豆1号合约形成良性互动,健全的大豆避险体系终于形成。经过多年的发展,大连大豆期货市场的功能发挥日益充分,在指导生产大豆种植、稳定企业生产经营等方面发挥了重要作用,有力推动了我国大豆产业的发展。

1. 大豆期货价格对国产大豆种植和经营产生着积极影响

农产品具有生产周期较长的特点,农户只能根据粮食的即期行情来安排下一阶段的生产,难以做到供需相符,容易陷入典型的“蛛网周期”中,导致农业生产盲目扩大或萎缩,价格大起大落,资源浪费;而期货市场制度安排形成了一个公平、合理、权威的粮食基准价格,与现货价格紧密联系,共同作为生产者调整种植面积的参考和依据。多年来,大连大豆期货价格走势与现货价格保持紧密联系,提供的价格信号真实反映了市场供求关系的变化,成为全国大豆生产流通中最具影响力的指导价格和国内大豆市场的晴雨表。同时,随着我国大豆市场国际化程度的不断提高,大连大豆价格被国际市场视为全球大豆销区的权威价格之一,受到国际大型粮商的密切关注。



图2是1995年以来大连大豆期货价格与现货价格的对比图，从中可以看出，大豆期货价格与现货价格的变化趋势基本一致，期货价格往往领先于现货价格一段时间，而在交割日期，期货价格自然回归到现货价格。这充分反映了在我国大豆现货价格波动较大的现实情况下，大商所大豆期货价格走势仍能与现货价格保持紧密联系，所提供的价格信号具有高度的合理性和有效性。

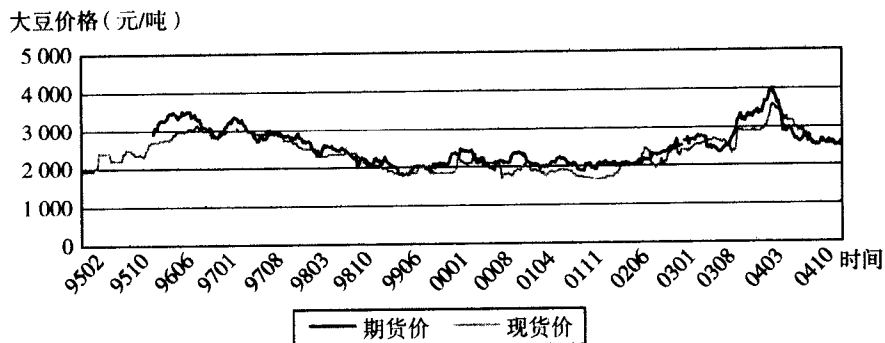


图2 大连大豆期货价格与现货价格对比

近年来，东北广大大豆种植者在利用期货价格指导种植和销售方面，收到了良好效果。黑龙江农垦集团下属的120多个农场，都配有大商所的行情终端，可以随时了解到大商所期货行情，提前了解大豆未来供求情况，科学制定大豆种植和销售策略。2003年10月，虽然大豆现货价格不高，但国际和国内大豆期货价格上涨迅速，暗示未来大豆存在供求缺口，黑龙江农场及广大豆农根据期货信息，及时调高大豆销售价格，有力地促进了农民增收。2004年初，时逢产区确定大豆种植面积之际，大连大豆期货价格仍然在高位盘整，以此价格推算农民种植大豆将获利80%以上。广大农民根据期货信息，合理扩大大豆种植面积，2004年，我国种植面积达到999万公顷，较2003年增长7%，对于大豆增产和农业种植结构优化都发挥了重要的作用。

2. 大豆期货市场为大豆生产、流通和加工企业提供了有效的风险规避工具

期货市场作为风险转移和风险再分配市场，为企业分散、转移粮食价格风险提供了有效的避险工具。近年来，越来越多的油脂、饲料等与大豆相关



的企业树立了风险管理意识,积极参与和利用期货市场,回避价格波动风险,稳定企业生产经营。在大商所会员和客户中,参与套利交易的会员客户在30%以上,套利交易量占市场交易量的60%左右,成为分担市场风险、稳定市场运行的中坚力量。2004年底大连商品交易所客户总数有11万多个,其中法人客户4500余户,法人客户中约有一半是与粮食、油脂相关的企业,中国粮油食品进出口总公司、中国饲料进出口公司、中谷集团、黑龙江省农垦集团、吉林省吉粮集团、华农集团等都是大商所的骨干会员。它们长年在大连期货市场从事套期保值业务,将期货交易视为现货生产贸易中的重要环节,期、现货市场两条腿走路,双管齐下,稳定了企业经营,取得了良好的效益。可以说,大连大豆期货市场已经成为国内大豆相关企业市场经营的“避风港”。

2003年以来,国内外大豆价格变化非常剧烈,最初大豆价格持续上涨,一年时间上涨70%以上,国内大豆压榨企业的成本不断增加;2004年5月中旬,国际大豆期货价格突然狂跌,CBOT大豆及下游产成品价格在短短一个月內下跌了40%,压榨企业手中库存顿时大幅缩水,产成品销售困难,很多企业举步维艰。但是,一些注重风险管理的企业,如九三油脂、华农集团等企业,一直采用主动避险、稳定经营的长效机制,积极利用期货市场套期保值,提前锁定成本和利润,在大豆价格的大起大落过程中并没有遭受太大损失。

3. 黄大豆1号合约提升了国产大豆商品价值

2001年下半年以来,国家农业转基因政策及相关管理办法陆续出台,加强对进口转基因大豆的管理,我国大豆市场被逐渐细分为食用和榨油用两个市场。为适应现货市场变化,2002年3月大连商品交易所对原有大豆合约进行拆分,推出了只允许非转基因大豆交割的黄大豆1号合约。黄大豆1号合约代表了国产大豆的价格走势,体现了国产大豆的品质特征,使国产非转基因大豆开始有了自己的价格发现中心,大连商品交易所也成为世界最大的非转基因大豆期货市场。2002年3月15日非转基因大豆推出后,当天0303、0305和0307合约价位都收在2100元/吨以上,均高于原大豆合约价格。在期货市场对国家政策的反应传导中,在非转基因大豆期货品种对国产大豆非转基因概念的提炼升华中,国产非转基因大豆安全、绿色价值被市场



充分发掘出来，并深刻影响着现货市场，引导着国产大豆与进口转基因大豆合理比价关系的形成。目前，以国产非转基因大豆为标的的非转基因大豆期货价格高于进口转基因大豆价格 5% 以上，比较准确地体现了非转基因大豆的价值，推动了国产大豆和进口大豆的比价结构开始重新形成和调整。大商所大豆的非转基因概念得到了其他国家的关注。日本东京谷物交易所、日本中部交易所都研究并推出了中国产大豆的期货交易，大连期货市场非转基因大豆合约价格也成为日本大豆期货投资者的交易决策参考。

4. 黄大豆 2 号合约增强了大豆产业的国际影响力

近年来，随着大豆压榨行业的迅速发展，榨油用大豆已成为我国大豆市场的主流品种，大豆进口量也逐年增加，中国已成为世界上最大的大豆进口国，在大豆国际贸易中处于主销区地位。2003 年，我国榨油用大豆数量达到 3 000 万吨以上，大豆进口量达到 2 074 万吨，已超过当年国内大豆产量。由于原料大豆价格变动频繁，给相关企业的生产和经营带来了较大风险，企业的保值避险需求十分强烈。为了适应油用大豆现货市场的发展，同时为处于国际贸易销区的中国企业提供便利的交易平台，不出国门就可以参与大豆交易和开展保值业务，有效回避大豆国际贸易中的价格风险，大商所于 2004 年底推出了黄大豆 2 号合约。黄大豆 2 号合约定位于榨油用大豆，以含油率为定等指标，体现优质优价原则，与现货企业需求密切结合，同时，黄大豆 2 号合约具有很强的包容性和涵盖性，不区分国产与进口、转基因与非转基因，全球大豆都可以参与交割，增强了国内大豆期货价格与国际市场的联动，能够迅速吸收和消化市场信息，及时体现榨油用大豆现货市场供求关系的变化趋势，真实准确地反映国内榨油用大豆的权威价格，使中国在国际大豆价格形成中发挥更大作用，增强中国大豆产业在国际市场的号召力和影响力。

5. 大豆期货市场有效解决了大豆订单农业的风险出口问题

订单农业是国外普遍采用的贸易方式，发展订单农业对推进粮食产业化经营，提高粮食产业抵御市场风险的能力，具有重要意义。在推行订单农业过程中，粮食流通企业与签约的农户在生产前按约定价格签订收购合同，农民将其价格风险转移给了粮食流通企业。但作为订单农业的重要组织者的企