

COMPILATION OF RESEARCH ACHIEVEMENTS ON FUTURES MARKET

期货市场 研究成果汇编 (2014~2016)

北京大商所期货与期权研究中心有限公司 编著



机械工业出版社
China Machine Press

COMPILATION OF
RESEARCH ACHIEVEMENTS
ON FUTURES MARKET

期货市场 研究成果汇编 (2014~2016)

北京大商所期货与期权研究中心有限公司 编著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目(CIP)数据

期货市场研究成果汇编(2014~2016)/北京大商所期货与期权研究中心有限公司
编著. —北京:机械工业出版社, 2017.6
(大连商品交易所丛书)

ISBN 978-7-111-57269-5

I. 期… II. 北… III. 期货市场—研究成果—汇编—中国—2014-2016 IV. F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第134017号

期货市场研究成果汇编(2014~2016)

出版发行:机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码:100037)

责任编辑:孟宪勐

责任校对:李秋荣

印 刷:北京瑞德印刷有限公司

版 次:2017年7月第1版第1次印刷

开 本:170mm×242mm 1/16

印 张:17.25

书 号:ISBN 978-7-111-57269-5

定 价:59.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线:(010) 68995261 88361066

投稿热线:(010) 88379007

购书热线:(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱:hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问:北京大成律师事务所 韩光/邹晓东

前 言

近年来，我国期货市场发展迅猛，成交量不断创出新高，在美国期货业协会（FIA）公布的 2016 年全球主要衍生品交易所成交量排名中，上海商品交易所、大连商品交易所（以下简称“大商所”）和郑州期货交易所分别位列第 6、第 8 和第 11 位。伴随着期货新品种不断推出、期权品种积极筹备上市、特定品种国际化不断推进，期货市场创新发展明显加速、市场结构日趋平衡、功能发挥日益完备，服务实体经济的深度和广度不断提升。尤其是在经济进入新常态的背景下，党中央和国务院提出实施“一带一路”发展战略和推进供给侧结构性改革，对我国期货市场向多元、开放的国际一流的综合性衍生品市场转型提出了更高要求。

北京大商所期货与期权研究中心有限公司（以下简称“大商所研究中心”）是大商所的全资子公司，立足于打造我国期货行业核心智库的市场定位，凭借卓越的研究团队和开拓的科研视野，对期货市场服务国家战略、服务实体经济以及市场创新发展等重大问题等进行了系统研究，深入解剖关键问题、广泛听取各方意见、积极提供专业建议，形成多篇有影响力的研究报告，获得国务院和证监会领导批示，政策影响力初步显现。

为了便于与社会各界交流、充分发挥研究智库的作用，研究中心选取 2014 ~ 2016 年间有代表性的研究成果汇编成集，形成本书公开出版。本

书从期货市场宏观发展战略谋篇布局，到期货市场助力产业经济发展模式探索，再到期权等衍生品工具的应用研究，对期货市场发展中的重点问题和热点问题均有涉及，为监管政策研究出台，服务“三农”等产业举措推出和市场多元化发展等方面提供了重要的理论支撑和有针对性的对策建议。

本书具体分为宏观篇、产业篇和金融篇三部分。在宏观篇中，既有《“一带一路”建设中大宗商品定价话语权》《我国期货交易所场外市场建设模式研究》等战略性研究，也有《ICE：先行者的成功——从“互联网+”角度看ICE》等交易所发展历程研究，还有《我国大宗商品融资发展及其影响》《美国打击贵金属诈骗的经验及对我国的启示》等大宗商品市场热点事件的分析。在产业篇中，既有《主要国家利用WTO规则支持农业发展情况及对我国完善农业支持政策的借鉴》《关于世界农业保险发展及期货市场作用的研究报告》等重大政策研究，也有《化工基差交易模式探析——以聚烯烃行业为例》《大豆补贴政策研究》《我国生猪价格指数编制研究》和《境内外铁矿石衍生品市场对比研究》等紧密联系交易所上市品种与业务的深入分析。金融篇则包括《复杂期权组合方式初探》《ETF市场主体与运作流程研究》两篇文章。

大商所研究中心日常研究工作的开展，得到了有关政府机关、市场机构和科研院所的鼎力支持。在此，向所有对大商所研究中心和本书编撰工作提供过支持和帮助的相关单位及人员表示衷心的感谢！大商所研究中心将继续秉承服务我国期货市场发展建设及大商所战略发展需要的宗旨，持续深化在宏观经济、产业经济与政策等重大战略性问题，大宗商品市场体系建设以及指数、期权等金融衍生工具方面的研究，充分发挥好期货市场参谋助手、行业智库和信息枢纽的作用。

魏振祥

2017年3月

目 录

前言

{ 宏 观 篇 }

“一带一路”建设中大宗商品定价话语权	2
我国期货交易所场外市场建设模式研究	24
我国大宗商品融资发展及其影响	41
ICE: 先行者的成功——从“互联网+”角度看 ICE	51
利用商品期货市场数据预测中国宏观经济——基于 MIDAS 模型	74
美国打击贵金属诈骗的经验及对我国的启示	86
“一带一路”建设下大商所建成国际定价中心的战略研究	96

{ 产 业 篇 }

主要国家利用 WTO 规则支持农业发展情况及 对我国完善农业支持政策的借鉴	116
化工品基差交易模式探析——以聚烯烃行业为例	128
预期管理与期货市场	142

我国生猪(猪肉)价格指数编制研究	155
关于世界农业保险发展及期货市场作用的研究报告	174
大豆补贴政策研究	184
借鉴国际多模式经验 提升我国期货市场利农水平	204
境内外铁矿石衍生品市场对比研究	213

{ 金 融 篇 }

复杂期权组合交易方式初探	232
ETF 市场参与主体与运作流程研究	251
后记	269

{ 宏 观 篇 }

“一带一路”建设中大宗商品定价话语权

◎ 谢亚 江洪

摘要：我国是大宗商品的贸易大国，但是长期以来在国际贸易中并没有取得相应的定价话语权。“一带一路”战略的提出，为我国争取大宗商品定价话语权提供了新的契机。本文在分析我国大宗商品定价话语权现状及缺失原因的基础上，提出应该充分利用“一带一路”沿线国家优势资源，拓宽资源利用渠道，构建资源互补新格局，增强我国在大宗商品供应上的影响力；鼓励国际产能合作，推动产业结构与产业组织升级，提升在国际市场上的议价能力；推动人民币国际化，增强人民币在大宗商品定价中的影响力；加大金融创新，提供多样化融资服务，助力“一带一路”建设；发展衍生品市场，建设大宗商品国际定价中心。

关键词：“一带一路”定价话语权 衍生品市场

大宗商品定价话语权一直都是作为大宗商品贸易大国的我国无法回避的现实问题。长期以来，我国在大多数大宗商品的国际贸易中缺失话语权，使得国家利益和企业利益受到损害。“一带一路”战略为我国争取大宗商品定价话语权提供了新的契机。研究如何在“一带一路”建设中争取大宗商品定价话语权，对我国具有深远意义。

一、影响大宗商品定价话语权的关键因素

学术界对于定价话语权并没有一致的定义,黄先明(2006)认为,大宗商品国际定价权是指由谁来确定商品国际贸易的交易价格,包括商品贸易中潜在的或普遍认可的定价规则和贸易双方所确定的或参考的基准价格^①。白明(2006)则从消费者剩余最大化角度出发,把符合一国消费者剩余最大化目标的进口价格称之为理想价格或等权定价,将高于理想价格的称为劣权定价,将低于理想价格的称为优权定价。大宗商品国际定价权则是指中国在多大程度上有能力可以使进口大宗商品的价格接近理想价格^②。汤珂(2014)提出“大宗商品定价权是制定大宗商品价格发现规则的权利”^③。综合以上观点,可以认为,在大宗商品的国际贸易中,谁来制定符合己方利益的价格与定价规则,谁就拥有定价话语权。

大宗商品定价话语权与定价机制存在紧密联系^④。大宗商品定价机制指确定大宗商品进出口贸易的交易价格模式。由于大宗商品的物理特性各异、供求力量对比不同以及地理、政治等因素,不同种类的大宗商品在国际贸易中的定价机制存在较大差别,不同定价机制也意味着参与贸易各方的话语权强弱也存在明显差异。通过对原油、铁矿石、大豆等大宗商品定价机制演变历史的回顾可以发现,影响定价机制,从而影响定价话语权的关键因素如下。

(一) 大宗商品的供求力量对比

大宗商品国际市场供求力量对比对于定价模式和国际定价话语权有

① 黄先明,孙阿姐.“三位一体”争取进口商品的国际定价权[J].价格理论与实践,2006(4):21-22.

② 白明.从进口原油、铁矿石和铜的贸易看中国如何取得国际定价权[J].中国物价,2006(3):23-26.

③ 汤珂.积极争取国际大宗商品定价权[J].红旗文稿,2014(18):18-20.

④ 黄河,谢玮,任翔.全球大宗商品定价机制及其对中国的影响:结构性权力的视角——以铁矿石定价机制为例[J].外交评论,2013,30(2):17-29.

着重要影响。在国际贸易中,供求双方力量对比不同,会形成不同的贸易方式,在不同的贸易方式下,定价模式也存在差异,从而导致贸易各方拥有不同的定价话语权。

以原油为例,从第二次世界大战结束以来,原油定价模式先后经历了西方石油公司垄断定价到 OPEC “官价”为基准,再到 OPEC 加权平均价为参考价的不同定价模式,背后反映的则是在国际原油市场上,供给方与需求方力量的消长。

首先是西方国家控制石油产业链,拥有原油价格决定权的阶段。第二次世界大战结束初期,西方国家的石油垄断财团几乎控制了世界石油勘探、开采、运输、提炼和销售的全过程。在第二次世界大战后的 20 年内,西方“石油七姐妹”^①把持着中东和全球主要原油生产,他们利用垄断力量压低原油价格,使得油价长期维持在 2 美元以下,从广大发展中国家廉价获得了大量原油,从而获得巨大超额利润。

其次是 OPEC 公布“官价”作为定价基准阶段。到 20 世纪 70 年代,世界经济迅猛发展造成国际原油需求走强,成立于 1960 年 9 月 14 日的“石油输出国组织”(OPEC)开始逐步从西方石油垄断公司收回油田,至 1979 年,全部成员国政府控制的原油产量总额占总产量的 75.5%,并采取统一行动限制组织内成员国原油产量,造成原油供给持续走弱。20 世纪 60 年代后期至 20 世纪 70 年代初,历次 OPEC 部长级会议都公布以沙特阿拉伯 API 度^②的轻油为基准的标准原油价格作为统一官价。1973 年石油危机后,OPEC 官价逐渐成为原油定价基础。

最后是 OPEC 公布加权平均价阶段。20 世纪 80 年代,随着非 OPEC 产油量的增长,OPEC 组织的“官价”影响力下降。从 1986 年开始,

① 这是西方石油工业中的常见词汇,指当初洛克菲勒的标准石油公司解散后在石油方面的三家大公司和另外四家有国际影响力的大公司,即埃克森公司、英荷壳牌石油公司、莫比尔公司、德士古公司、英国石油公司、加利福尼亚美孚石油公司、海湾石油公司。

② 美国石油学会制定的用以表示石油及石油产品密度的量度。

OPEC 以世界上七种原油^①的平均价格（七种原油一揽子价格）为参考价，该组织各成员国再根据本国原油的质量和运费调整价格。而非 OPEC 成员的产油国则参照 OPEC 油价体系，结合本国情况上下浮动。

同样，对铁矿石而言，在 20 世纪 70 年代中期之前，国际铁矿石市场基本上保持供求均衡的态势，日本和三大矿商分别作为重要的需求者和供给者，在市场上的定价能力基本对等。20 世纪 70 年代中期之后，欧洲对铁矿石需求增长，在供给短期内难以扩大的情况下，市场供不应求，三大矿商的影响力开始增强。这一状态持续到 21 世纪初之后，随着中国需求的增加，表现更加明显。由于能源、矿石、金属等大宗商品具有短期供给弹性较小的特征，在市场供不应求的情况下，定价能力通常掌握在供给者一方。

（二）大宗商品供需方的产业结构和产业组织程度

在非完全竞争或垄断竞争的大宗商品国际市场上，供求双方的产业结构和产业组织程度也是影响国际定价权的关键因素。一般而言，企业数量越多，企业规模越小，其在市场上的定价能力就越弱，更多地表现为被动接受价格。当企业规模较大、横向一体化程度提高时，企业在定价模式中的主导性就会逐渐突出，其定价能力就会较强。类似的，企业纵向一体化程度提高，也有利于企业提升国际定价话语权。在纵向一体化中，企业通过在产业链中上下游环节的一体化，消除上下游之间信息不对称的问题，获取融资便利，增强企业的竞争力，从而更有利于在国际市场上增强定价能力。

以原油为例，OPEC 对原油定价机制和定价话语权的影响，不仅仅表现在统一控制成员国原油产量、改变全球原油市场供求力量对比上；

① 包括：沙特阿拉伯轻油（Arab Light）、阿尔及利亚撒哈拉混合油（Sahara Blend）、印度尼西亚米纳斯（Minas）、尼日利亚邦尼轻油（Bonny Light）、阿联酋迪拜油（Dubai）、委内瑞拉蒂朱纳轻油（TiaJuana Light）和墨西哥伊斯莫斯轻油（Isthmus）。

还表现为充分利用市场环境有利于己方的优势，OPEC 结成产业联盟从而大幅提高其自身的谈判话语权。1971 年 2 月和 4 月，OPEC 利用西方国家以石油为主的能源结构基本形成、对发展中国家石油依赖加深的有利形势，先后迫使西方国家的大石油公司签订了提高原油标价的《德黑兰协议》和《的黎波里协议》，彻底结束了西方国家大石油公司单方面决定原油标价的时代。

对铁矿石而言，1975 年以前，日本、欧洲钢厂从三大矿商（必和必拓、力拓和淡水河谷）进口铁矿石时，都是签订长期供货合同。1975 年，巴西淡水河谷，澳大利亚力拓、必和必拓认为长期合同不利于维护自己的利益，联合成立了铁矿石输出组织，与钢厂进行价格博弈。最终，确立了铁矿石长协年度定价机制，并一直实行到 2007 年。在长协年度定价机制下，每年年初，由世界主要铁矿石供应商与其主要客户进行谈判，决定下一财年该客户进口铁矿石的年度基准价，价格一旦确定，未来一年内的铁矿石交易都以此价格为准。国际铁矿石市场的基本格局为高度集中的卖方和相对分散的买方——三大矿商（必和必拓、力拓和淡水河谷）控制了世界 80% 的铁矿石的生产和贸易，而作为他们交易方的钢铁厂和进口商则数以千计。在这种情况下，作为寡头垄断的三大矿商掌握着铁矿石国际定价话语权，高度分散的买方只能被动接受价格。

（三）大宗商品期货市场发展程度

期货市场的蓬勃发展，使其在大宗商品定价中的作用和地位越来越凸显。目前，对大多数大宗商品而言，期货市场是形成大宗商品基准价格的中心。拥有成熟期货品种，成交量较大的能源、金属与农产品，大多采用以期货市场为核心的定价方式。

原油定价模式的演变充分揭示了期货市场的地位越来越重要。在衍生品市场发展之初，远期交易价格在原油现货价格形成中扮演着基准价格的作用。1973 年石油危机爆发后，随以现货、长期合同、远期为代

表的原油实货交易规模及其在世界原油市场中的占比日益提高，国际原油价格开始逐步与现货、长期合同、远期市场价格挂钩。后来，随着期货市场发育成熟、完善，期货价格又成为世界原油现货交易的基准价格。这是因为期货市场是公开的、集中交易的市场，产生的价格能够最大限度反映真实的市场供求关系，因此，对于有着成熟期货品种和发达期货市场的大宗商品来说，期货市场适合作为形成大宗商品基准价格的中心。当前原油定价模式已经演变为以原油期货价格作为定价基准的模式，世界范围内的众多原油及其下游产品挂靠一种或几种基准原油的期货价格，期货市场逐渐成为形成原油基准价格的中心。在实现形式上，一般以基于公开的、权威市场的、相对最为公允的原油期货作为价格发现的核心，以现货市场为价格传导的实现途径，并引入报价机构进行价格评估。

期货市场本身并不能决定大宗商品的定价话语权归属，但是作为大宗商品的价格发现市场，其发育完善程度、规则制定等情况对于定价话语权归属有很重要的影响。当期货市场在大宗商品定价模式中没有发挥主要作用的时候，期货市场大宗商品的定价主要基于供求关系，商品交易价格由供求双方博弈确定，市场上具有垄断力量的卖家、买家或者是贸易商拥有定价话语权。随着期货市场在大宗商品贸易与定价中的地位逐渐得到重视，由垄断者掌控定价话语权的情况得到了很大的改善。这是因为衍生品具有杠杆性、契约性、全球性等特点，被操控的成本和风险较高，很难在全球范围内形成垄断价格，在一定程度上削弱了垄断者的定价话语权。

二、“一带一路”建设与大宗商品定价话语权

随着经济的快速发展，目前中国已成为大宗商品贸易大国，是许多大宗商品的重要消费国和最大进口国。但是由于种种原因，我国在大宗

商品国际贸易中的定价话语权上处于相对弱势地位，这对宏观经济运行、微观企业经营都带来不利影响。“一带一路”战略的提出，无论是在基础设施互联互通方面，还是在投资贸易合作和资金融通方面，都为我国争取定价话语权提供了新的契机。

(一) 争取大宗商品定价话语权对我国具有战略意义

我国许多大宗商品进口量位居世界第一，是大宗商品贸易的超级大国。根据海关数据，2014 年，我国铁矿石、精炼铜、钢材、铝土矿、镍、大豆、橡胶等进口量均居世界首位；原油进口量仅次于美国，居世界第二。上述八种大宗商品总进口额达 4211.63 亿美元，占当年进口总额的 21.6%（见表 1）。

表 1 我国大宗商品进口（2014 年）

品种	进口额（亿美元）	进口量		
		进口量（亿吨）	占世界出口比重（%）	排名
原油	2281.29	3.09	16	2
铁矿石	936.42	8.19	61	1
精炼铜	234.48	0.035 9	49	1
钢材	179.58	0.144 3	41	1
铝土矿	20.73	0.365 3	70	1
镍	23.52	0.001 68	11	1
大豆	403.30	0.714	60	1
橡胶	89.40	0.041	26	1
总计	4168.72			

资料来源：Wind 资讯，大商所研究中心。

在出口方面，我国是稀土、钨、丝绸和茶叶等大宗商品的出口大国。我国稀土出口量占世界进口量的比重曾经接近 80%，2008 年以后，由于稀土管制政策出台，出口量有所下降；但 2013 年，我国稀土的出口量依旧达到了 22 493 吨，占世界稀土进口量的 20% 以上，是世界稀土出口第一大国。同时，我国还供应了全球 25% 以上的钨和全球 80% 的丝绸，出口量在全球都排名第一位（见表 2）。

表 2 我国重要的大宗商品出口 (2014 年)

品种	出口额 (亿美元)	出口量		
		出口量 (吨)	占世界进口比重 (%)	排名
稀土	3.75	27 768	25	1
钨	6.50	20 447	25	1
生丝	3.40	6359	81	1

资料来源：海关总署。

在未来数年内，我国部分大宗商品的需求量将继续增加。首先，居民饮食结构变化增加了对肉类、饲料等的需求。随着对肉类和蛋白质需求的增加，我国对豆粕、玉米、大豆等的需求量将稳步增长。其次，城镇化率的提高增加了对铁矿石、铜等基础原材料的需求。我国目前的城镇化率为 52%，到 2020 年要达到常住人口城镇化率 60% 左右的目标，必然导致对原材料的需求持续增长。最后，随着经济发展水平的提高，我国的能源消耗量也在增加，原油、天然气等的进口需求增长也会较快。

因此，争取大宗商品国际定价话语权不但可以增强我国企业相对其他国际企业的竞争能力与影响力，还会提升我国的市场地位与话语权，对我国的经济安全与利益也起到了积极的作用，对稳定市场经济和保护国家经济安全都有着重要和深远的意义。

(二) 我国在大宗商品定价话语权中面临现实困境

我国在大宗商品国际市场上的话语权与贸易大国的地位不相匹配，我国企业在大多数大宗商品市场上仍旧处于价格接受者的地位，在国际贸易中的定价话语权较弱。

1. 我国大宗商品定价话语权的现状

参照以往研究^①，以大宗商品的动态比价 R 度量我国大宗商品国际定

① 白明.从进口原油、铁矿石和铜的贸易看中国如何取得国际定价权 [J]. 中国物价, 2006 (3): 23-26.

价话语权。动态比价 R 表示中国大宗商品的进口（或出口）价格的变化幅度，其与对应的国际市场的代表性价格变化幅度之比：

$$R=(PM_t/PM_{t-1})/(PW_t/PW_{t-1})$$

式中， PM_t 和 PM_{t-1} 分别表示某种商品当年和上一年度的进口平均价格； PW_t 和 PW_{t-1} 分别表示某种商品当年和上一年度的国际市场代表性价格。

对于进口商品而言，动态比价 $R>1$ ，表明商品呈现出劣权化特征，动态比价 R 越大劣权化特征越明显；动态比价 $R<1$ ，表明商品呈现优权化特征，动态比价 R 越小优权化特征越明显。反之，对于出口商品而言， $R>1$ ，意味着商品呈现优权化特征； $R<1$ ，意味着商品呈现劣权化特征。

表 3 显示，原油整体上呈等权化发展，自 2010 年以来有由劣转优的势头，显示国际定价话语权有所提升。铜在 2003～2006 年间优权化趋势比较明显，但是 2007 年以来出现了劣权化趋势，显示国际定价话语权有所弱化。铁矿石在 2003～2008 年间，时优时劣，没有明显的变化趋势，但是在 2010 年之后，显示出优权化趋势，表明国际定价话语权有一定提升。大豆除了 2004 年、2008 年与 2011 年期间出现较为严重的劣权化特征，不同年份间动态比价有较大波动，但是自 2010 年之后有一定的劣权化现象，表明大豆的国际定价话语权有一定弱化。钨自 2008 年之后有优权化趋势，显示出国际定价话语权的提升。

表 3 我国主要大宗商品动态比价（2003～2014 年）

年份	进口商品				出口商品
	原油	铜	铁矿石	大豆	钨
2003	1.08	0.97	1.21	0.86	—
2004	0.95	0.96	1.57	1.90	—
2005	1.00	0.99	0.64	0.77	0.98
2006	1.04	0.98	0.81	0.80	1.16
2007	0.98	1.04	1.26	0.80	1.00
2008	1.07	1.01	0.86	1.93	0.97
2009	0.97	0.96	0.89	0.71	0.98
2010	1.01	1.05	—	0.77	0.99