

期货市场国际化：现状、问题与应对

姜哲

(武汉大学董辅初经济社会发展研究院, 湖北 武汉 430072)

摘要：境内期货市场仍处于国际化初级阶段。期货品种、交易所和头部期货公司国际化提速，外资对境内期货交易影响力凸显，但在产业参与度和独资展业等方面还待提升。本文分析了境内期货市场国际化所涉及核心问题，提出国际化目标定位是服务实体经济并争夺国际定价权，国际化是否带来超额收益有待验证，特定品种和合格境外机构投资者制度搭配是下阶段市场开放的较优路径，国际化宏观风险具有不确定性、溢出性和广泛性，微观风险主要体现在期货公司低资本缓冲及境外高频交易商对市场冲击。本文建议合理把握商品与金融期货开放节奏，探索跨境期货交易行为监管并完善相关法规，研究对境外投资者实施分类管理。

关键词：期货市场；人民币国际化；期货法；期货市场国际化

Abstract: China's futures market is still in the initial stage of internationalization. The levels of internationalization of futures products, futures exchanges and head futures companies have been improved, and foreign investors have become a prominent force in trading. However, foreign investors' industrial participation and sole proprietorship need to be improved. The article analyzes the core problems related to futures market globalization. It proposes that the target of internationalization is to serve the real economy and compete for international pricing power. The excess returns that internationalization may bring about need to be verified. It reveals that the combination of specific futures regime and QFII/RQFII is optimal for the development of next phase. The international macro risks are uncertain, overflowing and extensive. Meanwhile, the micro risks are mainly reflected in the low capital buffers of futures companies and the impact of foreign high-frequency traders on domestic market. Based on the current situation and problems, it is suggested to calmly value the benefits of futures market internationalization, balance the pace of the opening up of commodity futures and financial futures, explore the behavioral regulation of cross-border futures trading, improve the corresponding laws, and investigate the implementation of classified regulation for foreign investors.

Key words: future market, RMB internationalization, futures law, future market internationalization

作者简介：姜哲，武汉大学董辅初经济社会发展研究院金融学博士生，任职于国家外汇管理局资本项目管理司，研究方向：国际金融、行为金融、资产定价等。

中图分类号：F746.16 **文献标识码：**A

一、引言

推动我国金融市场双向开放，是形成全面开放和国内国际双循环相互促进的新发展格局的重要组成部分。期货市场作为我国金融市场的组成部分，在为实体经济发现价格、管理风险、配置资源中发挥了重要作用。随着我国跨境贸易规模增长和实体避险需求增强，期货市

场国际化已成为我国进一步融入全球化和应对错综复杂国际形势的客观需要(姜哲, 2019)^[16]。2020年3月，中共中央、国务院联合发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，明确提出“有序扩大金融业对外开放……有序推进期货市场对外开放”。同年11月，中共中央发布《十四五规划建议》再次强调“推进金融双向开放”。2021年4月，《中华人民共和国期货法

(草案)》(以下简称《期货法草案》)经十三届全国人大常委会第二十八次会议审议后向社会公开征求意见。《期货法草案》首次以立法形式明确国家支持期货市场发展,并对跨境监管、境内主体“走出去”和境外主体“引进来”等期货市场国际化议题进行了制度规范,推动境内期货市场国际化议题再次被业界和学界热烈讨论。

历史上,国际化进程一直与我国期货市场发展“相生相伴”。新中国成立后重开期货市场,初期由于监管缺位,大量外国机构通过与境内期货经纪公司开展合作、合办或跨境经纪代理等方式参与境内期货市场,呈现混乱无序的状态(邢全伟, 2018)^[24]。从历史经验教训看,过去我国期货市场的国际化是被动、无序和混乱的。市场整顿结束后,国内开始讨论如何科学规范地推动我国期货市场国际化,但受限于彼时市场开放路径和国际经验,主流观点倾向通过QFII制度引入外资开放期货市场(欧阳日辉, 2005; 冯军飞和李鹤楠, 2007)^{[18][11]}。2008年全球金融危机后,研究开始侧重将期货市场国际化与服务跨境贸易以及争夺国际定价权相结合(王咏梅, 2010)^[22]。在此背景下,允许产业客户深度参与,按特定的期货品种逐个开放的渐进模式被主管部门重视并确定为优先选项。¹2018年,原油期货正式引入境外投资者,被认为是境内期货市场“国际化元年”(姜洋, 2020)^[14]。此后,陆续有铁矿石、PTA、20号胶、低硫燃料油、国际铜、棕榈油等6个品种相继引入境外投资者。2020年9月,中国证监会会同中国人民银行和国家外汇管理局发布QFII/RQFII投资管理规定,正式允许合格境外机构投资者参与境内期货投资,境内期货市场国际化又向前迈出了坚实一步。

原油期货上市为我国期货市场国际化开启了新篇章,但现有研究对过去我国期货市场发展的经验教训总结相对匮乏,专门涉及我国期货市场国际化的研究更为有限。反观欧美发达经济体期货市场自设立之初就具有较高的国际化水平,而韩国等新兴市场国家是伴随资本项目可兑换在短期内完全开放期货市场(欧阳琛和朱国华, 2013)^[19]。因此,国际上关于如何稳妥有序推动期货市场国际化的经验有限,可参考性不强,国际研究更关注定量分析方面(Mihaljek and Packer, 2010; Obstfeld and Taylor, 2012; Fung et al., 2013; Xu and Zhang, 2019; John et al., 2020)^{[4][5][2][7][3]}。

二、我国期货市场国际化现状

目前国际上尚没有评价期货市场国际化水平的统一标准,本文尝试从期货品种、交易场所、市场主体等层面定性分析当前期货市场的国际化现状。

第一,我国期货品种对外开放虽起步较晚,但发展迅速。若不考虑基于实需原则的风险对冲,境内期货市场真正意义上的对外开放始于2018年。截至2020年末,外资可参与交易的境内期货品种包括特定品种期货(原油、铁矿石、PTA、20号胶、低硫燃料油、国际铜、棕榈油)和股指期货(仅限QFII/RQFII套期保值)。从原油期货开始,境内期货市场以每年约3个品种的速度对外开放,基本与同时期新期货合约上市速度一致,开放步伐整体较快。就7个商品期货品种运行情况看,国际化都处于初级阶段。从国际定价权看,通过双重差分法对比分析开放前后铁矿石和PTA期货的国际定价权发现,引入外资尚未显著提升相关品种的国际定价权,对市场质量的影响也呈现品种差异化(John et al., 2020)^[3];从外资参与深度看,虽然原油等合约的外资持仓和交易贡献已超20%,但部分特定品种的外资参与度还待提高;从市场结构看,外资的参与还未对境内期货市场结构产生显著变化,境内市场“个人户多、法人和机构户少;民营企业多、国有企业少;贸易商多、生产加工企业少”的特征未发生改变。

第二,期货交易所“走出去”提速。期货交易所国际化有助于拓宽客户资源、扩大国际影响力,但过去境内期货交易所国际化多停留在与境外交易所意向性合作层面。2018年后,境内期货交易所更加积极地参与收购控股境外交易所、设立境外机构等,取得了一定成效,但各交易所国际化水平差异明显。其中,上期所根植国际金融中心上海,品种国际认可度和市场化程度高,已成为境内期货交易所国际化的先驱,在设立境外办事机构、与境外同行签署协议、加入重要国际组织等方面一直走在前列;中金所受制于金融期货开放风险和实需原则,更多参与境外期货市场的股权布局,但随着QFII/RQFII未来参与股指期货,国际化水平预计将显著提高;郑商所、大商所受所在地局限,早期国际化缓慢,近年来有明显改善。四家期货交易所整体开放水平仍偏低,

近年来走出去步伐虽加快，但国际化水平仍与其交易量的国际排名严重不匹配。

第三，外资影响力凸显，产业参与度有限。从外资参与境内期货交易看，截至2020年末，参与特定品种交易的境外客户数量相对有限，境外交易者开户数200个左右，境外经纪机构不超过100家。跨境交易以人民币为主，在离岸市场换汇。就交易和持仓看，外资交易份额已占全市场20%左右，持仓份额在原油等活跃合约上基本维持在20%~25%区间。受益于期货市场资金规模有限(如图1所示)，外资在期货市场持仓份额增速明显高于股票和债券市场，外资参与特定品种期货的影响力提升。就参与交割来看，多数交割需求来自在境内有实际生产需要的中资背景贸易商，但随着2021年1月低硫燃料油期货首次跨境交收，“境内交割+境外提货”走向实践，实现了交易端“引进来”到交割端“走出去”的重大突破，这类成功经验有助于推动境外机构进一步参与境内期货交易以及实物交割。

第四，期货公司国际化两极分化，外资全资控股动力不足。目前，境内期货公司业绩两极分化加剧，多数期货公司勉强经营无力参与国际化；头部期货公司跨境业务活跃，国际化布局加快。截至2020年底，在内地和香港上市的期货公司达19家，在境外设立子公司21家，其中展业18家，但多数期货公司的主要国际业务仍以对接境内客户、将业务复制到境外形成境内外对接通道为主，而境外期货公司的核心利润早已不来自经纪等传统业务。境内期货公司业务类型单一、规模小、竞争力弱、“二八效应”明显，排名前10%的机构贡献了行业超6成的净利润。面对经纪业务收入持续下滑，手续费费率、手续费返还和银行利息的锐减，多数期货公司利润

低薄。因此，目前外资中仅摩根大通期货完成了100%股权变更，外资对完全控股境内期货公司热情不高。就头部期货公司而言，境内创新业务起步，资管业务转型，风险管理业务渐有起色，但尚未发展为规模化、差异化、特色化的综合服务平台，与境外混业经营的瑞富、飞马、卡利翁、富士通等期货公司还存在较大差距。

第五，制度化和法制化正逐步完善。一直以来，我国在跨境衍生品交易领域长期存在法规滞后于实际交易场景的情况。在境外投资者进入境内期货市场方面存在较多法律空白，产生了一系列政策套利空间，造成了大量外资高频交易商已在境内无牌展业多年的被动局面。在境内投资者参与境外期货交易问题上，市场主体仅参照本行业规则各自为政，缺乏统一标准和管理。我国在跨境衍生品交易方面缺乏统一法规来规范相关市场主体行为，使期货市场国际化受到制约，还间接加剧了如2015年股市异常波动等风险事件。2021年《期货法草案》正式公开征求意见、“原油宝”事件后进一步规范场外交易等举措，正有序推动境内衍生品市场朝着规范化和法制化方向发展。

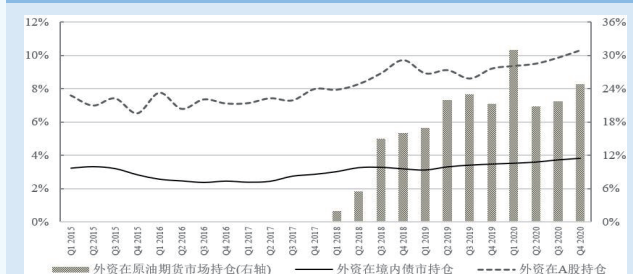
近两年我国期货市场国际化虽取得了长足进步，对外开放的期货品种数量快速增长，期货交易所加快国际布局，但客观上较境外成熟市场仍有较大差距，尤其是市场主体国际化水平偏低，且严重滞后于期货品种开放速度，影响了市场对外开放质量。

三、期货市场国际化面临的核心问题

(一)国际化的目标定位

1988年调研筹建期货市场时已明确：我国不断扩大的商品进出口规模和不断开放的金融市场，需要一个全面且具有国际影响力的期货市场来汇聚信息、反映真实供求关系，获得全球定价权来帮助境内主体在本土市场，利用本地规则，参与衍生品交易管理风险，并获得价格指导，否则我国市场主体只能寻求境外衍生品市场，被动接受境外市场监管要求和制度规则。长期依赖境外市场的弊端，已在近几年西方国家政府和金融监管机构对我市场主体参与其资本市场的各种限制和封杀中充分展现。我国作为崛起中的大国，需要在资源控制、商品定价和规则制定上有一席之地。

图1 外资在我国证券期货市场持仓占比变化情况



数据来源：外资在A股和债市持仓来自国际收支IIIP表证券投资项下负债端数据，全市场市值来自Wind；外资在原油期货市场持仓占比整理自上期所领导历次公开讲话的数据，并对部分缺失数据插值处理。个别季度占比数据有调整。按照对外金融资产负债方法测算的外资股债持仓占比均高于官方口径，但官方口径不包含非正规渠道参与境内证券期货投资数据，则官方口径低于真实情况。

我国期货市场形成与发展路径较欧美发达市场存在显著差异(见图2)。我国期货市场是自上而下由宏观向微观拓展,初衷是为减小宏观经济波动,有明显的价格调控色彩;随着参与规模扩大,期货市场逐渐发挥风险对冲和价格发现功能。国外市场是由微观主体存在套期保值需求自发形成的二级市场,期货市场先发挥价格发现和风险管理作用,进而减小宏观经济波动(方毅和张屹山,2007)^[10]。因此,我国期货市场定位与英美法系的自由市场存在本质区别。自2013年中央一号文件将期货市场定位为“驱动创新发展,引入期权,探索与扩大‘保险+期货’试点,进一步反哺现货市场,服务实体经济”后,历年中央一号文件涉及期货市场的定调都围绕服务实体经济展开,反映出高层对我国发展期货和衍生品市场的根本定位就是为了服务实体经济和国家战略(姜洋,2019)^[13]。

基于发展本土期货市场的必要性和期货市场定位,期货市场国际化的核心目标应是服务在跨境贸易中存在刚需的现货商(实体经济),帮助其管理风险和发现价格,并积极争夺大宗商品的国际定价权,而不是为了开放而推动开放,也不是因为外部环境要求我们开放而开放。从2015年9月中共中央、国务院《关于构建开放性经济体制的若干意见》指出要“扩大期货市场对外开放”,到2020年3月中共中央、国务院《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》提出“有序推进期货市场对外开放”,体现出支持期货市场开放的同时,对深度开放中各类潜在风险的关注。在期货市场国际化过程中要警惕照搬西方传统的金融教条主义,坚持市场开放初衷是支持境内实体经济发展,正视商品期货和金融期货开放风险的差异、平衡期货和现货市场开放节奏、妥善处理对

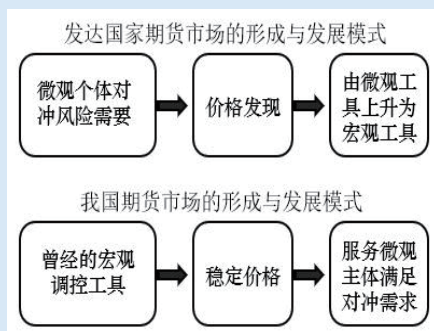
外和对内开放的关系,不可冒进求快,舍本逐末。

(二)国际化的超额收益

一直以来,除了有助于市场出清、资源配置、强化定价权等传统利好外,我国学界还强调期货市场国际化带来的各种超额收益,尤其是人民币计价期货品种开放对人民币国际化的巨大意义(张明和高卓琼,2019;常清和颜林蔚,2018)^{[20][9]},但研究结论均来自定性的描述分析,暂还没有任何有说服力的实证研究能证明外资参与期货市场对人民币国际化起到了促进作用。考虑到新品种一般从上市到稳健运行、功能完全发挥需最少3~5年时间(张宗新和张秀秀,2019)^[15],目前断言期货市场开放对人民币国际化的作用还为时尚早。

理论上,人民币国际化的关键是非居民多大程度愿意持有和使用人民币。从持有角度,除去对人民币单边升值预期外,人民币国际化要获得国际认可,需要汇率市场化、币值稳定等基本要素,还要有货币交易和流通的现实场景,即顺畅的人民币循环流动机制。我国近年来推动债券市场开放、人民币计价期货品种引入境外投资者等,都是便利境外人民币回流的机制安排,但这类交易场景实现,仍需要货币本身受到国际认可才能发挥作用。因此,期货市场开放对人民币国际化的推动作用,更多是锦上添花,不宜过度期待开放境内期货市场,乃至获得部分商品定价权就能给人民币国际化带来实质性改变。要正确理解期货市场开放与人民币国际化的关系,需厘清:第一,当前人民币国际化之路与早期石油美元路径存在本质区别,中国无法依靠开放几个期货品种,就对人民币国际使用产生根本性改变;第二,目前我国已上市的期货品种,在定价机制上尚没有一个能迫使国际买家必须接受人民币,只要我们开放的品种不是稀土一类中国市场独有且已占据绝对定价权的标的,外资在期现货交易中对人民币的持有和使用仍将优先考虑货币持有成本和人民币汇率走势;第三,期货市场国际化本质上仍是资本项目开放的一个子项,资本项目开放与本国货币国际化存在相互影响的复杂关系,相互促进的效果在学界还存在争议;第四,我国期货市场体量远小于股票、债券等传统金融市场,且已上市期货品种中一半以上为现货市场化、国际化程度较低的农产品,如苹果、花生等。因此,我国期货市场能推动货币

图2 境内外期货市场形成与发展模式对比



国际化使用的增量资金非常有限，不宜对期货市场开放促进人民币国际化寄予过高期望。

(三) 国际化的路径选择

下阶段期货市场国际化路径直接决定了其开放质量。2020年9月三部委发布QFII/RQFII投资新规允许合格境外机构投资者投资期货市场后，境内期货市场开始拥有多元化开放渠道。理论上，推动期货品种开放的渠道包括现有的特定品种和合格境外机构投资者模式(见图3和图4)以及三种潜在模式：期货通、期货公司跨境做市和跨境期货经纪。其中，特定品种和合格境外机构投资者制度相对成熟，后三种模式虽停留在理论层面，但在业界有着广泛支持。

期货通是与股票/债券通相似的基础设施互联互通，类似设想早在2011年前后就被提出。早期原油期货市场开放备选方案之一，就是以上期所在港交所设立虚拟席位吸纳会员间接实现，属基础设施互联互通类型。期货通与股票/债券通又有明显差异：一是境内期货交易有严格的保证金和资金到账要求，而境外以信用交易为主；

图3 特定品种期货开放模式

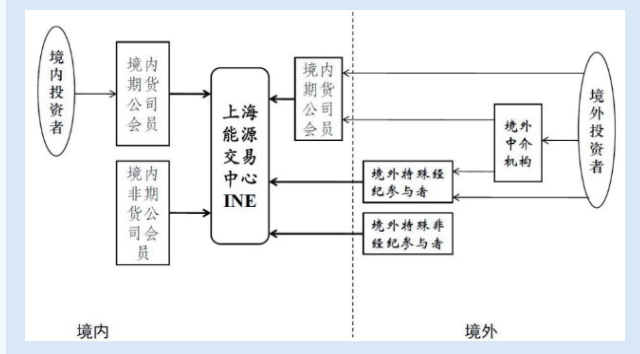
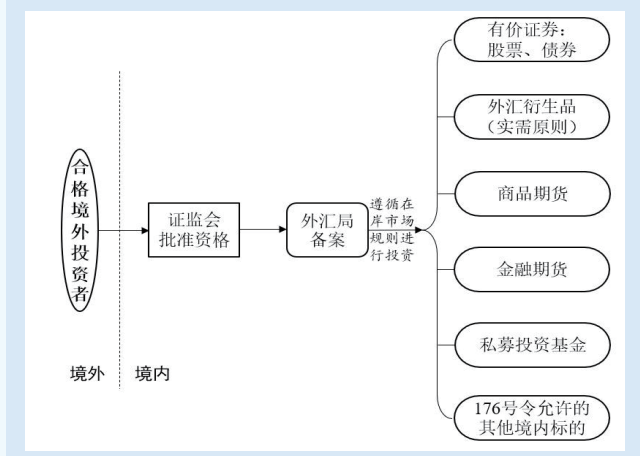


图4 合格境外机构投资者模式



二是互联互通名义持有无法实物交割，期货通只能现金交割；三是互联互通非实名持有并通过结算机构互设SPV轧差结算，不符合目前境内市场的穿透式监管要求，境内的交易风控措施也难以在名义持有模式下实施。

期货公司跨境做市和跨境经纪本质上是同一种媒介(期货公司)的两类业务形态，不同之处在于期货公司跨境做市是境内母公司和境外子公司间挂账，境外子公司不一定将境内投资者订单在境外期货市场形成一一对应头寸，而是母子公司间背对背处理订单，并表后总头寸风险中性即可无风险盈利(见图5)。这类跨境业务门槛较低，理论上任何境内机构在境外设立持牌子公司且资金充裕即可实现，已有个别期货公司实质性开展该业务。类似跨境业务已在银行、券商等机构中广泛存在，如银行的“原油宝”类境外商品代理交易、券商跨境收益互换TRS等业务。而跨境经纪要求期货公司在境内投资者和境外期货交易所间充当纯粹的经纪中介，境内投资者通过期货公司的境外席位实际持有境外标的，期货公司主要责任是替境内投资者实现下单，这与最新的《期货法草案》要求一致。

五种路径各有优劣(如表1所示)。其中，特定品种运行相对平稳，支持外资参与交割，尤其适合商品期货；

图5 期货公司跨境做市

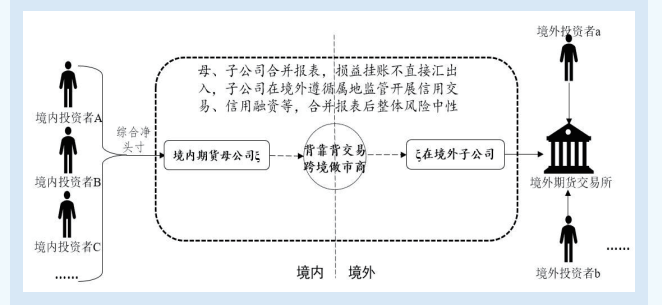


表1 境内期货市场不同的国际化路径比较

模式	优点	缺点
特定品种期货	无准入门槛，在岸交易，风险可控，资金闭环，可参与实物交割	需逐个品种报国务院批准，效率较低
合格境外机构投资者	可投资期货品种多，在岸交易，无外汇限制，资金汇出入自由	有准入门槛，金融机构居多(不参与实物交割)，对实体经济支持有限，有托管要求
期货通	资金汇出入迅速，投资者按本土交易规则操作简单便捷	离岸交易，难穿透监管，名义持有(操作上与境内现行制度存在冲突)
跨境做市	经资本中介后可投资范围显著拓展	名义持有，中介公司有做市风险，规模化后超出期货公司风险承受能力，难穿透监管
跨境经纪	在岸交易，实际持有，与本土投资者享同等待遇	境内外法律法规互认难度较大，对经纪机构有较高要求

合格境外机构投资者以金融机构为主，拓宽其投资范围到期货市场可提升外资投资组合的多元性。近中期看，继续通过特定品种期货制度审慎地开放商品期货市场，并试点合格境外机构投资者有序参与境内金融期货交易是风险相对可控的路径选择。未来应在境内资本市场双向开放的总体框架下，统筹协调开放品种适用性、监管协同性、法规一致性和风险管理能力等多方面，以进一步权衡其他开放路径。

四、期货市场国际化风险分析

除了国际化定位、实际收益和路径选择等问题外，期货市场国际化带来的最大挑战是市场开放的风险。我国期货业显著不同于股票、债券、银行等行业，基础相对薄弱，市场规模有限，历史上乱象丛生，在市场深度、法律制度等方面较发达市场还存在一定差距。因此，深入分析期货市场国际化的风险与收益，合理把握市场开放节奏显得尤为重要。

从“引进来”来看：境内期货交易所交易量和收益会因外资参与而增加，但监管难度也变大；外资参与在初期会增加头部期货公司利润，加速市场出清，市场出清可能导致内资机构在竞争中被合并重组，甚至造成国有资产损失，导致行业结构发生变化；外资参与也会令境内投资者盈利更困难，对中、高频交易而言，境内投资者比较劣势凸显，不利于本土程序化交易发展。就“走出去”来看：境内交易所影响力等方面会有所提升，但失去垄断地位，境内交易所与境外交易所的竞争将更激烈；境内经纪机构在推动跨境服务初期，业务规模和利润会稳步增长，但期货公司跨境业务的风险也随之累积；境内投资者走出去虽有更广投资范围和更丰富的对冲渠道，内外差异却极可能导致投资风险传导境内。综合来看，期货市场双向开放的收益主要集中在部分群体，但风险相对具有更高不确定性、溢出性和广泛性。

（一）宏观风险

第一，影响国际收支平衡和汇率稳定。考虑到跨境证券投资项下资金顺周期性、大进大出等特点，外资来华参与境内期货交易以及未来允许境内投资者赴境外开展期货交易，都会影响国际收支双向均衡和人民币汇率

稳定。期货市场高度开放后，通过现货操作，证券投资资金大进大出的特点会被进一步放大，市场行情进一步强化热钱快进快出。跨境资本流动和外汇市场波动又直接影响人民币汇率和外汇储备，对宏观经济金融调控产生不利影响。此外，期货市场不同于股票和债券市场，其高杠杆特点对顺周期有乘数效应，给逆周期管理跨境资本流动带来全面挑战。

第二，弱化价格调控有效性。期货市场国际化意味着对外开放的期货品种的现货市场和价格形成机制将更加市场化，这与我国目前仍保留对部分重要商品价格调控的思路是否冲突还待商榷。过去，当期货市场出现极端行情不利于现货市场稳定时，主管部门会联合交易所对价格进行指导，而高度国际化的期货市场意味着这类指导调控或稳定价格手段将不能被频繁使用或要完全放弃，这将一定程度弱化政府宏观调控能力，期货市场对现货价格的影响会得以强化，市场化水平显著提高。淡化价格调控中长期虽有益于我国经济发展，但对某些特殊商品过快市场化，降低宏观政策调控有效性，短期将产生负面影响，不利于“稳预期”。

第三，增加做空风险。跨境期货交易具有跨期限、跨市场、高杠杆、市场联动等特点，是国际游资做空某一市场或资产的惯用工具。从东南亚国家放开对衍生品交易限制的经验看，完全放开对期货市场的外资准入限制，尤其是金融衍生品管制，会增加危机中被境外机构做空的风险。2018年以前，我国虽禁止境外投资者参与境内期货交易，但仍发生了伊世顿等境外对冲基金假借贸易公司参与股指期货交易，在2015年市场动荡期间恶意做空中国股市。深度开放的期货市场在国内外市场波动加剧时，会极大便利恶意做空者违法获利并汇出资金，甚至还可能出现股、债、汇、期市风险联动。这种风险在当前国际政治经济环境充满不确定、西方国家民粹抬头、反全球化大背景下，可能会被进一步放大。

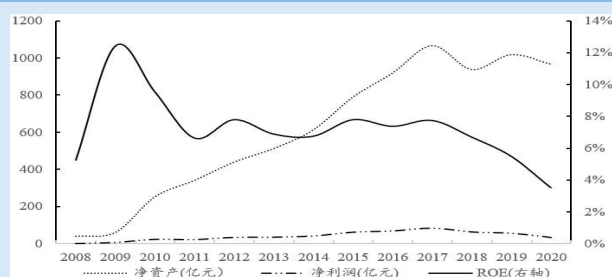
第四，投资风险跨境传导。境内投资者参与国际衍生品交易经验有限，有过大量赴境外期货投资失败案例。历史上，国储铜、株冶事件等跨境期货交易致企业大规模亏损。近期，又有中国银行做市“原油宝”交易产品受美油WTI2005合约负值影响致境内投资者穿仓严重亏损。若放开跨境双向期货投资限制，可能有大量境

内投资者受限于投资能力、风险管理能力等遭受投资损失。考虑跨境期货交易高杠杆和信用交易等特点，赴境外参与期货交易的投资风险还可能通过跨境信贷、担保、质押等溢出/贷款人效应(王擎, 2011)^[21]转化成境内主体承兑风险，损失严重的甚至可能因风险传染造成系统性金融风险。

(二)期货公司经营风险

期货公司作为连接境内外期货市场的纽带，是期货市场国际化中风险暴露最直接的市场主体，期货公司较期货市场其他主体，如对冲交易者、套期保值者等，抵御风险能力更弱。从全行业来看，近三年期货公司利润、净资产都明显下降(如图6所示)。从行业横向对比看，期货经纪行业各项指标也远弱于银行、基金、证券、保险、信托等其他金融行业，如期货公司净资产长期处于较低水平表明行业在极端行情下抗风险能力极弱，用以应对极端行情的资本缓冲不足。期货公司在境内发展孱弱的尴尬局面注定了，如要兼顾风险可控和业

图6 期货行业主要财务指标变化趋势



数据来源: Wind资讯。

表2 近两年评级均为AA的期货公司经营指标(单位:万元)

期货公司	注册资本	从业人员	营业部	营业收入	净利润	净资产
永安期货	131000	1072	41	2546931	114601	728975
中信期货	360000	824	43	809031	64757	688759
国泰君安期货	300000	363	20	689100	37000	364700
银河期货	120000	688	32	722900	36100	226600
广发期货	140000	409	30	247407	24395	249517
海通期货	130150	710	47	605856	26005	270953
国投安信期货	188600	184	16	175000	28000	303659
中粮期货	84620	292	18	219300	20800	296700
华泰期货	160900	512	42	223248	22057	285209
申银万国期货	111937	391	21	240870	23387	263793
南华期货	58000	997	38	991523	9417	246336
光大期货	150000	447	28		16300	196800
浙商期货	100000	396	23	601716	19887	228924

数据来源: 各期货公司2020年最新财报。

务拓展，必然只能允许极少数非常优质的期货公司谨慎地开展国际业务。

当前，境内期货公司国际化刚起步，境外子公司的数量和业务规模均较为有限，多数境外子公司尚处在机构设立和人员配置的初期阶段，相关跨境业务未深度开展，风险总体可控。截至2020年末，已开始布局国际化(如设立境外子公司)的境内期货公司21家，占境内期货公司总数的13%，多于近两年评级连续AA的期货公司数量(见表2)，也高于年度净利润超1亿元的期货公司家数，但多数期货公司海外子公司经营情况较为惨淡，盈利的海外子公司仍占极少数。以香港市场为例，能长期盈利的境外子公司主要为新永安国际金融控股有限公司、广发期货(香港)等，这推动期货公司海外子公司在拿到香港传统期货经纪或期货投资咨询资质外，也开始涉足证券经纪或资产管理业务，逐步拓展综合业务以增强竞争力。

随着境外子公司的资本扩张和综合业务拓展，并表的境内期货公司与其境外子公司(或外资期货公司与其境内子公司)业务上形成跨境联动或将成为一种必然，如试点开展跨境资本中介业务(跨境做市)，代理境内投资者或境外投资者投资境外或境内期货市场，这类交易与银行代客大宗商品交易或券商TRS类似，但期货公司的风险准备和资本补充远弱于银行或券商，在极端行情下极易造成跨境风险传染并影响境内市场。因此，推动期货公

表3 部分已在境内开展衍生品交易的境外机构(含假借贸易之名的高频交易商)

境外机构	总部所在地	境内投资实体
Optiver	荷兰	澳帝桦(上海)商贸有限公司 澳帝桦投资管理(上海)有限公司
Tower Research Capital	美国	涛合贸易(上海)有限公司 霸格投资咨询(上海)有限公司 柏课图投资咨询(上海)有限公司 杭州扶摇投资管理有限公司
Jump Trading	美国	跃申实业(上海)有限公司
Hudson River Trading	美国	河流投资咨询(上海)有限公司 杭州瑞峰投资管理有限公司
Eclipse Options	中国香港	耸越信息技术(上海)有限公司 浙江柏泰华盈投资管理有限公司 衍数(上海)国际贸易有限公司
Citadel Securities	美国	司度(上海)贸易有限公司
Virtu Financial	美国	福途(上海)贸易有限公司
Quandeye	印度	四日贸易(上海)有限公司
Alpha Grep	印度	上海道阁国际贸易有限公司 上海添禄投资管理有限公司
Akuna	美国	奥可纳软件技术(上海)有限公司
AIM Tech	俄罗斯	公司名不详, 但已进入中国期货市场

数据来源: 作者调研后整理, 系不完全统计。

司国际化需慎之又慎，既不能“一棒子打死”让期货公司国际化无利可图，又不能让期货公司开展与其风险承受能力不匹配的高风险业务。操作中，建议有选择地支持永安等几家头部公司试点开展跨境做市，同时严格设置境内外投资者参与门槛，保证开展相关业务的期货公司资本金充足、流动性良好且风控体系完备。

(三)高频交易的市场风险

高频交易在境内期货市场早已有之，但外资高频交易商全面参与会产生新的市场风险。2018年特定品种期货开放以前，外资主要假借贸易公司之名或在华设立商业实体存在(见表3)，规避现行监管开展高频交易。²2018年后，外资有了参与境内期货市场开展高频交易的正规渠道，增量资金稳步进场。随着境内资本市场进一步开放，境外高频交易商可参与的品种更加多元化。

目前国内外对高频交易的看法尚未统一，但多数研究认为随着技术升级，高频交易是电子化交易的发展趋势(O'Hara, 2015)^[6]，且会随基础设施完善进一步强化。从微观市场角度看，高频交易加重了交易者间逆向选择，降低了市场流动性继而损害市场质量；从市场稳定性角度看，高频交易在正常情况下可降低市场波动性，但会加大极端行情下波动(巴曙松和王一出, 2019)^[8]。此外，高频交易也会引起关于公平危机、技术竞赛等问题。从短期来看，考虑到外资高频交易的比较优势明显，对境内市场影响总体风险大于收益，具体看：

一是境外高频交易商限制本土高频交易发展。对境内交易所而言，境外高频交易商贡献了高额手续费收入，因此部分策略一定程度获得了交易所默许。但技术

上境外高频交易商的比较优势会对交易所撮合系统和通讯系统带来挑战，不加限制可能导致交易中断风险(吴伟央, 2013)^[23]；对境内机构而言，境外高频交易商的技术优势和盈利能力会加速市场出清，挤出本土交易者，这一趋势已在境内高频交易发展脉络中得以体现(见图7)，在策略可承载资金规模方面，境外高频交易商显著高于境内高频交易者(见表4)。以Jump Trading为例，2018年四季度进入中国市场，2019年调试系统开始交易，2020年便占有极高市场份额，盈利约占当年外资高频交易获利的50%左右。未来，随着本土高频交易商的不断发展，资金规模和盈利能力都将得到大幅提高，最终具备与境外高频交易商全面竞争的实力。

二是境外高频交易可能加剧境内金融市场脆弱性。目前关于高频交易是否直接引发闪崩等风险，正反双方各执一词。有研究发现高频交易会在特定情况下损害市场，尤其是禁止卖空等特殊情况(Brogaard et al., 2017)^[1]，这一结论与操作中直观感受基本一致。境内资本市场缺乏股票卖空、日内交易等机制，都会弱化高频交易的正面效果，但其造成的负面影响，如促发闪崩、扩大错误买卖单、加重市场脆弱性等却被放大，进而引发风险事件。二级市场的脆弱性进一步通过信贷传导等方式影响金融市场的其他领域(王擎, 2011)^[21]，加重整个金融市场的脆弱性。

三是考验境内衍生品监管。目前境内监管部门对高频交易在微观层面的关注点包括市场操纵、频繁报撤单、乌龙指等，即一方面为维护公平，另一方面为防范系统性风险。操作中，需甄别本身不存在操纵恶意但造成类似市场操控事实、判断交易动机、技术上有效识别(如订单分拆)，以及在可能的诉讼过程中如何举证等，但现行法规框架都未有充分诠释，此次《期货法草案》涉及高频交易监管的内容也较有限。因此，尽管开放期货市场可进一步完善对冲机制，吸引更多类型境外投资者参与并提高效率，但目前高频交易对我国资本市场服务实体经济和期货市场风险管理功能发挥的作用实在有限，市场开放初期，不宜便利仅注重短线日内波动的外资高频交易商深度参与，应将其列入分类观察名单，参照欧盟等对高频交易的管理原则，对高频交易行为进行阶段性的技术限制。

图7 境内高频交易发展脉络

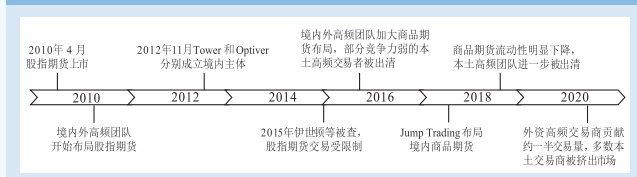


表4 境内外高频交易资金规模对比 (单位: 亿元人民币)

交易商	策略承载的资金规模
本土高频团队	0.2 ~ 0.5
境外高频团队	1 ~ 4
三大境外高频商	5 ~ 10

数据来源: 作者调研后整理, 系不完全估算。

五、几点建议

第一，各方需冷静看待期货市场国际化议题。期货市场国际化进程应始终服务实体经济发展，优先为“一带一路”等国家战略服务，支持相关项目的风险管理和价格发现。此外，期货市场国际化本质上只是我国资本项目开放的子集，国际化节奏应与资本项目开放统筹考虑。从国际经验³来看，多数国家将衍生品市场开放作为资本项目可兑换最后环节；从风险收益来看，多数实现资本项目可兑换国家发生金融危机或货币危机都与其彻底开放衍生品市场相关，且市场开放的边际收益有待验证，不宜过分夸大期货市场国际化的作用。因此，近中期仍应有限度、有门槛、有选择地开放期货市场，坚持期货市场国际化节奏缓于或基本持平于对应现货市场。

第二，合理把握商品期货与金融期货开放的平衡。基于开放路径对比，以特定品种模式开放商品期货，要考虑单个品种市场规模和资金体量，优先开放成熟度高、流动性好、资金容量大的期货品种；对交割环节存在争议的品种，如苹果、红枣等农产品，暂不宜过早允许外资参与交易。在此基础上，有序推动特定类型外资机构有限度地参与金融期货交易。实施上，优先推动国债期货对外开放，满足境外央行类机构、固定收益基金等的场内对冲需求；一定限额内试点合格境外机构投资者开展股指期货投机交易，直至完全取消股指期货实需原则。近中期仍保留外资参与境内外汇衍生品投机交易的限制，优先发展多层次外汇市场满足不同类型投资者套期保值需求，不宜仓促推出汇率期货并引入外资(姜哲，2019)^[17]。

第三，探索跨境期货交易行为监管。本文所分析的历次衍生品交易风险事件进一步揭露现行监管框架下跨境交易存在的政策套利风险。有效防范跨境期货交易风险，应逐步从职能监管过渡到目标监管，按照行为监管

和审慎监管的目标差异划分监管职责并设立分工(黄辉，2019)^[12]。要加强期货交易所和各监管部门数据实时共享，以防范衍生品市场开放风险为目标设立专门的部际协调小组，降低市场开放对跨境资本流动、国际收支和人民币汇率稳定的影响，中长期推动金融监管体制模式转变。积极推动交易所合并与集团化改革，减少内部竞争，提升交易所核心竞争力，降低政策套利和跨市场套利空间。面对更加复杂和多样的外资交易行为，交易所要有更可靠的技术手段进行穿透管理，对超高频交易设置“交易减速带”以限制外资对本土投资者的“降维打击”。

第四，完善期货市场国际化法规制定。本文研究发现，不论是“原油宝”等资本中介交易，还是伊世顿等以贸易之名行高频交易之实的风声事件，本质上都与跨境衍生品交易在监管环节缺少行之有效的法律法规密切相关。《期货法草案》虽在跨境交易监管中有原则性表述，但境外高频交易商准入、界定、适用性和数据采集等，都是以程序化交易的原则性表述一笔带过，对目前在法理上存在模糊地带的争议问题，未正面回应和解决；建议《期货法》在后期履行相关程序时，对期货市场国际化的有关法理漏洞予以完善。

第五，研究对境外投资者实施分类管理。随着期货市场国际化推进，市场参与主体类型会更加丰富。在推动市场开放时要提高监管针对性，对不同类型外资建立分类管理机制，区别地对待有实际套期保值需求产业客户、大型机构投资者和高频交易者等，明确管理细则和监管要求，奖优惩劣。投资者分类不应单纯以准入环节标准界定，还要参考外资资金汇出入、交易风格等指标，有针对性对所有参与境内期货交易的外资加以区分，作为极端情况下实施逆周期调控的依据。 ■

[基金项目：北京大学习近平新时代中国特色社会主义思想研究院青年项目(项目编号：XYYS2020003)]

注释

1. 2012年国务院法制办会同证监会修改《期货交易管理条例》，2014年证监会发布《境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易管理暂行办法(征求意见稿)》。

2. 本文不专门区分高频交易与程序化交易、算法交易或人工智能交易的定义差别，泛指这类在技术、收益、成本等方面比传统交易具有明显优势的电子化交易方式。境外高频交易商在境内设立贸

易企业一般借用Trading的中英文翻译不同，在无金融监管部门许可情况下开展主营业务以外的非套保类期货交易。目前这类“擦边球行为”并无专门法规予以规范或限制，间接造成了外资高频交易商已在境内无牌展业多年的既定事实。

3. IMF. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. 2012.

(下转第78页)

机构提高注意程度，也不可能将虚假陈述风险降低为零，因为证券发行中的信息不对称与代理问题不可能完全消解。超出能力范围的义务与责任是无效的⁴¹，只会导致中介机构缩小信披范围、降低信披数量。而在监管强制规定信披事项与范围的情况下，逆向淘汰终将发生，声誉资本更厚重的机构可能拒绝向风险较高的民营企业、创新型企业等中小型发行人提供服务。这与注册制改革发展壮大直接融资市场的目标背道而驰。美国《证券法》立法过程中也曾争论应否对发行虚假陈述中的所有责任主体一律按严格责任追责，但国会认为，不分首末的严格责任只会损害证券市场的公平与公正，最终仍将损害投资者的利益。

五、结语

中介机构能否恪尽职守、审慎勤勉是股票发行注册制改革得否顺利推行的的重要因素，夯实中介责任势在必行，但应秉承首从区分、权责相配的原则。中介机构是

发行信息披露的辅助者，除非中介机构主动谋划，否则仅在其直接参与虚假陈述并有过错时承担次要责任。中介机构勤勉尽责的底线是对发行人提供的信息保持必要怀疑，对专业业务事项积极行动、合理调查，对非专业业务事项则可消极信赖专业人士的工作，除非有相反证据提示存在虚假陈述的重大风险。

在美国，集团诉讼的繁盛⁴²、中介机构可能承担之赔偿责任数额的巨大与法院对中介机构过错认定的谨慎态度共同作用，实现了约束中介机构谨慎行事与促进市场信息供给之间的平衡。但我国证券集团诉讼方才兴起，连带责任的认定方案仍未完善，中介责任的贸然严格化将导致投资者选择“深口袋”引发滥诉，中介机构因单笔业务而破产的风险大为升高。滥诉不仅将导致市场公众对看门人信任的崩塌，扰乱证券市场的信息生产传递机制，也可能放纵发行虚假陈述的真正操纵者与受益者。此前，在康得新财务造假案中担任审计的内资大所瑞华会计师事务所分崩离析，表明声誉机制依然强有

(上接第20页)

参考文献：

- [1] Brogaard J, Hendershott T, Riordan R. High frequency trading and the 2008 short-sale ban[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(1): 22-42.
- [2] Fung H-G, Tse Y, Yau J, Zhao L. A leader of the world commodity futures markets in the making? the case of China's commodity futures[J]. *International Review Finance Annual*, 2013, 27: 103-114.
- [3] John H F, Fernandez-Perez A, Indriawan I, Todorova N. Internationalization of futures markets: lessons from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2020, 63: 1-23.
- [4] Mihaljek D, Packer F. Derivatives in emerging markets[J]. *BIS Quarterly Review*, 2010, 12.
- [5] Obstfeld M, Taylor A M. Globalization and capital markets[J]. *National Bureau of Economic Research*, 2012, 121-188.
- [6] O'Hara M. High frequency market microstructure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 116(2): 257-270.
- [7] Xu C, Zhang D. Market openness and market quality in gold markets[J]. *Journal of Futures Market*, 2019, 39: 384-401.
- [8] 巴曙松, 王一出. 高频交易对证券市场的影响: 一个综述[J]. *证券市场导报*, 2019, (7): 42-51.
- [9] 常清, 颜林蔚. 原油期货与人民币国际化[J]. *中国金融*, 2018, (6): 58-59.
- [10] 方毅, 张屹山. 国内外金属期货市场“风险传染”的实证研究[J]. *金融研究*, 2007, (5): 133-146.
- [11] 冯军飞, 李鹤楠. 我国期货市场国际化路径初探[J]. *福建金融*, 2007, (9): 21-23.
- [12] 黄辉. 中国金融监管体制改革的逻辑与路径: 国际经验与本土选择[J]. *法学家*, 2019, (3): 124-137.
- [13] 姜洋. 发现价格: 期货和金融衍生品[M]. 北京: 中信出版社, 2019.
- [14] 姜洋. 期货市场国际化[M]. 北京: 中信出版社, 2020.
- [15] 张宗新, 张秀秀. 引入国债期货合约能否发挥现货市场稳定效应?——基于中国金融周期的研究视角[J]. *金融研究*, 2019, (6): 58-75.
- [16] 姜哲. 境内期货市场双向开放问题探讨[J]. *证券市场导报*, 2019, (4): 33-41.
- [17] 姜哲. 外汇期货发展的国际经验与启示[J]. *金融与经济*, 2019, (6): 65-70.
- [18] 欧阳日辉. 全球化背景下的中国期货市场开放战略[J]. *国际经济合作*, 2005, (7): 17-20.
- [19] 欧阳琛, 朱国华. 中国期货市场对外开放战略选择及应对策略[J]. *现代管理科学*, 2013, (2): 38-40.
- [20] 张明, 高卓琼. 原油期货交易计价与人民币国际化[J]. *上海金融*, 2019, (6): 44-49.
- [21] 王擎. 资本市场开放与金融安全[M]. 北京: 中国金融出版社, 2011.
- [22] 王咏梅. 禁令与开放: 中国境外期货的发展之路[J]. *管理世界*, 2010, (1): 169-170.
- [23] 吴伟央. 高频交易及其监管政策探析[J]. *证券法苑*, 2013, (9): 945-965.
- [24] 邢全伟. 中国期货市场发展的历史阶段和向成熟状态的嬗变[J]. *中国经济史研究*, 2018, (2): 146-159.

(责任编辑: 吴林祥)