

期货交易增量分析及建议

王学勤 焦增军 买毅

在规范化发展的形势下，2004 年以来，我国期货市场上市交易 16 个新合约。“期货交易增量分析及建议”采用增量比概念，在对新上市合约格局背景简要分析基础上，检验 2004 年以来上市合约的市场表现。在分析其交易增量的基础上，对 16 个合约的 54 个增量比进行分类，并探讨交易所对交易增量的依存度。数据表明，中国具有全球最大、呈现普遍活跃态势的农产品期货合约交易；6 年上市 16 个合约形成的 21 亿手交易量是原合约 16 年 42 亿手交易量的 50%；白糖等 4 个合约为一类增量合约，豆油等 8 个合约为二类增量合约，黄金等 4 个合约为三类增量合约。结果表明，我国期货市场合约上市政策是正确的，合约运作和表现总体正常。问题探讨，一是合约是否“超载”，二是交易量是否“虚高”。在全球金融危机企稳、我国经济发展向好以及当前期货市场运行基本正常的形势下，为了进一步拓宽市场范围，提高市场运行质量，本文提出关于推进商品期货合约可持续发展、进一步完善品种结构和机制创新、学习营销中国期货理念、减少合约承重和投机成分以及尽早出台期货法等建议。

一、上市合约体系的形成

如果从 1990 年国务院建立第一个期货试点单位郑州粮食批发市场开始算起，我国期货市场经历了大约 20 年的跨世纪发展，历经两次清理整顿和规范化发展阶段，期货市场规模稳步扩大，法规体系不断完善，市场功能得以发挥，国际影响力明显提高。尤其是 2004 年以来，合约上市逐年增加，初步形成以农产品、金属产品、能源产品和化工产品为主的商品期货合约体系。

（一）第一次清理整顿

1993 年 11 月 4 日，国务院下发《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》，开始对期货市场进行清理整顿，其重要措施包括减少期货交易所数量和交易品种，暂停钢材、白糖、煤炭、石油、菜油等一批关系国计民生且价格尚未放开的大宗商品交易，并于 1995 年 5 月 18 日暂停国债期货交易。第一次清理整顿最终审核批准了全国 14 家交易所，同时，把交易合约分为上市合约和试运行合约，共计 35 个品种（详见第一次清理整顿上市交易合约一览表）。

第一次清理整顿上市交易合约一览表

编号	交易所简称	上市合约	试运行合约	合约总数
1	沈交所	铜	高粱、花生仁、啤酒大麦 落叶松原木、白松原木、水曲柳原木	7
2	大商所	玉米、大豆	干海带	3
3	北商所	绿豆 胶合板	玉米、花生仁、 聚丙烯、纯碱、进口烟片胶、铜	8
4	天交所	天津红铜、铝	大豆、生铁、硅铁、天津胶合板	7
5	郑商所	绿豆	小麦、玉米、花生仁、豆粕、 芝麻、棉纱、水泥、胶合板、玻璃	10
6	苏交所	胶合板	红小豆、羊毛、毛条、豆粕	5
7	上商所	胶合板	棉纱、水泥、玻璃、天然橡胶	8

			聚氯乙烯、高压聚乙烯、聚丙烯	
8	上粮所	大豆	玉米、白小麦、粳米、绿豆、 红小豆、啤酒大麦、黄麻、红麻、	9
9	上金所	铜、铝	铅、锌、锡、镍	6
10	深有色所	铜、铝	铅、锌、锡、镍	6
11	广联所	铝	粳米、豆粕	3
12	海南中商所	棕榈油 天然橡胶	咖啡、可可、啤酒大麦	5
13	重商所	铜、铝	铅、锌、锡、镍	6
14	成联所	高粱	玉米、小麦、粳米、桐油、菜籽粕	6

（二）第二次清理整顿

1998 年 8 月，国务院下发了《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，确定了“继续试点，加强监管，依法规范，防范风险”原则，对我国期货市场实施第二次清理整顿。主要措施，包括再次对期货交易所进行整顿和撤并，在上海、郑州和大连保留三家期货交易所，并调整交易所管理体制。期货交易品种由 35 个压缩到 12 个。

第二次清理整顿上市交易合约一览表

交易所	上市合约	试运行合约
大连商品交易所	大豆	豆粕、啤酒大麦
郑州商品交易所	绿豆	小麦、红小豆、花生仁
上海期货交易所	铜	铝、胶合板、天然橡胶、粳米

（三）现行的品种体系

2000 年以后，我国期货市场进入规范发展新阶段，逐步确立了“积极稳妥发展期货市场”的基本政策。2001 年，国务院“十五”规划纲要提出“稳步发展期货市场”。2003 年，《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》再次提出“稳步发展期货市场”。2004 年，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出：“稳步发展期货市场。在严格控制风险的前提下，逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种。建立以市场为主导的品种创新机制。研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品”。

在国家一系列政策推动下，期货市场恢复性增长，期货交易品种不断增加。2003 年，郑州商品交易所上市交易优质强筋小麦期货合约，拉开了期货市场上市新品种的序幕。2004 年 6 月 1 日，郑州商品交易所推出棉花期货合约。8 月 25 日，上海期货交易所推出燃料油期货合约。9 月 22 日，大连商品交易所推出玉米期货合约。随后，于 12 月 22 日推出黄大豆 2 号期货合约。2006 年 1 月 6 日，白糖期货在郑州商品交易所上市交易。1 月 9 日，豆油期货在大连商品交易所上市交易。12 月 18 日，精对苯二甲酸（PTA）期货在郑州商品交易所上市交易。2007 年 3 月 26 日，上海期货交易所上市交易锌期货合约。6 月 8 日，郑州商品交易所上市交易菜油期货合约。7 月 31 日，大连商品交易所上市交易聚乙烯期货合约。10 月 29 日，上市交易棕榈油期货合约。2008 年 5 月 16 日，上海期货交易所上市交易黄金期货合约。2009 年 3 月 27 日，上海期货交易所上市交易螺纹钢和线材期货合约。4 月 20 日，郑州商品交易所上市交易早籼稻期货合约。5 月 25 日，大连商品交易所上市交易聚氯乙烯期货合约。截止目前，三家期货交易所上市交易合约共计 23 个，形成以农产品、工业品以及能源产品等类别的品种体系。

新上市合约一览表¹

	品种	合约	上市时间
上海	(1) 燃料油	燃料油	2004 年 8 月 25 日
	(2) 锌	锌	2007 年 3 月 26 日
	(3) 黄金	黄金	2008 年 5 月 16 日
	(4) 钢材	螺纹钢	2009 年 3 月 27 日
		线材	2009 年 3 月 27 日
大连	(1) 玉米	玉米	2004 年 9 月 22 日
	(2) 2 号大豆	2 号大豆	2004 年 12 月 22 日
	(3) 豆油	豆油	2006 年 1 月 9 日
	(4) 聚乙烯	聚乙烯(LLPDE)	2007 年 7 月 31 日
	(5) 棕榈油	棕榈油	2007 年 10 月 29 日
	(6) 聚氯乙烯	聚氯乙烯(PVC)	2009 年 5 月 25 日
郑州	(1) 棉花	1 号棉花	2004 年 6 月 1 日
	(2) 白糖	白糖	2006 年 1 月 6 日
	(3) 精对苯二甲酸(PTA)	精对苯二甲酸(PTA)	2006 年 12 月 18 日
	(4) 菜油	菜油	2007 年 3 月 26 日
	(5) 早籼稻	早籼稻	2009 年 4 月 20 日

上市合约总表

交易所	上市合约(共 23 个)
上海期货交易所(8 个)	铜、铝、天然橡胶、燃料油、锌、黄金、螺纹钢、线材
郑州商品交易所(7 个)	硬麦、强麦、棉花、白糖、PTA、菜油、早籼稻
大连商品交易所(8 个)	1 号大豆、2 号大豆、豆粕、玉米、豆油、聚乙烯、棕榈油、PVC

二、新上市合约交易增量分析

历年上市品种对期货市场稳步健康发展具有重要作用。这一作用究竟有多大?如何评估和量化新上市合约的增量效应?如何确定新上市合约体系的发展方向?我们选定并检验 2004 年后上市、占全部上市合约数量 70% 的 16 个合约的市场表现,采用反映新上市合约交易增量效应的基本模式,即:

$$\text{增量比} = \frac{\text{上市合约当年(第}N\text{年)交易量}}{\text{交易所当年(第}N\text{年)交易量} - \text{上市合约当年(第}N\text{年)交易量}}$$

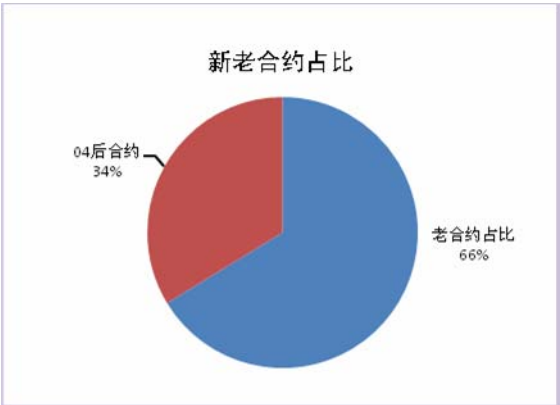
试图评估和揭示商品期货市场品种体系的总体表现与基本规律。

(一) 新上市合约的总体增量

1、流动性和增量比更高。2004 年至 2009 年 8 月底,我国期货市场新老合约年均交易量约为 4 亿手。其中,老合约年均交易量为 2.6 亿手,新合约为 3.6 亿手,新合约年均交易

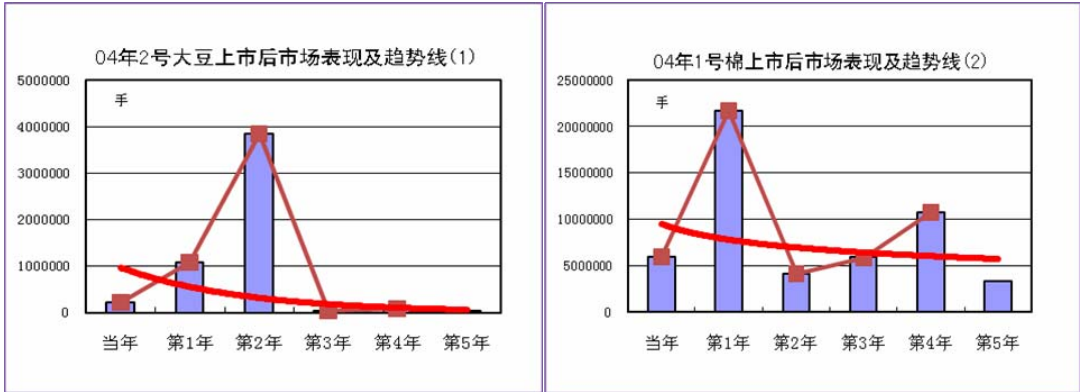
¹ 为了便于表述和分析,我们把 04 年之前上市交易的合约称为老合约,把 04 年之后上市的合约称为新上市合约。

量为老合约的 139%。数据表明，新合约上市后表现出更强的流动性和更高的增量比。数据还表明，近 6 年上市 16 个合约的交易量为 21 亿手，是老合约近 16 年交易量 42 亿手的 50%，也就是说，截止 2009 年 8 月底，我国期货市场 04 年后新上市合约产生的交易量占比为 34%（详见新老合约占比图）。一方面说明在现有上市合约数量有限的情况下，新合约对市场规模扩张的重要作用，另一方面，为了满足市场放量需要，为数不多的上市合约不得不以超强的流动性和高增量比适应市场投机、投资和保值需求，因而市场承受压力较大。

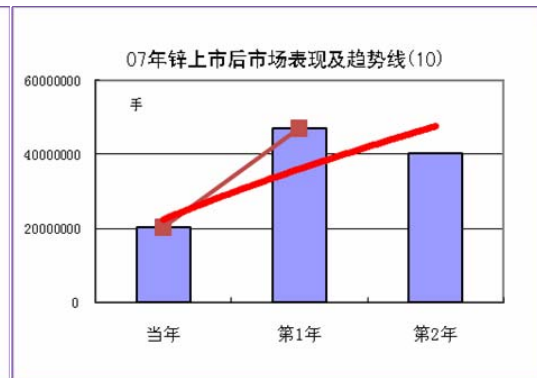
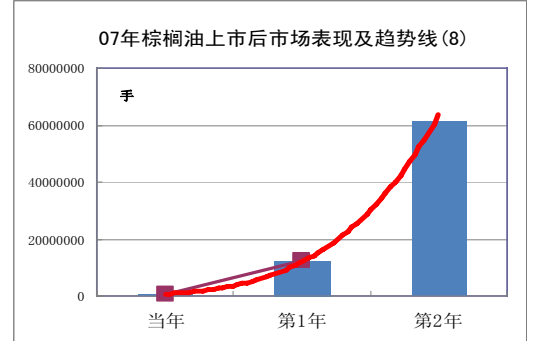
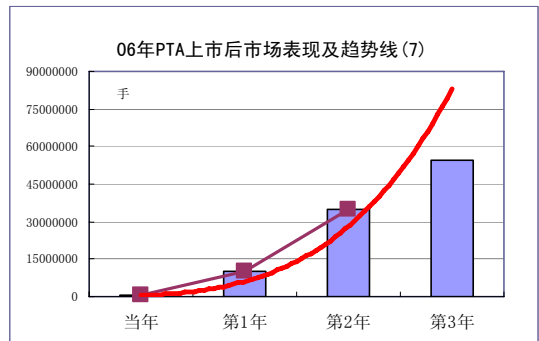
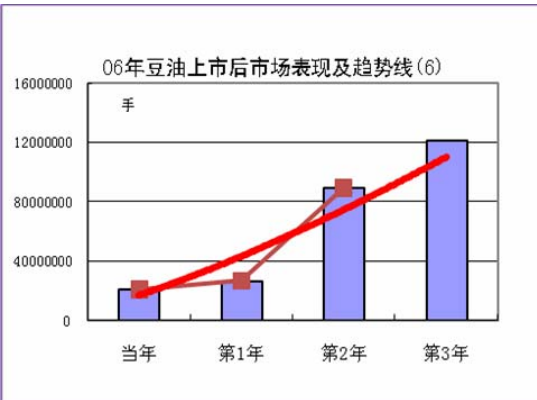
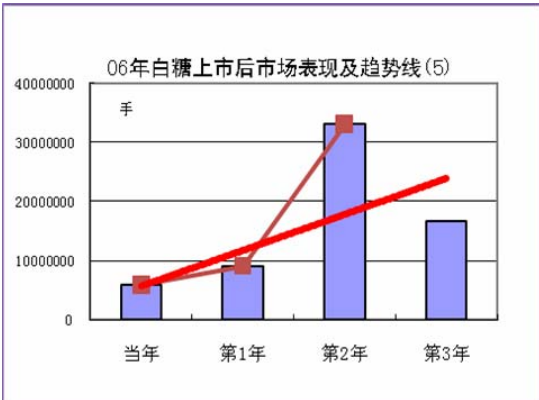
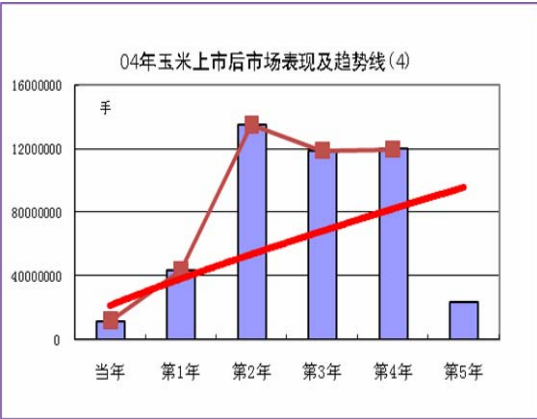


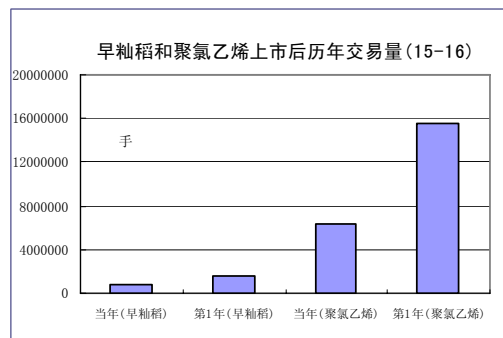
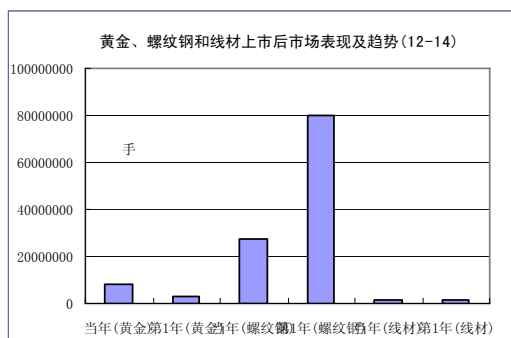
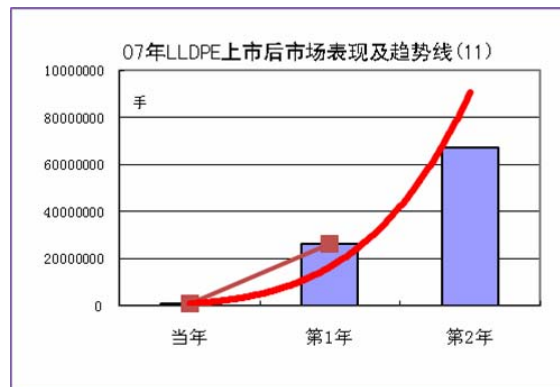
2、交易增量的两种主要表现模式

（1）A 型模式。即新合约上市后交易量上升后下降。例如，2 号大豆合约上市第 2 年后交易量减少。1 号棉花上市交易第 1 年后下降，之后，有所回升。A 型模式合约数量占新上市合约的 12%。A 型模式的成因除了宏观市场因素和合约设计微观因素外，一个重要原因可能是受后来上市、并具有更大交易增量的合约产生的“分割”效应所致。



（2）上升型模式。即新合约上市后交易量趋于上升。上升型模式合约数量占新上市合约的 88%。例如，燃料油合约上市后呈逐年上升趋势。玉米合约上市后第 2、3、4 年呈上升趋势稳态势。白糖、豆油、PTA、棕榈油、菜油和锌合约上市后交易量均呈上升趋势。



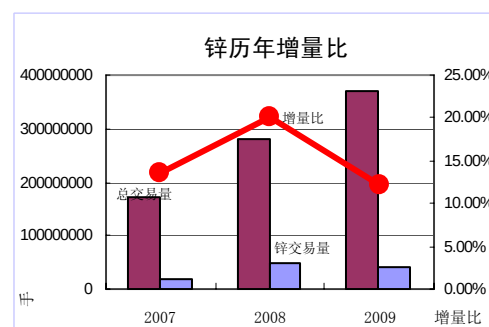
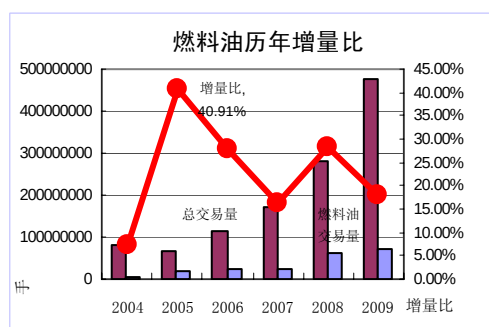


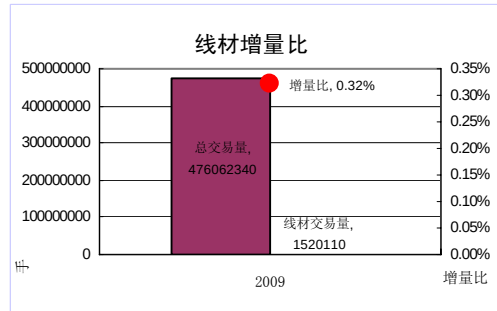
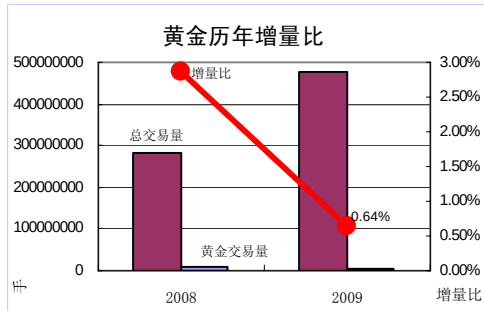
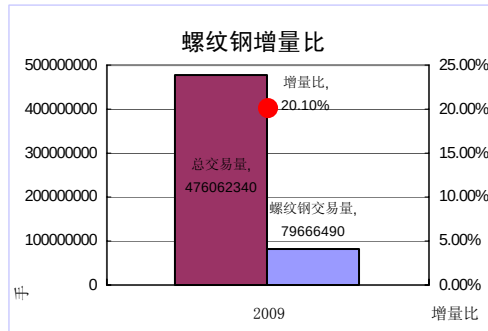
(3) 图中的趋势线表明,除1号棉花、2号大豆外,其余新上市合约交易量均为上升趋势线(2009年上市合约暂无趋势线)。

多数合约上市后交易增量和趋势线呈上升型的市场表现表明,市场投机、投资和保值交易对新上市合约表现出极大兴趣,且该兴趣最终将集中体现在交易增量较大的合约上。

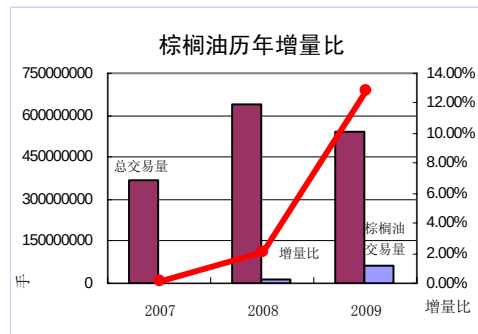
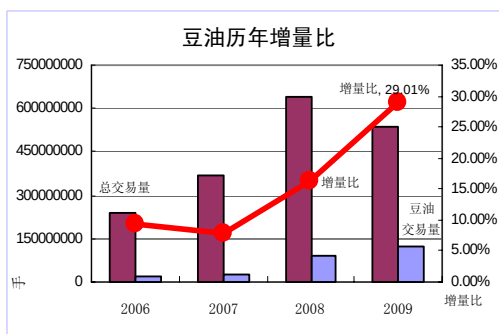
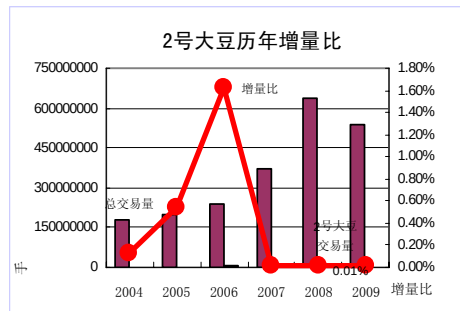
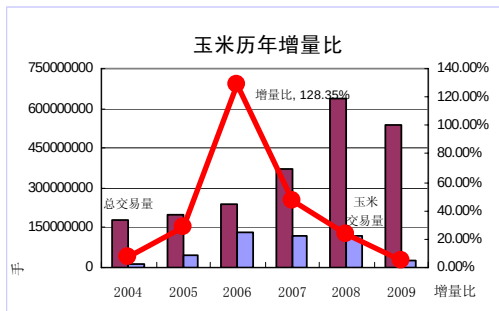
(二) 上市合约年度增量比分析

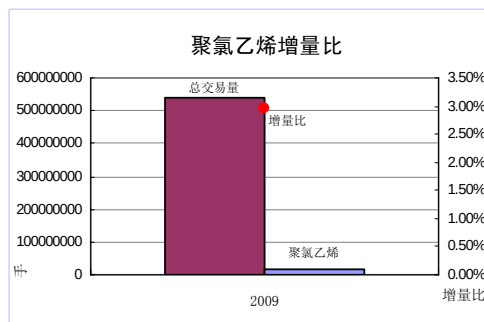
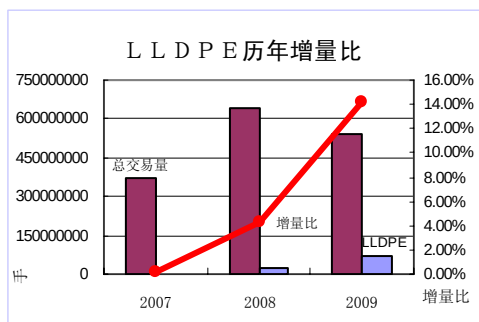
年度增量比反映新上市合约交易量对交易所总交易量的占比情况。图表显示,04年上市的燃料油合约,从05年到09年的年度增量比均在16%以上,总体表现向好。锌合约07、08和09年的年度增量比几乎都在10%之上,而螺纹钢09年上市,其年度增量比即达20%。黄金和线材(0.32%)的年度增量比稍低。



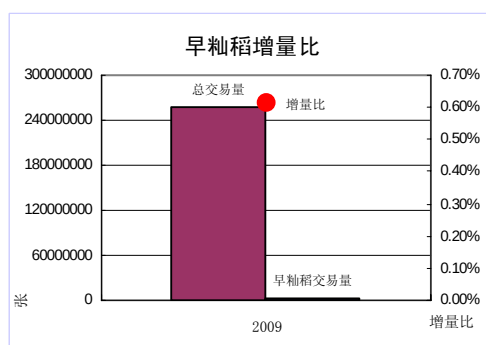
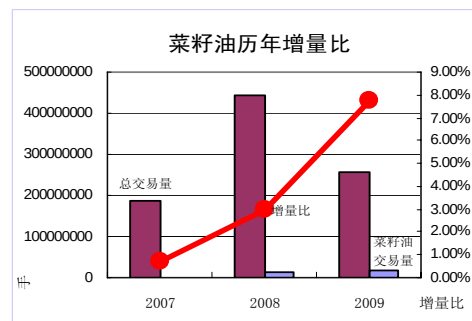
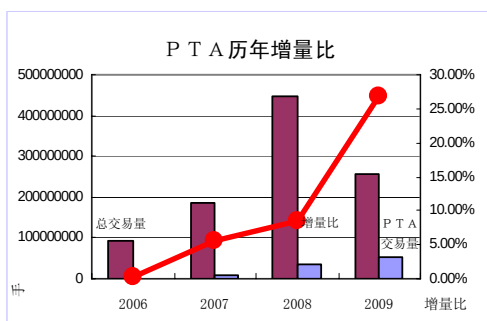
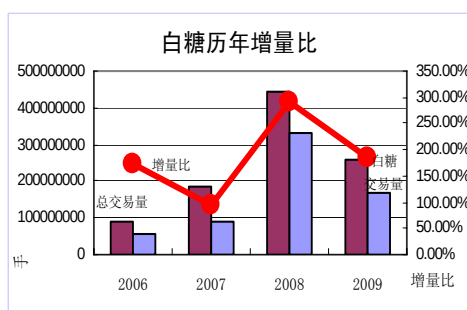
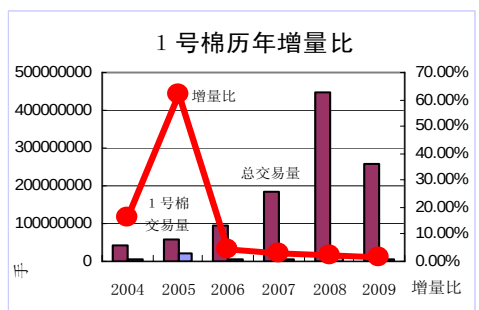


04年上市的玉米合约，06年的年度增量比高达128%，07年为47%，08年为23%，09年有所下降。随着交易所各年度交易量的逐年增加，豆油、棕榈油和LLDPE的年度增量比也增加，并维持在12%以上。聚氯乙烯的增量比稍低。





06 年上市的白糖合约当年年度增量比即达 173%，08 年更是高达 290%，09 年为 183%。白糖合约对交易所产生的最低增量在 07 年也达到 95%。PTA 合约上市交易 3 个年头后，于 09 年异军突起，尚未完成的年度增量比达到 27%。而 04 年上市的棉花合约年度增量比于 05 年达到其鼎盛年份 62% 后，随着交易所总交易量的逐年递增而规律性地逐年递减。



各交易所新上市合约历年年度增量比一览表（共 54 个）

SHFE		DCE			ZCE		
燃料油 增量比	锌增量比	二号大豆	玉米	棕榈油	一号棉	白糖	PTA
40.91（05）	20.17（08）	1.63（06）	128.35（06）	12.88（09）	61.71（05）	290.00（08）	26.95（09）
28.15（08）	13.56（07）	0.55（05）	47.11（07）	2.01（08）	16.41（04）	183.94（09）	8.57（08）
28.07（06）	9.26（09）	0.13（04）	28.27（05）	0.18（07）	4.69（06）	173.21（06）	5.63（07）
18.06（09）	黄金增量 比	0.01（09）	23.11（08）	豆油	3.27（07）	95.59（07）	0.36（06）
16.32（07）	2.85（08）	0.01（08）	7.09（04）	29.01（09）	2.48（08）	菜油	早籼稻
7.4（04）	0.64（09）	0.01（07）	4.64（09）	16.28（08）	1.33（09）	7.77（09）	0.61（09）
螺纹钢增 量比	线材		LLDPE	9.39（06）		2.97（08）	
20.10（09）	0.32%（09）		14.26（09）	7.71（07）		0.71（07）	
			4.33（08）	聚氯乙烯			
			0.21（07）	2.96（09）			

（三）16 个品种历年 54 个年度增量比分析

在不同年份里，54 个合约²的年度增量比中有 23 个超过 10%，占比为 43%，说明新合约对交易所总交易量产生的增长作用，也说明新合约上市对市场的吸引力。

23 个 10%以上的增量比（%）

序号	23 个 10%以上的增量比	序号	23 个 10%以上的增量比
1	290.00（08 白糖）	13	26.95（09 PTA）
2	183.94（09 白糖）	14	23.11（08 玉米）
3	173.21（06 白糖）	15	20.17（08 锌）
4	128.35（06 玉米）	16	20.10（09 螺纹钢）
5	95.59（07 白糖）	17	18.06（09 燃料油）
6	61.71（05 1 号棉）	18	16.41（04 1 号棉）
7	47.11（07 玉米）	19	16.32（07 燃料油）
8	40.91（05 燃料油）	20	16.28（08 豆油）
9	29.01（09 豆油）	21	14.26（09 LLDPE）
10	28.27（05 玉米）	22	13.56（07 锌）
11	28.15（08 燃料油）	23	12.88（09 棕榈油）
12	28.07（06 燃料油）		

（四）新上市合约市场表现分类

采用平均年度增量比作为新上市合约市场表现分类依据。平均年度增量比是新上市合约年度增量比的平均值，反映新上市合约的整体市场表现。04 年后上市的 16 个合约中，平均年度增量比在 10%上下各有 8 个合约。整体分析，06 年上市的白糖合约增量比最高，平均年度增量比为 186%，其次为玉米、燃料油和螺纹钢合约。中等增量比的合约依次为：豆油、1 号棉、锌、PTA、LLDPE、棕榈油、菜油和聚氯乙烯。尽管 1 号棉花年度增量比

² 04 上市 4 个合约 6=24，06 年上市 3 个合约*4=12，07 年上市 4 个合约*3=12，08 年上市 1 个合约*2=2，09 年上市 4 个合约*1=4，共计 54 个合约。

逐年下降，但是，其表现仍在中等之列，总体表现不像人们感觉的那样不好。一是因为其 05 年增量比曾经达到 61.71%，为未来发展奠定了基础。二是交易所交易量逐年增大，棉花合约交易量占比相应减少。

平均年度增量比分类表³

一类合约	(1) 白糖(06.1.6)	186%
	(2) 玉米(04.9.22)	39.76%
	(3) 燃料油(04.8.25)	23.15%
	(4) 螺纹钢(09.3.27)	20.10%
二类合约	(5) 豆油(06.1.9)	15.60%
	(6) 1号棉(04.6.1)	14.98%
	(7) 锌(07.6.8)	14.33%
	(8) PTA(06.12.18)	10.38%
	(9) LLDPE(07.7.31)	6.27%
	(10) 棕榈油(07.10.29)	5.02%
	(11) 菜油(07.3.26)	3.82%
	(12) 聚氯乙烯(09.5.25)	2.96%
三类合约	(13) 黄金(08.5.16)	1.75%
	(14) 早籼稻(09.4.20)	0.61%
	(15) 黄大豆二(04.12.22)	0.39%
	(16) 线材(09.3.27)	0.32%

平均年度增量比排序表显示，白糖合约对交易所的增量比最高，对交易所的增量比 06 年为 173%，07 年为 96%，08 年为 290%，09 年为 184%。有的交易所平均增量比较高，说明新品种上市对交易所交易量的影响程度很高，也就是说，交易所对某合约的依存度很高。

(五) 新上市合约综合增量比分析

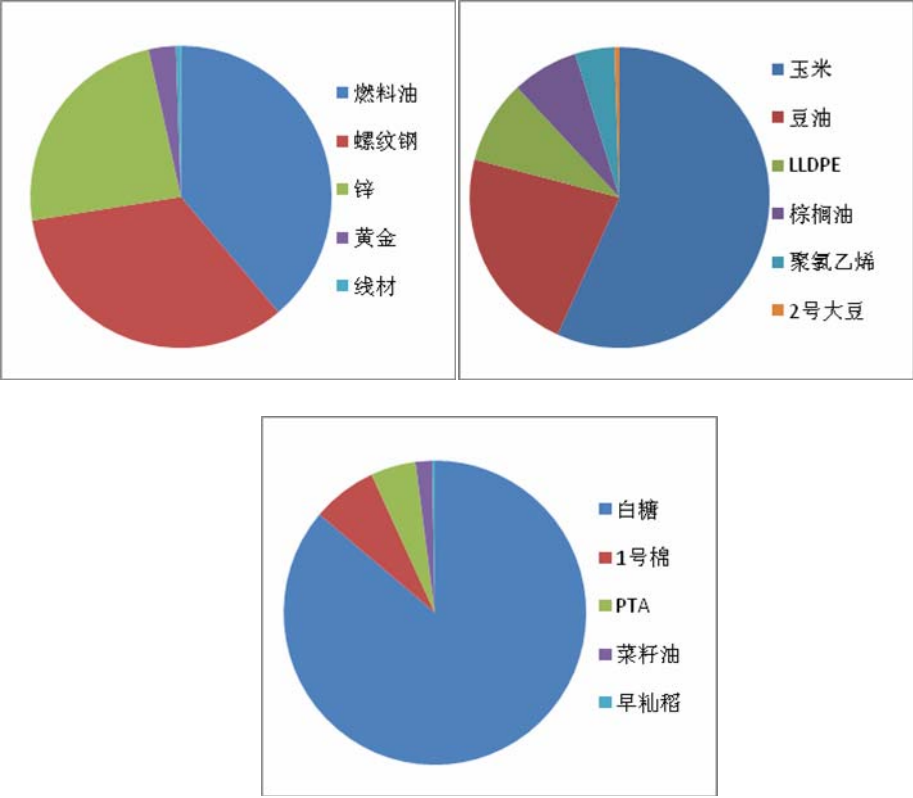
综合增量比反映所有新上市合约作为整体对交易所交易量增长的作用程度。一方面，ZCE 的综合增量比为 43.10%，位居第一，说明新上市合约对交易增长的增量最高。SHFE 的综合增量比为 11.93%，DCE 为 11.67%，二者相当，说明新上市合约对交易增长的贡献基本相同。

各交易所上市合约的平均增量比表现一览表

	SHFE 各合约 平均增量比			DCE 各合约 平均增量比			ZCE 各合约 平均增量比	
1	燃料油	23.15%	1	玉米	39.76%	1	白糖	185.69%
2	螺纹钢	20.10%	2	豆油	15.60%	2	1号棉	14.98%
3	锌	14.33%	3	LLDPE	6.27%	3	PTA	10.38%
4	黄金	1.75%	4	棕榈油	5.02%	4	菜籽油	3.82%
5	线材	0.32%	5	聚氯乙烯	2.96%	5	早籼稻	0.61%
			6	2号大豆	0.39%			
	交易所 综合增量比	11.93%		交易所 综合增量比	11.67%		交易所 综合增量比	43.10%

³ 反映该合约对交易所的总体贡献效果。

另一方面，从综合增量比的均匀分布程度看，ZCE 合约的分布最不均匀，较高的增量比主要来自白糖。而上海的分最均匀，有 3 个合约都在 14%以上。大连有 2 个合约在 15%以上。下图可以直观地显示其分布的均匀性：



统计上，用标准差或者方差衡量偏离均值的程度，即描述数据分布的均匀性。

交易所	方差	标准差
SHFE	0.030692	17.52%
DCE	0.044122	21.01%
ZCE	0.137522	37.08%

很明显，郑州的方差最大，相应的标准差最大，新上市合约之间差异性最为明显。以上对新上市合约的交易增量分析表明，上市合约总体表现是成功的。

三、新上市合约全球市场表现评估

（一）总体表现

截止 2008 年底，全球商品期货和期权可以分为 9 类 102 种商品（详见全球商品期货和期权分类和品种一览表）。

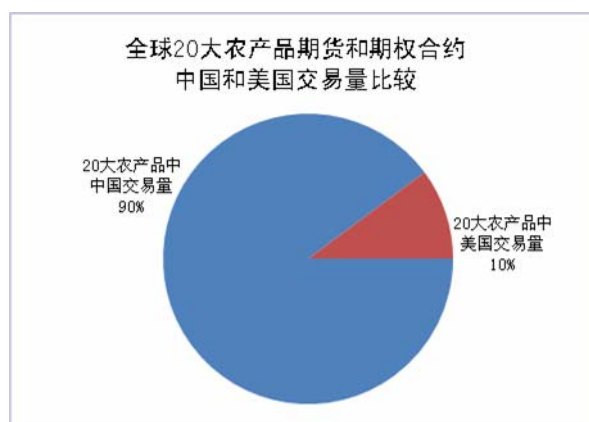
全球商品期货和期权 9 类 102 种商品一览表

农产品类(34)		能源类(11)	金属类(14)	化工类(13)
蓖麻籽	咖啡	柴油	钯	PVC
槟榔	糠粕	电力	白金	PTA
大豆	可可	煤	白银	丙烷
大麦	绿豆	煤油	铂	低密度聚乙烯

稻谷	马铃薯	汽油	钢材	高密度聚乙烯薄膜
豆蔻	芫荽籽	取暖油	海绵铁	合成酶
豆粕	糖	燃料油	黄金	聚丙烯
瓜尔豆	籼米	熔炉油	铝	磷酸二铵
瓜尔胶	向日葵	天然气	镍	磷酸氢二铵
红辣椒	小麦	无铅煤气	铅	尿素
红小豆	燕麦	原油	铜	尿素硝酸铵
胡椒粉	羊毛		锡	硝酸铵
黄麻	腰果		锌	乙醇
黄豌豆	鹰嘴豆		铀	
姜黄	玉米			
橡胶	芝麻			
芥末籽	孜然			
林产类(4)	棉纺类(4)	食油类(8)	畜产类(10)	其他类(4)
胶合板	棉花	蓖麻油	雏鸡	百利通水
木浆	棉纱	薄荷油	冻猪腩	海狸香
杂木	棉籽	菜籽油	干乳清	冷冻浓缩橙汁
纸浆	生丝	大豆油	活牛	冻虾
		芥菜油	活猪	
		椰子油	鸡蛋	
		棕榈油	牛奶	
		黄油	肉牛	
			瘦肉猪	
			脱脂奶粉	

期货交易的商品种类虽然很多，但是，真正明显具有交易规模的商品多集中在农产品类、能源类和金属类等。

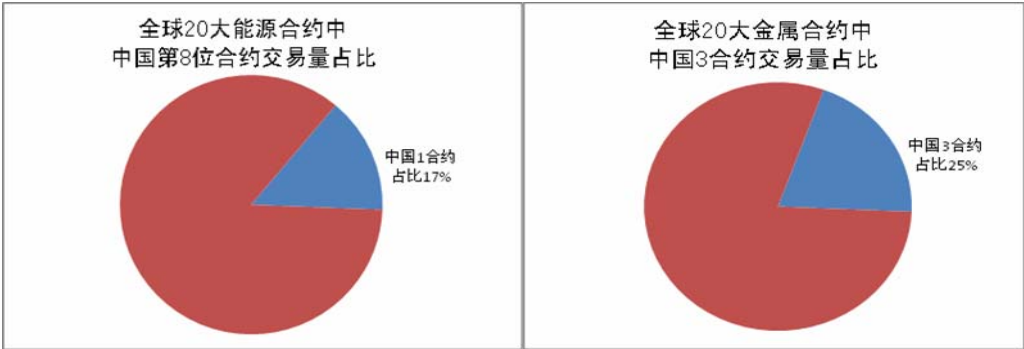
根据 FIA 统计数据，在全球交易量排名前 20 位的农产品期货和期权合约中，我国期货交易交易所的交易量占 90%，美国期货交易交易所的交易量占 10%。



在全球交易量排名前 20 位的能源期货和期权合约中，我国期货交易交易所的 1 个合约跻身

其中，位居第 8，其交易量占比为 17%（见下图）。

在全球交易量排名前 20 位的金属期货和期权合约中，我国期货交易所的 3 个合约跻身其中，其交易量占比为 25%（见下图）。



以上分析表明，中国具有全球最大的农产品期货合约交易，其交易量在全球已占据重要地位，我国农产品期货凸显大国农业基本特征。尽管燃料油期货 08 年增长率达到 156.6%，铝、锌和铜期货的增长率分别为 206.6%、130.4%和 27.2%，但是，金属和能源类产品的占比较小，其全球交易份额仍显不足，发展空间仍然巨大。

（二）分类评估

1、我国的农产品合约呈现普遍活跃态势。2008 年全球 20 大农产品期货和期权合约表明，截止 2008 年底，全球交易所交易的约 280 个农产品合约中，FIA 列出的 20 大农产品期货和期权合约共涉及 5 家交易所（我国 3 家，美国 2 家）的 10 个品种（见 2008 年全球 20 大农产品期货和期权合约表）。除瘦猪肉外，我国的白糖、大豆、玉米、橡胶、豆油、豆粕、小麦、菜油和棕榈油等 9 个合约均出现在 2008 年全球 20 大农产品期货和期权合约表中。资料表明，今后以上市农产品为增量的市场发展模式其局限性将越来越大。

2、农产品类交易品种多达 34 种，为其他类商品种类数量之最，但多数交易量集中在为数不多的几个传统的基础性资源品种上（例如小麦、玉米、大豆以及橡胶），其他小品种交易量处于支配地位。全球 20 大农产品期货和期权合约的交易量约占全部 280 个合约的 9.77%。

3、能源类交易品种只有 11 个，但其交易集中度高，且规模巨大。除了少数几个合约被上海期货交易所、印度多种商品交易所、洲际交易所（欧洲）和欧洲气候交易所填充外，全球 20 大能源期货和期权合约几乎被美国交易所垄断。从能源类合约看，我国缺少原油、天然气等大宗能源品种。

4、金属类交易品种为 14 个，比能源类多 3 种。伦敦铝、纽约金和伦敦铜分别位居前三名，全球 20 大金属期货和期权合约由伦敦、纽约、上海、东京、印度和台湾的交易所占据。

以上分析表明，我国上市合约在国际市场上表现为强势的农产品合约、居中的金属类合约以及处于相对弱势的能源类合约的总体格局。

2008 年全球 20 大农产品期货和期权合约

排名	合约品种	2008 年	2007 年	增长率
1	白糖期货，郑州商品交易所	165,485,978	45,468,481	264.0%

2	1号大豆期货，大连商品交易所	113,681,550	47,432,721	139.7%
3	豆粕期货，大连商品交易所	81,265,439	64,719,466	25.6%
4	玉米期货，芝加哥商业交易所	59,957,118	54,520,152	10.0%
5	玉米期货，大连商品交易所	54,976,724	59,436,742	-7.5%
6	橡胶期货，上海期货交易所	46,461,103	42,191,727	10.1%
7	豆油期货，大连商品交易所	43,695,993	13,283,866	228.9%
8	豆粕期货，芝加哥商业交易所	36,373,096	31,726,316	14.6%
9	强麦期货，郑州商品交易所	27,509,312	38,982,788	-29.4%
10	11号白糖期货， 洲际期货交易所美国分部	27,019,704	21,263,799	27.1%
11	玉米期权，芝加哥商业交易所	20,992,582	14,691,277	42.9%
12	小麦期货，芝加哥商业交易所	19,011,928	19,582,706	-2.9%
13	豆油期货，芝加哥商业交易所	16,928,361	13,170,914	28.5%
14	豆粕期货，芝加哥商业交易所	13,354,174	12,213,315	9.3%
15	大豆期权，芝加哥商业交易所	9,806,935	8,215,582	19.4%
16	活牛期货，芝加哥商业交易所	9,801,360	8,587,973	14.1%
17	11号白糖期货期权， 洲际期货交易所美国分部	9,179,779	5,548,668	65.4%
18	瘦猪肉期货，芝加哥商业交易所	8,505,138	7,264,832	17.1%
19	菜油期货，郑州商品交易所	6,429,404	659,612	874.7%
20	棕榈油期货，大连商品交易所	6,302,478	339,175	1758.2%

全球 20 大能源期货和期权合约

排名	合约品种	2008 年	2007 年	增长率
1	轻质低硫原油期货， 芝加哥商业交易所	134,674,264	121,525,967	10.8%
2	布伦特原油期货， 洲际期货交易所欧洲分部	68,368,145	59,728,941	14.5%
3	西德克萨斯原油期货， 洲际期货交易所欧洲分部	51,091,712	51,388,362	-0.6%
4	天然气期货，芝加哥商业交易所	38,730,519	29,786,318	30.0%
5	轻质低硫原油期货期权， 芝加哥商业交易所	35,255,326	28,398,793	24.1%
6	亨利中心（Henry Hub）天然气掉期 期货，芝加哥商业交易所	31,401,575	16,207,044	93.8%
7	欧式天然气期货期权， 芝加哥商业交易所	31,158,326	29,921,068	4.1%
8	燃料油期货，上海期货交易所	30,810,540	12,005,094	156.6%
9	汽油期货，洲际期货交易所欧洲分部	28,805,192	24,509,884	17.5%
10	纽约无铅汽油（RBOB）汽油期货， 芝加哥商业交易所	20,522,571	19,791,439	3.7%
11	原油期货，印度多种商品交易所	20,507,001	13,938,813	47.1%
12	2号油期货，芝加哥商业交易所	19,583,052	18,078,976	8.3%
13	亨利中心（Henry Hub）倒数第二个	12,352,928	10,117,889	22.1%

	工作日期满掉期期货合约，芝加哥商业交易所			
14	迷你原油期货，芝加哥商业交易所	5,641,145	5,185,214	8.8%
15	汽油期货，东京工业品交易所	4,054,761	7,529,706	-46.1%
16	原油欧式期权，芝加哥商业交易所	3,580,861	1,879,999	90.5%
17	天然气期货期权，芝加哥商业交易所	2,336,287	5,051,879	-53.8%
18	原油平均价格期权，芝加哥商业交易所	2,227,738	1,445,930	54.1%
19	潘汉德尔(Panhandle)天然气基准掉期期货，芝加哥商业交易所*	2,017,371	1,497,748	34.7%
20	碳金融工具期货，欧洲气候交易所	1,991,276	980,780	103.0%

世界 20 大金属期货和期权品种

排名	合约品种	2008 年	2007 年	增长率
1	高级原铝期货，伦敦金属交易所	48,307,389	40,229,693	20.1%
2	黄金期货，纽约商品交易所	38,377,367	25,060,440	53.1%
3	铜期货，伦敦金属交易所	26,507,242	21,420,450	23.7%
4	锌期货，上海期货交易所	23,538,897	10,215,449	130.4%
5	铜期货，上海期货交易所	20,773,258	16,328,011	27.2%
6	特级锌期货，伦敦金属交易所	16,120,770	12,556,285	28.4%
7	黄金期货交易，东京工业品交易所	15,163,975	18,203,194	-16.7%
8	铝期货，上海期货交易所	14,788,920	4,823,552	206.6%
9	铜期货，印度多种商品交易所	14,277,796	15,375,506	-7.1%
10	黄金期货，印度多种商品交易所	14,024,217	7,604,891	84.4%
11	银 M 期货，印度多种商品交易所	12,913,443	6,258,376	106.3%
12	银期货，印度多种商品交易所	10,972,676	9,183,273	19.5%
13	黄金 M 期货，印度多种商品交易所	10,027,147	2,735,595	266.5%
14	银期货，纽约商品交易所	8,917,183	6,817,137	30.8%
15	SPDR 金股 ETF 期权	8,602,428	NA	
16	铂金期货，东京工业品交易所	6,940,348	9,169,890	-24.3%
17	标准铅期货，伦敦金属交易所	6,188,753	4,697,862	31.7%
18	迷你黄金期货，东京工业品交易所	5,736,883	455,212	1160.3%
19	台币黄金期货，台湾期货交易所	5,314,069	NA	
20	原镍期货，伦敦金属交易所	5,202,609	3,792,788	37.2%

四、问题探讨

（一）合约“超载”？

尽管上市合约对市场发展产生了巨大推动作用，我国商品期货在全球市场已占有一席之地，并一跃成为全球最大的农产品交易市场，但是，巨大交易量高度集中于有限的 23 个合约，极易增加炒作成分，致使风险程度相对加大。芝加哥期权交易所年报显示，2008 年 1149 个会员交易 2518 个合约（2330 个股票期权合约，19 个指数期权合约，165 个交易所交易基金以及 4 个利率产品合约）总成交量为 12 亿张合约，日均交易量为 470 万张合约，合约承载率为 48 万张合约。相比之下，2008 年我国期货市场交易 23 个合约，总成交量约

为 14 亿手，日均交易量约为 550 万手，合约承载率为 6087 万手合约。也就是说，我们这些以传统实物交割为主的商品交易所的合约承载量是以金融衍生品为主的芝加哥期权交易所的 128 倍，是否合约太少而“超载”，值得探讨。

（二）交易量“虚高”？

在 2008 年全球交易量排名前 20 位的农产品期货和期权合约中，我国交易所的年底合约空盘量为 204 万手（美国为 510 万张），仅占 40%。然而，我们的交易量为 8127 万手（美国为 918 万张）占比约为 900%。这意味着，很小的空盘量驱动着巨大的交易量就像底盘很轻的汽车高速飞驰一样。中国和美国小麦、玉米、大豆、豆粕、豆油和糖等 6 个期货合约今年 1-8 月份交易量和 8 月末空盘量数据表明，我们的空盘量是美国的 132%，而交易量是美国 526%；美国的交易量与空盘量之比为 39 倍，而我们的为 156 倍。由于我们只知道市场规模有意义的量度是空盘量，还知道需要大量的交易量才能明显改变空盘量，但是，我们不知道空盘量与交易量之间是否存在定量关系及其安全范围究竟如何，所以，我们很难预期“轻车高速”的风险度。然而，中美两国农产品交易量与空盘量形成鲜明反差，足以说明两个市场的运行质量差异、市场规模悬殊以及炒作成分多少。究竟是我们的交易量“虚高”，还是美国的流动性不如我们呢？有待进一步观察和研究。

五、结论与建议

（一）商品期货在全球市场已占一席之地，新合约上市是成功的

研究表明，历年形成的上市品种体系对我国期货市场发展起到至关重要作用。尤其是近年来农产品、能源和金属等基础性大宗商品价格波动剧烈，越来越多的企业等机构投资者积极利用期货市场进行资源配置和风险管理，使期货市场影响力大大提高。04 年后上市新合约 6 年交易量是老合约 16 年交易量的 50%，也就是说，截止 09 年 8 月份，我国期货市场 04 年以后上市新合约产生的交易量是老合约历年交易量总和的 34%。我国期货市场在全球市场已占一席之地。根据 FIA 统计，2008 年我国期货交易量的市场份额为 3.9%，较上年提高了 1.5%。我国商品期货的市场份额为 36.5%，较上年提高 10.9%，略低于美国的 38.4%。我国农产品期货交易量的市场份额达 62.7%，居世界第一位。大连、郑州和上海等商品期货交易所的国际排名分别为第 10、13 和 16 位，平均提前了 10 位左右。从今年增量分析，2006 年，我国三类商品期货交易量（主要包括农产品、能源和金属等，其他未计）占全球三类商品的比例为 41.20%，2007 年占 52.29%，2008 年占 74.79%，2009 年占 110.64%（截止 2009 年 8 月底），占比逐年提高。究其原因，新合约上市功不可没，充分说明在做深做细现有品种的前提下，稳步推进商品期货新品种上市的指导原则是正确的。

（二）推进商品期货合约可持续发展，建设近、中、远期上市品种体系

在全球 20 大农产品期货和期权合约中，除了活牛和瘦猪肉是国内没有上市的品种外，真正具有交易规模、适于期货交易的白糖、大豆、豆粕、玉米、橡胶、豆油、小麦、活牛、瘦猪肉、菜油和棕榈油等 12 个品种均已上市交易，尤其是在体现流动性的交易量方面取得了较好效果。然而，交易量是合约开发成功的一个重要标志，不是惟一标志。我们依然面临未来合约开发战略问题。我们要推进商品期货合约可持续发展，建设包括近、中、远期合约的上市品种体系，为我国期货市场中长期发展积蓄力量。2008 年我国进口原油支出 1300 万亿美元，但对期油价格并没有话语权。因此，我们应重点考虑近期上市能源以及其他金属等战略产品。此外，我们还要培育一些能够为新型产业服务的多元化期货市场（尽管这些市场条件不太成熟，交易量可能不大）。例如，绿色能源产品，包括天然（液化）气

期货、空气污染指数期货、二氧化碳等污染气体排放量市场的建设和发展，以及一些资源性市场，例如，林产品，商品指数类产品以及水权市场的培育和发展，不仅形成上市近期能够活跃的合约，而且培育、开发和上市中远期具有活跃潜能、为新经济发展配套服务的新型产品上市体系。我们不仅应该规划上市新的概念产品，还要从长期战略出发，抓住时机推出期权交易，建立我国的期权市场。2004年至2009年8月底，全球农产品、能源和金属合约期权交易量占其期货交易量的约10%。在2008年全球20大农产品期货和期权合约表中的合约数量中，我们缺少10%的期权合约数，或者说是缺少10%的竞争力。

（三）进一步完善品种结构和机制创新，为上市新合约开辟更大空间

在国际期货市场发展史上，发生过6次创新浪潮。1865年芝加哥期货交易所开创了农产品的各种谷物期货交易；1933年纽约商业交易所开始了金属类的白银交易；1967年纽约商业交易所上市能源类的丙烷交易；1972年芝加哥商业交易所开始货币期货交易；1975年芝加哥期货交易所开始债券类的“房利美”期货以及1982年堪萨斯城期货交易所上市股票指数类的价值线交易。根据FIA数据显示，1955年，所有的合约都是实物商品合约。然而，到了2008年，全球交易量前20位的合约几乎全都成了金融合约。在当前我国期货市场大力发展对国民经济有影响的传统大宗商品期货交易的时候，国际市场已经在上世纪70年代突破“可储存性”限制，实现了交易“有形商品”到交易“无形产品”的飞跃，从交易传统商品跨越到了交易金融产品。我们研究开发和上市交易的商品品种依旧是一些在上世纪前半叶居首要地位的、可存储的大宗商品。因此，我们不仅面临从商品到金融产品的飞跃，而且面临着改写传统商品的“可储存性”的挑战。同时，我们还看到，2004年至今的6年里，我国期货市场共上市合约16个，平均每年上市约3个合约。而1960年到1970年间，美国各交易所主要在芝加哥和纽约推出了56个新合约。平均每年上市约6个合约。尽管两国在不同时期的上市合约数量可比性不大，然而，加快上市合约速度确是我国经济发展的客观需求。鉴于我国已经上市大部分资源性、传统商品期货合约，剩余的品种上市空间有限，所以，我们应当选择适当品种试点现金结算、设计差价交易合约、延长交易时间以及交易所体制改革等创新机制，不仅为上市新合约开辟更大空间，而且为更广泛的对外开放奠定基础。

（四）加快期货市场开放步伐，学习营销中国期货理念

从1952年开始，橡胶、红豆、砂糖、进口黄豆等商品期货在日本陆续上市。1955年，日本主导了20个全球最大的商品期货合约的一半的交易量，出现了持续数年之久的“期货热”。随后，当受到其他市场再次兴起的冲击波的时候，日本期货市场从此一蹶不振，2007年几乎被淘汰出局。这种结局的一个重要原因就是日本投资者群体多限于国内，对于如何把其产品推销到国际市场重视不够，交易量“虚高”而致。日本期货市场先盛后衰的案例提示我们，要想在持续稳定发展的基础上做大做强期货市场，除了制定长远战略发展规划外，我们还要加快期货市场开放步伐，学习营销中国期货理念。研究表明，我国农产品期货的战略格局已经初具规模，接下来的金属和能源期货战略也将适时展开。尽管我国已经成为全球最大的农产品期货交易市场，但是，我们仍然是一个以国内交易为主、开放程度有待提高的市场，中小散户充斥市场，投机成分较浓，套期保值比例有待提高，距离形成全球农产品交易中心还有很大差距。因此，我们应从战略发展视野出发，加快期货市场开放步伐，学习营销中国期货理念，做好国际市场开发，真正形成全球期货市场重要的信息中心、交易中心和定价中心。

（五）增加上市合约数量，减少合约承载，进一步提升期货市场运行质量

在新上市合约取得成功结果的同时，我们更为关注合约的“超载现象”，尤其担心 6000 多万手的合约承载率是否出现“过度投机”现象。合约上市“上一个，火一个”的现象在全球期货业 100 多年的发展过程中实属罕见。究其原因，一方面，期货市场日益增加的投机、投资以及保值需求不断加大，交易所合约上市开发研究体系不断成熟等是重要因素。另一方面，可能出现的“过度投机”倾向以及上市合约少也许是另一个原因。为了满足市场需求，我们可以通过扩张交易量、抑制“过度投机”或是增加上市合约数量加以缓解。如果过度扩张交易量的话，就会增加市场风险和投机比例，容易造成期货与现货脱节，交易量“效应”盖过为实体经济服务的效应。因此，增加上市合约数量，以此减少合约承载压力和投机成分或将成为我国期货市场下一步发展的新途径。

（六）适应市场发展，尽早出台期货法

美国期货市场自 1955 年以来的 54 年期间持续增长的历史经验以及全球金融危机下 2008 年期货和期权交易量较 2007 年增长幅度达 14.14% 的事实说明，在立法到位、监管适用的前提下，期货市场不仅可以常年发挥作用，为市场使用者提供避险服务，而且在市场发生系统性风险的特殊情况下，更能发挥其价格预期和规避风险功能，成为市场使用者必不可少的避风港。美国期货市场在早期的以地方法律为主导的自律监管下，走了很长时间的弯路，教训是深刻的，对于我国早日立法监管有借鉴意义。在全球金融危机企稳、我国经济发展向好以及当前期货市场运行基本正常的形势下，发展资本市场的力度不断加大，期货业对外开放将进一步敞开，金融市场形势正在发生新变化。我们不仅要积极稳妥上市更多场内商品期货品种，进一步完善场内商品期货品种体系，而且还要进一步加大场外市场监管力度，避免发生场外商品现货远期市场利用远期交易与标准化期货交易之间的过渡形态、在现货与期货之间的监管盲区进行非标准期货交易炒作、逃避有关部门监管的现象。如果说，在仅有商品期货时期期货交易管理条例能够很好地发挥作用的话，那么，在金融期货和商品期货（期权）同时存在的条件下，要确保期货市场正常发展，尽早出台既符合国情又具有前瞻性的期货法不仅重中之重，而且迫在眉睫了。