

原油期货上市的法律难点 与对策回顾^{*}

黄 鹭^{**}

摘要:原油期货上市的重大意义除向境外投资者开放境内资本市场外,还包括以油气价格市场化促进国有原油企业改革、以原油直接相关的衍生工具为原油企业提供保值避险工具、以原油交易控制权争夺大宗商品国际定价权、以增加人民币海外供给平衡推动人民币国际化,以及以完善石油战略储备体系维护国家安全。基于此,本文以原油期货上市筹备中的制度安排和规则设计为对象,回顾原油期货上市过程中的诸多法律难点和对策,旨在为期货国际化提供参考建议。

关键词:原油期货 境外投资者 法律对策
人民币国际化

资本市场对外开放是我国经济转型的必由之路。2015年中共中央、国务院在《关于构建开放型经济新体制的若干意见》中提出,“推动资本市场双

^{*} 本文系华东政法大学博士生海外调研资金专项资助研究成果;2018年华东政法大学优秀博士学位论文培育项目成果(项目编号:2018-1-004)。

^{**} 华东政法大学博士研究生。

向有序开放,扩大期货市场对外开放。在风险可控的前提下,研究逐步开放金融衍生品市场,并以此为契机全面提升我国期货市场在国际市场上的竞争力和影响力”。作为我国资本市场开放的重要试点,原油期货的规则设计在期货交易通道、结算、报价、交割等方面均有诸多创新。经过漫长的筹备,原油期货目前已经上市交易。缓慢前行却充满希望的原油期货上市之路,恰似我国资本市场开放中的缩影,回顾与总结原油期货上市的法律难点与对策,意在砥砺奋进,继往开来。

一、原油期货上市的动因分析

(一) 以油气价格市场化倒逼国有原油企业改革

原油产业链包括勘探、开采、仓储、贸易、运输、炼化加工及销售等环节,其中多数环节目前尚未实现完全市场化。尽管主张国有原油企业参与市场竞争的呼声不绝于耳,作为原油产业链下游的油气产品价格市场化也在不断推进,但原油产业市场化进程仍十分缓慢。直到2014年,中石化才在一定程度上实现了原油领域混合所有制的发展目标,允许在原油销售领域引入民营资本。尽管各类性质的企业原则上均可以申请原油进口配额,但民营企业必须满足拥有一定数量的原油进口码头、原油储罐以及原油进口资质的条件,还需拿到国有石油系统炼厂主要留给下属公司排产单。原油期货可以促进原油市场形成透明的原油价格,削弱原油上游企业的价格垄断,从价格端自下而上地倒逼国有原油企业改革。

(二) 以保值功能降低原油企业经营风险

从原油产业链的角度看,原油上游开采企业需面对原油价格风险;原油中游生产企业需面对库存价格风险;原油下游消费企业需面对燃料采购价格风险。如涉及原油进出口,原油企业还要面对汇率风险。以2015年国际油价下跌为例,境内原油企业遭受较大损失。究其原因,境内原油企业没有对所进口、所库存的套期保值工具,只能通过沥青、甲醇以及燃料油等与原油相关度较高的期货合约进行一定程度上

的保值,效果十分有限。此外,原油企业以国际原油期货进行套期保值也并非优选,主流原油期货为轻质低硫原油,而境内进口原油以中质含硫原油为主,合约不能完全匹配。同时,以外币结算会带来新的汇率风险。^[1]

(三) 以原油交易地优势争夺大宗商品定价权

大宗商品价格在短时间内的剧增对一国的影响巨大,可能引发输入性通胀,对宏观调控带来严峻的挑战。目前原油价格与美元呈现高相关性联动,我国很难在以美元结算的石油商品交易中获取定价权,而构建相关的衍生品价格体系对大宗商品价格形成机制有较大影响。以国际铁矿石价格为例,由于早期铁矿石相关产业的开采、运输以及贸易等领域高度集中,全球三家矿山巨头掌握了78%的铁矿石贸易,形成寡头垄断。随着多家投行为饱受铁矿石垄断经营控制之苦的购买方提供对冲交易安排,铁矿石期货、掉期交易量增长使铁矿石价格与铁矿石指数形成高度关联,铁矿石价格被相关衍生品锁定。同理,在大宗商品交易呈现金融化特征的今天,推出原油期货有利于我国对原油定价权的争夺。

(四) 以增加人民币海外供给推动人民币国际化

一国主权货币要实现国际化往往要经过三个阶段,即结算货币、投资货币、储备货币。^[2]我国经济实力的提升使得人民币在境外的接受度提高。然而,外汇管制使人民币在境内外有限制地流通,造成在岸人民币市场与离岸人民币市场存在割裂,使人民币成为投资货币的难度远大于成为结算货币。原油期货以原油交易吸引境外投资者,在完成交易后可在限定范围内支取人民币,即实现人民币与外币在可控范围内的双向流通,间接向境外市场供给人民币。

(五) 以完善石油战略储备体系维护国家安全

在石油已经足以影响到生产生活各个方面的今天,战略石油储备意义空前。据统计,2017年我国石油进口依赖程度达到70%。根据国

[1] Mark Smith, *Basic Derivatives for the Oil and Gas Company*, Alberta Law Review, Vol. 39, Issue 1, August 2001.

[2] 张光平:《人民币国际化和产品创新》,中国金融出版社2016年版,第28~32页。

际标准,当一国石油进口依赖程度超过 50%,该国则被认定为无法自给自足国家。〔3〕同时,我国石油进口依赖程度仍在增加,2017 年原油进口突破 4 亿吨,增速达 10.1%,相当于每日大约 840 万桶。依照该趋势进行预测,2030 年我国的石油对外依存度将升至 80%。〔4〕随着我国石油战略储备工程分阶段完成,我国石油战略储备量不断提高,而拥有大量的石油储备势必也存在库存和资金上的压力。以原油期货协助完成石油战略储备以维护国家石油安全具有必要性和紧迫性。

二、原油期货上市的法律难点回顾

(一) 净额结算存在法律上的不确定性

要吸引境外投资者参与到境内原油交易中,交易安全显得十分重要。在传统的会员制交易所内,交易所仅提供场地、设备以及其他基本的交易设施,并不对交易本身担责。原油期货净额结算履行方式与传统民商法的冲突主要体现在破产法领域。当一方当事人破产时,衍生合同提前终止,尚未履行的权利义务按终止日市价确定盈亏并进行净额结算,其效果是衍生合约当事人从破产债务人处获得了优先、全额清偿,这与破产法传统上奉行的保护破产债务人财产的完整性、公平对待债权人等原则之间发生冲突。〔5〕尽管净额结算存在法律上不确定性的问题并非原油期货所特有,但各主要发达国家与重要国际金融市场所在地的法律都已明确支持净额结算优先原则,我国《破产法》与《担保法》是否支持此原则并不十分明确,在涉及交易主体破产时可能面临无效的法律风险。〔6〕

〔3〕 国际能源署:《2017 石油市场报告》,载 <https://www.eia.gov/naturalgas/crudeoilreserves/>,2018 年 3 月 1 日访问。

〔4〕 石油集团经济技术研究院:《2017 年国内外油气行业发展报告》,石油工业出版社 2018 年版,第 9 页。

〔5〕 刘燕、楼建波:《金融衍生交易的法律解释——以合同为中心》,载《法学研究》2012 年第 1 期。

〔6〕 刘明康:《以参与者为本促进我国金融衍生产品市场健康发展》,2006 年 10 月 24 日,载 <http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/2829.html>,2018 年 3 月 1 日访问。

作为新兴市场衍生品,境内投资者对交易对手尚且存在担忧,境外投资者在陌生法律环境中可能遭遇交易结果变化而使其陷入无助境地。以交易方破产为例,我国《破产法》更加倾向于保护债权人利益,没有如国外破产法建立金融合约安全港规则对衍生品交易进行特殊豁免,当交易安全与交易对手破产前提下债权人利益相冲突时,交易的有效性并不绝对,破产管理人拥有根据实际情况保护债权人权利的优先权。^{〔7〕} 具体而言,一方面,衍生品交易的提前终止或由非破产方决定,或自动提前终止。根据《破产法》第 18 条的规定,破产管理人对未履行的合同享有挑拣履行权,衍生品合同提前终止的决定权不在交易所或交易对手方,而在于破产管理人。另一方面,根据《破产法》第 40 条的规定,债权人在破产申请受理前对债务人负有债务的,可以向管理人主张抵销。交易对手方破产后,其债权人也可能越过该笔衍生品交易对该交易对手方财产申请抵销,与一般交易所规则中交易具有确定性的特征存在矛盾。同时,债权人在破产申请受理后对债务人负有债务的,一般不能抵销,交易结果也有可能因为交易对手的破产申请而出现变化。

(二) 境外资金入境交易存在法律限制

我国外汇管理在一定程度上对货币币值稳定和平衡国际收支起到了积极作用,但也导致了资本市场相对封闭。以“沪港通”“深港通”为代表的证券领域互联互通的制度安排,仍无法适应国际金融的快速发展,巨大的外币互换需求与严格的外汇管制形成矛盾。回顾境内资本市场在可控范围内突破外汇管制的尝试,2002 年推出“合格境外投资者”(QFII)制度,但实施效果并不理想。直到 2016 年,QFII 投资 A 股的比例仍不足 2%,而在我国香港地区、日本等相对更加开放和成熟的资本市场上,境外投资者在其资本市场上的投资比例超过 20%。经过十余年的认识和推广后,QFII 的参与程度和实际交易量与预期仍旧存在较大的差距。2013 年,QFII 获准参与股指期货交易,但其参与程度依旧低于预期设想水平。整体而言,尽管 QFII 制度作为阶段性、过渡性措施,对资本市场国际化具有进步意义,但在外汇管制所造成的境内外市场的割裂对于原油期货上市十分不利。具体而言,原油期货采用

〔7〕 冯果、洪治纲:《论美国破产法之金融合约安全港规则》,载《当代法学》2009 年 5 月。

人民币定价,境外投资者使用美元等外汇资金冲抵保证金,势必将带来大量外汇出入压力,如果限制境外投资者的资金出入,显然有悖于繁荣原油期货市场的初衷。此外,境内期货交易相对落后,境内投资者对于期货交易尚在摸索阶段,外汇管制反而使境外投资者进入股指期货的门槛设置普遍较高,而这恰恰使境外投资者与境内投资者在投资实力上形成差距,^[8]造成不公平竞争的局面。

如果以量化标准来评估一国资本市场的开放程度,一般采用“价格方法”和“数量方法”两种评估方式。价格研究法选取该国市场上同一种物品作为评价对象,该物品的种类不限,但需要在各国市场中均能不受限制地购买。在不考虑运输成本的条件下,只要该种物品在两个国家存在较大的价格差距,市场中自然有人通过倒卖赚取差价。如果一国内尚无该物品的倒卖现象,即说明该国的资本管制阻碍了市场达到自然平衡。^[9]此外,利率差异和货币风险也是衡量价格的因素。如果在利率或货币风险程度存在较大差异的两个国家间也未出现大量的货币互换,则说明该国存在阻碍资本自由流动的因素;另一种标准以一国投资和储蓄之间的联系为衡量对象,即如果一国的投资并不受该国储蓄的限制,敢于以提高利率来增加境外投资,则说明该国的资本可以自由流动而不受限制,反之亦然。研究结果表明,以上述两种评估方式得到的结果均是我国资本程度的开放程度较低,投资者即便明知向我国境内投资可以达到分散风险、优化资源配置的效果,仍旧更加倾向于在其本国投资,主要还是因为我国境内资本自由流动存在障碍。

资本市场相对封闭还体现在人民币汇率的巨大波动上。一国货币币值的稳定程度应当与其经济发展的总体水平直接挂钩,其国际贸易的占比也会对币值稳定起一定作用。^[10]如前文所述,在我国经济高

[8] 高建卿:《QFII参与我国股指期货市场的利弊分析》,载《甘肃联合大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

[9] James Nieberding, Robin Cantor, *Price Dispersion, the Bogosian Short Cut, and Class Certification in Antitrust Cases*, Economics Committee Newsletter, Vol. 4, Issue 1, Spring 2004, pp. 5-9.

[10] Torsten Ehlers, Frank Packer, *FX and Derivatives Markets in Emerging Economies and the Internationalization of Their Currencies*, BIS Quarterly Review, December 2013.

速发展,国际贸易比重不断提高的背景下,人民币在完成国际化的第一步而成为结算货币之后,人民币汇率理应相对稳定。然而,2015~2016年,人民币汇率频繁出现大幅度波动,而每次央行均是通过出手干预的市场操作稳定汇率。尽管人民币汇率抵抗风险的能力有所提升,但相对封闭的资本市场限制了央行的调控效果。因此,外汇管制导致资本市场的封闭,而这种封闭又进一步阻碍了人民币汇率的双向波动,形成恶性循环,不利于原油期货市场繁荣。

(三) 境外投资者准入和管辖存在法律障碍

我国境内投资者的金融交易要求投资者在“一户一码”的制度安排下进行实名制交易,即期货公司在对投资者信息进行审核后,将投资者信息转移至交易所,并借助公安部“身份证查询系统”和“全国组织机构代码中心查询系统”查验后,最终由期货保证金监控中心统一开户。投资者开户后取得专属交易名称和交易编码,并在每笔交易中使用交易编码完成交易。“一户一码”制度可以防止期货公司混码结算,使期货公司无法利用投资者的交易身份信息进行市场操纵行为,保护投资者利益;同时,“一户一码”制度准确定位和监控可疑投资账户,便于根据市场变化对投资者执行平仓减仓要求,对可疑投资者适时发出警告或进行处罚;此外,“一户一码”制度还能及时防范交易错误的发生,使期货公司、存管银行以及保证金监控中心都能对交易反复检查,确保交易的正确性。然而在引入境外投资者之后,境外机构提供的投资者身份信息、资金信息、交易结算信息在可获性、真实性以及及时性上存在较大障碍,不同国家和地区在该问题上的规定差异较大。以法国为例,法国金融监管机构中并没有与我国保证金监控中心发挥同样功能的机构,功能最为近似的机构是法国中央信贷登记系统,但该机构所掌握的社会成员的基本信息仅向央行职员以及其他银行获得授权的职员开放,开放的目的也仅仅是查询该社会成员的信用情况,与其可能从事的期货交易并无联系。因此,对境外投资者根据“一户一码”制度进行实名制开户存在障碍。

此外,对境外投资者的管辖也存在法律障碍。2008年国际金融危机后,遭受金融危机严重打击的美国抢在全球达成共识并行动之前,制定《多德—弗兰克法案》,旨在对全球范围内的美国主体,或与美国有

直接联系的主体进行严格监管。尽管《多德—弗兰克法案》在集中结算、交易透明化等制度方面对于严格监管起到了积极意义,但其对于“美国主体”的定义之宽,对于域外管辖权力之大,导致其事实上成为全球金融监管者,对其他国家金融监管权力造成影响和困扰。^[11]例如,美国监管机构认为,全球的场外交易都应集中结算,且上述集中结算均应在美国所认证的具有资格的中央对手方内进行,否则禁止其被监管的主体在未经认证的中央对手方进行结算。上述规定导致作为我国主要结算机构的上海清算所,为吸引美国主体参与交易并集中结算,不得不向美国监管机构申请资格认证,并定期向其报送数据和报告。尽管上述监管效果显著,但其过于宽泛的长臂管辖权始终遭到他国诟病和反对。2013年4月,欧盟及其主要金融大国的财政部长们联合向美国监管机构发出措辞强硬的信函,警告称如果各国监管权力持续无法得到美国的尊重,国际金融市场可能将因为监管权力的斗争而分裂。在缺乏监管合作的大背景下,在我国资本市场引入境外投资者的过程中境内监管部门需要时刻考虑对发生在境内的交易和纠纷管辖权的争夺,然而管辖权的过度强调又可能导致境外投资者对境内投资环境产生不必要的顾虑和担忧,可能导致境外投资者同时受到重复管辖的尴尬局面,因此境外投资者的合约和交易规则在管辖权方面的设计处于两难境地。

(四) 原油现货市场法律环境存在隐患

现货交易市场监管体制的条块分割,使一些具备金融风险因素的现货交易产品缺乏有效监管。作为商品现货交易市场基本法律规范依据的《商品现货市场交易特别规定》(试行)对现货交易市场规范经营的规定过于宽泛,缺乏可操作性。各类行政文件的颁布使得监管行为过分依赖运动式的专项治理整顿,没有利益抗衡机制平衡各市场参与者的地位。纵观现货交易市场的监管法规,除了试行规定之外,其他如国发[2011]38号文、国办发[2012]39号文均强调了清理整顿各类交

[11] John C. Coffee, *Extraterritorial Financial Regulation: Why E. T. Can't Come Home?* European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 236/2014, Columbia Law and Economics Working Paper No. 459, 26 Mar 2014.

易市场,但未明确规范经营的具体细节操作标准。事实上,商务部早在2015年10月就对于原油现货交易平台的合法性做出答复,对于在交易市场从事原油交易行为,应当按照《对外贸易法》、《原油市场管理办法》及《成品油市场管理办法》等规定,任何从事原油相关领域的企业,都必须具备特定资质条件。然而,目前境内存在的几十家原油现货交易平台,没有一家交易获得商务部从事原油、成品油交易的批准。

经过调研发现,现存的原油现货交易平台部分经省级政府批准,部分经市、区甚至县级政府批准,其中部分交易平台公司也有石油相关企业的入股。各地方政府先后颁布的一系列的行政规章及文件,与现有行政组织法存在矛盾之处,导致监管机构在行政执法时面临行政违法的风险。因此,大部分原油现货交易平台并未受到实际监管,间接导致原油现货价格存在较大偏离。尽管原油供给和需求最终是以基本面实物为准,但是现货市场可能并不总是能够锚定期货价格,尤其是在未来数日、数月甚至数年等相对较长的期限内。同时因为对实物没有真实需求的投机者的大量入市,原油期货价格可能会在短时间内大幅度偏离原油现货价格,或出现原油期货所对应的现货数量远远大于真实现货数量的情况。换言之,当原油现货市场上不存在如此大量的库存原油以交割对冲空头寸时,只能通过期货市场上回购交割的原油期货合约以完成交割。由于目前原油现货市场处于弱势,优质原油相对标准原油价格的溢价逐渐缩窄,地缘政治和宏观经济形势都会使原油期货更加敏感,影响原油期货价格的因素更加繁杂。更有甚者,一些中小原油现货交易平台甚至把原油产品打包出售,赚取高额佣金收益,其所交易原油现货所对应的标的为所谓的“纸原油”,尽管也与期货采用相同的交易方式,如保证金交易、杠杆交易等,但实际上其发布的交易指数与境内外任何一个公允的原油价格均无联系,其性质与庄家开盘赌博无异。此外,多数原油现货交易平台并没有严格采用第三方存管,无法保证投资者资金和交易所的自有资金相互独立。投资者资金处于监管之外使得原油现货交易平台任意挪用其资金以及修改投资者交易数据进行违规操作。根据各地方政府规章,现货交易市场的规范经营问题一般由地方政府金融办统筹管理,然而各级地方政府设立的金融办公室只是一个内设机构,并非可以在行政法上做出具体行

政行为的行政主体,也没有行政执法权,因此从行政权力划分上并未改变原来的监管体制,导致投资人权益保护的力度仍然有所欠缺。

三、原油期货上市的法律对策回顾

(一) 以中央对手方交易所保障净额结算的确定性

以公司制的中央对手方交易所作为原油期货的交易场所可以保证境内外交易者投资的安全性和稳定性。中央对手方作为重要的金融基础设施,在期货衍生品结算过程中,稳定地、独立地充当交易的一方主体参与到交易中。公司制中央对手方交易所的最大特点在于采用多边净额结算的制度,即在交易者的多次交易中并不实际进行交易金额的转移,而是统一轧账之后,以合同更替的方式一次性结清各方债权债务。就这个意义上而言,上海期货交易所国际能源交易中心(以下简称“能源中心”)作为我国原油期货的交易场所,在《交易规则》中明确规定,已经成交的交易指令、了结的期货交易持仓、收取的保证金、已经划转或者完成质押处理的作为保证金使用的资产、配对完成的标准仓单等交易、结算和交割行为或者财产的法律属性,以及采取的违约处理措施,不因会员进入破产程序而使相关行为或者财产的法律属性被撤销或者无效;会员进入破产程序,能源中心仍可以按照交易规则及其实施细则,对会员未了结的合约进行净额结算。

从立法技术上看,中央对手方被视为特殊主体,在很多国家受特殊规则的保护。例如,很多国家的排除条款就保护中央对手方的结算免受结算会员破产的影响,有利于解决交易结果在法律上的不确定性,从而保护金融市场的稳定,^[12]吸引境外投资者。首先,公司制中央对手方交易所集中由境外投资者承担的交易对方风险,以对保证金的严格管控,防范因交易对手方违约所可能造成的连锁反应;以对交易对手方在入市时进行严格筛选防范系统性风险,保证境外投资者聚焦于原油期货交易本身,为境外投资者节省更多的时间和精力对交易对手的履

[12] 邹启钊:《期货市场中央对手方:制度内涵与法律基础》,载《法学家》2015年第4期。

约风险、诚信程度进行研究,降低境外投资者到境内交易的复杂程度。其次,多边净额结算会提高境外投资者的交易效率,促进交易资金的流通程度,增加境外投资者信心。最后,国家之间的衍生品监管协作可以转化为交易所之间合作,在交易中的独立主体地位使交易所之间更广泛的合作成为可能。当交易所之间的合作达到一定程度,可能实现境外投资者可以凭借其所在国或所熟悉国家的法律以及当地交易所的交易规则进行跨境交易。

(二)以多样化资格准入方式引入境外投资者

在原原油期货交易资格准入方面,根据《境外投资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》,除少数直接获得交易所认可的境外投资者外,其他境外投资者均应当通过境内期货公司或我国认可的境外经纪机构进入市场,将实名制的要求转移给境内期货公司或境外经纪机构执行。与交易所对境内期货公司的分级结算的设置相同,境外经纪机构可根据境外投资者的委托进行原油期货交易,之后再在境内期货公司以及少数境内银行等交易所结算会员处进行结算。上述规定通过层层递进的方式对风险进行分散,各层级主体对于错单的筛查有利于原油期货的稳定运行。此外,对于有原油实物交割需求的境外投资者、境外经纪机构,原油期货交易规则也为其提供交割货款结算服务的便利。境外投资者和境外经纪机构在办理“贸易外汇收支企业名录”登记,通过银行进行贸易外汇收支信息申报,进行贸易外汇收支业务后,即可根据到期合约直接进行原油实物交割。在原油期货资金账户管理方面,根据外汇管理局《关于境外投资者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易外汇管理有关问题的通知》,在原油期货交易中,境外投资者、境外经纪机构在境内存管银行开立账户后,在存管银行的外汇专用结算账户进行收付、汇兑及划转的资金没有上限。就这个意义而言,资金渠道的对外开放实现了在可控范围内的外汇流通。当然,对于境外投资者与境外经纪机构进入原油期货交易的资金还是进行了一定限制,即上述资金仅能参与原油交易,交易完成后只能支取资金或交割原油实物,禁止转入境内其他交易中,确保其他大宗商品交易不受影响。

为保证原油期货交易中,适当开放的外汇管制实际处于可控状态,

以存管银行作为监管的延伸,央行要求境外投资者、境外经纪机构根据《境外机构人民币银行结算账户管理办法》和《关于境外机构人民币银行结算账户开立和使用有关问题的通知》等规定,在存管银行开立人民币期货结算账户,用于办理境内原油期货交易的相关资金往来。鉴于直接监管境外投资者、境外经纪机构的难度较大,且境内监管机构、交易所缺乏相关经验,银行直接对于其存管账户进行监管是较为有效的监管模式。央行对于境外投资者、境外经纪机构所开设的人民币基本账户赋予多项功能,既方便其进行投资、购汇、结汇、缴纳手续费、缴纳保证金、补缴交割货款等钱款往来,也使所有交易及其相关往来处于央行的有效监管中。以保证金为例,原油期货的保证金相较于境内商品期货增加了多种方式。除直接以人民币作为交易保证金外,外币、标准仓单、国债以及其他具有稳定价值和流动性的优质资产也能作为交易保证金。无论以何种资产作为保证金,均要通过存管银行的账户完成。凭借上述规则设计,央行要求各存管银行定期报告原油期货相关账户情况、对境外投资者的原油交易实时掌控、对可疑交易及时上报,依照反洗钱对于大额资金往来进行核查,以保证资金来源合法。

(三) 以差异化合约标的物避免直接竞争

期货合约品种具有先入优势,即投资者对于某种期货合约的投资往往倾向于选择最早推出的合约,而即便后推出的对应标的相同货相似的合约在成本上具有一定优势,投资者也未必会更换期货合约种类。究其原因,如果某种期货合约已经存在成熟的交易市场,投资者选择从一个高流动性的交易所转移到另一个低流动性交易所的成本巨大,除非这个低流动性的交易所能够提供更加低廉的交易成本或潜在的高流动性。^[13] 由于交易所市场具有明显的规模经济性和网络经济性,一个期货合约只能在一家交易所或者少数几家交易所生存,尤其是在目前全球普遍采用的电子化交易方式下,任意一家交易所都很难具备其他交易所完全不具备的特点。因此,在交易所市场,期货合约的竞争具有较明显的“先行者效应”。全球已存在的原油期货均存在系列化合约,均具有高度的互补性和相关性,使投资者可以十分便捷地利用合约的

[13] 朱国华、方毅:《商品期货交易所的竞争优势》,载《现代管理科学》2010年第8期。

相关性对冲风险。

目前,全球范围内已存在 WTI 与 Brent 两个原油期货指数数据,且上述两个原油期货指数数据长期指导全球原油价格。我国原油期货由于推出时间相对较晚,经验积累相对较弱,如与 WTI 合约、Brent 合约直接展开竞争,我国原油期货在交易量上可能难以达到预期目标。作为新兴的原油期货合约设计,与 Brent 合约和 WTI 合约相比,我国原油期货合约在设计上主要存在以下差异:首先,WTI 合约和 Brent 合约对应的标的均为轻质低硫原油,而我国的原油期货对应的标的为中质含硫原油。合约所对应标的原油的差异化可以避免与 Brent 合约、WTI 合约的直接竞争。同时,从实物交割的角度考虑,中质含硫原油由于产量最大,实物总量所对应的资金量更大,通过市场操纵囤积现货对期货市场进行逼仓的可能性更小,交易安全性更高。其次,Brent 合约交割采用现金方式,而 WTI 合约和我国原油期货采用实物交割方式。与现金交割的原油期货交易相比,实物交割的原油期货交易能够更好地实现现货市场的投资策略,帮助争夺原油定价权;同时实物交割的原油期货交易能够降低结算价格受到人为操纵的可能性,满足现货市场实物交付的需求,既能保证新兴期货合约的安全运行,也能为境内实体经济的发展提供价廉质优的原油产品;此外,实物交割的原油期货交易能够保证多头与空头头寸和相关现货市场的供给与需求相匹配,合理地反映现货的基本面,为原油相关企业提供保值避险的工具。^[14]最后,Brent 合约和 WTI 合约每手合约均为 1000 桶,交易门槛较高,需要交割的小型石油企业不宜进入市场。而我国原油期货每手合约为 100 桶,方便小型石油企业参与投资。交易门槛较低有利于更多的投资者进入市场进行交易,对于初次进入境内资本市场的境外投资者而言,我国原油期货合约具有更强的流动性,原油交易更为灵活,使得价格发现功能

[14] Michael Greenberger, *Closing Wall Street's Commodity and Swaps Betting Parlors: Legal Remedies to Combat Needlessly Gambling up the Price of Crude Oil beyond What Market Fundamentals Dictate*, *George Washington Law Review*, Vol. 81, Issue 3, April 2013, pp. 707 - 748.

得到更加有效的发挥。^[15]

当然,如果我国原油期货合约与 WTI 合约和 Brent 合约完全割裂,则其中的权威性也会因此大打折扣,在保持期货合约特殊性的同时,还是要与 WTI 合约和 Brent 合约保持一定联系。具体而言,OPEC 所属成员国以及 MENA 地区是我国目前进口石油最主要的地区。上述地区的石油主要以 Platts 评估的 Dubai/Oman 合约所对应的原油价格为定价基准。然而 Dubai/Oman 合约所对应的原油现货交易量非常小,交易市场相对落后导致期货交易十分冷清,根本无法实现当地原油的价格发现功能,因此即使是进口中东地区原油的交易商仍旧更倾向于选择 Brent 合约,然后再由 Brent 合约计算与 Dubai/Oman 合约之间的价差。基于此,Dubai/Oman 合约所对应的原油定价就与 Brent 合约处于紧密的联系之中。基于前述我国原油进口很大程度来自中东地区,我国原油期货合约价格走势在一定程度上与 Brent 合约呈现高度相关性。具体到原油期货合约所对应的原油质量上,我国进口原油的 API 和含硫量较高,我国原油期货合约与 Brent 合约可能存在一定程度的折价。考虑到从海湾地区到我国的运输费用、进口税费之间的差异,最终我国原油期货合约与 Brent 合约相同月份合约之间可能不存在显著的溢价或折价。^[16] 通过上述的联系,在我国原油期货合约与 WTI 合约和 Brent 合约进行差异化设计的同时,在价格趋势上也不至于完全背离以保持公正性。

(四) 以投资者适当性管理完善风控制度

原油期货实行交易者适当性管理,以引导交易者理性参与期货市场,保护其合法权益。原油期货适当性制度包含两个维度:一是交易者层面。交易者应当根据适当性制度要求,全面评估自身市场及产品认知能力、风险控制与承受能力和经济实力,审慎决定是否参与期货交易。二是期货公司会员、境外特殊经纪参与者和境外中介机构等开户机构层面,应当就投资者对期货的认知水平和风险承受能力进行评估,

[15] John Labuszewski, John Nyhoff, Paul Peterson, *The CME Group Risk Management Handbook: Products and Applications*, CME Group, July 6, 2010.

[16] 东证期货研究所:《2015 我国期货业白皮书》,载《期货日报》2015 年 1 月 5 日,第 20 版。

评估维度主要包括期货交易基本知识、相关投资经历、财务状况以及诚信状况等。原油期货首次在公司期货领域引入投资者适当性制度,其内容包括原油期货的风险评估、原油期货投资者评估、原油期货交易相关信息披露、原油期货合约与投资者的匹配、投资者教育、资产管理机构或中介机构的责任义务等一系列环节工作,力求实现资产端与投资者端的精确匹配。^[17]实际上,原油期货投资者的开户资金与其所能够承担风险的能力并不一定匹配,投资者为进入市场而借贷钱款开户再返还的先例时有发生,因此真实的交易记录和经验是原油期货投资者是否理解原油期货交易的风险性、交易规则的最佳证明。

根据《上海国际能源交易中心期货交易者适当性管理细则》,原油期货投资者适当性制度中最强调投资者的交易经验,并制定了可量化的交易经验评估标准,即具备近三年内具有10笔以上成交记录。在交易地点和场所的选择上,原油期货投资者适当性规则展现出开放的态度,不论是在中国境内交易所开户还是在与中国证监会签署监管合作谅解备忘录的国家(地区)期货监管机构监管的境外期货交易场所开户的,只有达到上述交易要求,均被视为拥有真实交易经验的投资者,认定其具有交易风险评估和防范意识。对于没有真实交易经验的投资者,可以以仿真交易经验进行替代,新投资者在至少进行了10个交易日的仿真交易后,方可进入市场进行交易。同时,为保证新投资者具有抵御风险的能力,个人投资者还应达到一定数额的准入门槛要求。上述安排一方面为保证境内外原油期货投资者更加安全适当地参与到原油期货交易中,帮助其做出是否入场的决定;另一方面,鼓励更多适当的投资者进入市场,为成熟投资者开辟快速通道,在安全交易的基础上活跃交易市场。此外,在特定情况下,原油期货交易参照国际外交中所使用的方法,将违规投资者列为“不受市场欢迎的人”,不得参与原油期货交易。上述“不受市场欢迎的人”名单同时与其他市场和监管机构进行信息共享,使违规失信者成本提高或受到相应制约。

(编辑:彭鲁军)

[17] 李仁杰:《投资者适当性管理实践》,载《中国金融》2016年第18期。