

2010年9月



商品问题委员会

政府间谷物小组与政府间稻米小组 闭会期间特别联席会议

2010年9月24日，意大利罗马
红厅

农产品期货：强化市场信号，促进全球价格发现¹

1. 农产品投资是一项大业务。继 20 世纪 90 年代美国及欧洲放开对金融服务部门的管制后，各金融公司已开始将巨额资金投入农产品期货交易，期望从波动性较大的粮食市场中获取超额回报。过去十年，世界最著名的交易所 – 芝加哥交易所集团（CME）²的农产品交易量已经是原来的三倍，而伦敦国际金融期货期权交易所（Euronext Liffe）的软商品期货交易量则翻了一番。伦敦国际金融期货期权交易所还开发了小麦和油菜籽的流动性合约。这些合约被称作“基准”，其价格发现功能在全球范围内产生影响，几乎在所有国家中都对国内决策产生深远影响。然而，高交易量也招致了过度投机的指责，认为它可能会对人口中很大一部分人带来不良影响。争论的焦点是，投机是否导致价格上涨，生产者是否能从期货合约的高价中获益。另外，粮价波动性也是需要解决的问题。

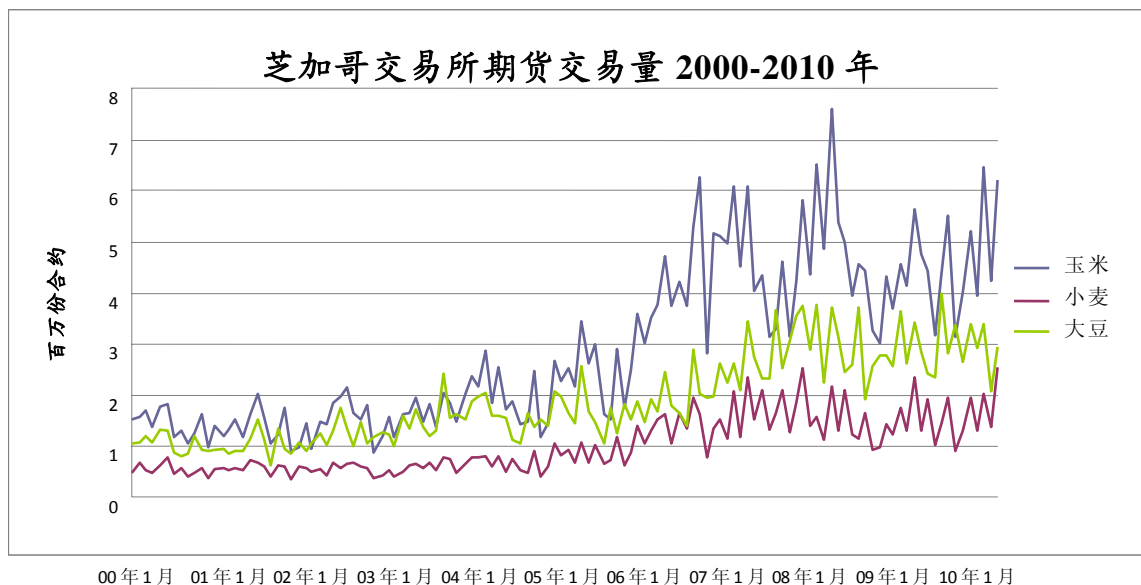
¹ 本文件由专家及资深商品交易人 Ann Berg 供稿。文中观点不一定代表联合国粮农组织的官方意见。

² 芝加哥交易所集团目前包括芝加哥期货交易所及纽约商品交易所。

为尽量减轻粮农组织工作过程对环境的影响，促进实现对气候变化零影响，
本文件印数有限。敬请各位代表、观察员携带文件与会，勿再索取副本。
粮农组织大多数会议文件可从互联网 www.fao.org 网站获取。

2. 从全球看，农产品市场的期货交易自 2000 年以来已经出现几何级增长。一些新兴市场的交易所，如中国的大连交易所和印度的多种商品交易所都出现了交易量大幅增长的现象，增幅甚至超越了芝加哥交易所或伦敦国际金融期货期权交易所，但尚未吸引大量国际性投资。货币不可自由兑换、严格的持仓限额、政府对期货及现货市场的频繁干预或对外来直接投资的禁令都限制了这些新兴商品市场在全球范围内的发展。实际上，最新出现的农产品交易所都是市场自由化的结果，主要侧重生产者定价。例如，南非期货交易所³就是在 1995 年取消了政府价格支持后成立的，它指定 100 多家仓库作为小麦及玉米合约的交货点，以最大限度地满足生产者的风险管理需求；印度和中国的交易所都着力于提高生产者的营销权和推动乡村发展。

芝加哥交易所的玉米、大豆及小麦期货交易量：2000-2010 年



3. 在其它地方，很多交易所也根据本国的商业特点开发了合约。例如，东京谷物交易所（TGE）就于 1992 年启动了以日元计价的玉米合约，专门指定用于到日本港口实物交货的美国产玉米。阿根廷和巴西的交易所，如罗萨里奥期货交易所（ROFEX）和巴西期货交易所（BM&F），也都根据自身的出口市场量身定做，开发合约。

4. 虽然和金融期货自 2006 年以来超过一千万亿美元的概念成交量相比，农产品期货的成交量显得微不足道，但它能在实际作物产量的基础上起放大作用，因此仍然值得注意。例如，芝加哥交易所的软红麦合约被用来在美国国内作为约 4 亿

³ 南非期货交易所现已更名约翰内斯堡证券交易所。

蒲式耳（相当于 1000 万公吨）小麦收成的一个套期保值手段，结果 2008 年的实际成交量达到 900 亿蒲式耳，相当于每个交易日就成交一整季的收成量。

I . 监管背景

5. 商品期货市场中的投机和价格扭曲现象自期货市场出现以来一直存在。人们指责说，自芝加哥期货交易所（CBOT）于 19 世纪中叶成立以来，至少每十年就会出现市场操纵行为，特别是“打压行为”。为此，美国政府于 1922 年立法对商品期货交易所实施监管，并于 1936 年按照《商品交易所法案》（CEA）加大了监管力度。该法案将市场操纵行为列为一项犯罪行为，并针对单个交易商设定持仓限额。1974 年，美国国会设立了商品期货贸易委员会，授权它行使众多监管及反欺诈权力。

6. 美国商品期货贸易委员会的一项重要作用就是审批所有在美国各交易所挂牌的期货合约的持仓限额和具体规格，确保使其不受市场操纵行为的影响。1996 年，该委员会向芝加哥期货交易所发出最后通牒，要求交易所调整长期以来一直沿用的玉米和大豆合约⁴，认为合约已不符合委员会“防范或减少价格操纵现象，或此类商品跨州贸易中的不正常交易”的宗旨⁵。”

7. 商品期货贸易委员会还有权对期货交易商及交易公司进行监管。1989 年，委员会认为有一家大出口商在操纵芝加哥期货交易所的大豆价格，就命令该公司在 5 月和 6 月的交货期前大幅减低其大豆多头持仓。

8. 最后，美国商品期货贸易委员会支持提高市场透明度。委员会每周都要发布“交易者持仓报告（COT）”。该报告收集美国各大交易所的资料，并按照生产方/买方多单、空单及双向持仓、掉期交易商、基金等分类，对每种期货合约的市场构成提供清晰的介绍⁶。作为国际证监会组织⁷的一名成员，美国商品期货贸易委员会推动在全球范围内实现信息共享，并采用“最佳规范”来监管期货合约。它还就一些期货问题召开向公众开放的圆桌会议。最近，它就芝加哥、堪萨斯城和明尼阿波利斯交易所小麦合约的现货和期货价格之间不一致的问题⁸召开了圆桌会议。

⁴ 芝加哥期货交易所分别于 1877 年和 1936 年启动了玉米和大豆合约。

⁵ 芝加哥期货交易所将其合约从芝加哥/托莱多仓库收据系统调整为伊利诺伊河运单系统。

⁶ 见附件。

⁷ 国际证监会组织英文缩写为 IOSCO。

⁸ 由于种种原因，过去几年期货价格与现货价格相比往往有较高溢价（可高达 20%）。

9. 欧洲各国的期货贸易监管模式与美国的有较大不同。在英国，作为非政府组织的金融服务局被授予法定权力来监管期货市场。它于 2010 年 6 月公布了一项结构调整计划，以更好地处理系统性问题，特别是银行业的问题，这项计划将于 2012 年完成。尽管金融服务局采用了国际证监会组织的各项原则，包括《东京公报》⁹，但金融服务局的网站称，“[自己]并没有专门针对商品及商品衍生品市场的规则”。金融服务局是在 2000 年巴林银行倒闭后设立的，它起初认为商品期货贸易是专业用户市场，因此应由交易所来监管。到了 2007 年，它看到了商品期货成交量呈不断增长趋势，提出可能有必要加强期货监管。最近，由于人们指控一家对冲基金通过伦敦国际金融期货期权交易所可可合约大量买入可可扰乱了市场秩序，金融管理局正在考虑是否在即将进行的结构调整中对商品期货市场实施监管。

10. 在欧洲其他地方，交易产品受国家金融监管部门的监管。例如，法国金融市场管理局负责监管原法国国际期货交易所（MATIF）¹⁰的制粉小麦合约。与英国金融服务局一样，法国金融市场管理局几乎没有对期货交易所的监管权力，主要靠交易所自律。然而，由于小麦价格目前飞涨，法国政府正在呼吁在 2011 年对《金融工具市场指令》进行回顾时进行国际改革。

II. 投机限额及成交量增加

11. 自从《商品交易所法案》颁布后，美国的各大交易所都对初级农产品合约的投机性交易设置了限额。这些限额从 20 世纪 90 年代开始大幅调高，从谷物和大豆的标准 600 份合约提高到目前的几千份，但现货交易的月限额仍为 600 份。此外，芝加哥交易所限制任何非商业实体持有 600 份以上交货运单或仓库收据。善意套期保值者可以不受限制。美国商品期货交易委员会授予指数基金套期保值豁免权¹¹的做法目前正在接受审议。

芝加哥交易所集团农产品持仓限额 - 合约数及公吨当量

合约	现货月限额	单月限额	所有月份总限额
玉米	600份 (7.62 万公吨)	13500份	22000份 (279万公吨)
大豆	600份 (8.16 万公吨)	6500份	10000份 (137 万公吨)
小麦	600份 (8.16 万公吨)	5000份	6500份 (89万公吨)
大米	600份 (5.46 万公吨)	1800份	1800份 (16.3万公吨)
燕麦	600份 (5.16 万公吨)	1400份	2000份 (17万公吨)

⁹ 1997 年，来自英国、美国、日本等 17 个国家的监管人员发表了一份公报（《东京公报》），公报通过了两份指导文件，一份涉及商品合约的设计和/或审核方面的最佳规范，另一份涉及市场监测及信息共享。这是负责监管商品衍生品市场的监管人员们首次同意接受为监管此类市场而制定的国际标准。

¹⁰ 法国国际期货交易所（MATIF）于 1999 年与伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）合并。

¹¹ 套期保值豁免权允许某个指数基金超出投机限额。

12. 伦敦国际金融期货期权交易所（Euronext Liffe）小麦、油菜籽及玉米合约的所有月份总限额与芝加哥交易所相比较为保守。这些合约的期货交货程序适用于投机者和套期保值者，目的是作为一种价格信号系统，而不是保证供应的机制。与芝加哥交易所的分层结构类似，必须在合约到期之前调低限额。为交易最活跃的谷物及油料合约确定限额的是伦敦清算所（LCH），而不是交易所。

伦敦国际金融期货期权交易所农产品持仓限额 一合约数及公吨当量

合约	现货月限额		所有月份总限额	
制粉小麦	2000份	(10万公吨)	4000份	(20万公吨)
油菜籽	1200份	(6万公吨)	2400份	(12万公吨)
玉米	1200份	(6万公吨)	2400份	(12万公吨)

13. 伦敦国际金融期货期权交易所的糖、咖啡和可可合约与所有其它农产品合约不同，它们没有任何限额。正因为没有限额，因此传说有一家对冲基金曾按照2010年7月的合约收货约24万吨可可，几乎是能交货的可可供应量的全部，相当于全球可可产量的7%。专家指出，7月的价格涨得如此之高，因此空头合约便将可可从纽约各仓库运至伦敦国际金融期货期权交易所在阿姆斯特丹、安特卫普和汉堡港口的交货点交货。伦敦国际金融期货期权交易所最近宣布，自己将就软商品的交易种类和参与交易的实体收集内部数据，并编写出一份与美国商品期货贸易委员会的“交易者持仓报告”类似的报告。到目前为止，无论是伦敦国际金融期货期权交易所，还是伦敦清算所，都没有宣布任何关于对软商品期货设置持仓限额的计划。

14. 导致全球食品类投机量增加的原因有以下几种：

- 市场自由化及价格支持的减少，特别是欧盟实行“共同农业政策”之后
- 美国放开了对金融服务部门的监管，允许银行从事自营交易
- 证券交易保证金在不断下调
- 部分食品类产品被用于燃料生产
- 新兴市场对粮食的需求上升
- 粮食价格持续低迷，导致对农业的投资不足
- 缺乏向生产者的价格传递

- 政府对出口市场的突发干预，如出口禁运、关税和配额
- 电子市场准入便利
- 主要交易所从会员制组织改组成为盈利性公司。

III. 未来方向

A. 监管方面的协调一致

15. 欧洲监管部门可以将美国创建监管框架的模式作为一个良好的起点。举个例子，如果不去收集有关贸易活动的信息，不去制定相关的规则及法规，那么采用国际证监会组织原则是不会有什​​么效果的。同样，从 150 多年的期货交易史中可以看出，规定持仓限额对于供应量有限的商品来说是有必要的，它有利于遏制过度投机及囤货现象。就农产品而言，粮农组织可以牵头，和其它国际组织一同完成协调工作。

B. 提高透明度

16. 期货市场中问得最多的问题是：投机行为在多大程度上是在驱动价格，而不是商业活动？在电子交易问世之前，各经纪公司都就交易场内各方每日的交易活动提供非正式总结报告。而今天，各交易所自己或其清算行¹²可以更加精确地做到这一点。电子市场能即时跟踪按各类交易人分类的委托单流量和交易情况。交易所可将这些数据提供给商品期货交易委员会，由委员会每日公布数据，以确定投机性买卖和商业性买卖的具体数量。这些信息是对“交易者持仓报告”的补充，使市场情况更为一目了然，因为它可以确定哪些类型的交易在推高或拉低价格。其它国家的交易所也应该采用此类上报做法。

C. 政府政策

17. 在过去几年中，政府的突发干预，如禁运、提高出口关税或配额都曾引发期货价格大幅飙升，产生了不良后果。

D. 对生产者的价格传递

18. 对市场而言，价格从期货市场向生产者的传递不畅是一个关键问题。由于价格从期货到生产者没有得到良好的传递，导致供应方反应不足。价格传递不畅主要由以下因素导致：

¹² 芝加哥交易所集团对自己的交易进行内部清算，而伦敦国际金融期货期权交易所的商品期货交易则由伦敦清算所负责。

- 国内价格保护
- 当地市场不透明
- 中间商的剥削性贷款及买入行为
- 供应链过长
- 期货交货点的地理位置离产区很远。

19. 虽然大多数问题都要各国根据不同情况具体解决，但最后一个关于交货点的问题完全可以通过现有交易所或建立新的交易所来解决。例如，虽然世界上可可生产大部分集中在西非地区，但伦敦国际金融期货期权交易所的可可合约¹³却是按照北欧港口交货计价的，这些港口包括阿姆斯特、安特卫普和汉堡。如果能在主产国加纳或科特迪瓦建立一个商品交易所和/或期货交易所，就有利于实现从欧洲需求中心到生产者的价格传递¹⁴。

20. 同样，在诸如大米等市场，商品交易所也可以协助进行区域定价。由于大米品种及消费者偏好千差万别，很难使用一份全球统一的合约。交易量最大的合约是芝加哥交易所的粗米合约，它按照阿肯色州仓库交货的未碾磨大米定价，最适合美国国内大米生产者及碾磨加工商。在泰国，政府通过泰国农产品期货交易所对出口大米进行公开拍卖。该模式是一种很有吸引力的做法，有利于向农民发出价格信息，值得其它地方借鉴，特别是全面实现大米保护政策的国家。拉丁美洲有几家交易所采用农产品“一揽子关税”的交易方法，以便在进口大米和玉米等“敏感性”商品时确保透明度和价格效率。这也是由交易所提供的有用的价格传递模式。

E. 波动性

21. 食品价格的波动是由一些根本性因素及基金的投机行为同时作用下导致的。目前，就机构性投资是如何改变了市场本质这一问题大家众说纷纭，特别是在扩大限额的问题上。虽然各金融公司辩解说，自己为市场提高了成交量和流动性，但其他人则认为大额委托单导致波动性加大，致使价格大幅升降。在2010年8月小麦价格飙升过程中，芝加哥交易所的小麦价格在相邻两日之内就触及上限和下限。高频交易也是一个争议焦点，美国商品期货贸易委员会的一份评论最近指出，这一现象需要“约束”，认为“寄生式交易对市场的基本功能并没有什么好处¹⁵。”

¹³ 美国洲际交易所有一份可可合约在纽约港各交货点交货。

¹⁴ 加纳和科特迪瓦正在努力解决商品定价问题。

¹⁵ “要约束那些网络牛仔们”，巴特·奇尔顿，美国商品期货贸易委员会主席，《金融时报》，9月6日。

22. 被动基金（指数基金及掉期交易商）资金的作用也是争论集中的焦点，对立两方的专家在争论他们是否就是导致有些期货合约长期出现价格高涨和期货溢价¹⁶现象的原因。联合国贸易和发展大会（UNCTAD）在其《2009 年贸易和发展报告》中指出，基金资金的大量流入已使商品期货市场违背了“高效市场”的初衷，因为掉期交易商及指数基金对商品期货的买卖已经完全与市场供求基本原则脱离了关系¹⁷，而只是与基金吸引基金购买人的能力有关。尽管期货交易本身就有风险转移的性质，有人赚钱，有人赔钱，但被动基金已经成功地将期货合约作为一种新的投资类别打包卖给机构投资者。当然，大多数人认同这些被动基金并不对波动水平产生影响，因为他们唯一的交易活动就是将自己的持仓向后“展期”，而且展期的时间要在自己的招募书中宣布。在芝加哥交易所的小麦合约中，掉期交易商在未平仓多头合约中约占 40%，或近 10 亿蒲式耳（2700 万公吨），相当于美国软红冬麦一整季收成的两倍半。到 2010 年 9 月为止，基金（包括活跃的对冲基金及被动指数基金）资金在未平仓多头合约中占 20%。

23. 为了解决波动性问题，各期货交易所已采用持仓限额和价格限制两种手段。也可以采用一些与波动性相关的其它工具：

- 限制在一定时间段内输入的委托单的总数量
- 禁止高频交易
- 在离交货月还较远时就实行现货月限额
- 将实物交货合约改成现金交割
- 每月对合约进行清算 – 可交货，可现金
- 允许运单或仓库收据在签发一年内到期
- 通过提高保证金减少借债投机现象
- 调低现有的持仓限额

24. 所有这些解决方案都有争议或弊端；其中很多可能会遭到交易所的排斥，因为有些措施会减少成交量，从而降低利润。

25. 此外，交易所也可以考虑开发一种全球合约，如寻求“全球最便宜的小麦”。虽然设计这样的合约必须十分谨慎，但这方面还是有先例的：伦敦国际金

¹⁶ 期货溢价是一种市场结构，特点是后面一份期货合约的交易价要比前面一份高。

¹⁷ 《2009 年贸易和发展报告》，第二章，“商品市场金融化”，联合国贸易和发展大会（UNCTAD）。

融期货期权交易所的白糖合约（1983 年启动）就是一个离岸价全球合约，交货地点分布在 5 个大洲 41 个国家。各交易所可以为小麦设计类似的合约，或开发一项新的指数来反映（除美国和欧盟外）各大生产国的小麦价格，如中国、印度、阿根廷、加拿大、南非和澳大利亚，这些国家都将商品期货合约作为生产者定价机制。同样，一项指数，就像国际谷物理事会公布的指数，也可以加以扩大，以涵盖更多国家。全球小麦合约可以为各国政府看待目前农产品期货价格时提供一个新的视角，使价格能够更好地传递给生产者。

26. 由于期货市场及背后的农产品市场的一些结构性变化，价格及波动性可能在可以预见的将来继续维持在高水平。高价格是有必要的，它可以鼓励提高生产率和加强基础设施建设。而波动性在一定程度上可以通过交易所和监管部门来解决。最后，我们有必要在全球展开一次辩论，讨论今天的主要期货交易所是否仍保留了自身为背后的农产品市场充当价格发现和风险转移场所的作用，抑或他们是否早已成为一个各方在“零和博弈”中争夺胜利的地方。