

Policy Brief No.201803

March 27, 2018

田慧芳

tianhf@cass.org.cn

“中国版”原油期货的特点与前景

历经数年的摸索，中国原油期货于2018年3月26日在上海国际能源中心（INE）正式亮相，这是中国证监会批准的首个以中国货币定价的期货合约，它的推出是改善中国石油金融体系、深入推进人民币国际化和期货市场国际化的重要举措，也是建立新的亚太地区原油基准价格，推动亚太原油贸易的大发展的第一步。

一、“中国版”原油期货的探索与演进

近些年来，全球政治、经济、能源格局发生了深刻变化，以中国为首的新兴市场在世界能源供求格局中的地位日益凸显。2011年中国超过日本成为世界第二大经济体，同时中国的原油进口也保持了较高增长。据标准普尔的估计，2012年至2016年中国原油进口量日增加220万桶，2017年中国原油日进口量达到800万-850万桶，超过美国成为了全球第一大原油进口国。中国也超过韩国，成为欧洲北海油田的第一大客户。国际能源署（IEA）预测，2018年中国液体燃料需求总量将日增加30万桶，原油进口量将进一步增加。但这一格局的变化并未真正反映到国际大宗商品市场上。以美元计价的国际原油期货市场体系和规则仍然占据全球主导地位。纽约商品交易所和伦敦洲际期货交易所形成的西德克萨斯中质原油期货合约（WTI）和北海布伦特原油的期货合约（Brent）操纵着全球原油的基准价格。WTI期货价格主要是美国原油现货交易的基准价格，而Brent期货价格则在中东，欧洲和亚洲原油价格中扮演着重要角色，决定着全球近65%的原油交易的价格。而新兴市场国家，无论是石油出口国还是进口国，对能源价格主导能力都较弱。尤其在亚太，2004年开始，亚太地区的石油消费量已经超过北美和欧洲，成为世界上最大的石油消费市场，但亚太并没有一个成熟的期货市场为原油贸易提供定价基准和规避风险的工具。尽管日本、印度、俄罗斯等都为了争取区域性原油定价中心的地位在原油期货上市交易方面进行了有益的尝试，但影响力都不大，且其价格大多跟随WTI和Brent原油走势，无法反映中国及亚太地区其他主要原油进口国的真实情况。

作为国际原油的最大进口国，现有的国际原油定价体系已不能满足中国原油贸易对价格基准的需要，中国必须掌握国际原油价格变动的主动权，以促进中国经济的平稳运行，维护中国的能源安全。实际上中国是亚洲最早推出原油期货的国家。早在1992年中国就首次在南京石油交易所推出石油期货，上海石油交易所也随后推出大庆原油、90号汽油、0号柴油

和 250 号燃料油四种标准期货。那一阶段是中国期货市场飞速发展的阶段,到 1993 年年底,我国已经拥有了约 45 家期货交易所和 144 家期货公司,但期货市场风险也快速累积,“粳米”事件、胶合板事件,天然橡胶期货事件等成为了上个世纪 90 年代中国期货市场最大的热点,大量的热钱逐利其中,酿成严重的后果,国务院下达《关于制止期货市场盲目发展的通知》,证监会也最大规模处罚了一批期货经纪机构和市场参与者,原油期货也被叫停,中国期货市场进入大规模整顿和恢复发展时期。

2001 年,在证监会指导下,上海期货交易所开始展开对石油期货交易的新一轮论证。2004 年,市场化程度最高的燃料油期货在上海期货交易所重新挂牌,随后推出石油沥青期货。这两大期货产品的实践为中国原油期货的合同设计、交易结算、交割、仓管、风险管控和监管等积累了宝贵经验。2012 年中国修订了《期货交易管理条例》,允许外国投资者参与境内特定品种的期货交易。2014 年证监会正式批准上海期货交易所开展原油期货交易。但随后由于股市震荡、金融市场波动以及原油价格大幅下跌,尤其股指期货突如其来的风险,使得原油期货陷入搁置。2017 年证监会正式发布原油期货合约和交易规则,指出中国原油期货将于 2018 年 3 月 26 日正式挂牌交易,标志着原油期货上市进入实质性推进阶段。

二、“中国版”原油期货的特别之处

二十五年后原油期货卷土重来将带给我们那些变化?我们首先对中国的原油期货合约与 WTI/Brent 期货合约做一个比较。

“中国版”与“国际版”原油期货合约比较

	中国原油期货合约	WTI/Brent 期货合约
交易品种	中质含硫原油	轻质低硫原油
交易单位	1000 桶/手	1000 桶/手
报价单位	人民币计价	美元计价
最小变动价位	0.1 元(人民币)/桶	0.01 美元每桶
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±4%	无价格波动限制
合约交割月份	36 个月以内,其中最近 1-12 个月为连续月份合约,12 个月以后为季月合约	12 个连续月份,一季后扩展至最长 24 个月,半年后至最长 36 个月
交易时间	上午 9:00 - 11:30, 下午 1:30 - 3:00 或上海国际能源交易中心规定的交易时间	约 24 小时
最后交易日	交割月份前一月份的最后一个交易日;上海国际能源交易中心有权根据国家法定节假日调整最后交易日	如果交割月第一天的前第 15 天为伦敦的银行日,交易应于当天收盘时停止。如果当日是伦敦的非银行日(包括星期六),交易将于当前一个工作日停止,该日期由交易所公布
交割日期	最后交易日后连续五个交易日	无
交割油种	中质含硫原油,API 度 32.0,硫含量 1.5%,具体可交割油种及升贴水由上海国际能源交易中心另行规定。	轻质低硫原油,API 度 38.2。含硫量小于 0.5%
交割地点	上海国际能源交易中心指定交割仓库	-
最低交易保证金	合约价值的 5%	交易所规定,比如洲际交易所欧洲结算所的保证金标准是\$2,700-3,700/手。芝加哥商品交易所结算所的最低保证金\$2,300/手;
交割方式	实物交割	实物交割

首先，作为中国首个境内特定原油期货品种，上海原油期货在符合我国期货市场监管制度要求基础上，充分吸收了国际市场通行惯例的规则体系，在设计上采取了“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”的基本思路。所谓“国际平台”即面向全球的原油生产商、贸易商、金融机构和机构投资者，实现交易国际化、交割国际化和结算国际化等。由于国际主要商品期货市场的交易价格都是不含税净价，我国原油期货在设计中也采用“净价交易”，方便与国际市场不含税价格直接对比，同时避免国内税收政策变化对交易价格产生影响。

“保税交割”指通过保税仓库进行实物交割，有利于降低企业的交易费用，也有利于充分发挥保税油库作为联系国内外原油市场的纽带的作用。目前6个可能备选的交割库大多位于主要原油进出口港口，如大连、日照、舟山中石化兴中、册子岛、上海洋山港、湛江等，是拥有原油仓储资质的油库，可直接辐射亚太地区。从交易制度看，我国原油期货以1000桶/手作为交易单位，规定了4%的涨跌停板和每天大约4小时的交易时间，并在最小变动价位、交割方式等方面与国际市场保持了一致，有利于做市商和投资者在涨跌停板以及休市之后，利用国际原油期货对冲头寸，进行套利或者套期保值操作。因此此轮中国原油期货市场的建设一开始就是高定位，它是国内大宗商品市场里第一个与国际能源市场直接接轨的产品。

其次，选取中质含硫原油作为交割标的，反映亚太多数国家石油消费的等级。WTI和Brent期货合约多以轻质低硫原油为交割标的，但轻质低硫原油的总产量相对较少，只占到全球19%左右。而我国选择的中质含硫原油资源相对丰富，占到全球产量的44%左右。从产地看，中质含硫原油主要来自中东，包括阿联酋的迪拜原油和上扎库姆原油、阿曼原油、卡塔尔海洋油、也门马西拉原油以及伊拉克巴士拉轻油等，是中国及亚洲国家进口的主要原油品种。因此中国原油期货如果能取得较大发展，一定程度上有利于形成亚洲地区中质含硫原油的基准价格。

此外，期货合约以人民币计价。与WTI与Brent采用美元计价结算不同，中国原油期货是首个采用人民币计价结算的原油期货品种。以人民币计价的期货合约将使中国能够用黄金购买石油或者将人民币转换为黄金，而无需将其转化为美元，从而将石油贸易部分从石油美元转移出去，有利于增强中国在原油定价方面的影响力。以人民币计价原油合约还将促进人民币在全球贸易中的使用。合约规定外币可以作为初始保证金使用，平衡兼顾了国内投资者和国际投资者的需求，为境外交易者提供了有效参与的途径。

三、“中国版”原油期货的前景

中国原油期货作为大宗商品期货中的重要品种，其上市将与国内相关期货商品形成互补，有利于丰富中国商品期货市场体系，并为中国企业和各类投资者提供一种新的风险管理工具。原油期货的推出也有利于中国扩展与产油国之间的贸易关系，推动人民币国际化进程。中国一直希望衍生的原油合约能够更好地反映亚太地区的市场状况，一旦合约能够顺利运转，其“价格发现”功能也将为稳定亚太地区的价格风险波动发挥重要作用。可以说上海原油期货走出了建立亚洲原油现货价格标杆产品的第一步。

但原油期货市场建设是一个复杂而长期的系统工程，市场的成熟和功能发挥需要一个渐进培育的过程。“中国版”原油期货能否成功反应全球尤其亚太地区的贸易流动，其国际化参与程度至关重要。从经济规模及影响力来看，中国正以一种独特的方式来夯实人民币在全球货币体系中的地位。人民币已经开始成为国际贸易和金融交易中被广泛使用的货币。在全球支付系统的重要性排名中，人民币也从2012年底的20名上升至2015年的第5名。自2009年以来，为了促进和扩大人民币在国际贸易和金融交易中的应用，中国央行一直积极和其他央行建立双边货币互换协议。目前俄罗斯、伊朗、阿联酋等已经同意使用人民币结算。2015

年 4 月，中东地区首个人民币清算中心在卡塔尔首都多哈正式启动。2016 年中国人民银行还与阿联酋中央银行签署了双边本币互换协议，并给予合格的境外机构投资者一定的额度，方便这些国家通过出口石油、液化天然气等产品获取人民币。在这些全球重要的能源出口国推动人民币计价、结算大宗商品的金融基础设施建设条件已初步具备。随着中国“一带一路”倡议的推进，未来人民币在全球贸易、投资和融资过程中将发挥着越来越大的作用，这将极大增强境外投资者参与中国原油期货的积极性。中国的商品期货市场在全球也具有了一定的影响力，根据期货/期权交易量排序，中国三大商品期货市场都排进了全球衍生品市场前 20 名。从这个角度说，中国原油期货市场前景可期。中国原油期货上市后，如果成交量、持仓量能达到市场预期，那么它的波动性和可操作性未来会有非常大的空间。

但我们也要注意，外国生产商和消费者使用人民币在中国商品交易所执行合约对冲，是一个规则发生了巨大改变的新游戏，需要较长时间的适应过程。从中国层面看，与欧美建立在发达原油市场上的原油期货价格基础不同，中国期货市场是在政府主导下形成和发展，考虑到未来油价波动可能带来的不确定性风险，即使正式上市，政策的完全放开也会是一个缓慢的过程。而且 25 年前的期货市场给我们的教训是深刻的，原油期货市场作为一个新生事物，其发展需具备一定的条件，如不断完善法律法规，培养专业人才、有效防范市场风险等，而这些市场环境和市场机制的构建还有待在实践中不断完善和调整。

“中国版”原油期货合同还可能面临的一大挑战是，它建立在石油需求中心而不是石油生产中心。在大宗商品领域，大多数成功的期货合约都建立在供应点附近，这一系统允许生产者，交易者和消费者对冲风险并发现价格，比如 WTI 和 Brent 以及阿曼原油期货 (OQD) 都是建立在石油生产中心，交货点接近实际抽油的地方。而中国以需求为中心建立的期货合同能否充分发挥价格发现功能，还需要进一步观察。

此外，克服境外参与和中国政府之间的信任赤字也是急需解决的问题。目前国外投资者的潜在担忧可能集中在：中国保税仓库实物交割的潜在买家数量有限的情况下，如何保证合约的流动性？以人民币计价，如何规避汇率波动风险和可兑换问题？合同可在中国交付，运费成本如何影响交易？如果市场走向不利的方向，政府会进行多大程度的干预等。这些都需要加强对策研究，同时提高市场和政策的透明度。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权归中国社会科学院世界经济与政治研究所世界能源研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，不代表作者所在单位的观点。