

## 2017 年度中国期货行业信用研究报告

金融机构部 刘兴堂 艾紫薇 高飞

**摘要：**相较于海外成熟期货市场，我国期货市场起步较晚，期货品种仍然较少，整体发展空间较大。为适应期货市场发展，我国期货市场建立了“五位一体”的期货监管协作工作机制，并以《期货交易管理条例》和各类期货公司监督管理办法明确了期货公司管理的规章制度，但严格的市场管理亦在一定程度上限制了期货行业的创新能力。

受市场发展水平和监管环境影响，我国期货行业集中度较低。近年来券商系和产业类背景的期货公司依托自身竞争优势，业务规模及资本规模逐步扩张，行业竞争格局呈现强者恒强的分化趋势。目前期货公司业务模式相对单一，对期货经纪带来的手续费收入和利息净收入的依赖度高，盈利水平易受市场景气度影响，周期性波动明显，促使期货公司加快转型创新步伐。各期货公司纷纷布局资产管理和风险管理等创新业务，但两头在外的通道型资管占比较高、风险控制能力不足等问题尚存在，仍需探索稳定的业务开展模式。

展望未来，随着《期货法》立案的加速，将推动期货市场继续规范化发展，同时助推我国市场对外开放水平将不断提高。期货、期权品种体系的健全和完善，将进一步提升期货市场影响力，加快期货公司发展。而期货公司上市速度加快，期货行业整体资本实力将得到进一步增强。但期货公司内部竞争亦会加剧，券商系期货公司凭借其股东庞大的证券客户基础，在金融期货经纪、期货 IB、资产管理业务等方面具有天然的竞争优势；而产业系期货公司在其熟识的商品领域和风险管理业务方面，与自身股东能够产生较好的协同效应，有助于提升其市场竞争力。

## 行业定义与分类

期货公司是指依照《公司法》和《证券法》规定设立并经国务院证券监督管理机构审查批准而成立的代理客户进行期货交易并收取交易佣金的中介组织，具有独立法人地位的有限责任公司或者股份有限公司。根据国家统计局国民经济行业分类标准（GB/T 4754-2017），期货行业类别为 GICS-402030 资本市场。

### 一、中国期货行业信用环境

#### （一）中国期货行业市场环境

##### 1. 中国期货行业的发展历程

###### （1）起步探索阶段（1988~1993 年）

改革开放初期，国家实行价格双轨制，市场体系尚不完善、不配套，致使现货价格失真，市场缺乏保值机制，农产品价格和农业生产规模大起大落，政府用于农产品补贴的财政负担日益加重。为了合理使用资源，建立健全市场配套体系，1988 年七届人大第一次会议上的《政府工作报告》提出加快商业体制改革，积极发展各类批发市场贸易，探索期货交易，从而确定了在中国开展期货市场研究的课题。1990 年 10 月 12 日，郑州粮食批发市场经国务院批准，以现货交易为基础，引入期货交易机制。

受部门和地方利益驱动，各类期货交易所纷纷成立，到 1993 年下半年，全国各类期货交易达 50 多家，期货经纪机构数百家。但由于没有明确的行政主管部门，诸方对期货市场的功能、风险认识不足，致使期货市场监管严重滞后甚至缺位，期货市场乱象横生、炒作风靡。投资者对期货市场缺乏基本了解，盲目参与境内外的期货交易，损失严重，造成了国家外汇的流失，境外地下交易层出不穷，期货市场虚假繁荣，酿成多次期货市场风险事件。

###### （2）治理整顿阶段（1993~2000 年）

1993 年 11 月，国务院发布《关于制止期货市场盲目发展的通知》，以“规范起步、加强立法、一切经过试验和从严控制”为原则，开始了第一轮治理整顿。对以前存在的 50 余家交易所做了清理，保留 15 家作为试点，期货经纪公司从上千家减为 330 家。1998 年 8 月，国务院发布《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，开始了第二轮治理整顿。期货交易所从 14 家再次精简合并为 3 家，即上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所，期货品种亦由 35 个降至 12 个。并对期货代理机构加以规范整顿，期货经纪公司经重新审核获发《期货经纪业务许可证》，改善混乱无序的市场局面。

1999 年，随着国务院颁布的《期货交易管理暂行条例》以及与之相配套的规范期货交

易所、期货经纪公司及其高管人员等四个方面管理办法的陆续颁布实施，中国期货市场正式纳入法制轨道，监管力度不断加强。期货经纪公司的准入门槛提高，注册资本金不得低于 3,000 万元人民币。2000 年 12 月，期货行业自律组织——中国期货业协会正式成立，将自律机制引入了期货行业的监管体系，将期货市场的发展进一步推向了健康轨道。

### （3）规范发展阶段（2000~2011 年）

2001 年九届人大会议明确提出，重点培育和发展要素市场，稳步发展期货市场，正式拉开了期货市场规范发展的序幕。2004 年，国务院颁布《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》，要求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。2006 年 5 月，中国期货保证金监控中心成立，作为期货保证金安全存管机构，监控中心为有效降低保证金被挪用的风险、保证期货交易资金安全以及维护投资者利益发挥了重要作用。2004 年和 2006 年，棉花、燃料油、玉米、黄大豆 2 号，豆油，白糖等品种先后上市交易，商品期货市场扩容实现极大突破。

2006 年，上海金融衍生品期货交易所获准筹建。同年 4 月，沪深 300 指数被定为首个股指期货标的。股指期货的推出引发了证券公司大规模进入期货行业的热潮，大量券商成为期货公司的新股东，券商系的期货公司迅速崛起。2007 年国务院修订《期货交易管理条例》，将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易，为中国推出外汇期货和外汇期权以及股指期货和股指期权等金融衍生品奠定了法律基础。考虑到金融期货推出后证券公司、基金管理公司、商业银行等金融机构将成为重要的市场参与者，《条例》还删除了金融机构不得从事期货交易、不得为期货交易融资和提供担保的禁止性规定，极大程度上放宽了期货市场参与主体的限制。并将期货公司明确定位为金融企业。此次修订条例对于丰富金融产品、为投资者开辟更多的投资渠道、完善资本市场体系、发挥资本市场功能以及深化金融体制改革具有重要意义；标志着中国期货市场进入了商品期货与金融期货共同发展的新阶段；同时也是中国资本市场与国际接轨的重要举措。

2011 年《期货公司分类监管规定》的正式实施，在评价期内与其他期货公司进行合并并且在评价期内已获中国证监会核准的，加分提升至 4 分，期货业掀起第二次整合浪潮，多家期货公司通过市场化并购重组，进一步促进了市场资源整合、行业结构优化，在提高自身市场竞争力的同时，期货公司市场竞争格局亦出现分化。

随着国家关于发展期货市场的政策调整以及期货市场法制建设与监管体系的建立与完善，期货市场已经成为中国金融市场改革的重要组成部分，在中国金融市场改革中，从市场需求出发，期货市场的功能和作用已经得到了清晰的认识，期货市场走向法制化和规范化，监管体制和法规体系不断完善，新的期货品种不断推出，期货交易量实现恢复性增长

后连创新高，期货市场在经济发展中已经有了一个战略性的定位。

#### （4）创新发展阶段（2011 年至今）

随着期货市场稳步发展，快速扩容，中国期货市场进入了创新发展的新阶段。继 2011 年《期货公司期货投资咨询业务试行办法》将期货公司投资咨询业务独立作为营利性业务后，《期货公司资产管理业务试点办法》和《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》先后分别于 2012 年和 2013 年出台，期货公司资产管理和设立子公司开展风险管理服务等业务相继问世，期货公司靠单一经纪业务的传统经营模式被打破，业务结构和盈利稳定性得到优化。

为适应创新业务发展的需要，2012 年国务院对期货交易管理条例的相关条款再次进行了修订。明确了期货交易、期货交易场所、商品期货合约与金融期货合约的定义；进一步完善细化了保证金、期货品种定义、交割结算等制度具体规定；并明确了地方政府查处取缔非法期货交易场所的职责。增加“符合规定条件的境外机构，可以在期货交易所从事特定品种的期货交易”，并删除了禁止商业银行参与期货交易的相关规定，为引入境外机构投资者参与原油期货交易预留了空间，并为国内商业银行进行国债期货交易扫清障碍。

2014 年，国务院出台的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新“国九条”）对资本市场改革发展进行了顶层设计和战略规划，对期货市场改革发展给予了充分肯定和高度重视。同年，首届期货创新大会召开，期货公司向财富管理机构、风险管理机构，面向国际化，借助互联网优势等方向转型创新的呼声日益高涨。随后，《期货公司监督管理办法》出台，在降低准入门槛、扩大期货公司可参与业务范围的同时，也加强了期货公司承担的责任和义务，监管规则向证券公司看齐。进一步促使期货公司从原本单一的以经纪业务为主线的经营模式，向全面的多元化、投行化的方向发展。

经过近 30 年的探索发展，我国期货市场由无序走向成熟，逐步进入了健康稳定发展、经济功能日益显现的良性轨道，市场交易量迅速增长，交易规模日益扩大。2015-2017 年，国内期货市场波动加剧，股指期货、商品期货和国债期货轮番表现出跌宕起伏的走势。变化莫测的市场行情令期货行业发展面临较大的挑战，也充分暴露出我国期货市场发展尚不健全，不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度等问题依然存在。监管层在采取一系列措施抑制过度投机、加强异常交易监管的同时，仍需不断深化改革健全制度加强监管防范风险，促进期货市场长期稳定健康发展。2007 年实施、2012 年修订的《期货交易管理条例》，至今仍为我国期货市场最高层级的立法，已经无法完全适应当前期货及其衍生品市场深化发展的要求，必须加快期货法的制订。全国人大已将《中华人民共和国期货法》的制定列入全国人大立法规划，目前已完成第二稿草案的拟定。期货法的制定，将以立法的形式夯实期货市场的制度基础，有助于为期货行业和金融衍生

品的发展提供国家法律层面的保障，推动我国期货市场的健康发展。

## 2.对比美国期货行业的发展历程，中美期货行业发展差距仍较大

美国期货行业发展主要经历了四个阶段：

第一阶段（19 世纪中期-20 世纪 70 年代）：商品期货时期具有现货背景的期货公司为主流。现代意义上的期货交易起源于 19 世纪中期的美国芝加哥，初期由于没有立法规范，期货市场呈现出投机过度和混乱无序的状态。期货公司发展也受到影响，规模较小，抗风险能力弱。此后 1921 年美国国会颁布了第一部与期货交易有关的法律——《期货交易法》，1936 年为适应期货交易发展的需要，美国国会将《谷物交易法》更名为《商品交易法》，将管理的对象从谷物扩大到其他农产品，并首次明确设路了专门的监管期货交易的政府机构——商品交易委员会（CFTC）。强化监管后，美国期货市场监管制度逐步完善，市场操纵和逼仓等不良状况逐渐减少，期货市场成交量逐渐增大，美国期货市场逐步走向成熟。

第二阶段（20 世纪 70 年代-80 年代）：金融期货推出带动金融背景的期货公司快速发展。1972 年 5 月，芝加哥商业交易所（CME）首次推出了英镑、加元等在内的外汇期货，10 月，CBOT 推出了第一个利率期货——国民抵押协会债券。1982 年 2 月，堪萨斯期货交易所推出了价值线综合指数期货合约，股指期货诞生了，同一年期权交易开始出现，大大丰富了期货交易品种。金融期货推出前后，一些金融公司意识到金融衍生品波动中蕴含着巨大的投资机会，同时也有一些投资银行认为通胀背景下参与商品市场可以最大程度上减少通胀带来的负面影响。在这种状况下，一部分投资银行成立了专门的期货业务部门或期货业务子公司，另一部分投资银行则收购了现有的期货公司，前者如美林证券、摩根大通等，后者如高盛集团等。金融期货推出后国际期货市场经历了新一轮快速发展阶段，美国期货交易成交量稳步上升，监管体系也进一步走向成熟。

第三阶段（20 世纪 80 年代-2007 年）：交易电子化推动期货公司全球化发展。上世纪 80 年代以来，随着通讯和计算机技术的发展，电子交易逐步应用于美国期货市场，成为市场发展的主流。在这种情况下，期货公司纷纷建立或加入已有的电子交易平台。到 2001 年，美国已有超过 100 家的网上期货商，所有期货公司都提供网上交易，网上交易量占全部交易量的五成以上。网上交易的推出大大促进了期货交易的全球化，一些财力雄厚的金融集团抓紧时机收购了一些大型期货公司。2003 年，美联储批准商业银行可以从事商品业务，从而允许花旗集团保留其于 1998 年收购的旅行者集团的子公司 Phibro 公司从事商品期货业务；英国保诚集团也收购了具有百年历史的培根期货；2005 年 9 月，美林证券收购了当时的顶级期货公司 ADVEST；2006 年，瑞银集团(UBS AG)以 3.86 亿美元收购了顶级荷兰银行期货经纪公司（ABN AMRO），以扩张其全球期货业务。由于大型跨国金融集团能够为客户提供全方位的金融服务，同时国外期货客户中的 70%-80%为金融机构客户，因此，凭

借金融期货品种以及全球网络的优势，一些具有金融背景的期货公司逐渐胜出。

第四阶段（2008 年-至今）：交易所合并，促使大型期货公司并购或上市。

**表1： 2003 年以来并购活动一览**

年份	并购活动
2003 年-2007 年	1. 纽交所与泛欧证交所合并，后购入印度交易所 5% 股权； 2. 纳斯达克收购费城交易所、波士顿交易所，出售伦敦交易所股权； 纳斯达克收购 OMX； 3. 芝加哥商业交易所收购芝加哥期货交易所； 4. 美国国际证交所与欧洲期货交易所合并。
2008 年	芝加哥商业交易所收购纽约商品交易所
2010 年	芝加哥商业交易所与道琼斯成立金融指数服务公司
2011 年	德交所与纽约泛欧交易所合并

数据来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

从海外期货市场的发展来看，期货行业的成长性很大程度上取决于期货交易品种的数量及种类，随着市场中交易品种的增加，交易参与主体的数量和活跃度都将得到提升，期货市场交易量将随之进一步扩大。与美国期货市场相比，我国金融期货推出时间较晚，目前期货品种亦相对较少，如能源期货中原油期货没有推出；金融期货中利率期货、外汇期货没有推出。

**表2： 中国期货交易所类型及品种**

交易所	类型	交易品种
大连商品交易所	农产品、能源、化工等	玉米、玉米淀粉、黄大豆 1 号、黄大豆 2 号、豆粕、豆油、棕榈油、鸡蛋、胶合板、纤维板、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、焦炭、焦煤、铁矿石
郑州商品交易所	农产品、能源	强麦、普麦、棉花、白糖、PTA、菜籽油、早籼稻、甲醇、玻璃、油菜籽、菜籽粕、动力煤、粳稻、晚籼稻、铁合金
上海期货交易所	金属等	钢、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃料油、石油沥青、天然橡胶
中国金融期货交易所	金融	沪深 300 指数期货、上证 50 指数期货、中证 500 指数期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货

数据来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

### 3. 我国期货市场成交量稳步提升，农产品和金属期货成交量全球靠前

截至 2016 年末，我国上市期货期权品种共 52 个，基本覆盖了农业、金属、能源、化工、金融等国民经济主要领域，市场整体成交量及成交金额呈快速增长的态势，2015 年为应对股票市场大幅波动，监管层对金融期货进行了调控，其成交金额在 2016 年有较大幅度的下降。

**表3: 期货市场成交量和成交额情况**

	品种	2013年	2014年	2015年	2016年
成交量 (亿手)	商品期货	-	-	32.34	41.2
	金融期货	-	-	3.45	0.18
	合计	20.62	25.06	35.79	41.38
成交金额 (万亿元)	商品期货	-	-	136.39	177.41
	金融期货	-	-	419.02	18.22
	合计	267.47	291.99	555.41	195.63

数据来源: 中国期货业协会

**表4: 交易所期货成交情况**

交易所名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
大商所 (万手)	63304.30	70050.08	76963.70	111632.34	153747.98
上期所 (万手)	36532.94	64247.40	84229.42	105049.41	168071.18
郑商所 (万手)	34702.82	52524.92	67630.63	107022.37	90124.08
中金所 (万手)	10506.18	19354.93	21758.11	34086.93	1833.59

数据来源: 中国期货业协会

从全球期货市场成交情况来看, 根据美国期货协会统计数据显示, 2016年全球场内衍生品共成交 252.2 亿手, 2016年期货合约成交量为 158.89 亿手, 场内期权成交量为 93.27 亿手。从合约标的来看, 农产品期货与期权、能源类产品、基本金属类产品、利率类产品、外汇类产品成交量分别为 22.1 亿手、19.3 亿手、18.7 亿手、35.1 亿手和 30.8 亿手。其中, 中国市场在农产品期货合约中占主导地位, 在农产品成交量排名前二十的期货合约中, 一半合约在中国的期货交易所上市交易, 且前五名最活跃的合约均出自中国大商所和郑商所。非贵金属品种交易中, 全球交易量排名前 10 的期货合约中有 6 个出自上海期货交易所。

**表5: 2016年全球农产品期货及期权成交量排名前五位合约**

排名	交易品种及上市场所	交易单位	2015年 (亿手)	2016年 (亿手)	同比变化 (%)
1	豆粕期货, 大商所	10 吨	2.89	3.89	34.4
2	菜粕期货, 郑商所	10 吨	2.61	2.46	-5.8
3	棕榈油期货, 大商所	10 吨	1.12	1.39	24.8
4	玉米期货, 大商所	10 吨	0.42	1.22	190.7
5	白糖期货, 郑商所	10 吨	1.87	1.17	-37.4

数据来源: 美国期货业协会

**表6: 2016年全球金属期货及期权成交量排名前五位合约**

排名	交易品种及上市场所	交易单位	2015年 (亿手)	2016年 (亿手)	同比变化 (%)
1	螺纹钢期货, 上期所	10 吨	5.41	9.34	72.66
2	铁矿石期货, 大商所	100 吨	2.60	3.42	31.86
3	镍期货, 上期所	1 吨	0.64	1.00	57.65
4	白银期货, 上期所	15 千克	1.45	0.87	-40.26
5	锌期货, 上期所	5 吨	0.45	0.73	61.52

数据来源: 美国期货业协会

## （二）中国期货行业监管环境

### 1. 中国期货行业的监管制度

在金融制度和体系不完善的情况下，期货公司的市场进入和退出具有一定壁垒。这种进入和退出壁垒在一定程度上对期货公司形成了信用支撑。中国对期货行业实行较为严格的监管，期货公司在市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，期货公司的设立与业务均实施特许经营。

从监管制度看，我国期货市场监管经历了由“多头分散”到集中统一”的发展历程。早期期货市场主要由相关行业部委和地方政府分头进行监管，1993年11月，国务院授权证监会作为期货市场的行政管理部门，1998年明确证监会对期货市场进行垂直管理和集中统一监管呢。2000年12月，中国期货业协会成立，形成了证监会行政监管、交易所一线监管和协会自律监管相结合的监管制度。2006年期货市场监控中心的成立则实现了期货市场数据打击中，确立了现有的中国证监会、派出机构、期货交易所、中国期货市场监控中心和中国期货业协会“五位一体”的期货监管工作机制。

**表7： 五位一体的监管体系**

监管机构	具体职责
中国证监会	1. 制定有关期货市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批权； 2. 对品种的上市、交易、结算、交割等期货交易及其相关活动进行监督管理； 3. 对期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员、期货保证金安全存管监控机构、期货保证金存管银行、交割仓库等市场相关参与者的期货业务活动进行监督管理； 4. 制定期货从业人员的资格标准和管理办法，并监督实施； 5. 监督检查期货交易的信息公开情况； 6. 对期货业协会的活动进行指导和监督； 7. 对违反期货市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处； 8. 开展与期货市场监督管理有关的国际交流、合作活动； 9. 法律、行政法规规定的其他职责。
各地证监局	根据中国证监会的授权，对辖区内的上市公司，证券、期货经营机构，证券期货投资咨询机构和从事证券期货业务的律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等中介机构的证券、期货业务活动进行监督管理；查处辖区范围内的违法、违规案件。
中国期货业协会	1. 教育和组织会员遵守期货法律法规和政策； 2. 制定会员应当遵守的行业自律性规则，监督、检查会员行为，对违反协会章程和自律性规则的，按照规定给予纪律处分； 3. 负责期货从业人员资格的认定、管理以及撤销工作； 4. 受理客户与期货业务有关的投诉，对会员之间、会员与客户之间发生的纠纷进行调解； 5. 依法维护会员的合法权益，向国务院期货监督管理机构反映会员的建议和要求； 6. 组织期货从业人员的业务培训，开展会员间的业务交流； 7. 组织会员就期货业的发展、运作以及有关内容进行研究；



监管机构	具体职责
	8. 期货业协会章程规定的其他职责。
期货交易所	1. 提供交易的场所、设施和服务； 2. 设计合约，安排合约上市； 3. 组织并监督交易、结算和交割； 4. 为期货交易提供集中履约担保； 5. 按照章程和交易规则对会员进行监督管理； 6. 国务院期货监督管理机构规定的其他职责。
中国期货市场监控中心	1. 期货市场统一开户； 2. 期货保证金安全监控； 3. 为期货投资者提供交易结算信息查询； 4. 期货市场运行监测监控； 5. 宏观和产业分析研究； 6. 期货中介机构监测监控； 7. 代管期货投资者保障基金； 8. 商品及其他指数的编制、发布； 9. 为监管机构和期货交易所等提供信息服务； 10. 期货市场调差； 11. 协助风险公司处置。

数据来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

在“五位一体”监管制度的基础上，我国通过《期货交易管理条例》规范期货交易行为，加强对期货交易的监督管理，维护期货市场秩序，防范风险，保护期货交易各方的合法权益和社会公共利益，促进期货市场积极稳妥发展制定。《期货交易管理条例》分别从期货交易所、期货公司、期货交易、期货业协会、监督管理、法律责任 5 个方面明确了相关法律法规及制度。《条例》分别于 2012 年 10 月、2013 年 7、2016 年 2 月进行过三次修订。

**表8： 期货交易管理条例**

具体制度	主要内容
申请期货公司应具备的条件	1. 注册资本最低限额为人民币 3000 万元； 2. 董事、监事、高级管理人员具备任职条件，从业人员具有期货从业资格； 3. 有符合法律、行政法规规定的公司章程； 4. 主要股东以及实际控制人具有持续盈利能力，信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录； 5. 有合格的经营场所和业务设施； 6. 有健全的风险管理和内部控制制度； 7. 国务院期货监督管理机构规定的其他条件。  此外，国务院期货监督管理机构根据审慎监管原则和各项业务的风险程度，可以提高注册资本最低限额。注册资本应当是实缴资本。股东应当以货币或者期货公司经营必需的非货币财产出资，货币出资比例不得低于 85%。  国务院期货监督管理机构应当在受理期货公司设立申请之日起 6 个月内，根据审慎监管原则进行审查，作出批准或者不批准的决定。  未经国务院期货监督管理机构批准，任何单位和个人不得委托或者接受他人委托持有或者管

具体制度	主要内容
	期货公司的股权。

数据来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

此外，为了规范期货公司经营活动，加强对期货公司监督管理，保护客户合法权益，推进期货市场建设，中国证监会根据《公司法》和《期货交易管理条例》等法律，行政法规，制定期货公司监督管理办法。《期货公司监督管理办法》分别从设立、变更与业务终止、公司治理、业务规则（其中分一般规定、期货经纪业务、期货投资咨询业务、资产管理业务）、客户资产保护、监督管理、法律责任等方面明确了期货公司管理的规章制度。同时为促进期货市场发展，维护市场秩序，保护交易者合法权益，证监会还出台多种《办法》以监管期货行业。

**表9： 期货行业管理办法**

具体制度	主要内容
《证券期货投资者适当性管理办法》	规范证券期货投资者适当性管理，维护投资者合法权益。
《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》	促进期货市场创新发展和对外开放，加强对境外交易者和境外经纪机构从事境内特定品种期货交易的管理，维护市场秩序，保护交易者合法权益。
《股票期权交易试点管理办法》	规范股票期权交易试点，维护股票期权市场秩序，防范市场风险，保护股票期权交易各方的合法权益，促进资本市场健康发展。
《私募投资基金监督管理暂行办法》	规范私募投资基金活动，保护投资者及相关当事人的合法权益，促进私募投资基金行业健康发展。
《证券投资基金销售管理办法》	规范公开募集证券投资基金（以下简称基金）的销售活动，促进证券投资基金市场健康发展
《证券期货业信息安全保障管理办法》	保障证券期货信息系统安全运行，加强证券期货业信息安全工作，促进证券期货市场稳定健康发展，保护投资者合法权益
《期货公司资产管理业务试点办法》	有序开展期货公司资产管理业务（以下简称资产管理业务）试点工作，规范试点期间资产管理业务活动，保护投资者合法权益
《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》	加强证券期货市场诚信建设，保护投资者合法权益，维护证券期货市场秩序，促进证券期货市场健康稳定发展
《证券期货市场统计管理办法》	规范证券期货市场统计行为，发挥统计在反映证券期货市场基础信息和动态状况、加强证券期货市场监管中的作用
《期货投资者保障基金管理暂行办法》	保护期货投资者的合法权益
《合同违法行为监督处理办法》	维护市场经济秩序，保护国家利益、社会公共利益和当事人合法权益
《期货从业人员管理办法》	加强期货从业人员的资格管理，规范期货从业人员的执业行为
《期货公司风险监管指标管理办法》	加强对期货公司的监督管理，促进期货公司加强内部控制、防范风险、稳健发展
《期货公司期货投资咨询业务试行办法》	规范期货公司期货投资咨询业务活动，提高期货公司专业化服务能力，保护客户合法权益，促进期货市场更好地服务国民经济发展
《期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》	加强对期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格的管理，规范期货公司运作，防范经营风险
《期货交易所管理办法》	加强对期货交易所的监督管理，明确期货交易所职责，维护市场秩序，促进期货市场积极稳妥发展
《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》	加强对境外期货业务的管理

具体制度	主要内容
《金融机构客户身份识别和客户身份资料及交易记录保存管理办法》	预防洗钱和恐怖融资活动，规范金融机构客户身份识别、客户身份资料和交易记录保存行为，维护金融秩序
《证券期货业网络与信息安全信息通报暂行办法》	规范证券期货业网络与信息安全信息通报工作，切实保护投资者合法权益
《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》	规范证券公司为期货公司提供中间介绍业务活动，防范和隔离风险，促进期货市场积极稳妥发展
《期货公司金融期货结算业务试行办法》	规范期货公司金融期货结算业务，维护期货市场秩序，防范风险

数据来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

## 2.对比美国监管制度，中国期货市场强监管环境使得产品创新有所滞后

相对而言美国政府对市场的干预较少。美国期货交易委员会倾向于规范市场而不是控制市场。而其中《2000 年商品期货现代化法案》是美国期货监管政策转变的一个重要分水岭。该法案颁布后，“以原则为导向”的监管思路成为美国期货监管工作的主要指导思想，期货市场放松管制的监管法规框架基本确立。同时，监管机构对新产品的审批方式也发生了重要变化。2000 年以后，交易所“自我许可”制度得到了广泛地应用。“自我许可”制度是美国商品期货交易委员会根据《2000 年商品期货现代化法案》的要求对交易所进行的一项授权，法案规定当交易所上市新产品时，可以向监管部门提交材料证明新产品的的设计符合所有“核心原则”，然后交易所可“自我许可”产品上市。目前，美国期货交易所如果选择“自我许可”制度，则在提交的材料齐全的条件下，新产品最短仅需 1 天即可实现挂牌交易。

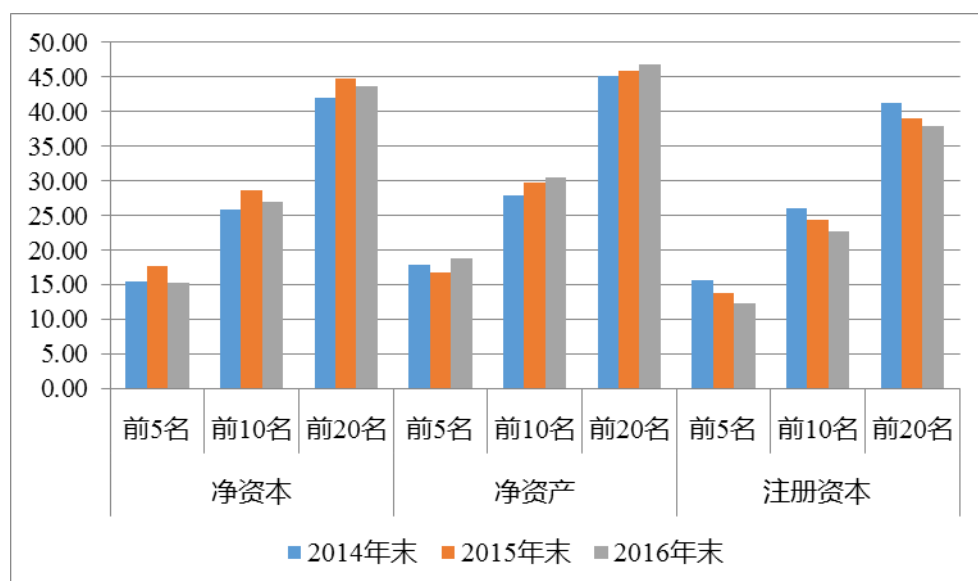
我国目前一个新期货合约需待所有程序走完才能上市交易，这一审批过程少则几个月，多则以年计。这种情况有其历史背景，期货市场在创建之初经历了无序发展的阶段，为了促进期货市场的规范发展，国家在治理整顿期间形成了期货新品种上市需各部委协商同意方能上报的惯例。审慎规范的监管制度使得我国期货市场得以平稳运行，但整体创新能力受到了较大的限制。

## 二、中国期货行业信用特征

### （一）期货行业集中度较低，市场竞争格局呈分化趋势

我国期货行业集中度较低，难以形成规模效应。在以净资本为核心的风险监管指标体系下，期货公司扩大业务规模、经营各类业务的资格条件均与其净资本规模挂钩。近年来，期货公司在业务快速扩张的同时，各公司通过上市融资、增资扩股、兼并重组等途径资本实力也得到了快速提升。截至 2016 年末，排名前 20 位的期货公司净资本、净资产和注册资本占全部期货公司的比重分别为 43.70%、46.86%和 37.85%。其中，除净资产集中度较上年有所提升外，注册资本和净资本集中均有所下降。

表10: 期货公司净资本、净资产和注册资本集中度变化情况



资料来源: 期货业协会

从代理交易额集中度情况来看, 2016年全国期货公司代理交易总额为195.63万亿元, 前20名期货公司代理交易额合计为101.49万亿元, 占全部交易额的52.02%, 前60名期货公司合计为165.02万亿元, 占全部交易额的84.59%。其中代理交易额排名前10的期货公司均为券商系期货公司。得益于证券公司为期货经纪介绍客户的IB业务, 该类期货公司能够极大的发挥证券公司营业部的资源优势, 个人业务覆盖规模较其他公司具有竞争优势。

表11: 全国期货公司代理交易额集中度情况 (单位: 万亿元, %)

	2015年		2016年	
	代理交易额	占比	代理交易额	占比
前20名	316.21	56.93	101.49	52.02
前60名	481.42	86.68	165.02	84.59

资料来源: 期货业协会

从客户权益集中度看, 2016年末前20名期货公司客户权益合计2600.55亿元, 占全部客户权益的47.53%, 前40名期货公司客户权益合计为3349.44亿元, 占全部客户权益的65.42%, 前60名期货公司客户权益合计为3767.04亿元, 占全部客户权益的77.53%。其中, 客户权益在100亿元以上的期货公司为11家, 50-100亿元的期货公司为12家。整体客户权益较为集中, 且仍然以证券公司控股的期货公司为主。

**表12: 期货公司客户权益集中度情况 (单位: %)**

	2014年末	2015年末	2016年末
前 20 名	48.56	61.26	59.53
前 40 名	65.16	78.86	76.67
前 60 名	79.35	88.00	86.23

资料来源: 期货业协会

**(二) 业务模式单一, 盈利以经纪业务收入和利息净收入为主**

受市场发展水平和监管环境影响, 我国期货公司业务模式相对单一, 对期货经纪带来的手续费收入和利息净收入的依赖度高, 盈利水平易受市场景气度影响, 周期性波动明显。手续费收入与我国期货市场的交易量、交易额高度相关, 期货市场的交易规模直接影响我国期货公司的总体收入和利润水平。

2011-2016年, 我国期货市场成交量和成交额稳定增长同时带动期货公司收入同步增长。期间, 期货公司手续费收入占比受佣金率下滑的影响逐步减少, 利息净收入随各家期货公司客户权益的积累占比逐步扩大; 创新类业务的快速发展亦补充了期货公司盈利方式, 但整体仍处于发展摸索阶段, 占比仍较小, 但仓单交易及合作套保业务的开展使得部分期货公司商品销售收入大幅增长, 其他类收入占比呈上升趋势。

**表13: 期货公司营业收入结构情况 (单位: 亿元、%)**

项目	2013年		2014年		2015年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
期货经纪业务	124.11	67.02	100.35	53.35	115.54	44.86
资产管理业务	0.15	29.16	0.87	0.46	3.99	1.55
投资咨询业务	0.58	0.08	1.18	0.63	2.32	0.90
利息净收入	53.99	0.31	68.81	36.58	94.91	36.85
其他	6.34	3.42	16.88	8.97	40.77	15.83
合计	185.18	100.00	188.10	100.00	257.53	100.00

数据来源: 中国期货业协会

**1. 期货经纪业务主要依赖于期货市场行情, 证券公司全资或部分控股的期货公司在期货经纪业务中能够凭借股东的资源优势获得较好的市场份额**

期货经纪业务是期货公司营业收入的主要来源之一。目前我国期货公司仍是以单一通道类经纪业务为主, 大部分期货公司均有商品期货、金融期货和商品期权经纪业务资格, 小部分期货公司还有股票期权经纪业务资格。近年来期货市场合约品种不断丰富, 期货市场整体成交量和成交额稳定增长, 但经纪业务竞争愈演愈烈亦使得行业平均手续费率逐步下调, 并且随着创新业务的不断发展, 经纪业务在期货公司的营业收入比重逐步下降。2016年监管层对期货合约调控力度加大, 通过调整合约手续费、保证金比例、涨跌停限制等维

护期货市场的稳定运行，该年佣金率较上年同比有较大幅度提升。

**表14: 期货公司手续费收入和行业平均手续费率情况 (单位: 亿元, %)**

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
成交量 (亿手)	14.50	20.62	25.06	35.78	41.38
成交额 (万亿元)	171.12	267.47	291.99	554.23	195.63
手续费收入 (亿元)	123.63	124.11	102.42	121.88	133.38
行业平均手续费率 (%)	0.00361	0.00232	0.00172	0.00105	0.00334

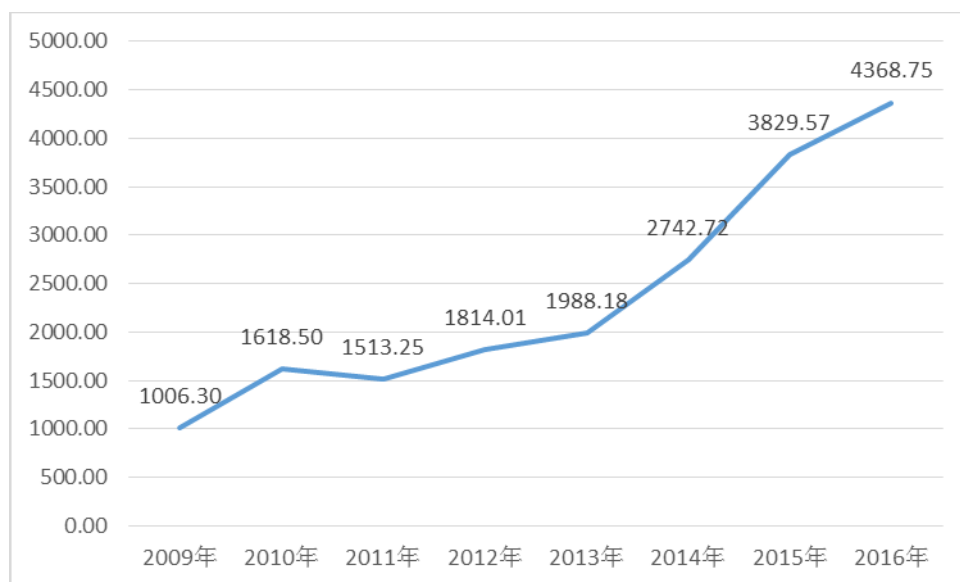
数据来源: 2010-2013 年数据来源于中期协发布的《中国期货业发展报告》，2014-2016 年数据来源于中期协发布的《中国期货市场年鉴》

2016 年，全国期货公司代理交易总额为 195.63 亿元，代理交易总量为 41.38 亿手，分别同比上年下降 64.70% 和增长 15.65%。其中，期货公司商品期货代理交易总额为 177.41 万亿元，代理交易总量为 41.20 亿手，同比分别增长 30.00% 和 27.27%，分别占交易总额和总量的 90.69% 和 99.57%。

## 2. 客户权益稳定增长提升期货公司利息净收入，自有资金运用亦为期货公司盈利形成一定补充

期货公司利息收入亦是其营业收入的主要来源之一，包括客户保证金存款和自有资金存款产生的利息。近年来，得益于期货市场客户权益的不断积累，期货公司利息净收入占比稳定增长。

**表15: 期货公司权益年度变化 (单位: 亿元)**

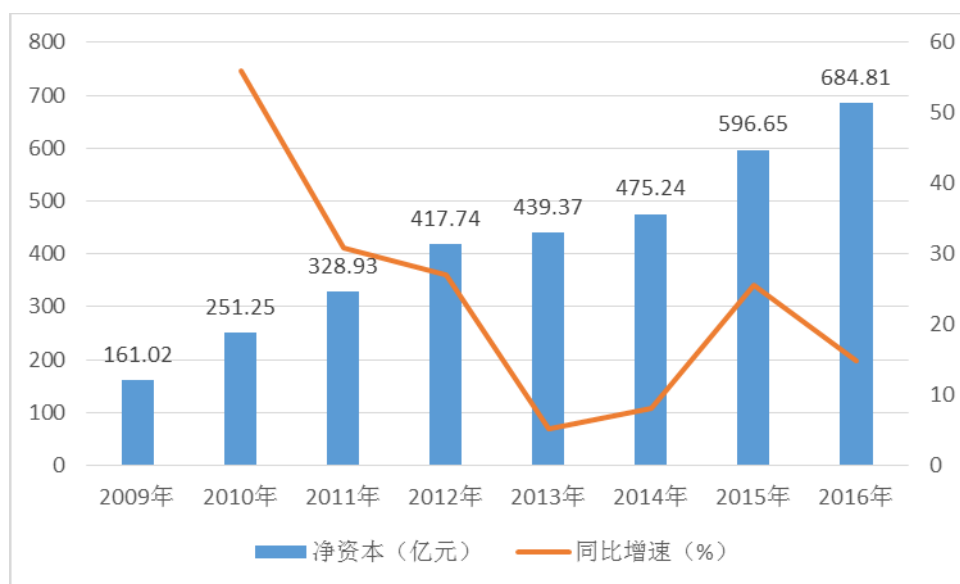


资料来源: 期货业协会

从自有资金层面来看，2016 年末全国期货公司净资本总额为 684.81 亿元，全年共有 43

家期货公司进行了资本补充，合计为 84.84 亿元。期货公司自有资金的配置较为灵活，在满足业务开展需要的前提下，自有资金运用亦能成为期货公司收入的补充。目前自有资金主要投向银行存款、货币基金、固定收益为主，但各家公司对自有资金运用的方式都不一样，风格激进亦会增加风险。

表16: 期货公司净资本变化 (单位: 亿元)



资料来源: 期货业协会

虽然期货公司的客户保证金和自有资金规模逐年上升，利息收入逐年增长，但是利率水平的变化也将影响期货公司的营业收入和净利润水平。如果利率水平出现大幅下滑，或客户保证金和自有资金规模大幅下滑，可能会导致公司出现业绩波动的风险。

### (三) 风险管理及资产管理等创新业务不断发展，但仍需探索更为稳定的业务模式

为优化盈利结构，提升经营稳定性，弱化单一经纪类业务盈利而引发的激烈竞争，近年来期货行业转型创新步伐加快。期货行业的创新业务主要集中在风险管理与资产管理两大板块。截至 2016 年末，共有 61 家期货公司完成风险管理公司业务试点备案，设立风险管理子公司 62 家；共有 129 家期货公司获得资产管理业务资格。

目前期货公司风险管理子公司通过不断探索，在满足产业链客户个性化风险管理需求的宗旨下，灵活运用现货、期货和场外衍生品三类工具，在仓单服务、基差贸易、合作套保、定价服务等业务积累了具有较大发展前景的商业模式，逐渐形成了两类业务发展方向：一是深入产业链参与现货贸易，通过期现结合服务实体产业；二是设计场外期权，为客户提供个性化的风险管理工具。

2016 年，共有 34 家风险管理公司开展仓单购销业务，全年购销交易总额达 1340.25 亿

元；共有 4 家公司开展仓单质押业务，新增业务 9 笔，新增质押金额 0.7 亿元；共有 11 家公司开展仓单回购业务，新增业务 170 笔，买入卖出总额达 35.84 亿元；共有 24 家风险管理公司开展合作套保业务，签订合作套保协议 284 笔，累计签约客户达 776 户。场外业务方面，共有 27 家公司开展场外商品类期权业务，累计新增业务 1349 笔，累计新增名义本金 139.22 亿元，较去年同比增长 237%；5 家公司开展商品类互换业务，累计新增互换业务 2303 笔，累计新增名义本金 146.69 亿元，较去年同比增长 540%；2 家公司开展商品类远期业务，累计新增远期业务 17 笔，累计新增名义本金 0.16 亿元；场外期权类新增名义本金 5490 万元，场外互换类新增名义本金 2000 万元。

期货公司的资管业务发展迅猛，已经成为期货公司新的业务增长点。相比于券商、银行以及公募基金的资管业务，虽然期货公司资管业务起步较晚，起点较低，但是发展较快。截至 2016 年 10 月末，全国期货公司已备案的资管计划达 3635 只，产品规模为 2700 亿，较 2015 年同比增长 163%。

商品衍生品，尤其是商品期货、场内期权等标准化衍生品，因其特有的双向交易、T+0 交易、保证金交易、当日无负债结算等特点，除了具有价格发现、风险管理等基本功能外，在资产配置过程中，还可发挥实现多元化资产配置、抵御通货膨胀、对冲风险、实现个性化财富管理服务等重要作用。期货公司因在期货、期权等衍生品领域有丰富经验，更熟悉对冲交易机制，更善于管控风险，在量化对冲、期现套利等领域相对其他机构更有优势。因此，期货公司可依托自身专业优势，稳步提升主动管理能力，更好发挥资管业务服务实体经济的功能和作用。

对于期货公司来说，资管业务主要包括通道类业务和自主管理类业务。由于期货公司在人才储备以及制度建设上同公募基金和券商资管还存在着较大的差距，高端投资人才配套激励措施的不足使得行业的自主管理的规模很小。目前期货公司的资管业务多通过外聘投顾的模式开展，以自身配套技术服务支持等方面的优势吸引优秀投资人才合作通道类业务。但该类业务附加价值较低，且存在着一定的道德及声誉风险。

期货资管以更为丰富的资产配置选择有助于满足客户更为多样的投资需求，尤其是在对冲类的产品上，期货公司对风控的理解能力有着先天的优势，加上国债期货、股指期货等金融期货产品的逐步推出，期货资管的潜在市场需求较大。随着期货公司的资本实力的不断增强，部分期货公司尝试通过股权激励等方式吸引投资管理人才，拓展自主管理业务。

### 三、各类期货公司信用特点

对比来看，美国期货公司根据业务特点主要分为四大类：一是通过接受交易指令向客户收取佣金、提供通道和结算服务为主的期货佣金商；二是介绍经纪商（即期货 IB 业务）；



三是募集资金设立期货资金的商品投资基金合伙企业；四是商品交易顾问提供期货交易建议、投资咨询等业务。

截至 2016 年末，我国共有 149 家期货公司，总资产为 5439.41 亿元，净资产为 911.53 亿元，净资本为 687.71 亿元。目前期货行业市场集中度较低，各期货公司业务结构趋同。根据股东背景特点不同，市场上期货公司大致可以分为以下几类：1. 券商系，代表机构如中信期货、国泰君安期货、海通期货等；2. 产业系，代表机构如中粮期货、五矿经易期货、福能期货等；3. 其他期货公司：代表机构如混沌天成期货、南华期货等。类比美国期货公司业务特点分类，在后续业务开展过程中，券商系期货公司凭借其股东庞大的证券客户基础，在期货佣金商、介绍经纪商两方面具有天然的竞争优势；而产业系期货公司在商品交易顾问方面能够与股东自身业务发展需求形成较好的协同效应。

### 券商系

证券公司通常通过收购兼并、合资设立子公司或设立全资子公司的方式建立期货公司，具有证券公司股东背景的期货公司在我国期货公司中占据了近乎一半的数量。券商系期货公司在提升净资本、发展金融期货以及创新业务上相比依靠传统经纪业务的期货公司更具有优势。同时，依托证券公司的客户资源和资本实力，券商系期货公司可以将其各项业务延伸至证券公司的营业部共同开展。

表17：部分券商系期货公司情况

期货公司	股东背景/持股比例/行业	注册资本	净资本	净资产	净利润	手续费净收入	客户权益
中信期货	中信证券/93.47%/证券 中信兴业投资/6.53%/实业投资	16.05	20.75	33.12	3.76	3.64	316.27
永安期货	财通证券/33.54%/证券 浙江产业基金/26.72%/投资 浙江东方/12.70%/外贸、投资 浙江经投/10.59%/投资 浙江协作大厦/10.59%/酒店管理	13.10	22.57	44.20	4.64	5.37	222.66
海通期货	海通证券/66.67%/证券 上海盛源房地产/33.33%/房地产	13.00	20.13	26.10	3.01	4.45	190.49
广发期货	广发证券-/证券	13.00	10.40	19.12	1.91	3.05	108.98
国泰君安	国泰君安证券/100%/证券	12.00	22.04	22.70	3.17	5.63	208.61

资料来源：期货业协会、新世纪根据公开资料整理

### 产业系

在期货公司兼并与整合的过程中，产业系期货公司的资本实力和规模亦在不断提升。通过实体企业参与期货操作都以套期保值为原则，在实物交易的基础上，根据库存变化和

上下游定价模式，选择期货的操作方向。因此对期货交易品种选择、期货头寸和现货形成的套保对冲，交易杠杆比率、头寸管理等方面，相比券商系期货公司，产业系期货公司在其熟识的商品领域更具有优势。

**表18: 部分产业系期货公司情况**

期货公司	股东背景/持股比例/行业	注册资本	净资本	净资产	净利润	手续费净收入	客户权益
五矿经易期货	五矿资本/99%/商务服务 经易控股/1%/其他	15.21	68.95	21.89	12.00	1.12	1.61
中粮期货	中粮资本/65%/其他 中国人寿/35%/保险	15.94	83.03	28.72	8.46	1.81	1.23
广州金控期货	广州金控/82.17%/其他 广永国有资产/15.44%/其他	3.69	11.15	7.59	8.00	0.40	0.17

资料来源：期货业协会、新世纪根据公开资料整理

#### 四、中国期货行业信用展望

##### 期货法立法提速，推动期货市场规范化发展

随着中国期货期权市场在全球金融市场中的地位不断提升和服务国民经济与实体经济功能不断增强，《期货法》已经被列入了本届全国人大的立法规划，期货法草案的第二版已经完成，但是由于 2015 年 6 月份以来的股市剧烈波动，《证券法》的修订和《期货法》立法工作放缓，在 2016-2017 年中国股票市场和期货市场总体走势平稳的有利条件下，预计 2018 年我国《期货法》立法条件已经进一步具备，立法时机已经进一步成熟，《期货法》立法有望提速。

##### 期货、期权品种体系进一步丰富、完善

2018 年原油期货将在上海国际能源交易中心正式挂牌交易，截至 2017 年 12 月 29 日筹备工作完成，预计原油期货交易将于 2018 年启动。中国版人民币原油期货将是我国首个国际化交易的期货品种。同时，国内各家期货交易所也积极研究扩大商品期权品种，铜期权等商品期权将陆续上市交易，中国商品期权品种将进一步丰富。2018 年大连商品交易所铁矿石期货国际化的工作也已经准备完毕，正待监管部门审核放行。上海期货交易所纸浆、不锈钢、天然气期货方面已准备多年，郑州商品交易所在尿素、红枣、核桃期货方面也有充分准备。在金融期货方面，我国外汇期货的相关方案已上报中国证监会，争取 2018 年推出外汇期货。中国金融期货交易所正在积极准备外汇期货上市。而期货市场合约品种的不断丰富将进一步提升其影响力，促进期货公司的发展。

##### 期货公司上市速度加快，期货行业竞争力增强，但内部竞争亦会加剧

近两年，一大批国内期货公司纷纷上市，目前挂牌新三板的内地期货公司有创元期货、

永安期货、海航期货、天风期货、华龙期货、广州期货、中电投先融期货、大越期货、长江期货等 16 家期货公司；在港交所挂牌上市、登陆 H 股的内地期货公司亦有鲁证期货、弘业期货两家。2018 年，随着全球资本市场继续保持交投活跃，国内一批业务发展中存在资金缺口的期货公司将通过境内外不同交易所寻求上市融资来解决公司发展遇到的资本金不足问题，满足创新业务快速发展、网点布局全面铺开、金融交叉持牌等需求。资本补充渠道的完善将进一步提升各期货公司的资本实力，满足业务资金需要的同时加快发展创新业务，但另一方面行业内部竞争将进一步升级，中小型期货公司生存空间会被不断压榨，行业集中度将得到提升。其中，券商系期货公司凭借其股东庞大的证券客户基础，在金融期货经纪、期货 IB、资产管理业务等方面具有天然的竞争优势；而产业系期货公司在其熟识的商品领域和风险管理业务方面，与自身股东能够产生较好的协同效应，有助于提升其市场竞争力。