



联合国贸易和发展会议

Distr.
GENERAL

TD/B/CN.1/10
27 August 1993
CHINESE
Original: ENGLISH

贸易和发展理事会
商品常设委员会
第二届会议
1993年11月1日，日内瓦
临时议程项目4

推动改进商品市场的运转

为了提高用于控制商品价格波动引起的风险的
现有机制之效率并改进对此机制之利用而
分析具体方法

贸发会议秘书处的报告

目 录

<u>章 次</u>	<u>段 次</u>
导言.....	1 - 5
一、商品价格的风险管理: 市场及手段.....	6 - 30
A. 有组织的市场和场外交易市场.....	11 - 15
B. 以市场为基础的风险管理手段涉及的是 何种商品?.....	16 - 17
C. 远期合同.....	18 - 19
D. 期货合同.....	20 - 23
E. 期货选择权.....	24 - 26
F. 以货易货.....	27 - 28
G. 商品债券和贷款.....	29 - 30
二、影响商品交易所功能及其作为探价机制的技 术和管理条件.....	31 - 63
A. 交易所期货合同在现货贸易标价中的作 用, 使期货合同成为可行定价机制的 条件.....	32 - 39
(1) 交易所期货和远期合同: 它们适用 于哪些商品?.....	32 - 36
(2) 与价格波动有关的条件.....	37 - 38
(3) 期货合同成为可行探价机制的条件.....	39
B. 合同规格程序.....	40 - 43
C. 不同类型参与者的影响.....	44 - 63
(1) 期货和延期市场参与者的数量、规 模和类型.....	44 - 52
(2) 操纵问题.....	53 - 57
(3) 影响不同类型参与者作用的管理 条件.....	58 - 63

目 录(续)

<u>章 次</u>	<u>段 次</u>
三、影响商品的买方和卖方利用商品交易所的技 术条件和管理条件.....	64 - 84
A. 影响使用商品价格风险管理手段的国内 销售结构的特点.....	65 - 66
B. 合同的具体规定和基础风险.....	67 - 68
C. 全国性条例和政策.....	69 - 73
D. 追加保证金通知和其他现金流动的问题.....	74 - 75
E. 公司组织及管制问题.....	76 - 80
F. 商业、国家和绝对风险因素.....	81 - 84
结 论.....	85 - 87

导 言

1. 在第八届贸发会议上,各国政府认识到有必要探讨尽量减少由于商品市场不稳定造成风险的新方法。他们建议,“应酌情为发展中国家就诸如使用财政手段的机制提供技术援助和政策咨询,以应付价格和其他与商品有关的风险”。他们还注意到,“如果更多地依赖市场力量来决定国际商品价格,需要使价格形成的机制运行得更有效,更明朗。特别是,买方和卖方应对商品交易所作价的能力具有信心,这种价格反映了供求的基本情况”。¹

2. 鉴于此,大会一致认为“贸发会议秘书处应当探讨各种机制,包括与市场联系的价格套头交易机制,例如商品期货、选择权、以物易物和债券、对这些机制的可能使用的阻碍,包括绝对风险和信誉问题以及克服阻碍的方法,并应当提供这方面的资料和援助。在政府和非政府专家一级,在贸发会议内应当审查:(a) 技术和管制两方面的条件,使之鼓励商品买主和卖主尽量参与商品交易所并加以利用;(b) 为便利这些条件提出建议。”²随后,该协议在商品常设委员会的工作计划中得到了反映,此工作计划决定为了提高用于控制商品价格波动引起的风险的现有机制之效率并改进对此类机制之利用而分析具体方法。³

3. 为实现这些任务,秘书处编制了两份非会期文件,贸发会议秘书长召集了一个政府专家与非政府专家的小组。第一份文件⁴提供了有关世界各地不同商品风险管理市场的信息及用于减少与商品有关的价格风险的各种手段的一般背景情况。第二份文件⁵探讨了影响商品买方和卖方参与商品交易所和使用商品期货和期货选择权合同的各种技术条件和管制条件。后一个报告为1993年5月24日至27日在日内瓦召开的商品交易所专家组第一次会议提供了主要材料。那次会议集中讨论了商品远期交易过程中出现的主要问题。定于1993年9月召开的第二次专家组会议将讨论以第一次会议的主要结果为基础而拟订的行动建议。

4. 本报告的目的是为各国政府提供两份背景文件中的基本材料并将此与商品交易所专家组第一次会议的主要成果联系在一起。希望这一综合性报告会有助于更好地理解商品风险管理市场和手段的潜力以及这一领域所面临的抑制因素和问题。

5. 此外,为直接贯彻第八届贸发会议的任务,秘书处的技术合作活动越来越集中在提供商品贸易领域的情况、咨询和培训。这些与贸发会议“贸易培训”计划有联系的活动针对三种接受者:在业务活动一级的商品出口商和进口商,从事商品贸易的公司和机构的高级行政人员,包括中央银行和财政部、贸易与发展规划部在内的政府决策者。商品常设委员会第二届会议的临时议程项目8下面的技术援助报告提供了有关这些活动的详细情况。⁶

一、商品价格的风险管理：市场及手段

6. 初级产品的世界市场价格经常发生急剧的大幅度波动。这对商品的生产者、贸易商和消费者，还包括加工者以及间接受到商品价格风险影响的人造成了一些问题。与原来设想的相比，实际销售价格可能会较低，或购买价格较高。商品生产或商品加工的投资盈利因为取决于未来价格的确定尤其会受到影响。

7. 商品领域的不同角色寻求和找出各种手段应付他们所遇到的商品价格风险。这些手段包括稳定计划和基金（在国际、国家和公司一级），选择购销时机的销售战略和长期的固定价格合同，及一些以市场为基础的手段，尤其是期货合同。从1970年代开始以来，后者作为套头交易手段和为有关商品制定国际价格的机制在商品贸易中显得越来越重要。

8. 其原因如下。首先，商品市场上供应者数量不断增加导致生产者讨价还价的能力削弱，长期贸易协定的数量减少，受控的生产价格基本稳定。因此就更加需要独立的价格发现机制。而且，这一变化造成商品价格更加波动，于是一方面更加需要进行保护，以免受价格风险的影响，另一方面，要有足够的价格浮动幅度以吸引投机者进行活动，使其流向远期市场。

9. 第二个原因是几个稳定价格的全国计划与国际性计划遇到了困难。因此，商品市场的参与者必须寻找其他机制以保护自己免受过大价格风险的影响。第三个原因是，1980年代早期的实际高利率造成储存费用很高。因此，对商品贸易商和消费者来说同购买与储存实物相比，通过购买期货合同而获得对商品的所有权要便宜得多。这改变了商品交易者和消费者权衡储存商品与利用期货市场和期货选择权市场两者利弊的观念。第四，对世界各地大批参与交易市场交易的人来说，比较容易地使用信息与通讯网极大地促进了参与交易市场。

10. 期货合同越来越重要大大增加了以市场为基础的各种可用风险管理手段。这也使期货合同给潜在用户提供更多的灵活性。本章简单回顾了现有的灵活性幅度。

A. 有组织的市场和场外交易市场

11. 以市场为基础的风险管理手段中有标准化合同或特制合同。标准化合同通常用于商品期货与期货选择权交易；这些合同（期货与期货选择权交易）规定了商

品的具体质量,具体数量及具体交货时间与手续。特制风险管理合同是由一系列商品贸易商行(包括大石油公司的贸易部门)和金融机构(经纪公司和私营银行)制定和主动提供的。该市场称为场外交易市场;所提供的手段包括远期合同、以货易货及商品债券和贷款。

12. 商品交易所是一种资金市场,在这种市场上,各种不同的参与者(套头交易者,即,为实物交易的价格风险提供保障者;及各种投机者)从事与市场有联系的期货合同或期货选择权合同的交易、根本目的是转移商品价格的风险。有组织的商品期货交易所自上个世纪以来即已存在;有组织的期货选择权交易是1980年代初期开始的。世界上最重要的商品交易所设在发达国家,这些交易所为发达国家带来了重要的无形外汇收入。主要的交易所有芝加哥贸易委员会、纽约商业交易所、伦敦金属交易所、东京商品交易所、伦敦商品交易所、商品交易有限公司(COMEX,纽约),东京谷物交易所,国际石油交易所(IPE. 伦敦)和咖啡糖与可可交易所(CSCE,纽约)。

13. 在一些发展中国家,也有一些商品期货交易所。巴西的博尔萨商品与期货交易所是目前世界上第五个最大的期货交易所,在这个交易所,自1991年5月以来,交易项目有以美元标价的咖啡、棉花和活牛与肥育牛的合同,以当地货币标价的其他几个商品合同和资金合同。其他交易所设在新加坡(新加坡国际货币交易所、新加坡橡胶协会商品交易所)和马来西亚(科伦坡商品交易所)、而在阿根廷、中国、香港、印度和菲律宾则有主要面向国内的较小商品期货交易所。包括智利、印度尼西亚和墨西哥在内的其他国家正在设想建立其自己的交易所。在独联体各共和国也有商品交易所,虽然这些国家中拍卖类型的市场从现货市场贸易发展到远期和期货市场贸易的为数很少。

14. 商品交易有各种贸易方式,最常见的是公开喊价。在公开喊价的制度中,经授权而进行交易者在开市期间聚集于交易市场。他们以手势和喊叫(因此才有“公开喊价”的名称)的方式表明他们希望订货及出价。交易活动可在任何地点进行,时间从五分钟至几小时不等。这时价格变动很快,一种价格顶多稳定几分钟。由此形成的价格信息通过全国和国际性通讯网几乎立即传至各地,在许多情况下,还提供基本商品现货贸易的全国或国际基准价格。

15. 对场外交易手段来说,市场是通过“中间人”而形成的。中间人决定手段的种类、用途及价格。这些中间人包括商行、经纪所和银行。场外交易市场最简单的形式是由一中间人以某种价格向客户提供特别风险管理手段,该手段大概是专为客户的需求而制定的。一种较为先进的形式是经纪人收集一些银行和商行的报价,

从而有时能以电子信息服务的办法向潜在客户提供最具竞争性的报价。所有提供场外手段的公司都不愿承担风险。在场外交易市场，他们提供风险管理手段时通过商品期货交易或实物贸易进行抵消以求限制或甚至消除风险。这造成下列几种后果。一种后果是，由于可能通过实货交易抵消易货和类似机制的风险可增强中间人提供不同手段的能力，一些投资银行发现参与实货贸易是有吸引力的。另一个后果是有组织的商品交易所和场外交易市场是互相联系，互为补充的，而不是相互竞争的：使用场外交易手段通常造成期货市场的使用增加。

B. 以市场为基础的风险管理手段涉及何种商品？

16. 国际贸易中大多数主要初级产品都有期货合同和期货选择权合同。“燃料部门已有一些合同，有些合同涉及可可、咖啡、棉花、活牲畜、玉米、桔子汁、棕榈油、橡胶、丝绸、大豆、豆油、糖、小麦、铝、铜、金、铅、镍、银和锌。然而，应该注意的是，并非所有合同都能给各种商品的所有贸易提供一种合适的风险管理手段；许多合同主要用于国内，其他合同，即使用于世界市场贸易，但并不保障各种等级商品的价格风险或各商品贸易所在地区的价格风险。例如，对长绒棉的出口商来说，现存的棉花期货合同用处不大，对东非和亚洲部分地区的石油贸易来说，纽约的原油合同也没有多大的现实意义。

17. 场外市场只是填补了部分空缺，因为他们所提供的大多数手段是以外汇贸易合同为基础的。他们有时在这些合同的基础上逐步扩大范围。例如专门按东南亚地区现行价格用原油易货。只有在绝无仅有的情况下，场外市场才为尚无期货市场的商品提供各种手段，煤炭和木(纸)浆尤其如此，这些商品拥有活跃的现货市场及可靠的独立价格报表。

C. 远期合同

18. 远期合同系在确定的日后某一天以事先确定的价格购买和出售具体数量的商品的协定。届时将实际交货。如果，在到期时(合同中议定的未来日期)，实际价格(现货价格)高于期货合同中的价格，则买方获利，而卖方则相应受损。如现货价格较低，反之亦然。然而，事先确定价格则使买方和卖方都不必冒价格变化的风险。

19. 远期交易有各种形式。已有一些有组织的远期市场(如，在中国、印度、

印度尼西亚和俄罗斯联邦有这种市场存在)。然而,大多数远期交易是在场外进行的,或直接成交,或通过电话、电传和传真由经纪人和证券商代办。这些通常在商品期货交易所形成的价格的基础上议定的远期合同一直至最近才在所有地区被广泛用于各种商品。随着许多农产品出口国放宽了销售体制,大家分散经营,因此远期合同的使用显然减少了,因为,与销售管理部门不同,地方上小的私营出口商倾向于现金销售。

D. 期货合同

20. 期货合同与远期合同有一些微妙的差别。同远期合同一样,期货合同是以事先确定的价格在将来购买或销售一定数量的商品的协议。但是,与远期合同的不同之处在于,期货合同并不意味着一定要进行实物交付:可用合同作出或接受实物交付,但通常它是在到期日或这之前(合同的期满日)作一笔相等的反向交易,以非营业交易进行抵消。

21. 与远期合同相同的是,在期货合同里,用户接受或支付的价格或多或少是固定的,但在这里是以间接的方式固定价格的。在套头交易中,卖方同意按未来的市价在未来交付一定数量的商品,同时以现价在未来交付同样数量的商品售出一份或多份期货合同。在他实际交付实物时,他也买进其期货合同。如发货日的市场价格低于期货合同规定的价格,在实物市场的损失由期货合同的较高价格弥补(他以低于销售时的价格买回合同)。另一方面,如果实物市场的价格高于他出售期货合同的价格,则实物市场的收益为重新购进期货合同的损失所抵销。

22. 与远期合同的一个重要区别是,期货合同每天都“与市场挂钩”:如期货价格不利于期货合同的持有者的话,该持有者必须向票据交换所(该所保障票据的兑换合同)支付一笔与由于价格变化所受损失相等的费用(追加保证金)。这使得市场的用户不致长期承受未实现损失,从而能减少拖欠的风险。然而,这种做法会给市场用户造成清偿能力的问题,因为追加保证金必须在24小时之内支付。期货市场的不利价格变化与实物市场有利的价格变动同时发生时,这类追加保证金对套头交易人来说并不带来损失,尽管如此大多数银行和其它信贷的提供者在提供所需的信贷限额方面往往比较谨慎,对发展中国家的公司尤其是这样。如未支付追加保证金,则期货合同自动清偿;因此,不能随时得到为数充足的可兑换货币的公司经常更愿意通过诸如“可执行订货单”的实物贸易合同而间接利用期货市场。在这种情况下,合同合伙人(通常是商行)承担支付追加保证金的责任。

23. 商品交易所大部分期货活动仍然是由发达国家的公司进行的，不论是出于投机或套头交易的目的。发展中国家和中欧和东欧国家直接或通过中间人利用商品交易所十分有限，虽目前使用率似乎在增加。发展中国家很少量的公司(但都是金属领域的公司)是发达国家交易所的成员。

E. 期货选择权

24. 期货选择权系风险管理手段，它保护购买这些手段的人免遭价格不利波动的影响，而同时仍有可能受惠于有利的价格波动。购买期货选择权的费用称作溢价。卖出选择权可在价格下跌时提供保障，买进选择权可在价格上涨时提供保障。期货选择权的买主无须支付任何追加保证金。另一方面，卖出选择权则是一种复杂且有风险的事，选择权卖主必须应付有可能发生的追加保证金的问题(至少在有组织的交易所买卖期货选择权来说，还有一个活跃的场外市场。)

25. 交易所经营期货选择权还是最近的事。它是随1970年代场外期货选择权交易市场的迅速扩展而兴起的。第一个外汇贸易的商品选择权合同(自1930年代期货选择权被禁止以来)是欧安会1982年有关糖的合同。目前一些商品在商品交易所的期货选择权贸易中十分活跃--但交易期限很短、很少有超过一年的。油、金、银、咖啡、可可、糖、大豆、棉花、铝和铜等的期货选择权贸易十分活跃。期货选择权贸易达三年的场外贸易正在积极发展。

26. 同期货一样，期货选择权仍然主要为发达国家的公司--商行、发达国家的生产商和消费者，专事在期货市场与期货选择权市场之间仲裁的公司所使用。主要是拉美的一些发展中国家的公司和机构利用卖出选择权以保护其出口产品免遭价格下跌的影响并利用买进选择权作为套期保值以防增加其进口产品的支出。

F. 以货易货

27. 期货合同只到最近仅可提前18个月，在大多数情况下超过6个月即很难予以清偿，以货易货是作为补充期货合同的一种长期价格风险管理手段而加以发展的。商品易货是一种适用特定数量商品的纯资金协定。这里所涉及的有两种价格。一种是可变价格，通常根据诸如期货合同的价格等已公布的价格指数定出价格；另一种价格是在订协定时确定的。生产商和消费商仍然在公开的市场上买卖实物商品，但以货易货时，买卖各方支付固定价格与可变价格之间的差额，或得到相等于

该差额的补偿，这样在签订易货协定时，商品的价格就固定不变。实际上，易货是长期的习惯套头交易，它提高了公司偿还贷款或支付股息的能力。因此，以货易货对债权人和投资者都有吸引力，因为它能确保供资的公司的现金流动。¹⁰

28. 商品易货在1980年代的中期得到了发展，至1980年后期即变成十分重要的形式。据估计，在1991年后期，商品易货市场的未结额约为400亿美元，相形之下，有关利率和货币互惠信贷的未结额近2万亿美元。¹¹ 最初，银行和一些贸易公司(通常经营生产和/或炼油业，这可使他们通过商业活动抵销风险)是仅有从事易货贸易者。他们仍然是主要的参与者，但在资金互惠信贷市场上以往通常一直很活跃的一些互惠信贷的经纪人已开始进入商品领域。大多数积极促进易货贸易的只是充当中间人，通过抵销易货贸易(与消费者达成易货安排的同时又与生产商达成同样的逆向易货安排)或期货交易而最大限度地减少风险。与消费者和生产者直接达成易货协定相比，使用中间人可使中间人承担与易货有关的所有风险(包括绝对风险因素在内的对应风险，见第三章)。大多数商品易货的期限是一年至七年。如没有套头交易的远期市场或期货市场的话(例如，未在交易所交易的产品)，则可安排期限更短一些的易货。在为数不多的一些很罕见的情况下，易货交易长达25年。

G. 商品债券和贷款

29. 商品债券与贷款是一整套复杂的风险管理手段，其目标除了管理发放债券或接受贷款的公司或国家的资金风险外，还管理债权人/投资者的资金风险。他们通常与投资项目或债务重新安排联系在一起，以便能以更优惠的条件获得资本，其目的不在于管理商品贸易中的价格风险。至今发行的大多数商品债券是与金、银和燃料有关的；也有一些与铝、铜、镍、咖啡和可可有关。在整个1980年代期间，这类债券的使用都有所扩大；至1990年公开发行的债券的大致价值总计约40亿美元；尤其在燃料领域是民间发行的债券价值也许要大得多。

30. 至今，大多数与商品有联系的交易是在发达国家完成的。¹² 涉及发展中国家的最早交易是在国内资本市场上筹资。¹³ 最近在国际市场上筹资的例子包括花旗银行在马来西亚保销的一笔与棕榈油价格有关的小额贷款，德国五金联合公司在巴布亚新几内亚向与铜价有关的一笔铜的信贷投资供资，及向巴西和加纳的黄金贷款。

二、影响商品交易功能及其作为探价机制的 技术和管理条件

31. 本章简要陈述影响商品买卖者使用交易所商品买卖期货合同的有关主要问题。专家小组在1993年5月讨论过这些问题。本章将报道专家小组在这些问题方面的主要调查结论。1993年9月会讨论专家小组就特定问题提出的建议，另行向商品常设委员会汇报。

A. 交易所期货合同在现货贸易标价中的作用， 使期货合同成为可行定价机制的条件

(1) 交易所期货和远期合同：它们适用于哪些商品？

32. 一个商品交易所商品买卖期货合同存在的首要条件是：该商品应具备一定程度的统一性和储存性，而且其贸易应有足够的定额。在讨论这问题时，专家小组发现一定商品的特征可能成为制定期货合同的障碍，但是，只要有足够的刺激，这些障碍不是不可以克服的。缺乏统一性或者储存性可用以下方法解决，如：较好的分类程序、改善的储存方法¹⁴、新的合同规格、包括基于指数和差别的合同¹⁵、用现金结算的合同等。专家小组进一步指出，拟订期货合同时应尽量扩大流通性（例如，使成交额大、参与者多），包括非与贸易有关参与者带来的流通。一项合同成功与否，除了基本经济原因之外，往往还依赖于宣传广告以及对不同参与者的心理吸引力。

33. 但是，专家小组同意还有一系列其他方面的因素也会影响一项商品期货合同的可行性，特别是：工业和市场结构、市场分段、政府贸易政策等。¹⁶ 可行期货和远期合同需要市场双方具有各种各样无关的使用者。受制造商高度控制的市场、或者受制造商控制市场的生产结构、或者商品工业高度的纵向一体化，都可能阻止交易所贸易的发展。1970年代前的铝制品和燃料就是这样的情况。以后产生的铝制品和燃料期货和远期贸易表明：增加独立生产者和贸易者的市场份额还能够导致交易所贸易替代生产者的定价机制。

34. 专家小组还指出，主要矿产品的现货贸易往往是在生产者和加工者之间直接进行的。成功地制定期货合同在此类市场结构中是可能的，只要有足够多数量的

买卖者。相反，农产品的现货贸易则一般通过商人进行，它的期货合同也就是针对商人的需要而制定。在这样的形势下，扩大生产者和消费者的直接贸易，如橡胶那样，至少在短期和中期内，可能更少用期货合同。

35. 有关的一个方面是由于地理、行政措施¹⁷、或者消费者的不同兴趣、爱好，把一个商品市场分成不同的部分。¹⁸划分能够降低期货合同的贸易额，并影响其可行性。此外，适用于各国和地区的行政措施如贸易合同或价格控制能够消除价格危机，从而排除套购保值的需要，期货和远期合同。欧洲共同体的共同农业政策就是一个范例。但是，现货商品市场的这些特征往往只影响这世界市场的一部分，所以，只要贸易量足够大，针对地区的合同或者针对世界贸易某一部分的合同仍然是可能的。¹⁹

36. 由于这些特征，交易所贸易合同对许多商品的价格形成的潜在作用必然是有限的。其他形式的价格形成机制如长期合同的价格谈判、拍卖、公司内部交易、期货市场、现货交易或集散中心市场，都将继续有其重要性。

(2) 与价格波动有关的条件

37. 实物商品的价格波动及其相应期货合同决定期货市场能否发挥有用的套购保值作用。只有当商品的现货市场价格出现足够的短期波动，期货合同才能发挥作用。现货市场价格波动幅度小，即无须进行套购保值，因为套购保值的成本将超越削减危机所得到的利益。某一商品价格很长一段时间低落可能就是这样，正如目前一些疲软商品的情况。相反，如期货合同的价格波动太大，前景市场也将失去它们套购保值的作用。期货市场价格过分短期波动可能会引起现货和期货市场价格的关系频繁变化，从而使套购保值商面临更大冒险（期货市场价格发展和套头商有关现货市场绝然不同的危机），更高的交易代价。

38. 专家小组注意到，研究表明期货合同的存在能够降低商品价格的季节波动，而短期的价格波动可能会上升，而长期的价格基本上不会受影响。专家重申，商品期货市场并非根据国际商品协定或稳定方案所设想的那样，是一种稳定或提高国内或国际商品市场价格的手段。但是，期货市场让个别参加者有可能管理他们面临的商品市场价格波动。期货市场过分波动会破坏期货市场的声誉并且有害于有关贸易市场的使用者。但是，专家小组同意，大多数用来降低期货价格波动的措施，如提高初步、特别或变动差额，导致了较高的而不是较低的波动，因为它们增加了期货市场参与的成本、强迫参与者离开市场并且提高了要价幅度。许多人感到最佳的是

让期货市场自由运转，市场力量是最有效降低过度波动的方法。

(3) 期货合同成为可行探价机制的条件

39. 商品买卖者为套购保值或定价之目的继续或更多使用期货合同和有关的远期合同，要求这些合同的贸易能够触发反映现货市场目前和将来供需的价格信号。与现货市场的这一联系还导致非与贸易有关的参与者，例如管理基金和设法分散资产的投资机构使用商品期货市场，因为商品价格常常并不与金融市场的价格同步上下。如果买卖者察觉期货合同的价格信号与市场的基本因素失去联系，那么就不会使用合同，这反过来又会进一步削弱这一联系。买卖者为套购保值和探价使用期货合同的信心有赖于下文所述的四项一般条件。在本章的后半部分将更为详细地讨论有关这些条件的问题。

- (a) 利用期货和远期交易所交易的的合同必须与基础现货市场的条件保持一致，能限制反常价格的出现。此类一致性特别涉及到质量标准、交货条件(时间和地点)和远期转换程序。
- (b) 期货和远期合同必须在流动市场内进行交易，也就是说，用户应能轻而易举地找到交易对方的市场。单靠有关贸易的业务额不足以保证市场流动性，还需要有非与贸易有关的用户。另一方面，只有在商品交易参与平衡的情况下，期货和远期合同才是具有代表性的探价机制。这意味着应该有非与贸易有关市场参与，却不统治与贸易有关的业务。后者应包括市场双方的各种各样市场参与者。
- (c) 期货和远期贸易应具有透明度，以便限制市场失常的可能性。这就要公开提供资料如：市场参与的结构、参与者群组的活动、交易所的管制方式、以及开展其业务，包括操纵处理的清楚、公平、健全的规则和规章制度。
- (d) 商品交易市场应是可靠的。这可以通过交流中心和规章制度得到保证。但这两项都会提高使用市场的成本、并且对用户规定一定的条件，例如要求用户符合财务标准，满足申报要求(第三章第 C 段将详细讨用户方面的成本负担)。

B. 合同规格程序

40. 多年来合同条款产生了问题。最经常出现的是质量规格和交货地点。质量规格必须保障商品符合标准，可以广泛交易，交货时能被现货市场接受。如果期货和远期合同规定的质量低于现货市场的标准，用户会不愿意接受交货。这将导致陈货上升，对价格产生压力。如果规定的质量太高或者能够交易的质量范围太狭窄，能够交付的质量将下降，使囤积交易比较容易。²⁰在这方面，易腐和非易腐商品有区别：后者期货市场的合同质量规格不断地提高，而前者保持低质量规格，有作为最后市场的作用。

41. 合同的条款和条件能产生反价格操纵和反价格失常的可交付供应，也就是，能以其市场价值在正常的现金市场渠道内交易的宗货。大多数期货合同可以通过财务交易抵消，而大多数商品合同的规则则考虑到交货的可能性，以保证现货和期货市场相互一致。除了关于平衡参与一项合同的贸易的考虑外（见下文），必须的条件之一是货仓应靠近现货市场，让交货售货的用户能够尽快地做出反应，以防止某一市场参与者获得供需的控制权。²¹

42. 远期合同的转换程序也很重要。如果大量远期合同同时到期，而期货的交货期较短，可能引起与现货市场供需形势完全无关的价格压力。

43. 和合同条款一起出现的许多问题往往能通过交易所和工业界的密切接触得到解决，尽管有时需要较长时间，而在期间许多工业参与者感到很难适当地利用期货合同。这种拖延往往发生在股票高涨的时候，关系到交易所成员的利益，因为如不及时交货，他们的股票价格会受影响。制定新的合同或者修改现有合同要花钱也耗费时间，而且提议的合同或合同修改只有很小一部分是成功的。有若干不同的咨询过程。在美国，期货贸易委员会的规章要求交易所符合一套规则，在新合同通过前或现有合同修改前采取特定的程序（包括在联邦注册内发表合同建议后，有关各方发表他们评论的可能性）。欧洲却没有关于合同制定或修改的正式规则，一般是交易所先与工业界进行非正式磋商后，然后独立地作出正式监督的决定。专家小组认为，现存的咨询过程无论其是否是按规则制定的基本上是合适的。人们注意到消费者对质量规格往往具有很大影响，因为消费者的标准往往比其他市场参与者的标准更为固定。这领域内的主要问题是当事人，特别是生产者，利用咨询程序往往不够。专家小组认为，生产者应设法更多参加商讨他们产品的新合同或修改合同的建议，在交易所和工业界的会议上也应更加畅所欲言，特别是在美国期货交易所上，对联邦登记所的合同建议发表评论。

C. 不同类型参与者的影响

(1) 期货和延期市场参与者的数量、规模和类型

44. 许多行为者能够直接或间接地活跃在商品期货交易所，包括生产者、消费者、加工者、贸易商行、独立场内经纪人、经纪公司、银行、管理基金、机构投资者、大型私人投资者和专门从事套汇交易的公司。其中只有一部分是交易所的成员，而且交易所成员也并不一定经营他们所有的业务，如果定货是通过他人(特别是独立场内经纪人)，他们的行为就往往不会很透明。

45. 生产者、消费者和加工者都可能直接在交易所上活跃，有些公司也是交易所成员。但是，作为一交易所的正式成员要付出费用，这对生产者或消费者就不太吸引，许多情况下他们是通过贸易商行或经纪公司进行交易。如果他们本身没有客户业务，直接营业意味着他们的行为对其他参与者是相当透明的。传统贸易商行是商品交易所的主要操纵者，因为他们在日常营业的基础上经受与买卖活动有关的价格风险。由于近年来每项商品的贸易商行数量下降，贸易商行的市场力量上升，一些主要的操纵者消失了，少数特大型的国际多种商品贸易商行占了大部分商品贸易，在商品期货和远期营业额内也占主要比重。它们在交易所的巨大作用有助于扩大实货贸易合同的种类，成为它们贸易伙伴风险管理活动的中间人，同时也为自己利益而开展贸易，面对价格风险套购保值。由于贸易商行能优先得到情报，因此可能具备预测市场动向的条件，他们还往往可以为他们自己的利益进行投机活动，有些甚至产生了他们自己的管理基金。

46. 独立场内经纪人(当地)往往是在一项商品中比较活跃(一般而言或是在期货或是在远期商品内)在许多交易所的当天活动内起重大作用，特别是在美国。经纪人商行(也称为委托交易行或者期货佣金商人)基本上作为中间人工作领取固定佣金。有些也有他们自己的管理基金。许多经纪人商行活跃在大量商品和金融期货交易所和股票市场内，并从事有关银行的活动，而且往往是世界范围的。银行也担任经纪商，特别是从事有关OTC的活动，主要作为调期交易商。银行(以及一些贸易商行)一般喜欢对开调换，如没有完全对口的交易，期货合同往往能减少调换的价格风险。

47. 专家小组承认贸易各方当事人参加商品期货市场的数量和规模往往不平衡，但感到这一般反映了现货市场的结构，并不会对期货市场的经营产生严重影响。

响。他们注意到这样的不平衡可能是正常的季节性现象，例如，绝大多数销售紧挨在收获季节后，而购买则在收获季节之前。他们还注意到，期货市场的使用决定于参与者经受的风险、老练成熟水平以及应遵守的规则。这意味着贸易者是第一用户，接着是最终用户，然后再是生产者。专家小组认为缺乏理解有价证券票据以及使用它们的专长知识是严重问题，影响到许多买卖者参与的可能性。但是，用户所在国家的政府规则往往不利于使用商品期货和远期合同。

48. 关于多国商品加工者那样的大型有关贸易参与者的参加问题，专家小组认为，此类公司会根据期货市场的周转率调整交易规模。这样做的原因是因为它们先卖后买，最终必须寻找一个伙伴。这意味着大型贸易参与者(不论是一商品的生产者或用户)很少通过期货市场滥用它们的市场潜力。人们还提到规模吸引规模，因此有一个比较大型的参与者进行的交换贸易能够吸引其他大型参与者的参加，从而提高了合同的周转率。专家小组还讨论了另一问题，有些商品，是小供应商广泛使用期货合同，而大型购买者根本不用或很有限使用，因为这些商品在后者的加工活动中属于比较小的投入，结果使期货贸易可能不平衡。他们报道，大型买卖商利用交易所，是因为他们需要维持竞争性，而不是由于相对投入成本，作出套购保值决定。专家小组指出，一个大贸易参加者某一方向的交易能够引起展示效果，因为其他人可能认为这样的交易表明基本因素已在改变。

49. 非贸易有关的大型投机商种类不一。最重要的是投资基金，具有两种类型：管理基金和机构投资者。管理基金是由个人或机构为了从事期货市场业务的目的聚集在一起的基金。它们由专业的短期资本经营者管理。机构投资者主要利用商品期货市场的养老金和保险基金，以期改进它们投资业务量的组成。

50. 在大多数商品期货市场上，投资基金的作用正在上升。绝大多数投资基金活动集中在最近的期货合同内，并且大多数剩余款项即将到期。它们少用长期合同，也才刚刚投入期货选择买卖市场。它们基金的规模比农业期货市场的周转额大，一般交易近期的期货合同。投资很容易在金融市场和商品期货市场上以及在商品期货市场之间进行转换。由于它们的规模，这样的转换对各种价格具有重大的影响。

51. 绝大多数(百分之80以上)的投资基金依赖于技术分析系统来作出投资的决定，这一事实引起一些有关方面的问题。所采用的最为重要的制度是趋势跟踪。它们都很相似，因此某些“触发信号”可能导致大规模地涌入或退出某一期货市场。例如，一投资基金销售触发的某一商品价格下降可能会因这一基金的销售而得到加强，并由此触发其他销售，或者反之。这一雪球效果使商业利益感到担忧，因

为这样的交易并不一定反应基本因素的变化。

52. 专家小组承认，大量非贸易有关参与者(投资基金)增加反映了这些基金经营多样化的愿望。这一参与的影响是，商品市场的价格形成一般受影响于世界经济的发展。²² 商品交易所基金的活动性是股票和金融市场贸易制度化的一个扩展。专家小组认为，投资基金活动对价格变动的影响主要是增加每日的流动性，但并不影响到长期价格变化，尽管这方面需要进一步研究。一些人认为，基金活动可能加剧短期价格变动的不可预测，使套购保值贸易的决定更加复杂。投资基金促进市场流动性被视为是具有吸引力的事实，增加了买卖者的使用。²³

2. 操纵问题

53. 专家小组同意，在投机和操纵之间显然有概念方面的分歧。投机包括基于市场力量引起的预测未来价格变动而进行的贸易，而操纵包括企图以现货交易市场显示的相反方向变动各种价格。他们指出，事实上对管理者而言，很难在实践中划清这两个概念间的界线。他们强调，期货交易所的投资者的活动是必要的，以保障流动市场，但是，一些从事大规模投机的贸易有关实体可能会受引诱企图操纵市场。

54. 大多数操纵企图包括在现货和期货市场同时进行交易。当一实体获得过量供需的控制，同时其他供应者或用户不能尽快地作出反应，在一定的地点或一定的时间内提交或接受数量条件，操纵是可能的。可以操纵某一商品期货合同贸易的趋疲部分依赖于该期货合同中指定的交货条件。可接受的等级、原产地、交货地点和替代交货程序的限制越严格，交货时间越紧迫，合同到期交货前通知期限越短，操纵就越容易。

55. 专家小组承认存在着操纵的企图，这些企图主要集中在现货交货月合同，造成了市场混乱，损害到某些用户。但专家小组也认为，探价机制的效率并没有受到严重影响。他们注意到大部分市场参与者，特别是利用市场来固定价格的参与者，往往在贸易战略中、特别是在它们现货交货月活动中特别小心谨慎，仔细检查价格变动，看是否符合基本因素，以此避免成为操纵企图的受害者。

56. 专家小组还认为，一般而言，对市场运转具有一定经历的商品买卖者而言，操纵并不是参与市场的障碍。在大多数情况下，操纵企图并不成功。但是，操纵则被新用户认为是一个重要的问题。

57. 所有交易所和管理当局都制定了方式和规则检查并惩罚操纵。但是，市

场用户有时并不认为这是公平的，其中有些人对实施这些规则的一致性和公平性持怀疑态度。对此提出的一个理由是，没有统一的处理操纵企图：处理既视所涉及的交易所，又视交易所的哪个用户企图操纵。这关系到哪一交易所受这些管理制度的管束，其监督制度的效率以及其监督委员会的组成。如企图操纵市场的商行是交易所的一个重要成员，或者一商行的贸易活动和它在委员会处理操纵企图的任务发生利益矛盾，就产生了具体问题。因此为了维持对市场信心，重要的是要有明确和公平的规则，不允许任何有特别待遇，同时惩罚适当的合同执行的实施应明确规定，公正有力和明朗。

(3) 影响不同类型参与者作用的管理条件

58. 期货和远期市场管理是通过一项具有约束力的规则的框架来保证公开竞争、透明、有效和流动的市场。商品交换的原来目的主要是为实货贸易制定一项有效的套购保值机制，管理就是要保护进行交易的贸易者、生产者、加工者和消费者的利益。管理的另一个目的，特别是在美利坚合众国和联合王国，是为了保护小型私人投资者免遭欺诈。最近，管理者还考虑到大型机构投资者的需要。票据交换所和管理制度的存在保证了交易所的可靠性，但也提高了使用市场的成本，并且对使用市场规定了条件。管理者需要挑选“正确管理水平”：管理过分会提高成本，以至于影响期货和远期市场的参与（投机商将倾向于在股票市场进行贸易，现货贸易的利益将引诱人们不再套购保值价格风险）；少管理则会允许欺诈和操纵，失去对市场的信心，减少市场参与。

59. 通常有不同水平的期货和远期市场管理。第一，交易所本身的管理能保障财政上安全、公正的贸易、以及市场的经常信誉和道德。第二，期货和远期市场所在各国设立了各种形式的政府管理机制，目的在于保证一般市场的正常运转和信誉。第三，政府决定套购保值交易的税收处理。²⁴

60. 交易所委员会的结构决定由谁决定交易所业务的规则。委员会的成员通常来自某一交易所。成员的会费直接影响谁决定合同的规格、规则和细则。由于两项发展，在过去几年内大多数的交易所的成员发生了很大的变化。第一，由于委员会佣金减少，成员人数下降，通过经纪人进行交易的费用较低，作为交易所成员已不再那么吸引人。第二，商品贸易的参与已经从专业经纪人改为财务中间人进行，使交易所成员的交易商行成员人数下降。与此同时，经纪商行和银行的成员有所增加。交易所委员会的结构还影响到用户对交易规则的公正性的认识。例如，没

有生产者代表交易所委员会，交易所的行政可能不会充分考虑生产者的利益；由于它们在价格发现过程中的作用，交易所对生产者的财务情况具有重大的含义。

61. 《1992年期货贸易营业法》要求美国的各交易所在各交易所委员会中具有农民、生产者、贸易者和出口者最低限度的代表性，还要有来自外部、能够帮助理事会审议、具有期货交易的专长知识或者其他特殊资格的代表。还加强了防止利害冲突的规则：一交易所委员会或理事会的成员若对有关问题具有直接财务利益，必须放弃表决权。在其他国家内，对董事长理事会的组成方面没有制定具体规定。²⁵ 但应有适当买卖方代表。²⁶ 希望参与期货交易贸易的发展中国家因此应在这方面更多表示意见，不论是通过它们进行交易的交易商行或者本身成为交易所的成员。

62. 交易贸易的透明度水平不仅取决于传播各种价格信息的经常性和广泛性，还取决于市场参与者的种类以及它们活动的透明度。所有国家都对交易所定有汇报有关交易活动的规则，其中包括查帐要求，从金融中介投保至交易追踪每一客户的订货单。这些汇报要求保证公布贸易总定额、现货交换的总数量、所有总开口合同、要价的最高和最低价格。这些资料帮助市场参与者估计流动性的程度、非贸易有关业务的范围以及一项合同的普遍价格波动状况。在这一方面，专家小组强调，获得贸易决定所需的资料最好办法是积极参加市场，建立可靠的贸易合同网，以便了解市场的状态，对收到的信息作可靠分析。这需要不断地培训人才。他们注意到，价格的实时资料和股票、周转率或公开利益的频繁报道可以通过世界范围的数据出售系统，从一系列交易所得到，其他形式的快速传递信息的服务也正在发展之中。他们承认，全球报道有一定的差距，因此所提供的交易信息并不统一，有时达不到作出可靠套购保值决定所需的详细水准。

63. 报道要求领域内的关键问题是很难确定市场参与者主要集团的有关规模。专家小组注意到，主要用户种类(贸易商行、大型最终用户、经纪人、银行和投资基金)参与期货市场结构的有关资料并不完善或透明。这并涉及区分套购商人和投机商，因为套购商人也经常投机，而是关系到用户和所贸易商品之间的业务关系。这些团体有着不同的贸易动机，不同的保持权力的水平不同的作出它们贸易决定的促发水平。报道参与者分组情况的资料也是普遍有用的一有利于交易所作出它们的业务决定并有利于作贸易决定者--但这些情况由于各商行的各自利益很难收集。专家小组认为，如何提供交易所参加的结构方面的适当公共报道，还需要作很多的工作，以加强作为商品买卖者的未来用户的信心，而不侵犯一商行的保密权利，并需要寻找全球范围内统一商品交易所中已改进的汇报要求的方式和方法。

三、影响商品的买方和卖方利用商品交易所 的技术条件和管理条件

64. 如时机合适、应用得当，则期货合同、期货选择权和场外交易手段能为处理许多商品市场的交易中必然出现的价格波动和多变情况提供一种令人欢迎的方法，并能以优于其它可能的条件获得资本。然而，经常面临商品价格风险的生产者、消费者、商人和其他人所运用的一系列标准贸易手段中之所以未包括这类金融手段，言之有据的原因有许多。其中一些原因与交易所的运作情况有关——此乃第二章所讨论的内容。其它原因则更多地与用户有关。这些原因是本章所讨论的内容。

A. 影响使用商品价格风险管理手段的国内销售结构的特点

65. 生产者、消费者和商人使用商品价格风险管理手段的可能性经常与参与者的经济规模及运作条件有关。独立的小农场主或矿业主连直接进入国内商品交易所都不大可能，就更是无法利用国际商品交易所提供的风险管理手段。对大的生产者，加工者/消费者或合作社来说，这类问题极为少见。

66. 对面向国际的商人来说，规模和良好的记录对他们肯定有好处。小商人经营的贸易量太小，不敷使用期货市场所耗费用。除非事先支付佣金，经纪人通常不会为不熟悉的商人处理期货市场的业务。而且，由于这些商人不是被接受的对方，因此他们无法接触场外交易风险管理市场。在这方面，发展中国家和独联体共和国的出口商利用风险管理市场的条件近年有所恶化，而许多国家的销售体制已放宽限制并随之化整为零。以前的销售管理部门或中央销售组织能直接进入商品交易所，并在许多情况下有一个积极的风险管理战略（包括远期销售和可执行的订单），而从他们手中接手的新的、毫无经验的小出口商在很多情况下只限于销售现货。预计这一情况不会很快改变：积累经验、建立良好的记录需要好多年的功夫。在这种情况下，显然需要采取行动，使这些出口商能比较容易地使用现存的商品销售手段。其形式可以是政府支持或担保，和/或出口商自行组织协会或较大的公司。

B. 合同的具体规定和基础风险

67. 发达国家商品期货交易所的合同主要是为了满足发达国家商人、消费者及

生产者的需要，因此反映的是传统商品贸易流量的模式。这样，合同的具体规定就不一定考虑特别是按照交货规定考虑其它国家公司的需要。在主要的商品合同中，只有糖能够由发展中国家的港口交货。其他所有商品期货合同都载有在发达国家消费者市场交货的具体规定(美国、欧洲或日本)，虽然由于南南贸易的增长，这不再能恰当地反映商品的实际流量。一个市场的供需情况与有关交易所的情况之间缺乏联系即带来很大的基础风险，从而使套头交易的决定复杂化或使套头交易风险太大。

68. 有关这些问题的可能解决办法之一是对合同的具体规定进行修改(见第二章，第B节)。专家组强调另一种解决办法可能是制定一些以国内或地区为基础的新合同；例如，有关东南亚的罗布斯塔咖啡，土耳其的棉花或太平洋的虾。这种合同可在发展中国家的新交易所里买卖，除了提供一种新的套头交易手段外，这些交易所可向各国的经济提供一些额外的益处。(见方框)。专家组强调这类新的交易所应该被视为补充，而不是取代现存的交易所。

C. 全国性条例和政策

69. 发展中国家及其它一些国家的许多决策者不熟悉风险管理市场并对其看法不佳。部分由于这个原因，国家一级利用风险管理市场有几个管理和政策上的障碍，这包括从完全禁止，缺乏明确的规章到间接的制约因素。

70. 在某些情况下，明令禁止使用风险管理手段。²⁷有些国家禁止公司和其他实体使用某些外国风险管理产品。因为他们认为提供这些产品的市场运行不良——当局因此希望保护这些公司免受损失。²⁸许多国家禁止出售期货选择权。

全国和地区性交易所的发展

商品交易所在成立一个世纪以后，似乎正在经历一个新的扩展阶段。最近几年，在诸如匈牙利、波兰和罗马尼亚、独联体各共和国及中国出现了许多商品交易所，而一些比较大的发展中国家也已经建立或正在考虑建立新的商品交易所。

专家组认为，在许多情况下，为促进国内销售及支持国际贸易，应大力发展面向全国或面向地区的交易所。人们认为建立这类交易所具有下列经济理由：

- 它们可增强地方市场的价格发现，改善国内销售体系，并引进新的风险管理设施；
- 它们可以比较容易地使用物资库存进行抵押贷款，从而为国内生产商和出口商开辟了新的资金来源；
- 它们可以有助于将贸易活动(及有关的服务开销)限制在国境之内；
- 它们可以为国家吸引国际投机性资金，从而增加该国经济的资本；
- 它们对国内资本市场具备有价值的外溢效果；
- 在没有其它期货市场经营同样商品的情况下，时间区的市场对国际贸易机构和其它24小时活跃在商品市场上的机构可能具有吸引力。

然而，决策者应避免为了显示现代化而设立商品交易所。实际上，在有可能发展有组织的交易所之前须具备下列条件：

- 全国或地区性实物现货市场有关基本商品的贸易应发展良好；
- 应该有充分的潜在流动性，潜在市场参与者的人数之多也必须够。这意味着应该考虑外资参与的形式；
- 在为套头交易的目的而利用合同方面，各国政府和地方实业界的强烈支持，尤其是商品生产加工和贸易界的支撑至关重要。政府的支持应该被视为固定不变的；
- 包括在货币管制和贸易政策方面在内的政府的政策框架应该支持商品交易所的运转，并使得私营部门能恰如其分地利用交易所。

发展新交易所的时候应考虑到有关国家或国家集团的具体情况；照搬更先进国家的管理方法可能会造成一些问题。在建立商品期货交易所的条件无法满足的情况下(特别是在流动性和参与者数目方面)，考虑建立有组织的远期交易所可能更容易一些，这样做的好处与建立商品期货交易所类似，即，价格发现，提供套头交易的机制，及促进信贷。

专家组认为，电子交易系统可能是发展国内交易所较为便宜的方法。如果各国本身潜在市场的参与人数过小，这类系统也可帮助地区建立交易所网络；现在亚洲和拉丁美洲正在考虑设立这类地区交易所。

71. 政府有关外汇管制、价格政策、贸易政策和税收规则的条例对公司是否能使用以市场为基础的风险管理手段很有影响。例如，如很难得到外汇，则接触外国商品交易所就无从谈起了。如果出口产品的国内价格受到控制，则政府自行承担大多数价格风险；私营部门应付其风险的动力不够。如果贸易政策在价格管制或数量限制等方面阻碍出口产品的流动，则无法进行套头交易。如果税收规则未恰当顾及交易的实际商品方面与其风险管理成分之间的联系，则公司会冒交税负担过重的风险。实际上，在许多国家，在有可能使用风险管理手段之前，风险管理手段的潜在用户与各政府部门之间（包括中央银行、财政部、税务当局和贸易部）必须进行长期的讨论。因此公司需随时了解本国管制结构的新发展情况，一旦管制条例有变它不致束手无策。²⁹

72. 全国性政府在这方面负有双重责任：它们必须促进恰当使用风险管理手段，而同时限制其被滥用的可能性。这类滥用包括的范围从使用风险管理手段到逃避国税或绕开交易条例，或从事无法无天的投机活动。税务当局可以有一份能被接受为在税务方面行之有效的有关套头交易活动的风险管理活动清单，同样，财务管理人（中央银行或财政部一级）可具体列明允许全国性公司使用的风险管理手段。

73. 专家组强调，各国政府应该知道频繁和/或难以预料地更改管理办法会使市场用户付出多大代价。对用户所在国政府来说也是如此。交易所所在国的各区政府有重要责任，而且往往是国际责任避免这种更改，因为更改伤害的不仅是国内用户，而且也包括外国用户。专家组强调，在与管制有关的问题上，非常需要更积极地向各区政府提供情况和咨询，而且各区政府彼此之间也很需要交流经验。诸如贸发会议和世界银行等国际论坛在这一领域具有比较优势，因此，它们的有关活动应该得到加强。

D. 追加保证金通知和其它现金流动的问题

74. 尤其对小一些的公司和政府机构来说，使用风险管理工具的一个很大障碍是外汇额需要与存款保证金、佣金和追加保证金通知相匹配。³⁰除在所用货币数量方面已预先确定的利息外，追加保证金通知不是一种成本，因为对套头交易活动来说，追加保证金通知的数量应该与实物交易未实现的收益相同，它们确实造成了一个现金流量的问题，因为这要能随时得到外汇或足够大的信贷限额。人们认为发展中国家的许多公司获得良好的信贷限额的相应风险太大，而它们得到外汇的机会，一般地说，可能受到一些国内条例和实际做法的限制。记录国外交易的会计程

序(特别是在期货交易方面有亏损的情况下)可能会造成进一步的问题。所有这些限制因素都影响商品价格风险和货币风险可能得到的套头保值，至少货币风险通常认为对出口商很重要。³¹

75. 专家组注意到，为缓解这类问题，应在一些领域作出努力。第一，例如，应通过鼓励地方财界的积极参与或发展能够发放作为信贷限额担保之仓库收据的以地方为基地的仓库来改善得到信贷限额的机会。第二，应该帮助发展中国家的各国政府查明并消除其出口商在寻求使用包括获得外汇机会在内的风险管理手段时所遇到的管制上的障碍。需要互相对比在这方面的经验。第三，也需要进一步研究如何通过地方或国际金融或保险机构就追加保证金通知对发展中国家的公司提供支持。

E. 公司组织及管制问题

76. 由于所涉组织费用昂贵，并不是所有公司都同样能获得使用风险管理手段的机会。第一，未来使用风险管理手段的人必须能随时保持与市场联络的渠道并遵守交易所的交易时间、具体规定和交货规则。对联络手段很不发达的国家及基本缺乏发达国家信息业的国家的公司来说，要达到第一个必要条件--保持与市场的联络畅通无阻--经常证明是太困难了。例如，由于联络方面的问题，供应场外交易产品的几个公司已撤出了非洲市场。

77. 第二，公司必须对公司人员进行培训，并且，如专家组所强调的，采取措施以确保受到培训的人员能继续对公司忠心耿耿并发挥与他们培训目的至少类似的作用。这使得公司能获得在交易界建立联系网的额外好处，从而改进其交易与定价的决定。这就需要公司管理部门和有关人员尽责。如果是官办公司，则由于该类公司的工资远远低于私营部门而很难保持连续性。

78. 第三，不仅在会计实务方面，而且为了确保对控制风险予以恰当的管理，公司必须调整其结构以反映风险管理活动。会计制度需要反映实物活动与风险管理活动之间的联系，使之能迅速并彻底地控制公司所面临的风险。失去控制的风险管理活动使得几个发达国家与发展中国家的公司和机构耗资巨大。

79. 某些，特别是较大的发展中国家的公司已朝这个方向采取了一些步骤。从分析然后实际试用风险管理手段并随后逐步扩大所用手段的类型和数量，这样一个过程已进行几年了。包括贸发会议及世界银行在内的一些公司、交易所和机构现在已为未来使用风险管理手段的人开展了一些培训活动。³²然而至今，这类培训总

是供不应求。尤其在培训公司经理人员方面目前所做甚少。专家组认为，尤其应加强会议和公司管制制度领域的培训。

80. 专家组还强调，为促使商品的买方和卖方进一步使用商品期货和其它风险管理手段、公司经理人员和政府的决策者必须确保公司内部控制机构的效率足以防止大规模的滥用。他们敦促交易所、中间人(诸如经纪人)和国际社会帮助发展中国家的公司设计这类管制机构；他们建议，作为临时措施，进一步探索由交易所实行某些制度将公司职员未经授权进行交易的情况即早通知公司管理部门。³³

F. 商业、国家和绝对风险因素

81. 一般来说，贷款和其它包括信贷成分的交易有三层相应的风险：商业风险、国家风险和绝对风险。商业风险包括日常事务风险，这种风险与企业所在地点无关。国家风险系任何国家经商所固有之风险，诸如改变政策，政治不稳定等。绝对风险，是财务中间人很难衡量的一种主要风险，这种风险是估价政府是否有可能干预本国境内的公司向外国的对应公司付款(例如，根据互换货币协定向贷方付款)。

82. 这类风险不仅对实物贸易，而且对风险管理手段的使用都形成了严重的障碍，在诸如商品交易所等有组织的市场上，对应风险，理论上，系通过外汇结算机构担保的。然而，用户经常取决于中间人是否愿意向其提供信贷限额以支付保证金和通知的追加保证金，提供信贷所固有之风险不在结算机构的范围之内。在场外交易市场，中间人依靠的是其对应方的声誉。如对应公司被视为承担风险的情况不佳，则它为使用商品交易所而获得信贷的机会甚微或根本没有机会，只在有足够担保时才可获得使用场外市场的机会。可是现在遇到的问题是很难评估发展中国家公司的信用等级(特别是在国内放宽销售限制之后，开始经营出口商品的小私营出口商)，这是由于其以往从事交易的历史较短，会计实践不够。

83. 另外还有一个问题是，即使认为某公司经营情况良好，信用等级出色，但该公司所在国被认为承担风险的情况不佳即可妨碍其获得利用风险管理手段的机会。在场外交易提供这种手段时，各银行及交易所规定了国别风险最高限额，它也是与有关国家交易时的绝对风险额。对大多数发展中国家来说，这个风险最高限额也许仅为2000万美元至1亿美元。场外交易手段中的信贷风险数额可能很大。场外交易可能会仅仅由于与易货有关的风险大于信贷委员会批准的国别最高限额而告吹。但是可能有些办法能减少风险总额诸如撤回保险、获得附属担保品、控制出口收益或获得担保等，但是减少的数额仍然相当有限。也可设想采取其它一些

行动,²⁴ 显然需要对此作进一步研究。

84. 在克服目前还很高的绝对风险之前，发达市场经济国家之外的各国大多数企业无法使用许多较新的场外交易风险管理手段。专家组认为，有关的问题及寻找克服这些问题的方法值得国际社会的认真考虑。

结 论

85. 越来越依靠市场力量决定国际商品的价格需要世界市场价格形成机制具有效率和透明度。在这方面，商品期货市场可发挥重要作用。然而，调查结果表明，商品期货市场并不是普遍适用的解决办法。由于卖主或买主寡头垄断市场结构或由于地理、消费者口味不同和诸如优惠贸易协定或价格控制等行政措施造成纵向一体化市场在很大程度上发生分割成为许多商品贸易的特点，就所有主要商品签订期货合同并非可行。此外，由于签订商品期货合同耗资很大，整个过程费时甚多，许多次要商品限于交易的价值与数量可能难以普遍推行这类商品的买卖。因此，外汇交易合同在许多商品的价格形成中所起的潜在作用必然有限；诸如长期合同中的价格议定、拍卖、公司内部交易、远期市场、现货市场或期货市场等其它类型的价格形成机制将继续是十分重要的。

86. 即使在期货合同就商品进行交易时，这些合同的报价也不一定是适当的价格发现过程的结果。为确保期货合同交易能产生反映基本实物市场目前及未来供需情况的价格信号，必须满足几个条件。这些条件包括实物市场的价格必须有足够的弹性、合同对有关商品等级、原产地、交货地点、对操纵市场的麻烦加以限制的备选交货方法等应该有恰当的具体规定，市场须有足够的流动性，汇兑条例必须对市场地点的可靠性和交易的透明度作出规定。

87. 这些条件并不总能得到满足。商品期货市场虽然一般能起有益的作用，但在效率上还有所欠缺。特别是，合同的具体规定并不总是能满足商品的大量买方和卖方的需要。在市场透明度的领域内，似乎还需要作出改进以便大家能在更公平的基础上参与市场。而且，目前对风险管理市场使用有限，部分是与商品的买方与卖方对交易所的正常运行缺乏信心有关，这特别反映在图谋操纵的事态发生频繁以及对这种企图的处理态度、对投资基金、对价格形成的影响缺乏了解、以及买方和卖方决定使用这些市场时遇到许多障碍。由贸发会议秘书长召集的商品交易专家组在1993年9月开会时将建议就这些领域采取适当行动。

注

¹ “新的发展伙伴关系：卡塔赫纳承诺”，TB(VIII)/Misc.4，第205段至第206段。

² 同上，第213段。

³ 见TD/B/39(2)4，附件1，第B.4段。

⁴ “商品风险管理手段概览”，UNCTAD/COM/15(1993年3月15日)。

⁵ “影响商品买方和卖方参与商品交易所和利用商品交易所的技术条件与管制条件”，UNCTAD/COM/16，(1993年4月22日)。

⁶ “商品领域的技术合作-确定供审议的应该加强技术合作的领域”，TD/B/CN.1/12。

⁷ 也见UNCTAD/COM/15，附录图表2。

⁸ 见UNCTAD/COM/15，附件图表3，及UNCTAD/COM/16，附件图表1。

⁹ 见UNCTAD/COM/15，第62-64段。

¹⁰ 易货的例子见UNCTAD/COM/15，第80-82段。

¹¹ 直至1991年，每年做成的易货交易约100起，但据报道，自那以后，成交的易货交易数量大幅度增加。这种易货绝大多数(约占市场的3/4)是有关石油或石油产品的。对诸如铜、铝、锌、铅、镍、铂白金、金和银及煤等非金属产品也议定了一些易货交易。对诸如小麦、纸浆、桔子汁、咖啡或糖等农产商品也有这种交易，而对诸如玉米、可可、天然气和化学品等范围很广的一系列其它商品易货正在积极考虑之中。

¹² 例如，未来两至三年内澳大利亚、北美和南非预期黄金生产的主要部分靠黄金贷款，几个西方的石油公司已发行了与商品有关的债券。

¹³ 墨西哥的国营石油公司，Pemex，1980年代初期把以比索标价的与石油价格有联系的债券作为其主要的资金来源。债券本息的支付与墨西哥原油的出口价格挂钩。这就在低价时给了Pemex很大的保护，虽然这样做的代价很高。在1988年，巴西国营采矿公司，多西河流域公司，发行了以当地货币标价价值为2.68亿美元的两年至四年的债券，这些债券也与黄金价格挂钩。

¹⁴ 某些农业商品储存性有限，可以用加工或用冷冻形式进行贸易，象鱼粉或

冷冻浓缩橘子汁就是例子。一旦现货贸易出现这类变革，期货合同即成为可行。

¹⁵ 基于指数或差别合同包括：咖啡、糖和可可交易所(CSCE)于1992年6月采用的“巴西差异咖啡期货合同”、纽约棉花交易所(NYCE)于1992年10月采用的所谓“Cotlook - A 指数”的现金结算棉花合同。芝加哥贸易理事会(CBOT)也在考虑发起一项“世界食用油指数”的期货合同。

¹⁶ 交易所在国政府的有关政策和交易所使用者本国政府的政策将在第三章内讨论。

¹⁷ 美国的行政措施使CSCE 管理两个粗糖合同，一个为国内市场、另一个为国际消费。

¹⁸ 1991年 4月CSCE 为了解决咖啡地区价格不同的问题，采用了“欧洲差异咖啡期货合同”。

¹⁹ 欧洲共同体国家与 ACP 国家之间的糖贸易协定意味着 ACP 的糖出口商当它们向欧洲共同体国家出口时不会受到任何价格风险但这不阻碍包括 CSCE 、伦敦商品(LCE)、法国 MATIF 和若干日本汇率在内的一些汇率的糖前景和选择汇率合同的贸易。

²⁰ 质量规格一直是金属的根源问题。例如，在LME 上，所有主要基本金属合同至少都进行了一次质量升级，逐步淘汰低质量标准的老合同。70年代后期铜制造商的经历表明了根据日新月异的工业标准调整合同规格的必要性。铜阴极充斥现货贸易，而铜线条因LME铜合同而保持标准。一旦短期内铜供给过多，生产商无法向交易所提交铜阴极，不得不大幅度降价在现金市场抛售。在 LME 和铜工业进行磋商后，铜合同进行了调整。另一个不完全符合市场条件的是纽约世界糖合同，该合同曾遭受周期性现货溢价的干扰(现货交货月合同或即将到期的期货合同的价格高于远远未到期的期货合同的价格)。这是人为的短缺，由于政治上蓄意不让古巴原产糖进入交易所，尽管古巴是西半球唯一的粗糖供应大国。

²¹ 在美国，商品期货贸易委员会(期货委员会)于1991年9月建议，CBOT 改变其玉米和大豆期货合同的交货地点，由于芝加哥作为现金市场的作用下降，操纵变得相当容易，因此需要新的交货地点。见期货交易委员会，KALO A. Hineman 交货问题讨论会，华盛顿，第 159页，1991年9月。

²² 例如这意味着需要现金支付保证金付款的金融市场投资者可能被迫在商品市场抛售他们的头寸或者指那些因为该领域的问题可能会以基金冲斥商品市场而退出金融市场的人。

²³ 如果某一交货月份的期货合同贸易是流动的，那些希望买卖的人可不费任何

代价轻而易举地进行贸易，为一合同出价和出售后之间的差别(即买卖价差)极小。如果此类期货合同的贸易是不流动的，操纵各种价格就更容易。因此，交易成本包括很大的买卖价差，由于几乎没有竞争，价格可能不反映经济现实。流动市场可轻易吸收各种大型的报价，而各种价格却反常地不受到任何影响；在不流动的市场中，大规模的套头商必须用心拉开交易间隔，以防止不必要的损失。

²⁴ 见UNCTAD/COM/16，第三章，关于制度问题更为详细的讨论。

²⁵ 例如 LME，理事会由垄断交易界选出的官员组成，但没有有关其组成的规定。

²⁶ 根据 Cargill 商品市场处主席，Peter Kooi “如果有更多的了解基础现金市场的人参与到自我管理的进程中来，这将是有助的。芝加哥贸易理事会应考虑商品套购商的意见，不能仅在正式记录内写上他们的意见，把其作为‘少数人意见’的脚注。在挑选和选举 CBOT 董事长时应具有更广泛的代表性。在讨论可能影响合同履行的现金市场条件和农场和农业贸易的政策时，应有更多的贸易和生产集团参加。”载自CFTC, *ibid*, 第569页，1991年9月。

²⁷ 在阿根廷，不允许全国粮食委员会进行套头交易(类似于对加拿大粮食委员会的禁令)--套头交易被立法者视为投机。在巴西，直到1993年8月，除通过设立海外公司外，不允许公司参与商品易货交易。在哥伦比亚，直到1992年才取消了对使用以市场为基础的商品价格风险管理手段的禁令；在墨西哥，自1992年以来，已允许银行使用场外交易手段以套头期保值来抵销本身或客户的风险。

²⁸ 直至1992年10月为止，美国伦敦五金交易所的期货选择权的情况就是如此：除直接积极参与有关商品的生产、贸易或消费的公司外，这些期货选择权的使用已被禁止。在日本，大藏省长期以来一直禁止机构资金使用商品期货和期货选择权；只是自1992年中期以来，保险公司才被允许将其一小部分有价证券投资于商品资金。

²⁹ 这同样适用于各国政府：例如，在美国，有关小麦的贸易政策及税法的修改妨碍了利用期货市场。

³⁰ 原始保证金通常是基本商品价值的5%至10%左右。如某国想进行套头交易，比如说出口10万公吨糖的话，它必须存入约200万美元的原始保证金。追加保证金取决于买卖期货合同之后的价格变动；在本例中，糖价每上涨1美分，该国则必须另付200万美元的追加保证金，付款形式用现金或证券均可(如为后者，则可受惠于付息的好处；然而，许多公司似乎都以现金支付其追加保证金)。

³¹ 仅举几例：法属非洲殖民地用非法郎区的各公司所用货币，在理论上，是完

全可兑换成法国法郎的，但事实上，中央银行处理货币兑换的请求所需时间长达1个星期。在泰国，出口商每次支付出口商追加保证金都需得到中央银行的专门许可。在哥斯达黎加，只是对使用期货不超过四个月所造成的追加保证金作保，中央银行方允许公司使用硬通货储备，虽许多公司更愿意至少有一年的套头保值期。

³² 有关这些活动的描述，也见TD/B/CN.1/12，“在商品领域的技术合作，确定供审议的应该加强技术合作的领域。”

³³ MATIF，法国期货交易所，现在已经有这样一个制度：如果MATIF的成员公司所做交易超过了某种最大限度的风险的话，（原始保证金超过公司基础资本的20%），则交易所直接与公司高级管理人员联系以确保他们了解发生的情况。

³⁴ 一些国际组织对克服与绝对风险有关的问题也感兴趣。作为世界银行集团一部分的国际金融公司已经站出来担保发展中国家公司的一些货币、利息和商品的互换交易。据报道，欧洲复兴与开发银行和非洲开发银行也正在采取类似的做法。

XX XX XX XX XX