



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2011年第2期/总第20期

(内部资料 免费交流)

【封面文章】

机遇与挑战

——“十二五”期间期货公司的转型和创新发展的

利用期货投资咨询，做好风险管理大文章 >p28

平稳起步，稳健发展，为资本市场发展保驾护航 >p32

黄辉：18年，守得云开见月明 >p36

保税交割助推期货市场国际话语权提升 >p54

从德纽交易所并购看我国资本市场面临的挑战 >p66



中期协举办迎接建党 90 周年活动

为增强党员干部和群众对党史的了解，持续深入开展创先争优活动，中期协于 4 月 29 日组织全体员工参观了周恩来邓颖超纪念馆，深切缅怀两位伟人的革命风采，拉开了协会“学党史、创先进，迎接建党 90 周年”系列宣传教育活动的序幕。



期货行业召开 “庆祝‘三八’国际妇女节座谈会”

在“三八”妇女节来临之际，中国期货业协会在海南省三亚市召开期货行业“庆祝‘三八’国际妇女节座谈会”，业内数十名女高管参加了本次座谈会。中国期货业协会会长刘志超出席会议并向与会代表及行业全体女性从业人员致以节日的问候和崇高的敬意。本次会议由中国期货业协会副会长侯苏庆主持，海南证监局局长冯玉华、中国期货业协会副秘书长李晓燕等出席。



从“量的扩张”,转变到向“质的提升”——这是期货业界今年以来讨论最多的一句关键语。近年来,伴随着期货市场稳步健康发展,我国期货公司在保证金规模、资本实力、合规经营、风险控制及服务国民经济发展方面都有了显著提升,具备了一定“量”的积累。但正如中国证监会主席尚福林日前在“全国期货监管工作座谈会”上对期货市场“十一五”期间工作的总结:单一的业务模式,较为落后的经营管理,与整个期货市场的发展和国民经济对中介服务的需求还不相匹配,期货公司在“十二五”期间更需要有“质”的提升。

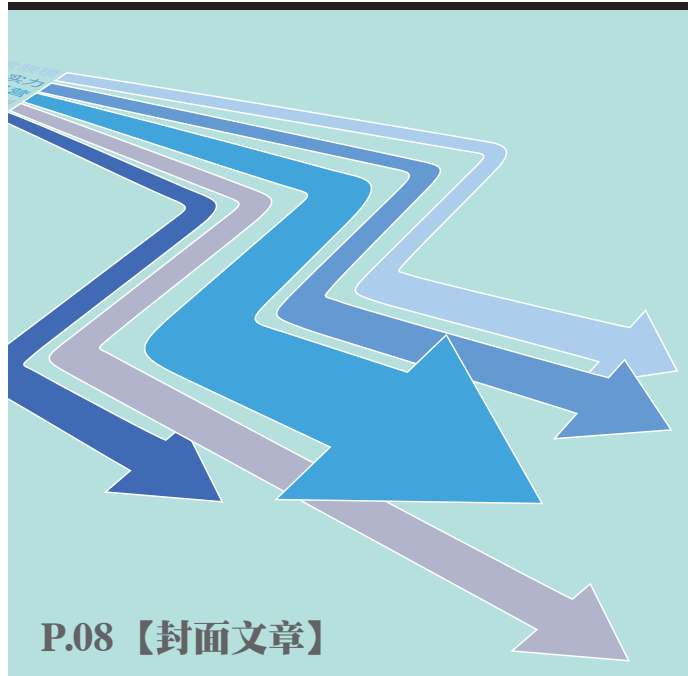
当前,我国期货市场正处于从量的扩张向质的提升转变的关键时期。在“十二五”期间的战略机遇期,期货市场要更加重视深化产品功能,更加重视市场运行质量,更加重视期货公司中介服务能力,更加重视培育和发展机构投资者,更加重视改进和加强监管,方能推动期货市场从量的扩张向质的提升转变。

如何按照年初“全国证券期货监管工作会议”的部署和“全国期货监管工作座谈会”的要求,扎实推进期货市场改革发展重点工作?本期封面文章以“十二五”期间期货公司的转型和创新发展为主题,深入探讨在一定“量”的基础上,如何进一步实现期货公司“质”的提升。

不能忽视的是,实现“质”的提升,离不开人才培养和建立。人才短缺已经成为影响期货行业发展的一个重要制约因素。为了加快改善行业人才现状,中国期货业协会近年来加大了人才培养力度,由中国期货业协会主办的“期望杯”高校期货论文大奖赛就是协会期货行业人才培养专项基金资助的、专门用于奖励高校在校学生优秀研究成果的全国性活动,旨在通过大奖赛的形式,吸引更多高校相关专业学生关注期货、研究期货、投身期货,以增强期货后备人才储备。

本期《环球视野》栏目刊发的文章寓意深远。自今年初德交所与纽交所拟展开并购交易的消息传出后,双方将形成全球最大的证券、期货和衍生产品交易平台,所以备受关注。此番并购,标志着资本市场已超越股票市场加债券市场的阶段,期货和衍生品市场的地位凸显。

并购对我国资本市场发展有哪些启示?如何应对挑战?面对日益激烈的交易所竞争,我国资本市场和交易所的发展必须有全局思维和顶层设计,以积极应对世界金融体系的新变化和新格局。■



P.08 【封面文章】

机遇与挑战

——“十二五”期间期货公司的转型和创新发展

近年来,伴随着期货市场的稳步健康发展,我国期货公司在保证金规模、资本实力、合规经营、风险控制以及服务国民经济发展等方面都有了显著提升,应该说已具备一定“量”的积累。但客观来讲,单一的业务模式,较为落后的经营管理,与整个期货市场的发展和国民经济对中介服务的需求还不相匹配,期货公司在“十二五”期间更需要有“质”的提升。

主 办 中国期货业协会
主 编 刘志超
编 委 侯苏庆 彭 刚 李 强
 李晓燕 赵 建
媒体顾问 邓 妍
执行主编 刘 涛 余晓丽
责任编辑 杜 娜 黄 剑 杨 琪

电 话 010-88086371
传 真 010-88087060
地 址 北京市西城区金融大街33号
 通泰大厦C座八层
邮 编 100140
E-Mail chinafutures@cfachina.org
网 址 www.cfachina.org
准 印 号 京内资0711-L0173号
设计制作 北京永行传媒广告有限公司

* 本出版物为双月出版。

* 本出版物发表的文章均系作者个人观点,并不代表本出版物的看法。

* 本出版物文章未经允许,不得转载。

“期”事速览·国内

04 “期”事速览·国内

封面文章

08 机遇与挑战

——“十二五”期间期货公司的转型和创新发展

09 期货市场走进“新时代” 面临的机遇与挑战

文 / 侯捷宁

12 新形势下期货营销模式与客 服体系建设

文 / 徐 凌

15 由信息中介转变为金融中介 ——浅谈新形势下期货公司的 产品创新

文 / 党 剑

19 协调资源 全方位服务产业 客户

文 / 屈正哲

22 推动组织创新 促进做强

文 / 丛龙云

25 提升信息技术水平 促进期货 公司转型和创新

文 / 刘忠会

热点直击

28 利用期货投资咨询 做好风险 管理大文章

——《期货公司期货投资咨询
业务试行办法》解读

文 / 吴运浩 牟 勇

32 平稳起步 稳健发展 为资 本市场发展保驾护航

文 / 张晓刚

人物·对话

36 黄辉: 18 年, 守得云开见 月明

文 / 尚志科 邓 妍



► P28 [热点直击]

利用期货投资咨询，
做好风险管理大文章

► P54 [创新·探索]

保税交割助推期货市场
国际话语权提升

► P66 [环球视野]

从德纽交易所并购看
我国资本市场面临的挑战

40 推动期货行业多元化发展

文 / 邓妍 尚志科

博弈之道

42 从共振想起做人与做事

文 / 江明德

45 感悟——规律的力量

文 / 张桂英

文化·生活

46 咖啡品人生

文 / 焦翡翠

48 石头记之黄龙玉

文 / 王乐

50 《士兵突击》与期货市场

文 / 何卓航

52 总有一款适合你

——解压方式大荟萃

文 / 施海

创新·探索

54 保税交割助推期货市场国际话语权提升

文 / 丁文辉

58 深入研究 探索期货资产管理业务发展

观察家

62 “东日本大地震”震动全球金融市场

文 / 刘奥南

“期”事速览·观点

65 “期”事速览·观点

环球视野

66 从德纽交易所并购看我国资本市场面临的挑战

文 / 祁斌 刘青松 雍旭

73 交易所近年公司制改革的原因和利弊分析

文 / 祁斌 刘青松 雍旭

77 韩国期货市场发展及其启示

文 / 深圳市期货同业协会赴韩考察团

“期”事速览·国际

80 “期”事速览·国际



中国证监会召开全国期货监管工作座谈会

3月25日，中国证监会召开全国期货监管工作座谈会。会议总结回顾了“十一五”期货市场改革发展工作，深入分析了当前期货市场发展面临的形势，提出了下一阶段期货市场发展与监管的基本思路和重点工作。

中国证监会主席尚福林出席并作重要讲话。强调，要全面贯彻落实科学发展观，以“夯实基础，完善机制，加强监管，防范风险，服务实体经济发展”为主线，抓住并用好机遇，创新监管和发展理念，更加注重市场基础制度建设，促进功能发挥；更加注重完善市场机制，提高市场效率；更加注重改进和强化监管，维护市场“三公”原则；更加注重防范系统性风险，确保市场稳定运行，推动期货市场实现由量的扩张到质的提升转变，更好地服务经济社会发展全局。

中国证监会党委委员、主席助理姜洋在总结讲

话中指出，要认真贯彻落实这次会议精神。要抓好学习传达，统一思想认识，创新工作思路，狠抓贯彻落实，不断提高监管工作的科学性、有效性和针对性。当前期货市场发展处于重要的战略机遇期，要更加重视深化产品功能，更加重视市场运行质量，更加重视期货公司中介服务能力，更加重视培育和发展机构投资者，更加重视改进和加强监管，推动期货市场从量的扩张向质的提升转变。要按照年初全国证券期货监管工作会议的部署和这次全国期货监管工作座谈会的要求，扎实推进期货市场改革发展重点工作。

在这次会议上，包括中国证监会有关派出机构、期货交易所等14个单位做了大会交流。中国证监会各相关部门、各派出机构，各证券期货交易所，证券登记结算公司、期货保证金监控中心、期货业协会等单位的代表参加了此次会议。■

加强后备人才培养 服务期货行业发展

——首届“期望杯”高校期货论文大奖赛颁奖典礼在京隆重举行

4月20日，首届“期望杯”高校期货论文大奖赛颁奖典礼在京隆重举行，获奖学生、高等院校和期货行业的代表出席了典礼。本届大赛共决出一等奖4名、二等奖8名、三等奖11名、优秀入围奖34名。

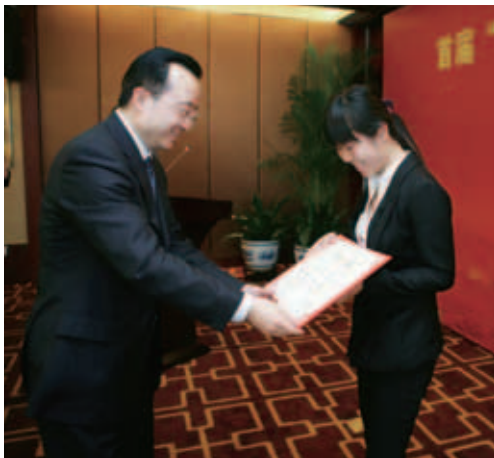
“期望杯”高校期货论文大奖赛是由中国期货业协会主办的，是中国期货业协会期货行业人才培养专项基金资助的专门用于奖励高校在校学生优秀研究成果的全国性活动。大赛旨在通过大奖赛的形式吸引更多高校相关专业学生关注期货、研究期货、投身期货，以增强期货后备人才储备，为行业增添新兴力量，完善期货行业人才结构，不断满足行业发展对高水平、专业化期货人才的需求。大赛的奖励对象为全国高等院校中学习成绩优秀、研究能力突出、对期货研究达到较高专业水准的本科、硕士研究生与博士研究生。

本届大奖赛举办以来，吸引了来自78所高校的本科生、硕士研究生和博士研究生，共提交各类论文300余篇。本届大奖赛按照“公开、公平、公正”、“择优评选、宁缺毋滥”、“鼓励理论联系实际”和“鼓励创新”的基

本原则，经过严格的初审、复审和答辩，经大赛评审委员会评议得出各等奖项。

中国期货业协会会长刘志超在颁奖典礼上指出，近些年来，随着期货市场的快速发展，期货人才的需求缺口迅速扩大，期货人才的短缺已经成为影响行业发展的一个重要制约因素。为了加快改善我国期货行业人才现状，中国期货业协会近年来加大了对期货行业人才培养的力度，制订了《中国期货行业人才发展战略规划》，大力推进“人才兴业”工程，设立了期货行业人才培养专项基金，开展了多层次、多类别的人才培养工作。在加大对从业人员培训力度的同时，协会高度重视对期货后备人才的培养，并专门针对探索建立多样化的、符合期货行业特点的专业人才培养模式，与期货行业、高等院校进行了广泛地交流与沟通。“期望杯”高校期货论文大奖赛就是在这样一个大背景下举办的。

他表示，今后将进一步完善和办好“期望杯”高校期货论文大奖赛，并希望更多高校学生关注、学习和研究期货，欢迎更多同学加入期货行业。■



北京 2010 年期货保证金突破 270 亿元

2010 年,北京期货业在各方面均获得了整体的提升,北京期货业保证金总规模突破了 270 亿元,辖区内 19 家期货公司 2010 年的总利润超过了 3.2 亿元。

我国首个证券期货交易所异地灾备中心启用

2 月 11 日,我国证券期货交易所首个异地灾备中心上海期货交易所北京灾备中心正式启用。中国证监会副主席桂敏杰、主席助理姜洋出席启用仪式。

郑商所发布 2010 年度自律管理白皮书

2 月 11 日,郑州商品交易所向市场发布了《2010 : 郑州商品交易所自律管理工作年度报告》。该报告从规则完善、日常监管、风险教育、自律处分四个方面概括了 2010 年郑商所自律监管的主要工作。

证监会废止 29 项证券期货规章

2 月 17 日证监会发布《关于废止部分证券期货规章的决定(第十批)》,公布了《第十批废止的证券期货类规章目录》和《2010 年 1 月 1 日至 2010 年 11 月 30 日期间明令废止的证券期货类规章目录》,两目录共废止 29 项证券期货规章。

中期协修订信息平台管理规则和协会纪律惩戒程序

中国期货业协会修订的《中国期货业协会行业信息管理平台管理规则(修订)》和《中国期货业协会纪律惩戒程序(修订)》通过证监会核准,并于 2 月 28 日正式发布。

2010 年度青岛辖区评出 9 家 A 类期货营业部

青岛证监局 3 月初完成了对辖区期货营业部 2010 年度的合规经营、风险控制、行业自律、市场影响力和配合监管工作等情况进行的分类考核,共评出 A 类期货营业部 9 家、B 类期货营业部 17 家(其中 BBB 级 3 家, BB 级 13 家, B 级 1 家)、C 类 CCC 级期货营业部 1 家。

辽宁证监局举办期货从业人员专项培训

辽宁证监局 3 月中旬举办了以“加强合规意识,构建合规文化”为主题的期货从业人员专项培训。辖区期货公司、期货营业部的总经理、首席风险官、部门负责人及从业人员近 200 人参加了培训。

中金所实际控制关系账户监管新规出台

为维护股指期货市场秩序、加强对实际控制关系账户的监管,中国金融期货交易所于 3 月 14 日对外发布了《中国金融期货交易所实际控制关系账户报备指引(试行)》。

国内首批期货保税仓单诞生

3 月 17 日,上海期货交易所网上仓单日报显示,铜期货保税标准仓单数为 349 吨。至此,国内首批期货保税标准仓单在上海期货交易所电子仓单系统中生成,保税交割试点业务正式进入市场运作阶段。

中金所发布自律管理工作报告

3 月 18 日,中金所发布《中国金融期货交易所自律管理工作报告》(以下简称《报告》)。这是中金所首次向市场发布自律管理工作报告,也是“周岁”在即的股指期货首份自律管理工作“年检”。

铅期货在上海期货交易所上市交易

3月24日，经中国证监会批准，铅期货合约在上海期货交易所上市交易。中国证监会主席尚福林和上海市市长韩正共同为铅期货合约揭牌，并为开盘交易鸣锣。铅期货上市首日成交活跃，成交额破 350 亿。

郑商所要求会员报备实际控制关系账户信息

郑商所 3月28日发布通知称，为加强对实际控制关系账户的监管，决定对实际控制关系账户实行报备制度，要求会员单位通过会员服务系统向交易所报备实际控制关系账户的相关信息，并对报备材料登记存档。

期货公司期货投资咨询业务正式获批

中国证监会 4月1日发布《期货公司期货投资咨询业务试行办法》，将允许符合条件的期货公司开展期货投资咨询业务。

中国证监会与卡塔尔金管局签署监管合作谅解备忘录

4月7日，中国证监会主席尚福林与卡塔尔金融市场监管局首席执行官纳赛尔·艾哈迈德·阿尔沙比在北京举行正式会谈，并签署《证券期货监管合作谅解备忘录》。迄今为止，中国证监会已相继同 46 个国家和地区的证券期货监管机构签署了 50 个监管合作谅解备忘录。

焦炭期货挂牌上市

大商所发出《关于焦炭期货合约上市交易有关事项的通知》，确定焦炭期货合约于 4月15日（星期五）起上市交易。首批上市合约有 J1109、J1110、J1111、J1112、J1201、J1202、J1203、J1204。

2011 第五届中国期货分析师论坛在杭州召开

4月24日，由中国期货业协会主办，四大交易所和浙江期货业协会协办，南华期货、永安期货、新湖期货、中国国际期货、珠江期货、浙商期货等期货公司共同承办的“2011 第五届中国期货分析师论坛”在杭州召开。

海通期货增资至 10 亿元

4月26日，海通证券发布公告，决定对控股子公司海通期货增资 2.28 亿元，此次增资完成并经中国证监会审核通过后，海通期货注册资本金将达到 10 亿元，一跃成为国内注册资本金最大的期货公司。

QFII 正式获准参与股指期货交易

5月6日，证监会正式发布《合格境外机构投资者参与交易指引》，允许 QFII 参与交易，但规定 QFII 只能进行套期保值，并明确提出 QFII 不得利用在境外发行衍生产品。

2011 年期货市场服务实体经济 30 人论坛在北京召开

5月20日，2011 年期货市场服务实体经济 30 人论坛在北京召开。本次论坛由郑州商品交易所主办，旨在研讨期货市场服务实体经济理论与实践，不断提高期货市场服务实体经济的层次和能力。

“2011 中国塑料产业大会”在宁波召开

6月1日，由大连商品交易所、中国石油和化学工业联合会共同主办的“2011 中国塑料产业大会”在宁波召开。大会以新形势下塑料产业发展趋势和企业应对为主题，分析了当前复杂经济背景下塑料产业发展新形势，交流了当前企业期现经营策略，并对现货市场和产业发展趋势进行了展望。

保证金规模
资本实力
合规经营
风险控制
服务国民经济发展

机遇与挑战

——“十二五”期间期货公司的转型和创新发展

【编者按】

近年来，伴随着期货市场的稳步健康发展，我国期货公司在保证金规模、资本实力、合规经营、风险控制以及服务国民经济发展等方面都有了显著提升，应该说已具备一定“量”的积累。但客观来讲，单一的业务模式，较为落后的经营管理，与整个期货市场的发展和国民经济对中介服务的需求还不相匹配，期货公司在“十二五”期间更需要有“质”的提升。

本期封面文章以“十二五”期间期货公司的转型和创新发展为主题，深入探讨在一定“量”的基础上，如何进一步实现期货公司“质”的提升。

期货市场走进“新时代” 面临的机遇与挑战

文/本刊特约通讯员 侯捷宁

“经过五年的不懈努力，我国期货市场实现了重要转折性变化。当前，我国期货市场正处于从量的扩张向质的提升转变的关键时期。”中国证监会主席尚福林日前在“全国期货监管工作座谈会”上对期货市场“十一五”期间的工作进行了总结，同时，也明确了“十二五”期间期货市场的发展思路。在“十二五”的开局之年，中国期货市场进入了一个崭新的发展阶段。

回顾：期货市场快速发展

“十一五”期间，在党中央、国务院“稳步发展期货市场”的方针指引下，我国期货市场实现了持续稳定健康发展。

五年来，共上市了13个商品期货新品种，超过原已上市品种总数的一半。特别是去年4月份，股指期货成功上市并平稳运行，结束了我国长期以来只有商品期货没有金融期货的历史，一个覆盖农产品、金属、能源、化工和金融等领域的期货品种体系初步形成。

五年来，我国期货市场的成交量、成交额、客户保证金和投资者开户数分别增长了9.7倍、23倍、8.1倍和5倍。其中，据统计，2010年中国商品期货市场共成交期货合约15.21亿张，约占全球商品期货与期权成交总量的50.95%。在全球排名前20位的商品期货与期权合约中，我国期货市场的合约品种有11个。其中，郑州商品交易所的白糖、上海期货交易所的螺纹钢排名前两位。

随着市场规模的增长和品种体系的完善，我国期货市场的功能作用不断深化，期货价格在指导现货生产、消费和流通方面的作用日益显现。期货市场与证券市场的相互联系和交织影响日益紧密，为期货行业新一轮的创新发展提供了重要机遇，也对期货市场在更高层次上服务国民经济发展提出了新的要求。

“十二五”时期是全面建设小康社会的关键时期，也是深化改革开放、加快转变经济发展方式的攻坚时期，要从经济发展方式转变的战略高度认识期货市场稳步发展的重要性。

机遇：实现量的扩张向质的转变

十七届五中全会提出了“十二五”时期继续稳步发展期货市场的目标，在刚刚通过的“十二五”规划中则明确提出“推进期货和金融衍生品市场发展”，这都表明了党中央对期货市场发展的殷切期望，也是新时期对期货市场发展的新任务。

“‘十二五’是中国全面建设小康社会的关键时期，也是深化改革开放，加快转变经济发展方式的攻坚时期，必须从战略高度认识期货市场发展的重要性。”首都经济贸易大学证券期货研究中心主任、金融学教授徐洪才表示。

业内专家也指出，目前，我国期货业正处于从量的扩张向质的转变的关键时期，从国际国内来看，期货市场面临着难得的发展机遇。

从国际看，经过国际金融危机的洗礼，期货市场的地位和作用得到进一步强化；从国内看，随着我国经济总量的快速增长，我国已成为众多大宗商品的生产国、消费国和贸易国，因此，迫切需要提高对大宗商品的定价权和企业的风险管理能力。要抓住机遇，继续促进我国期货业持续稳定健康发展，从而更好地为国民经济建设服务。

证监会主席尚福林日前提出了“十二五”期货市场发展的基本思路：

一是要创新改革理念，完善有利于期货市场稳定健康发展的体制机制。研究期货市场改革发展的整体战略思路。要注重培育和完善市场机制，继续完善产品结构，做优做强中介机构，引导产

业企业参与期货市场，研究金融机构参与期货市场的政策规定，大力培育和发展机构投资者，逐步创造条件，积极稳妥地推进各项改革。

二是要创新发展理念，提升期货市场服务经济社会发展全局的能力。要进一步拓宽期货市场功能发挥的途径和机制，引导企业更好地利用期货市场。要根据现货市场发育程度和国家产业政策，把握好不同品种功能发挥的重点和突破口。要树立“可持续发展”的理念，稳步推进期货产品和业务创新，在信息技术安全、风险控制能力、中介机构服务能力、监管水平等方面统筹兼顾，下足功夫，更充分地发挥期货市场的功能作用。

三是要创新监管理念，防范期货市场系统性风险。严格依法行政，统一监管标准，坚持强势监管，严格执法，对违法违规行爲绝不姑息。完善全流程监管和全方位监管，坚持监管从产品设计开始，完善“五位一体”监管工作机制和跨市场监管机制。进一步推进监管技术创新，加快期货市场监测监控系统建设，维护期货市场安全稳定运行。

四是要创新服务理念，着力维护市场公信力和保护投资者合法权益。推动制定《期货法》、修订《期货交易管理条例》，为市场提供良好的法规制度保障。切实加强交易、结算和技术的运维管理，加强行业人才培养、培训、投资者教育、理论研究等基础工作，保护投资者合法权益，提高市场的公平性、透明度和开放度，夯实市场长远发展的基础，不断优化市场发展“软环境”。

一家期货公司负责人表示,在“十二五”期间,期货市场投资咨询、特定客户资产管理以及境外期货代理等创新业务有望逐步推出,这将进一步丰富期货经营机构服务国民经济的方式。

“‘十二五’时期是全面建设小康社会的关键时期,也是深化改革、加快转变经济发展方式的攻坚时期,要从经济发展方式转变的战略高度认识期货市场稳步发展的重要性。”中国证监会主席助理姜洋表示。

挑战:“量”向“质”转变背后的问题

分析人士指出,虽然目前期货市场已取得快速发展,但是还要看到,无论是从服务国民经济发展,还是从应对国际竞争挑战来看,期货市场的发展都还有很大的差距。例如,期货投资者结构不合理;期货市场对外开放步伐缓慢;人才培养等方面仍然存在严重不足等。因此,我国期货市场在未来的发展中还面临着诸多挑战。

一位期货公司高管表示,国外成熟期货市场的投资者中,参与套期保值的各类企业以及期货投资基金所占比例较高,个人投资者较少。这一方面可以使得套期保值者和投机者的比例相对合理,有利于期货市场的基本功能发挥;另一方面,可以使得期货交易者更理性地

研究相关品种供求关系和价格波动情况,有利于避免投机风气过强和“非理性繁荣”危及期货市场。但是,我国期货市场却刚好相反,缺少大型机构投资者和企业的参与,“散户行情”严重。

“面对知识密集型的期货市场,专业机构投资者相对较少的情况严重影响了市场功能的发挥,保值参与者严重缺失不足造成所谓‘投机过度’,不是‘投机过度’而是‘保值不足’。”上述高管表示。

一家上海期货公司高管则指出,目前期货市场对外开放步伐缓慢,也制约了期货市场的功能发挥。他指出,美国期货市场积极向国际市场扩张,占领国际客户资源,推动本国市场发展。由于目前国内金融政策影响期货公司走向国际化的步伐,令中国大中型企业参与国际市场保值业务全部让给外资大行,中国期货公司无缘分享到这块业务的“红利”。

据了解,目前,除经国务院批准的31家境外期货业务持证企业可以从事境外交易所商品期货套期保值业务外,国内大部分现货生产经营企业缺乏利用境外期货市场进行套期保值的合法通道,在国际经济贸易竞争中处于不利地位。

同时,境外机构更是禁止参与国内期货交易。“我国期货业对外开放的缓慢步伐影响了我国期货市场的国际化进程,也使得我国期货市场无法参与国际商品定价权的角

逐。”某业内人士表示。

此外,对于目前业内人才流失的问题也是各家期货公司关注的一个重要问题。“期货公司长期以来收益微薄,直接影响了人才的培养和稳定。整个行业从业人员相对不足,五年以上从业人员更是较少。”某公司高管表示。

北京中期总经理许丹良也深有同感。他认为,期货行业是个知识高度密集的行业,智慧是其力量的源泉,期货行业要发展,就必须以人才培养为基石。

许丹良提出,对于期货公司来说,人才短缺十分严重,人才培养方式亟待改革。比如,针对目前最为短缺的期货公司营业部经理人才,一些期货公司正在探索有效的选拔培养流程。可以每年筛选部分优秀年轻人才,在市场、研究、客服、后台等不同岗位间进行为期半年多的轮岗,在熟悉公司主要部门运作后,将他们派往营业部担任营业部助理职务,在一线进行锻炼与考察。通过这一方法,可以为未来的营业部设立储备一批高素质的后备军。

在业务人员培养上,期货公司应走专家型的培育之路,培养目标是使其成为“现货行业的期货专家,期货行业的现货专家”。在“向现货产业学习,向现货产业拓展”过程中,应当将其中相当一批人培育成相关行业的专家型人才。■

新形势下期货营销模式与客服体系建设

文/徐凌

“十一五”时期，随着市场规范化程度提高，外部环境不断改善，我国期货市场呈现出良好的发展态势，特别是股指期货上市后，期货行业的发展拉开了新的序幕，市场初步实现了从内生式发展向结构性变革的过渡，即从单一商品期货市场向商品与金融二元结构市场转变。

展望“十二五”，在政策导向作用下，行业发展将全面转向质的提升阶段。在新形势下探讨期货公司的营销模式和客户服务体系建设，有必要从当前及今后一段时期的客户结构着手。

期货市场客户结构日趋完善

截至2010年底，我国期货市场投资者开户总数在120万户左右，有效客户数约占50%，与同期证券市场逾1.3亿有效账户数相比，期货市场是名副其实的小众市场，这与期货行业高风险、高专业性的特性是一致的。在120余万投资者中，呈现出如下一些特点：

一是投资者数量持续增加。2009年期货市场投资者开户总数为95.2万户，2010年同比增长近30%。特别是股指期货上市后为市场带来较大的客户增量，2010年全市场股指期货开户数逾6万户，其中一半以上是来自证券市场的新客户。从海通期货来看，2005年公司有效客户数不足50户，2010年为2万户，股指期货开户数近3000户。

二是投资者结构不断完善。在投机客户数量持续增加，为市场提供充裕流动性的基础上，近几年更多的套期保值



客户和套利客户加快进入市场。而我国传统意义上的套期保值客户，是指商品期货市场的实体产业和贸易型企业。股指期货上市后，出现了券商、基金等金融机构，进一步优化了市场投资群体。

三是投资者质量逐步提高。首先体现在投资者资金规模越来越大，特别是股指期货推出后，大幅提高了投资者准入门槛。以海通期货为例，2010年保证金在1万元以下的客户数，同比下降6.2%；而保证金在10万元以上的客户数，同比上升了8%，500万元以上客户保证金占公司保证金总量的54%。

其次是投资者对市场的理解和认识逐步提高，甚至出现了不少专业性很强的投资者。如一些投资公司，有自己的策略研究和风控团队。与之相对应的是，从证券市场进入期货市场的客户，对市场的认识，对交易、风控、资金管理的理解则略显不足。

四是机构投资者占比偏低。我国期货市场机构投资者占比不足5%，而欧美成熟期货市场机构客户占比则在80%以上。机构投资者占比偏低，是我国期货市场现状之一，也是我国期货市场与境外成熟市场的差距所在。

展望未来五年，我国期货市场投资者结构除上述特点之外，还将表现出一些新的趋势：

一是在政策导向作用下，随着企业对风险管理的重视和金融机构出于风险对冲的需要，投资者将从个人客户向机构客户转变，期货市

场将逐步转变为机构博弈的市场。

二是随着我国国民财富增长和市场规模化程度提高，期货市场将吸引越来越多的投资者，特别是CTA推出后，投资者数量将呈爆发式增长，并呈现从小散户向大资金客户转变的趋势。

三是随着专业投资群体数量增加，投资者将从经验型向工具应用型转变，套利、程度化交易、高频交易、量化策略等工具应用将更为广泛。

适应客户结构变化 转变营销模式

客户结构性质变化对期货公司转变营销模式提出了以下要求：

转变营销职能

在对机构客户开发过程中，期货公司以个体或单个营销团队为单位的营销活动显得势单力薄，以单一营销推介为主的营销活动也不能满足机构专业化、全方位的需求，必须整合研发、信息技术、风险管理等多层次、多方面的资源和力量。营销所起的作用已相对弱化，仅限于牵线搭桥，后期服务的功能却更加凸显。

对于个人投资者，现代意义上的营销不仅包括产品、渠道、定价、有形展示及投资者教育，甚至包括交易指导。而在投资者资金规模、交易素质不断提高的当下，投资者选择期货公司，更注重的是品牌实力和服务能力。

因此，期货公司的营销活动，

主要涵盖营销组织管理、品牌宣传、培训和投资者教育，其实质是对资源、要素的组织和整合，形成以营销管理部门为主导、周边体系协同配合的组织营销。

海通期货建立的“大营销”体系，涵盖业务管理、服务支持、培训、市场策划、机构和IB业务开发等职能，使营销工作最大化整合资源，更贴近市场、紧扣市场。

转变营销理念

新形势下的营销理念，有四个层面的内涵。首先，传统意义上的营销，主要目的是引导投资者进入期货市场，此后任其自生自灭。当前营销的主要对象是商品期货产业客户和股指期货机构客户，其目的是规避风险、对冲风险。这方面的客户资源需要通过新品种上市带来，抓新品种产业链客户是必然选择，抓住龙头企业更能带来一连串相关企业。

其次，在创新业务特别是CTA推出后，营销的出发点和落脚点，除了风险管理，还有理财需求，这就要求期货公司将营销目标锁定在大客户和能稳定赢利的客户上来。

再者，市场套期保值功能的实现建立在充裕的流动性基础上，因此交易活跃的客户也应纳入营销目标。营销上述客户的最佳途径是延伸营业部的服务范围，从这个意义上来说，期货公司设立营业部仍然是战略路径。

最后，所谓的营销，智在营，重在销，需要大胆创新，突破市场惯性法则，寻找新思想、新概念。

出于上面的思考,海通期货近几年来,通过抓营销网点布局、抓新品种、推出实盘大赛等一系列策略,提高了市场影响力。

转变营销方式

期货公司开发产业客户,不仅需要长周期的培训,还要帮助企业找准经营风险点,设置和完善应对期货市场的组织构架、岗位职能、风控体系,提供包括整体操作思路、资金管理策略、交易策略和交割、仓单质押等全方位服务。

对于营销股指期货机构客户,甚至需要借助股东、托管银行层面的力量,营销方式已经从“单兵作战”转变为“集团作战”。在渠道方面,传统期货公司向终端客户营销的优势明显,并逐步向行业协会拓展;券商系期货公司向券商、银行等金融机构切入的优势明显。

整体而言,期货公司的营销渠道正全面从“终端营销”转向“组织营销”。在内容和手段方面,从“开大会、搞论坛”为主的营销转变为“服务营销”,逐步由销售渠道、销售工具,转向为客户销售量身定制的个性化服务。

满足客户需求 加强服务体系

如前所言,客户结构性质的变化已使营销的实质发生变化,营销更多地转向服务。换言之,服务即营销,营销质量的优劣取决于服务水平的高低。构建有竞争力的服务

体系,可以从以下几方面入手:

首先,适应服务的结构化转型。这包括期货公司的结构化、服务对象的结构化和产品的结构化。

一是期货公司服务的组织架构需要调整。传统概念上对期货公司前、中、后台的划分,研究和信息技术属于后台范围。在对机构客户的营销或服务中,期货公司强调的是协同概念、整合营销。为实现与机构投资者的有效对接,提升营销的有效性,有必要将研究、信息技术纳入中台的概念,从客户关注、满足客户需求的角度来划分部门职能。

二是细分服务对象,从普遍服务向核心客户服务转变。客户价值的二八分化现象几乎是市场中的定律,20%的核心客户为企业创造近80%的价值,把服务重心从普遍客户转向20%的核心客户,有利于提升整体服务质量。

三是丰富服务内容。从这个意义上来说,服务又是产品。即期货公司不仅为客户提供通道服务,还包括培训、保证金调整、风险控制、手续费率评估、研发报告和信息披露、发布等一系列产品,并根据投资者结构不同,为不同的投资者调整产品架构。

其次,提高服务的专业化,从基础服务向优质服务转型。如:健全和完善客服体系的制度流程,完善标准化的服务流程,把服务切分为不同的环节和模块,做到流水线式服务;定期就服务人员

的素质、技能及专业知识组织专门培训,提高全员综合服务能力;加强与客户的联系,增进与客户的互动和感情沟通,提升客户对公司的关注度和认同感,培养忠诚型客户等等。

再次,提高服务的个性化,从优质服务向增值服务转型。做到把不同的产品提供给不同层面的客户,确保适当的客户收到适合的产品。但目前期货公司在此方面进展不大,主要是受限于产品同质化。在投资咨询业务推出后,将推动这一进程加快。

以海通期货为例,为提升服务质量,主要打造“一台两翼”格局,形成三位一体优势。“一台”就是以中台为核心,建立和完善客户分类管理模型,推出客户经理制的服务模式,两翼则主要指信息技术和研发。同时,出于“营销即是服务,服务即是产品”的思考,2011年海通重点推出一系列个性化的产品。比如公司自主研发的“通宝利得”期现套利系统,可以满足机构客户、大资金量投资者参与股指期货,实现低风险、稳定盈利的要求。

尽管采取了很多措施,但是从基础服务向增值服务转变任重而道远。展望“十二五”,我们认为随着期货市场不断向纵深发展,随着行业创新业务的逐步推出,期货公司的整体服务能力将实现质的飞跃。■

(作者为海通期货总经理)

由信息中介转变为金融中介

——浅谈新形势下期货公司的产品创新

文/党剑

2010年对中国期货市场而言，具有里程碑式的意义。股指期货的正式推出，标志着中国金融衍生品时代的开始；商品期货市场经过近二十年的稳步发展，渐居全球商品交易量的首位，白糖、钢材期货则名列全球商品期货成交量的前二位。随着我国资本市场的发展壮大和不断完善，我国期货市场必然会迎来“需求驱动型”的发展机遇。

目前，我国期货业正在推进和研究期货公司投资咨询、资产管理和境外期货代理等三项创新业务。这三项业务，都是因为期货市场的稳步发展，使得投资者尤其是机构投资者的需求日益增加，而催生的新业务。因此，中国期货市场未来将进入需求驱动创新的时期，期货公司的产品服务和产品创新或许会成为竞争的焦点。

期货经纪业是期货行业的初级形态

期货服务业应该包括期货经纪业、期货顾问业、期货信托业和期货基金业，这其中，期货经纪业是初级的服务形态，它所提供的是通道服务。

第二层次是期货顾问业，正是我们目前准备推出的“期货投资咨询业务”。期货咨询业务提供给投资者进行期货交易的顾问咨询服务，直接或间接获取报酬。

第三个层次为期货信托业或称为资产管理业，指以接受特定投资者委托，为其从事全权委托期货交易的业务。期货资产管理类似于美国市场的CTA或我们证券市场的专户理财，接受特定投资者委托，根据投资者的委托交易资金，就有关期货交易进行分析、判断，并基于该分析判断，为特定投资者执行期货交易。

最后一个层次是期货基金业，指为募集商品和金融期货基金而发行受益凭证，从事期货基金业务。如果条件许可，期货基金的受益凭证还允许托管、买卖等，因此，期货基金业务更为复杂。

在传统经纪业务向期货咨询业务的过渡中，一些公司率先将期货作为现货交易密不可分的有机整体，从开发现货市场的企业着手，不断完善期货市场固有的为现货企业服务的功能；反过来，现货企业不断提出的需求，又成为这些公司跨上新台阶的起点。

中介机构有三个基本功能：为个体无法预测的资产流动性需要提供保险、为企业和投资者传递信息、代表投资者对企业经营活动进行监控。

从交易通道服务到信息中介服务，他们逐渐用自己的艰辛摸索，闯出了期货到现货，又从现货回到期货的新路。

发挥信息中介职能 积极创新信息产品

现代金融学认为，在非对称信息环境中，中介机构有三个基本功能：为个体无法预测的资产流动性需要提供保险、为企业和投资者传递信息、代表投资者对企业经营活动进行监控。在一定条件下，这些功能将提高金融市场的运行效率，笔者认为，期货公司作为信息中介主要体现在它成为一个信息拥有者。

从现代期货市场的技术进步和风险管理成熟度来看，期货市场对于中介服务机构这一层次的要求，已经从经纪业务和风险防范两个重要角色，移位于更广泛的信息中介和金融中介业务。

这背后的原因在于，期货中介机构原本“受人之托，代人交易”的跑道职能，如今已被大量的电子化交易和网上交易所取代，而电子化交易对风险监控的技术手段更为严格。期货中介机构已经在风险上的人力控管和技术控管上互为备份，因此，期货中介机构今后的重点是利用自己的信息、分析和经验解决现有投资者粗放型投资问题，首先是利用自身的信息优势，为投资者提供咨询和投资建议等方面的服务。

从当前情况看，期货公司能够提供的产品服务大多为信息产品服务，即咨询服务。自股指期货筹备开始，各期货公司均加大了研究力量的投入，除了发布日常的研究报告、热点点评、策略报告、短信通知外，还结合公司的IT系统和交

易软件为客户提供实时的市场分析、突发事件点评等，一些公司经常举办一些小型沙龙、在线互动等模式加强信息产品的推广，提供业务培训和投资咨询。

近年来，少数期货公司的研究所与软件公司合作，开发了一些账户风险分析、便捷交易平台等增值服务，为客户提供更便捷的服务。

通过信息产品创新，期货公司有望摆脱“同质化竞争”的怪圈，形成相应的行业竞争力。期货经纪业务可以为咨询业务提供广泛的客户源，同时咨询业务也能提升信息中介业务的竞争力。在了解客户的个性化需求之后，期货公司需要调动产品设计环节的各种积极要素，挖掘竞争潜力，进行产品延伸服务。

期货公司转型契机：产品设计

金融工具需求者和供给者之间存在非对称信息是普遍的现象，就期货市场而言，之所以能够达成交易，也是因为期货的买方卖方（也可理解为供需双方）所掌握信息的不同以及对信息的分析判断能力的差异。这就意味着，如果有人花费一定的成本，通过调查研究等手段获得有关期货买卖的信息，这些信息就有潜在的价值。但要实现其价值并不容易，如果这个人直接将他获得的信息向外出售，必然会碰到两个问题。

第一，信息买方无法判断该信息的真假和质量；第二，信息作为准公共物品，有人买卖之后转售他人并不影响该信息的价值，所以即使信息是真实的，但信息收集者本人往往也难以获得信息的全部利益。因此，信息拥有者一定会寻求向金融中介的转变。

目前来看,期货公司定位于金融机构,总让期货行业感觉到并没有名至实归。而从信息中介转变为金融中介,则是期货公司面临的最大挑战。

一家日本期货公司的董事长于上世纪90年代中期,曾在中国一次研讨会发言时讲道:“衍生商品市场的成熟,对于我们期货经纪行业来说,具有划时代的意义。经纪商们凭着政府的许可证,接受顾客的委托,从事交易的中介业务。而经纪商的好坏,顾客只能从被提供的情报质量、下单指令是否正确执行、能够参与交易的市场的多少、以及交易成本是否合理等等来判断,其结果导致各个经纪公司之间没有明显的差异。”

在他看来,放开经纪业务以外的衍生品经营,可以说为经纪商们带来一种新的创造性业务,它能使在交易中产生新的附加价值后再卖给顾客。而且由于附加价值的存在,经营衍生商品比单纯的交易中介具有更高的经济效益,对于经纪商来说有更大的魅力。同时,与制造业一样,可以通过开发优质产品实现与同行的差距。

股指期货上市前后,带动了整个中国期货市场的稳步发展和创新萌芽。监管机构积极稳妥地推动机构投资者参与股指和商品期货市场,继基金公司公募和专户、证券公司集合和定向理财等可以从事股指期货交易后,基金公司专户从事商品期货交易正在准备过程中,阳光私募、QFII等参与股指期货交易

也在探索,因此,中国期货市场未来会迎来“需求驱动型增长”。

期货公司也在厉兵秣马,争取在服务于机构投资者的竞争中抢占市场,而且通过与资产管理行业的交流和促进,磨炼自己的队伍,为期货信托业(期货资产管理业)和期货基金业的起步打下基础。

期货公司产品设计的初步设想

笔者认为,在具体产品设计上,可以从传统的套保、投机和套利功能方面来考虑,还可以就被动型指数设计和程序化交易策略进行研究。

以风险承受能力设计产品

期货市场的三大功能包括套期保值、价格发现和资产配置,恰好分别概括了期货公司的经纪业务、咨询业务和研究中的CTA业务,期货公司可以利用投资者对风险承受能力的不同,就避险、投机和套利分别设计相应产品。

首先是避险类产品,主要有保本类产品、组合阿尔法类产品、套期保值类产品等。由于金融期货上市后打通了股票和期货两大证券市场,因而丰富了产品设计的内容。保本类产品可以利用股指期货做空机制,对现货股票的实际仓位做调整;或者利用股指期货的对冲操作,规避股指下跌的风险,以达到保住本金的目的。而且,根据不同投资者的风险偏好,也可以设计出不同的保本线。Alpha类产品也同样是

利用股指期货的做空和杠杆特点,规避市场下跌带来的风险,而获得股票组合超越市场收益的那部分收益。这样的产品风险较小,适合低风险偏好者。

其次是投机类产品,它利用股指期货和商品期货的杠杆作用放大收益,当然在放大收益的同时也放大了风险,在设计思路可以设计成杠杆指数ETF等产品,在此类的产品设计中,仓位的控制和止损点的选择就格外重要。此外,投机类产品的设计也往往采用基本面趋势和技术面指标相结合的方法,而对于目前最流行的日内交易,以技术指标作开平仓的判断更为常见。

最后也是最让机构投资者向往的套利产品,套利产品风险低同时收益也低,并且由于套利机会的不确定,其盈利的可持续性无法保证。但是,由于其极低的风险,还是获得了不少投资者的关注。

以被动型指数标的设计产品

从商品期货而言,商品价格的指数化是产品设计的前提之一。伴随着我国期货市场的不断发展,交易品种不断涌现且相关品种已经初步形成规模,指数化相关产品的设计创新就显得相当迫切,设计出科学合理且具有市场代表性的商品指数对完善我国商品市场体系具有积极的意义。

商品指数的设计最重要的是要体现出其标尺性和可投资性特点。目前国外市场跟踪量排前两位的标准普尔高盛商品指数(S&P GSCI)

和道琼斯-UBS 商品指数 (DJ-UBSCI) 就是典型的代表。商品指数的设计不仅可以反映市场行情的变化,更是市场宏观指示,能准确及时地为投资者判断提供依据。商品指数的可投资性既可以作为市场商品投资的基准,还可以直接为投资对象用来复制现货商品从而减少投资的成本和误差。

以交易手段的不可复制性设计产品

目前,市场谈论最多的是程序化交易方面的创新。程序化交易由于其不受人为因素干扰,克服了交易中人性的弱点,电脑化交易的高速度等优势,在境外的交易中占比越来越高。国内的程序化交易也经历了从无到有的过程,成为个别投资者的热衷选择。程序化交易的策略多种多样,大多是基于技术指标的机械化交易,这就对期货公司的投研部门提出了很高的要求。而且,单一的策略往往无法适应市场的不同时段和不同合约,多样化策略和基于市场状况的参数调整成为必需。

除此之外,程序化交易对 IT 系统交易

平台要求较高,需要期货公司不断进行技术投入和人员投入。针对特定客户的需求,如阳光私募、基金专户等可以单独开发设计适合其需求的程序化交易系统,从而赢得高端客户的认可与合作,实现个性化产品服务。

期货公司作为信息收集者,其掌握的私人信息通过企业的方式向外发布,以此来降低信息收集成本和信号发送成本,期货公司作为信息中介,掌握的信息越多,其发送信息的成本越低,可以看作是一种规模经济。

目前,我国期货公司的竞争,尚停留在最低层次的手续费竞争和较低层次的信息服务竞争。在期货市场具有“需求驱动”的大背景下,期货公司加大研发投入,增强基础研究力量,强调竞争的差异化和针对特定客户的产品设计,相信在不远的将来,将会有一批期货公司从信息中介向金融中介转变,在为投资者资产的保值增值中获得超额利润,并且完成成为现代金融机构的华丽转身。■

(作者为上海东证期货有限公司总经理)



协调资源 全方位服务产业客户

文/屈正哲

现代企业面临一个普遍的难题——规避价格风险，如何解决这个难题？利用期货进行套期保值，规避价格风险成为了产业客户的共识，同时也得到了从中央到地方政府的高度重视。

期货市场的发展，行业内的竞争，对期货公司服务产业客户的能力也提出了更高的要求，传统期货公司单一的通道性服务已经难以在行业内形成竞争优势。因此，期货公司需要协调各方资源，全方位对产业客户进行服务，满足客户的个性化需求。根据在服务产业客户的过程中总结的经验，产业客户除了传统的通道性服务以外，主要需要以下几个方面的配套服务。

加强研发投入 满足产业需求

期货市场变化万千，各种资讯鱼龙混杂，对市场理解的不同往往造成截然不同的交易结果。要解决产业客户套期保值，规避风险，就需要对期货和现货市场进行深入研究。目前，设立专门期货研究部门的现货企业还比较少，使得不少的产业客户在期货市场上，难以达到其规避风险的目标。针对这一情况，不少期货公司专门成立自己的研究部门

对现货也进行深入研究，以为产业客户提供套期保值的个性化研发服务。

具体研究方面包括从全球化视野研究宏观经济，深入产业链研究上下游关系以及市场上的趋势行情研究。对于宏观经济的研究，主要与高校进行合作，这样充分地利用高校国内外丰富资源和研究信息的及时性达到我们研究服务的科学性，同时促进了产、学、研一体化；对产业链的研究方面，期货公司聘请行业协会的专家，指导公司研究员深入产业链各个环节的研究。这样的个性化服务具有研究的科学性，行业经验的实战性和研究员趋势行情的综合性。从实践证明这样的服务得到了广大产业客户的认可。

当然，期货公司研究部门的建立，势必增加公司的投入。但从长远来看，对期货公司和产业客户是一个双赢的结果。一方面，期货公司的研发为产业客户提供高质量的服务；另一方面，研发的投入为以后期货行业推出的咨询业务、资产管理业务打下了坚实的基础。

协作贸易公司 服务产业客户

产业客户参与期货市场，最主要是

利用期货市场进行套期保值。但是,产业客户在套期保值的过程中会面临一系列问题,如仓储、物流、仓单置换等问题。如何解决这些问题?这就需要期货公司协调相关现货贸易方面的资源。这样做的优势在于:

第一,与期货公司战略合作的贸易公司具备多年的仓储经验,同时也跟交易所指定的交割库有良好的合作关系,通过贸易公司可以帮助产业客户解决仓储相关问题。

第二,与期货公司战略合作的贸易公司在长期经营的过程中,与相关物流企业也建立了紧密合作关系。在客户遇到物流困难时,可以凭借国内、国际业务网络,为客户提供最经济、快捷、安全的一体化综合服务。

第三,产业客户在期货交割时主要面临期货交割仓单的地点不确定,交割货物的品牌不确定等问题。这时,客户就需要进行仓单置换,与期货公司战略合作的贸易公司就可以通过自身的仓单或遍布全国的现货资源,为客户提供异地货物,同时能够满足客户需求品牌货物。通过仓单置换可以帮助客户降低采购成本,保障货物安全,客户同时可以根据需求采购相应品牌的货物,节省货物运输时间,同时节约人力资源成本。

因此,与现货贸易公司的合作使得产业客户在参与期货交易过程中,将参与期货的各个环节变得可行、通畅。不少产业客户改变其传统的经营理念,把期货市场作为原

材料库存和销售的一部分,运用期货市场让企业规避价格风险,达到企业能够专注于生产经营,更有效率地组织生产的目的。同时,期货的功能得到实现,期货公司的客户资源也得到了发展。

协作投资公司 提供资产配置服务

所谓资产管理业务,就是委托人将自己的资产交给受托人、由受托人为委托人提供理财服务的行为。这种服务来源于不少参与期货交易的客户对于期货的专业知识了解的深度不够。

近年来,随着金融市场的发展,越来越多的人开始接触并部分了解期货市场。人们参与期货市场的热情不断高涨,企业也在思考怎么样才能通过虚拟经济与实体经济的结合来规避生产经营中产生的风险,提高资金的使用效率。但是,期货市场瞬息万变,如果没有足够的专业知识,没有足够的敏锐度,没有足够的交易经验,期现结合、套利不仅不能使投资者规避生产经营中的风险,而且还有可能产生不必要的亏损。

产业客户想规避生产经营风险,又没有足够的专业知识,怎样解决这一矛盾,着实摆在产业客户的面前。为了在激烈的成本竞争中赢得先机,许多产业链的上、中、下游企业迫切需要期货这种工具去规避未来价格大幅度波动的风险,可以说,能否用好

期货工具已经成为众多相关企业生产与发展的关键。

依据目前我国的法律,期货公司还不能开展资产管理业务,期货公司就需要调配资产管理方面的配套服务,满足产业客户个性化的需求,如引入战略合作投资公司来为产业客户提供资产管理服务。

通过投资公司配套的服务,解决产业客户对期货理财保值和增值的需求,进一步还能为客户解决仓单融资问题。具体来说,产业客户在进行套期保值的过程中,会占用企业一部分,甚至比较大的资金,有可能会影响到企业日常的资金流通,如果在生产经营中发生比较大的变故,可能急需资金周转,而资金又有一部分在期货市场上做套期保值,如果平仓,可能会带来较大的亏损,也没有起到保值的作用,如果继续保持仓位,那日常的经营又会受到影响,这就给企业带来巨大的风险。

战略合作投资公司考虑到企业会有如此的风险,通过与银行合作,提供仓单质押、融资等金融服务。客户可以通过这一服务,把一部分期货头寸通过期货公司注册成标准仓单,然后再把标准仓单质押给交易所或银行,从银行或交易所融入资金,这样就能确保企业资金的流动性,能够有足够的防范可能发生的风险,又能把这一部分资金用于扩大再生产,为企业创造利润,而不是被期货市场上的仓位锁住资金。同时,期货市场上又起到了保值

的作用，最大限度的规避可能发生地风险，使企业的资金效率提高。

积极探索 提供境外期货配套服务

期货公司通过与境外从事期货的机构战略合作，为符合条件的产业客户提供境外期货的配套服务，并通过境外期货市场帮助产业客户在进出口贸易方面提供配套服务，跨市场套利和对冲市场风险。

针对产业客户大多从事国际贸易的特点，通过境外期货公司，为这些客户提供有针对性的进出口贸易配套增值服务，并利用国际期货市场对贸易合同中所需承担的风险做有效的防范，不但得到了客户的高度认可，而且带来了更多的客户资源。

首先，境外期货研发部门所收集的相关国际金融数据，以及最新的研究成果可以及时以增值服务的形式提供给客户，以使资源得到充分的利用。


其次，由于国际贸易合同中的价格波动风险，尤其是当客户作为出口商需要履行到岸价的条款时，通过境外合作板块受客户委托进行国际期货交易，可以有效规避漫长海运过程中的价格波动风险和交付风险。

在实际操作中，进出口商经常采用的定价和套期保值策略是基差交易，即进出口商用期货市场价格来锁定现货市场价格，从而规避价格波动风险的一种套期保值策略。用这种方法，进出口商在谈判时，可以暂时不确定固定价格，而是按交易所的期货价格固定基差，最终由进出口商在装运前选择期货价格来定价。一旦选定某日的期货价格，则同时会在期货交易所建立空头交易仓位。等到售出货时，进口商再以等于或大于买入现货的基差价格出售货物，同时在期货交易所平仓。

再者，在跨市套利方面，主要利用国内期货产品的价位波动普遍不及国外期货产品价格波动大的特点，通过两个市场进行跨市场套利，实现投资者、期货公司、交易所的“三赢”局面。因为跨市场套利作为一种比较成熟的盈利模式，具有风险小、成本低的优点，产业客户可以借助这一模式实现稳步盈利。同时，通过投资者的跨市场套利，有利于增加期货市场交易的流动性，使国内外相同产品的价格走势达到合理区间。

最后，境外期货市场的配套服务还能产业客户解决国内期货市场存在长假不开盘、交易时间较短等系列问题，产业客户可以利用外盘对同类期货产品同时进行对冲，能够在确保即时收益的前提下极大地降低投资风险。

综合来看，通过研发的配套服务、相关贸易方面的配套服务、资产管理方面的配套服务以及境外期货方面的配套服务，全方位地解决产业客户在进入期货市场上遇到的问题，真正地做到服务于产业，满足产业客户的真正需求，发挥期货中介服务功能，达到服务国民经济的目标。

对于期货公司自身而言，通过对产业客户的配套服务，不断使自身发展壮大。通过多方位、一体化的产业客户服务，改变了单纯靠拉客户，打拼手续费的传统经营模式，在实践中以解决产业客户经营中的需求服务模式，逐步形成了期货公司的核心竞争力，探索出一条产业客户参与期货的套期保值，实现资产保值和增值的盈利模式。随着我国期货市场的不断发展，期货公司将不断地完善服务机制，在合规的基础上，不断创新，迎接挑战，提升服务实体经济能力。

（作者为珠江期货有限公司董事长）

推动组织创新 促进做优做强

文/丛龙云



国内期货市场经过 20 年的发展，随着各项基础性制度的不断健全和完善，市场规模稳步扩大，期货品种不断增加，投资者结构逐步完善，市场合规运作和抗风险能力明显增强，服务国民经济发展的功能日益显现。期货市场当前正面临由量的扩张向质的提升转变的关键时期，作为市场重要参与主体的期货公司，面对环境的变化，应积极思考行业发展的方向。

从成熟市场期货行业发展的历史轨迹来看，都有一个由小型、分散逐步向大型、股份化、集团化发展的过程。随着期货投资咨询业务的推出，国内期货公司期盼已久的创新业务踏上破冰之旅，随后将是 CTA 和境外期货代理。三大创新业务推出后，国内期货公司业务模式将改变同质化的格局，形成经纪业务、咨询业务、资产管理三大板块，新业务必将催生国内期货公司进行组织创新以适应创新业务的需求。

围绕新业务模式，今后阶段期货公司组织创新将主要涉及到组织结构、法人治理结构等方面。

积极创新组织结构

任何组织的结构是与其发展规模、发展阶段、发展战略相适应的，在国内期货市场发展初期，由于期货公司规模小，业务单一，组织结构相应也较为简单，基本全部采用职能型结构。

按期货公司运营、营销、研究三大职能体系，将内部管理职能分为运营部门、业务部门、研究机构。职能型组织机构最大的优点就是职责明确，每个部门都有明确的职责，每个员工都了解自身的责任，但缺点是容易造成本位主义。

目前国内期货市场已经出现管理保证金接近 100 亿元，员工接近 1000 人的期货公司，如仍采用传统的职能型组织结构，其缺点对组织的制约将逐步显现，随着业务范围的拓展，公司规模的扩大，员工队伍的增加，期货公司组织结构必然要进行变革以适应业务的发展，变革将向两个方向分化。

一是沿着横向按地域形成区域管理中心，进而设立分公司。经纪业务是目前期货公司的最重要业务，也是创新业务发展的基础，因此期货公司一直十分重视营业部网点的建设和发展，目前单家期货公司营业部数量一般不超过 30 家，在期货公司营业部数量超过 50 家或者接近 100 家时，继续沿用目前行业通用的总部直接管理营业部的模式，总部就会感到力不从心。

在证券行业，大型券商已经纷纷成立区域管理中心，管理辖区内

营业部，并逐步开展其他业务，进而组建分公司，形成分公司型组织结构。国内营业部数量较多的几家期货公司已经开始尝试对营业部进行区域化管理，总部在坚持四统一的原则和前提下，对营业部进行分级管理，总部对口各区域管理中心，区域管理中心管辖营业部以降低总部的管理幅度，同时提高管理的效率。后期如政策允许，随着咨询、资管等业务的开展，期货公司可以在经纪业务区域管理中心的基础上设立分公司。

二是沿着纵向按业务划分设立事业部。在监管机构明确创新业务出台后，期货公司创新业务和经纪业务如何融合？如果组织结构上沿用传统的按职能部门划分的集权式直线型组织结构，其主要弊端在于集权有余、灵活不足，并且间接导致了各项业务的客户相割裂，难以有效实现公司客户资源的共享。

国内投资者队伍正在逐渐形成多样化、多层次的格局，单个投资者的需求也并不是单一的，尤其是对企业类的投资者来说，如对券商的需求包含了投资咨询、交易通道、资产管理等需求。因此，期货公司的组织结构应围绕以客户为导向来重新构架，真正实现公司客户资源的有效整合、共享和管理，并且通过全方位的服务与客户保持长期稳定的关系。

不断完善法人治理

国内期货公司目前已经建立

了“三会一经理”的现代企业制度，法人治理结构基本形成。但相对于证券行业或国外金融行业，仍然存在诸多问题，治理现状不佳，完善期货公司法人治理结构，应从以下方面入手：

一是优化股权结构。目前，我国期货公司的股权主要由少数股东控制，一股独大情况比较严重，这种现状不利于中小股东权益的实现。优化股权结构可以通过引入战略投资股东、兼并重组、上市等方式实现股权结构的多元化，降低股权的集中度，提高股权的流动性，使股权资源得到合理配置。

国内期货公司按控股股东背景来分，基本可以分为四类：一是券商，二是大型现货贸易商，三是上市公司，四是民营企业。国外期货市场的实践经验也给我们以启示，作为资本市场组成部分的期货市场，要做强做大，必须实现期货公司股东多元化，引入更有实力的金融机构参股控股期货公司。

比如商业银行等金融机构，其拥有大量优质的客户群体，在金融期货时代，随着期货公司咨询业务、资产管理业务的开放，如果政策允许引入银行作为期货公司战略投资者，将迅速提升期货公司的资本实力、研究能力、服务能力，并迅速拓宽期货公司的营销渠道，促进期货公司快速提升核心竞争力。

二是完善激励机制。公司治理状况不佳往往源自两方面，一是“一股独大”，大股东说了算、侵犯小股东权益；二是“内部人控制”，

管理层侵吞、掏空公司资产。正是如此,在期货公司治理体系中,既要进一步修订以效定酬的工资(主要对员工)、年薪(主要对高层管理人员)和奖金等短期激励机制,更要逐步建立起股票期权和职工持股计划等长期激励机制,建议监管部门研究期货公司职工持股和股票期权的可行性。

三是完善约束机制。加强监事会功能,选拔具有较高专业素质和熟悉公司经营管理人员出任监事,保障监事会对公司经营状况的知情权,确保其获得信息的及时性、充分性和便利性,实现监事报酬的合理化,明确监事的责任与权利,真正发挥监事会的应有作用。同时要优化外部市场环境,一方面,健全期货公司信息披露程序和标准;另一方面,通过收购兼并等股权流动方式,以阻止经理层滥用权力和实行内部人控制的行为发生。

稳步推进兼并重组

2011年是引导企业、金融机构大规模进入期货市场,促进期货市场由量的扩张到质的提升的重要一年。期货公司在这一过程中扮演着重要的引导和服务角色。需要进一步提升综合服务能力,通过兼并重组做优做强期货公司,承接机构入市的市场大发展需要。总体来看,国内期货公司的兼并重组,除了股指期货推出前后券商集中收购期货公司外,缺乏成功案例。

究其原因,一是期货公司股东预期过高,不愿放弃股权。随着市场环境的转好和金融期货品种逐步推出,从期货行业最低谷走过来的期货公司股东,对市场预期越来越好,面对美好的行业前景,不会轻易选择放弃股权。即使是劣势公司股东,由于期货公司壳资源的价值,也在等待外汇、利率等金融品种上市后,在可能会出现银行收购潮中待价而沽,卖个好价格。

二是优势公司收购动机不足。劣势公司对优势公司的吸引力主要体现在网点上,但在现行监管环境下,劣势公司不可能增设新网点,而且存量网点少,对优势公司不能带来网点价值。强强合作又由于最终控股权问题难以达成共识而意愿不强。期货行业强强合作体现在两方面,一是券商系公司与商品优势公司合作,现行“一参一控”政策和IB制度设计约束了这类合作;二是优势互补的商品优势公司间强强合作,却会因为股东间因股权设计达不成一致而难以成行。

针对以上问题,要想通过兼并重组促进期货公司做优做强,首先要降低股东预期,尤其是劣势公司,建议设定金融机构在收购期货公司时,被收购公司要达到B类以上。其次参照台湾IB制度,对国内股指期货IB制度进行调整。最后在期货公司进行兼并重组时给予一定的政策扶持,比如在网点建设方面给予支持,在

税收政策方面给予优惠,以促进期货公司通过兼并重组优化股权结构,改善行业环境。

打通资本融资通道

一般而言,企业上市有诸多好处,可以筹集资金,迅速扩大规模,增强竞争力;拓展筹资渠道,打破发展的资金瓶颈,构建资本营运平台,支持企业兼并收购;明晰产权关系,规范企业运营管理;利于引入先进的管理经验和管理人才;提升企业和股东、员工价值;优化股权结构,增加退出渠道,分散经营风险,等等。

期货公司上市并没有法律和制度上的障碍,关键是现阶段自身条件还难以满足。期货公司经营业务单一导致同质化问题严重,经营收入和盈利难以保持稳定,并且目前期货公司相对其他金融机构来说实力较弱,抵御行业波动和市场风险能力不强。另外,期货公司的股东资格、股权变更受限制也是期货公司上市的另一障碍。不过随着国内期货业规模的扩张、赢利模式的改善、服务能力的提高,期货公司上市也是当前行业发展的趋势。

当前,国内期货市场正面临转型期,期货公司要根据自身资源禀赋做好定位,积极开展组织创新,提升自身核心竞争力,服务好产业客户服务好国民经济发展。■

(作者为万达期货公司总经理)

提升信息技术水平 促进期货公司转型和创新

文/刘忠会

从2000年成交额仅为1.6万亿的历史低位，中国期货市场开始恢复性增长。此后，随着2004年开始陆续上市新的交易品种，市场规模逐步扩大，投资者数量不断增加，交易额叠创新高，2010年更是突破300万亿元，特别是2010年股指期货的推出更是具有划时代的意义。

今年，温家宝总理的政府工作报告将股指期货顺利推出列为资本市场“十一五”时期取得的成就之一，这也充分表明国家高层领导对期货市场发展的正面肯定。在前两个国家五年规划纲要中提出的是“稳步发展期货市场”，而今年则在“十二五”规划纲要中提出“推进期货和金融衍生品市场发展”，措辞的不同其含义也大不一样，这也寓意期货市场将大有可为、前景广阔。

但我们也应清醒地认识到，在经历近些年高速发展后，中国期货市场已经到了必须认真考虑如何从量的扩张向质的提升转变，更好地服务于国民经济发展的需要。如果说2001年到2010年“稳步发展”的十年正是期货市场不断“量变”的十年，“十二五”时期将是中国期货市场发生“质变”的战略机遇期。

“质变”就意味着必须要进行转型和创新，并在创新中得到良性的发展。

要在这种“质变”中站稳脚跟并做优做强，期货公司也必须改变意识、积极进行转型的探索并紧跟创新的步伐。现在，IT应用已涵盖了期货公司业务和管理的方方面面，公司经营管理活动都离不开IT平台的支持，可以说是IT无处不在，已经成为期货公司赖以生存的生命线，且这种依赖还体现在不可逆转。

毫无疑问，期货公司要做到谋转型求创新的成功不但离不开IT的支持，而且还需要IT在其中起到越来越大的作用。

培养专业人才 促进IT创新

要实现IT应用创新，期货公司需要有素质高且足够数量的多方面、多层次的IT人才，且要有留住IT人才的配套机制和措施。

期货市场发展到今天，已经是商品期货、金融期货并存，各种投资群体日益壮大，投资者可以根据自己的风险偏好和兴趣特长选择适合自己的投资交易模式、交易方式和交易工具了，这样，势必造成期货公司在IT上的投入越来越

- ◎ 促进 IT 创新
- ◎ 提升管理水平
- ◎ 满足投资者需求
- ◎ 保障运行安全

大, IT 应用系统越来越多, 系统体系结构越来越复杂, 接口种类日渐繁多而系统整合越来越困难, 系统某部分或某些环节的变动牵一发而动全身的局面已是平常之事, 目前的这种情况比起期货市场初期及前些年对 IT 应用和 IT 人员的素质和数量要求已有天壤之别。

但就目前期货公司的实际情况看, 虽然 2009 年为了应对中期协《期货公司信息技术管理指引》(下称《指引》) 检查, 期货公司普遍加大了对 IT 投入和对 IT 人员的引进, 但充其量也就只能基本满足当前的 IT 应用要求, 而对进一步的 IT 应用创新难免捉襟见肘。

这主要体现在: 期货公司普遍缺乏既熟悉业务又精通技术规划和管理的 IT 领军人才; 缺乏既精通软件设计又能深度开发、测试并具体实施的高层次人才; 缺乏既懂 IT 又熟悉金融数学、数理统计的复合型人才; 再者, 比起国外证券期货经营机构 IT 人员占比 30% 左右的比例, 我们的 IT 人员数量也需要有较大比例的增加。还有就是吸引和留住高素质 IT 人才的机制创新, 比如: 建立 IT 专业职级制度, 等等。这些都是期货公司要实现 IT 应用创新首先必须认真思考和解决的问题。

通过技术创新 提升管理水平

期货公司可以通过技术创新提升经营管理水平。

要满足更高层次服务国民经济发展的需要和服务各类投资群体的多层次、个性化的需求, 期货公司就必须根据自身的战略定位, 构建以服务创新为目标, 以客户为中心的客户服务体系, 通过统

一标准的服务管理、流程控制提高服务各层次客户的能力, 为公司业务人员进行市场分析、经营分析、客户分析等方面提供全方位的服务。同时, 为公司管理层的监控管理、决策支持等方面提供及时、准确、全面的数据信息。

比如: 期货公司从现在就应该开始设计开发和使用客户关系管理 (CRM) 系统、呼叫中心系统、数据中心 (数据分析平台) 等高层次的公司业务经营服务系统。

再如: 建设 CRM 系统, 应该考虑以客户资料信息、交易数据为基础, 通过高效率的采集平台搭建方便灵活的多元数据采集系统, 丰富以客户管理、营销管理、服务管理为目的的数据信息源。建设自动化的营销管理服务体系, 为满足复杂的客户管理、人员考核、薪酬提成等提供一揽子解决方案。

通过整合客户服务渠道, 加强营销管理, 为各级营销人员、服务人员提供权限范围内快速准确的客户信息分析提取, 从而实现客户个性化服务, 通过流程标准化实现服务的规范化、标准化。

通过相关数据分析为公司决策层提供所需的分析结果报表, 为提高公司经营水平、管理效率提供决策支持, 协助前后台业务与管理人员更好地完成识别及保持有价值的客户, 从而提高经纪业务的运营效率和收益利润。

通过与 CRM 系统进行无缝链接的呼叫中心系统, 为客户提供实时咨询与服务, 并对客户所需的服务进行分类统计以持续改进服务内容和需求。在数据中心 (数据分析平台) 的数据资源比较丰富且积累了一定程度的较深层次数据挖掘和数据分析经验以后, 期货公司就应该

着手进行企业商业智能 (BI) 建设, 以通过基于数据分析的操作平台来精细化管理各个业务部门的运作, 以提高风险控制和推动业务发展和价值创新, 实现高协同的工作方式。

还有, 必须切实提高公司的内部管理效率和管理水平, 比如: 通过建立起公司内部办公自动化系统 (含公文流转系统), 以实现办公与管理的规范化、电子化, 提高公文流转和审批效率; 借助现代化的技术手段, 构建安全便捷的实时沟通交流系统; 以及建设公司视频会议系统, 提高公司开会、培训、交流的方便快捷性, 等等。

提升 IT 水平 满足投资者需求

期货公司 IT 部门要直面投资者越来越多的交易技术创新并进行创新性的引导和规范管理。由于计算机技术的发展, 期货客户规模的不断增加, 特别是机构客户和专业投资者群体的扩大, 使用计算机实现的趋势跟踪、套利、技术形态分析、波段操作交易等程序化交易和程序化交易者作为市场的新生事物, 正如雨后春笋般成长起来。

今后, 随着期货市场功能的增强, 使用程序化交易的投资者还将不断增加, 甚至有人预言: 程序化交易即将引爆一场交易技术的革命, 或将成为交易技术发展的方向和趋势。但也有人担心程序化交易可能会因某种条件触发而导致流量过大, 进而对交易系

统造成影响, 甚至引发系统崩溃。

实际上, 从技术层面上来说, 要解决这个问题并不十分困难, 我们只需要期货公司的交易系统能够做到可以对单个客户交易下单进行流量控制就可以了。而对使用程序化交易量大的投资者还可以采取使用专用的席位、专用的通道, 甚至专用的交易系统。

所以, 期货公司对客户使用程序化交易的态度不能是因噎废食, 而要进行正确的引导和有效的管理。而且, 期货公司自身也可以组织力量研究程序化交易, 借助期货公司研发能力较强, 结合优秀分析师、精通期货交易的人员、IT 开发人员组成程序化交易设计团队, IT 开发能力较弱的期货公司也可以采取先行与 IT 公司联合开发, 然后逐步过渡到自主开发的模式, 最终开发出合适不同类型客户、不同风险收益的程序化交易系统供客户选择使用。

当公司程序化交易研究设计水平达到一定程度后, 甚至可以采取在公司网站上开设“程序化交易 4S 店”的方式, 供客户选购使用。

同时, 如果某个客户自己有一套较好的盈利交易体系, 但却缺乏编程能力, 期货公司还可以提供定制服务, 将客户的交易体系实现为程序化交易系统。这样, 既满足了程序化交易客户的需求, 又由于程序化交易是由期货公司自主开发, 将更有利于期货公司对程序化交易流量和相关安全层面的监控, 从而降低对期货公司


交易系统的冲击风险。

所以, 拥有一套比较完整的交易技术服务与管理体系, 对于期货公司的服务创新和交易风险管理都是非常有利的, 也将为期货公司在未来的竞争中抢占先机赢得有利的条件。

提升运维水平 保障运行安全

在一系列的业务与管理信息系统建立起来以后, 如何保障信息系统运行的安全稳定就成为 IT 部门需要认真考虑的问题, 这除了在系统规划设计阶段就应该综合考虑各种内外部安全因素并进行必要的配置外, 在系统投入运行后持续的安全监控与管理至关重要。

这就需要 IT 部门有一整套的系统运行日常监控、应急演练、应急处置、系统运行评估、补丁与升级等规范化的可操作性方案, 这就对 IT 人员提出了更高的素质要求, 它要求 IT 人员除了要有高度的职业责任感以外, 还要有很强的学习能力, 需要不断地进行知识更新并通过自身的知识更新不断完善优化技术方案, 解决系统可能存在的隐患以适应业务层面对信息系统越来越高的安全稳定运行要求。

总之, 以信息技术的有效应用来促进期货公司的转型和创新将大有可为, 愿全体期货公司 IT 人共同努力, 共创辉煌! 
(作者为广发期货有限公司副总经理)



利用期货投资咨询 做好风险管理大文章

——《期货公司期货投资咨询业务试行办法》解读

文/中国证监会期货监管二部 吴运浩 牟勇

日前，中国证监会正式发布了《期货公司期货投资咨询业务试行办法》（以下简称《试行办法》）。期货公司业务创新由此拉开帷幕，期货中介服务内涵进一步丰富，意义重大。为此，本文试着从立法思路和业务定位的角度，对《试行办法》和期货投资咨询业务进行适当解读，以释疑解惑。

一、立法背景

（一）出台《试行办法》有利于期货行业更好地服务国民经济发展，提高期货公司自身中介服务能力。近年来，随着国际国内经济金融形势复杂多变，大宗商品价格大幅波动。一方面，我国广大实体企

业、产业客户利用期货市场进行风险管理、套期保值的需求与日俱增，大中型企业和银行对期货投资咨询服务的需求日益强烈。同时，随着2010年股指期货的平稳推出，相关机构投资者也日益需要期货公司提供专业化期货投资咨询服务。另一方面，我国期货市场目前正处于从量的积累向质的提升转变的关键阶段，中国证监会在加强期货监管工作的同时，也在积极引导期货市场和期货行业不断深化期货市场功能。出台《试行办法》的重要目的，就是引导期货行业发挥专业优势，满足广大实体企业、产业客户以及机构投资者对专业化期货咨询服务的需求，更好地服务于国民经济发

展，进一步提高期货市场对国民经济的中介服务质量和水平。

（二）出台《试行办法》是为了落实《期货交易管理条例》（以下简称《期货条例》）第17条规定，规范期货投资咨询业务运行。期货投资咨询业务是期货公司的一项基本业务。在2007年《期货条例》修订实施前，期货公司业务范围中含有“信息咨询”，且主要用于期货经纪业务市场营销和客户服务的辅助手段，开展咨询服务。《期货条例》2007年修订出台后，由于《期货条例》第17条把期货投资咨询业务设定为一项独立的许可业务，此后为规范期货公司业务许可证登记，删除了“信息咨询”字样。虽

然在业务实践中，期货公司一直在为客户提供咨询服务，但不能以期货投资咨询名义开展业务，更不能以期货投资咨询名义单独收取服务费。业内有识之士也曾多次建议尽快出台专门办法予以规范管理。中国证监会出台《试行办法》，正是为了落实《期货条例》第17条原则性规定，规范期货公司期货投资咨询业务的运行，加强行业自律管理和行政监管，引导期货行业加强专业人才培养，促进期货行业健康发展。此外，《试行办法》也为期货公司收取期货投资咨询服务费用提供了法律依据，避免期货公司乱收费之嫌。

二、业务定位

《试行办法》第2条规定，期货公司期货投资咨询业务是指基于客户委托，期货公司及其从业人员开展的风险管理顾问、期货研究分析、期货交易咨询等营利性业务。其中，风险管理顾问包括协助客户建立风险管理制度、操作流程，提供风险管理咨询、专项培训等；期货研究分析包括收集整理期货市场及各类经济信息，研究分析期货市场及相关现货市场的价格及其相关影响因素，制作提供研究分析报告或者资讯信息；期货交易咨询包括为客户设计套期保值、套利等投资方案，拟定期货交易操作策略等。其业务定位的内容可以包括：

（一）期货投资咨询业务首先应当定位于客户的风险管理需求。目前，一方面我国大多数产业位于产业链中低端，初中级加工、装配制造居多，产业附加值低，利润薄；另一方面，我国国民经济对原材料、大宗商品和能源的对外依存度高，需求大，随着市场化和国际化

程度的不断加深，国际市场价格波动对我国经济的影响很大。在立法调研中，相关实体企业、产业客户对风险管理的内在需求日益迫切，有的企业反映需要期货公司提供期货知识基础培训，帮助其设计内部风险管理制度，有的需要期货公司提供高质量的研究分析报告、设计或者优化套保方案、提供交易策略等相关期货咨询服务，并表示愿意向提供满意服务的期货公司支付相应的服务费用。因此，期货公司投资咨询业务正是基于客户这种内在的风险管理需求。

（二）期货投资咨询业务应当定位于客户的风险管理咨询服务。对实体企业、产业客户而言，风险管理是一个内容丰富、覆盖面较广的经济管理活动，涉及企业内外多个领域，本质上属于企业管理范围。现阶段，原材料、大宗商品及能源等生产要素的价格波动风险对于我国企业生产经营影响大。在金融服务机构中，对于国际大宗商品和能源价格的跟踪以及影响因素的分析，期货公司具有较强的专业优势。期货公司应当充分认识并挖掘这一优势，从期现结合的角度，为企业提供从期货到现货，从价格波动到风险管控，从价格分析到产供销调整等一系列独具特色的咨询服务。这种咨询服务既有期货特点，又深入企业生产经营实际，甚至逐步渗透到企业战略管理层面，最终成为企业风险管理不可或缺的重要内容，使得期货公司成为企业不可或缺的风险管理咨询专家。

（三）期货投资咨询业务应当坚持走自己的路，独立于期货经纪业务进行发展。历史上，期货投资咨询业务长期是期货经纪业务的附庸，是期货公司拉客户炒单、收手续费的手段。这在以前维

期货公司应当为企业从期货到现货，从价格波动到风险管控，从价格分析到产供销调整等一系列独具特色的咨询服务。



护期货公司生存,起到过一定的积极作用。但在《试行办法》立法调研过程中,现阶段,许多实体企业、现货客户比较反感的就是期货公司通过咨询“忽悠”他们去炒期货。不难看出,这种依附于期货经纪业务的咨询服务已逐渐走入死胡同,难以维系。

我们积极支持和鼓励期货公司根据《试行办法》,从实体企业、产业客户以及机构投资者的风险管理需求出发,发挥期货行业专业优势,开展以风险管理顾问服务为核心,期货研究分析和期货交易咨询为支持的期货投资咨询服务活动,逐步改变过去那种单纯依附于期货经纪业务、以“拉客户炒单”为目的的咨询服务模式,切实提升期货行业对国民经济的服务水平和质量。从而在激烈的市场竞争中开辟属于自己的蓝海战略,创造差异化的竞争优势。

三、制定《试行办法》的几个主要考虑

(一) 确保大部分期货公司能够参与期货投资咨询业务

《试行办法》第6条主要是从资本实力和合规角度对期货公司申

请期货咨询业务作出了相关规定,比如公司注册资本不低于1亿元,且净资本不低于8000万元等。其中的一个主要考虑就是在保持业务资格一定准入门槛的同时,确保全国大部分期货公司都能参与期货投资咨询业务。经过我们结合全国期货公司近期的财务状况再次测算,目前全国期货公司注册资本1亿以上的约有90余家,且随着近年期货公司实力的增强,比较容易达到《试行办法》规定的财务要求的约有100余家,因此全国大部分期货公司是能够申请期货投资咨询业务的。

(二) 突出强化防范业务利益冲突

《试行办法》单设第四章专门规范防范利益冲突问题,主要要求有:一是要求期货公司建立防范利益冲突的管理制度和信息隔离机制,期货咨询业务内部可能发生利益冲突的,期货公司也要作出必要的岗位独立、信息隔离和人员回避等工作安排;期货公司首席风险官要对防范利益冲突的制度和机制进行检查落实。二是建立利益冲突的处理原则,即要求期货公司按照客户利益优先和公平对待客户的原则

予以处理。三是期货公司应当建立独立部门统一管理期货咨询业务,营业部可在公司统一管理下对外提供期货咨询服务。四是期货公司业务人员应当以公司名义展业,不得以个人名义为客户提供期货咨询服务。五是在公司内部,要求期货咨询从业人员要与交易、结算、风险控制、财务、技术等业务人员岗位独立,职责分离。

在征求意见过程中,有公司曾对前述部门和人员的独立化管理要求提出过意见。但考虑到期货投资咨询业务形态不同于期货经纪业务,从新业务的统一规范管理的角度,有必要要求期货公司设置独立的部门进行统一管理。要求业务人员岗位独立,职责分离主要是防止咨询人员与相关业务人员岗位、职责不清,随意兼职等不规范行为,但是对有其他业务部门人员在本职工作之外,为期货投资咨询服务提供支持、配合等情形的,《试行办法》并不禁止,但其他业务人员不能完全替代期货投资咨询业务人员。

(三) 突出强化业务合规操作和保护投资者

1. 诚实信用为本,谨慎勤勉尽



责服务，不得欺诈和误导客户。历史上，期货公司及其业务人员利用咨询服务欺诈或者误导客户的情况较多，引发的客户投诉和事后纠纷较多。为此，《试行办法》第10条原则性规定，期货公司及其从业人员不得对期货投资咨询服务能力进行虚假、误导性的宣传，不得欺诈或者误导客户。

再有，《试行办法》第11条规定的信息公示要求，第13条规定的从业禁止行为，第14条规定的风险评估与风险揭示，第16条规定的不得夸大期货风险管理功能，第17条规定的防止内部人员利用研究报告谋取不当利益，第19条规定的不得就市场行情做出确定性判断，第20条规定的不得对交易软件、终端设备的使用价值或者功能作出虚假、误导性宣传等诸多规定，都体现出合规操作与保护投资者的这一立法宗旨。

2. 咨询业务资格双重绑定，期货公司从业人员不得以个人名义提供咨询服务或者收取报酬。为加强期货公司对从业人员和咨询业务的管理，防止少数不良从业人员利用咨询服务欺诈客户，扰乱市场秩序，《试行办法》第

26条坚持公司业务资格与人员从业资格双重绑定的原则，即公司和人员都要取得相关业务资格和从业资格，方可为客户开展咨询服务。

3. 坚持权利与责任统一，责任自负。《试行办法》第31、32条规定，对无资格从事期货咨询活动的期货公司或其人员，监管部门有权责令改正；情节严重的，将依法予以行政处罚。对于期货公司或其从业人员开展期货咨询

业务中出现各类违规情形，监管部门可以针对具体情况，依法采取相应监管措施；情节严重的，将依法予以行政处罚；涉嫌犯罪的，将依法移送司法机关。

4. 依法对期货信息传播活动进行监管。《试行办法》第34条规定，期货公司及其从业人员通过报刊、电视、电台和网络等公共媒体开展期货信息传播活动的，一是要有业务资格和从业资格，二是要遵守金融信息传播相关规定和保护他人的知识产权，三是要求事前向中国证监会派出机构备案。为期货公司及其从业人员开展期货信息传播活动，提出了基本要求。

与此同时，我会将指导中国期货业协会进一步加强对期货公司相关期货信息传播活动的自律管理规范。

5. 《试行办法》坚持我会既定的“期货打非”政策和立场。对于我会监管的证券经营机构、期货公司非法开展期货咨询活动的，我会将严格按照相关法律、法规和规章，及时依法严肃查处。对于其他社会机构从事非法期货咨询活动的，我会根据有关规定，将积极配合相关主管部门予以查处。■



平稳起步 稳健发展 为资本市场发展保驾护航

文/中国金融期货交易所研发部负责人 张晓刚

2010年,在中国证监会的正确领导和统一部署下,在各方共同努力下,历经4年艰苦扎实的筹备,股指期货终于在2010年顺利推出。一年来,中金所切实按照中国证监会确定的“以平稳推出和安全运行为首要目标,严格控制风险,引导投资者有序参与,不追求交易量和活跃程度,逐步发挥市场功能”的上市指导思想和“高标准、稳起步、强监管、防风险、重功能、促发展”的十八字方针,牢牢守住不发生系统性风险的底线,扎实做好股指期货上市运行的各项工作。截至目前,市场总体运行平稳,监管严格,市场交易较为活跃,期现价格联动性较好,市场功能得到初步发挥,实现了股指期货平稳起步、安全运行的预期目标。



一、股指期货实现平稳起步和安全运行

截至2011年2月底,市场运行209个交易日,累计成交5320万手,总成交金额47.9万亿元,日均成交25.5万手,日均成交金额2293亿元,日均持仓2.9万手。市场总体运行比较平稳、成熟、规范。

(一) 客户参与理性,市场交投比较活跃,持仓量稳步增长,期现货价格拟合度较好

股指期货上市以来,开户数平稳增长。截至2月28日,累计开户近65000户,其中自然人占比98%,法人占比2%。市场交易比较活跃,流动性较好,当月合约成交最为活跃,符合国际成熟市场

的特点。持仓量稳步增长,成交与持仓比总体呈下降趋势,近期该比值在6倍左右,逐步趋近海外成熟市场水平。沪深300股指期货与现货指数保持了高度的相关性,期现价差拟合度较好,主力合约与沪深300指数相关系数为99.7%。合约交割平稳顺利,交割率低,没有出现“到期日效应”。

（二）市场风险控制较好，分级结算平稳顺利

为确保股指期货市场平稳运行,中金所采取了一系列严格的风险管理措施。一是设置了较高的保证金标准。将沪深300指数期货近月合约保证金标准设置为15%,远月合约保证金标准设置为18%,缩小了交易杠杆。二是加强对盘中资金的实时监控,及时引导会员化解潜在的资金风险。三是实施每日盘后资金压力测试,综合评估结算会员的风险承受能力,提前做好风险防范准备。四是加强对代理结算会员的业务辅导和管理,促进代理结算业务的平稳运行。截止目前,市场风险控制较好,分级结算平稳顺利,未发生一起结算会员资金不足的风险事件。

（三）市场一线监管严格，市场运行比较规范

作为市场自律监管者,中金所始终强化一线监管职责,全力维护市场“三公”,努力从一开始就建立一个规范、透明的股指期货市场。一是完善制度,细化标准。认真贯彻期货一部各项指引,对各类违规

行为作出明确界定。二是及时采取坚决措施,抑制市场过热倾向。三是加强风险实时监控,及早防范风险隐患和排查违规苗头。四是及时制止和查处异常交易行为。通过拨打会员警示电话、发出问询函、警示函等方式对异常交易行为进行查处。对多次出现异常交易行为的客户,采取了限制开仓的处置措施。五是深入落实跨市场监管协作机制。在证监会的统一部署下,与沪深交易所、中证登、监控中心积极开展跨市场监管协作,不断充实信息交换内容,探索构建防范跨市场风险的长效机制。六是持续开展投资者适当性制度的督导检查,及时纠正了会员执行投资者适当性制度中的偏差,对部分执行不力的公司给予了纪律处分。

（四）机构投资者有序参与，保值作用初步发挥

在中国证监会的积极推动协调下,机构投资者参与股指期货交易的政策正逐步出台。证券公司、基金公司参与股指期货交易的政策已颁布实施;QFII参与的政策已完成征求意见;信托公司、保险公司等机构投资者参与股指期货交易的政策正在积极研究推出。截至目前,证券公司、一般法人机构、自然人均已在中金所开立套保账户,开始套保交易,其套期保值持仓量约占全市场持仓量的30%。证券公司参与套保交易平稳、有序,保值避险效果初步显现。据统计,去年29家证券公司运用股指期货有效对冲

股票现货市场风险,减少了现货资产损失近17亿元,为保护自营资产价值发挥了积极作用。

（五）技术系统运行稳定，容量比较充足，运维保障有力

截至目前,交易所及会员端技术系统运行安全、稳定。一是交易所技术系统及业务基本稳定,技术系统性能满足业务需求。主机性能上,交易进程CPU占用率低;交易容量上,连续交易期间日均峰值远低于交易系统的撮合性能;会员端链路占用较小。二是技术运维管理规范有序,业务运转顺畅。三是建立并实施了涵盖交易所、会员公司的“大运维管理”模式,在确保交易所运行稳定的同时,积极帮助会员实现技术和业务的稳定。

（六）市场比较理性有序，相对平静，投资者教育工作初见成效

在中国证监会的正确领导及各方大力支持下,根据市场形势和工作特点,中金所有针对性地持续深入开展了投资者教育工作。一是持续深入开展“股指期货行”活动。四年来,股指期货投资者教育遍及全国80个城市。二是持续开展股指期货套期保值研修班,传播套保知识,弘扬套期保值文化。举办“股指期货套期保值研修班”22期,培训证券、基金、私募、期货等各类机构人员2700余人次。三是充分发挥中介机构主体作用,指导和支

的主要会员公司已成功举办各种形式的投资者教育活动 54 场,培训人数达 1.7 万人。四是不断丰富各类投资者教育产品,充分发挥媒体在普及股指期货知识、传播正确市场理念方面的积极作用。

虽然股指期货上市以来,总体运行平稳,但同时我们也应该看到,目前市场仍处于起步的初级阶段,市场初期特征较为明显,仍需要进一步夯实基础、精耕细作,市场成长还需要一个过程。一是需要进一步推动机构投资者入市,引导机构投资者有序参与,改善市场参与者结构。二是需要不断加强市场的培育,促进市场保值避险功能的发挥。三是需要进一步完善市场基础建设,不断拓展套期保值的深度和广度。

二、五大因素支持市场平稳运行

在全球金融期货市场,股指期货已经是一个十分成熟的基础性金融产品,但在我国资本市场总体仍处于“新兴加转轨”的阶段下,确保股指期货平稳上市和安全运行,充满挑战。回顾一年来市场运行情况,产品能够实现良好开局,以下几方面因素,起到了至关重要的作用:

(一) 中国证监会的正确领导,统一部署,精心组织,果断决策

股指期货历经 10 年研究酝酿,4 年扎实筹备。期间,中国证监会始终正确领导、精心组织、统一部

署股指期货上市工作的各项安排。早在筹备之初,就明确提出要坚持“高标准、稳起步”的原则,建设我国股指期货市场。历经四年筹备,努力克服国际金融危机带来的影响。在国务院原则同意推出股指期货后,证监会审时度势、果断决策,积极推动股指期货上市进程,集全系统之力,成立股指期货上市工作领导小组。系统各有关单位积极行动,中金所全力以赴,统一步骤、迅速行动,坚决贯彻落实各项决策部署。产品上市后,中金所牢牢守住不发生系统性风险的底线,扎实做好市场运行的各项工作。正是在中国证监会的正确领导和统一部署下,才有了股指期货的平稳上市和安全运行。

(二) 投资者适当性制度的建立和坚决贯彻实施

股指期货投资者适当性制度,是中国证监会为确保股指期货平稳推出、安全运行,保护投资者合法权益而作出的一项重要制度创新。为确保投资者适当性制度的全面贯彻,中金所配套制定了有关实施细则,加强了对会员公司的开户辅导,对存在违规的会员公司严肃处理。在一个以中小投资者为主体、习惯炒新的市场环境中,股指期货投资者适当性制度的建立和实施,对于市场发展初期引导投资者审慎参与,保障市场稳健运行,具有重要作用。

(三) 持续开展多层次、全方位的投资者教育工作

我国资本市场改革发展的实践

充分表明,构建健康稳定的资本市场,离不开成熟理性的市场投资者。自筹备之初,中金所就高度重视投资者教育工作,将投资者教育工作作为筹备工作的重中之重,不断创新手段、改进方法、完善内容,让股指期货投资者教育常说常新,持续形成热潮。注重与媒体的沟通协调,努力发挥其正面宣传的作用,答疑解惑,正本清源,提高了社会各界对期货市场的认知,普及了期货知识,深化了市场参与者对股指期货产品的正确认识。

(四) 四年来扎实筹备磨炼和持续仿真交易演练

在四年筹备期间,中金所苦练内功,通过仿真交易,较好地完成了产品合约、规则体系、技术系统、参与模式、风险管理、市场监管等各项准备及深化。依托仿真交易平台,四年期间反复检验了规则、测试了系统、锤炼了业务,培养了人才。结合国际金融危机的经验教训,不断完善交易所规则体系。正是四年来的扎实筹备和多年的仿真交易测试,保障了产品的稳健运行。

(五) 产品上市后严格的风险管理和一线监管

股指期货上市后,跨市场监管协作各方紧密配合,沟通信息,交换数据,共同实施跨市场联合监管,为防范和及时监督跨市场操纵及其他违规行为,发挥了重要作用。中金所自身切实将工作重心放到市场风险防范和一线监管上,从严要求,从严管理。不断完善监管制度、细化监管标准、前移监管关口,密切

监控市场运行情况。针对产品上市初期，市场曾一度出现过热倾向，坚决采取有关措施，抑制过热交易，打击异常交易行为。正是在中国证监会一整套较完善的监管制度安排和交易所实施的强势监管下，股指期货才更好地实现了平稳推出和安全运行。

三、股指期货给资本市场带来积极变化

推出股指期货，是我国资本市场改革发展中具有里程碑意义的一件大事。虽然股指期货推出还不到一年，目前市场规模还不小，机构参与数量和程度还有待进一步提高，还难以对股票市场产生重大影响，但从股指期货上市十个月来的市场实践中可以看出，股指期货的功能作用及其对市场的影响初见端倪，市场出现了积极变化。

（一）股指期货有助于完善市场结构，改变市场单边运行机制，促进市场合理估值和内在稳定

股指期货为市场提供了双向交易机制，增加了市场平衡制约力量。在一个缺乏做空机制的市场，投资者只能通过单边做多才能盈利，市场无法在多空双方的平等博弈中实现平衡制约，容易形成泡沫积累和价值高估，这不仅容易导致市场的暴涨暴跌，而且还放大了市场的涨跌幅度。

沪深 300 股指期货的推出，为市场提供了一篮子股票的多空双向交易机制。在股市非理性上涨时，

投资者的看空预期能够在期货市场上实现，起到平衡股价的作用；在股市非理性下跌时，又能通过期货做多给予市场支撑。这就犹如为股票市场增加了内在减振器，使得股价围绕合理的估值水平，在一个相对较小的范围内波动，促进市场合理估值。据统计，股指期货上市以来，上证综指、沪深 300 指数日均波幅均有所减缓。

（二）股指期货提供避险保值工具，培育市场避险文化

股指期货完善了股市风险管理方式，促进机构稳定持股。截至 2010 年末，各类机构投资者持股市值占市场流通市值比重已达 70.9%。股指期货的推出，改变了股市只能做多、不能做空，缺乏有效的风险对冲工具的状况。机构投资者开始改变“高抛低吸”，通过频繁买卖股票来盈利的模式，积极运用期货产品，进行“期货替代”，变现货交易为期货交易，减少在现货市场上的频繁操作。

股指期货还有助于促进机构持续稳定经营。随着股指期货的推出，改变了机构投资者在缺乏基础性风险管理工具的市场环境中，基金长期处于低水平、同质化竞争，业绩大起大落，证券公司被迫进行简单粗放式经营，盈利渠道单一，业绩靠天吃饭的经营模式。机构从传统的高风险、方向性投资，转为以市场中性策略为主的低风险、稳定收益的业务模式，业务经营风险可测、可控，为其不断做大、做强提供了有力支撑。

（三）股指期货促进产品创新，有助于改善股市生态

随着股指期货的推出，套利交易、程序交易、算法交易、对冲交易、数量化交易等各类交易策略纷纷涌现。目前，市场已开始运用股指期货开发指数增强基金、结构化保本型产品、绝对收益型产品等种类繁多、品种丰富的创新金融工具。目前在中金所开设套保、基金专户、券商定向理财等账户的机构，其产品类型涉及套利、绝对收益、市场中性等种类。随着做空机制的完善，对冲工具的提供，私募基金真正走向对冲时代。

股指期货的推出，还极大地活跃了 ETF 等创新产品的交易。据统计，截至 2010 年底，市场 ETF 总份额较 2009 年增长 42%。股指期货推出后的一个月，ETF 总成交额较股指期货推出前增长了 80%。跟踪沪深 300 的指数基金也明显增加，资金规模近 1.7 万亿元。

展望未来，中金所将继续夯实基础，扎实努力，严格监管，牢牢守住不发生系统性风险的底线，确保市场安全稳健运行，积极加快推进机构投资者入市，不断完善市场结构，促进市场功能发挥，根据市场需求和外部环境的变化，加强其他金融期货产品的研究与开发，逐步完善产品体系，努力建设一个结构合理、功能完善、安全高效的金融期货市场，为促进我国资本市场的持续健康稳定发展，为更好地服务国民经济，做出应有的贡献。■



**黄
辉**

18年，守得云开见月明

文/特约通讯员 尚志科 邓妍

有人说，期货行业的生存史就像一幅曲折的 K 线图：涨涨跌跌、起起伏伏，如大浪淘沙泥沙俱下。最终的结果是，淘汰掉的人多于存活下来的。

在此种环境中，像中粮期货经纪有限公司总经理黄辉这样，早在 1993 年就一头扎入，一待 18 年，不仅坚持下来且一门心思立足推动整个期货行业发展的人，确实非常罕见。

带着好奇，2011年3月中旬的一天，笔者相约黄辉在他位于北京东直门的办公室专访，探寻他背后有着怎样惊心动魄的期货生存经历。

出乎记者意料的是，坐在面前的黄辉一身笔挺西服，脸上并未留下久经风霜的痕迹，相反却平淡、谦和。回顾自己期货从业经历，黄辉谦虚地说：“跟我同时进入这个行业的那拨人相比，之所以自己这么多年活得还可以，可能是因为在这些年里有些沉淀和积累。”

随着话题越聊越深，黄辉对期货行业的跌宕历史、激烈竞争、人才战略和变革方向开始娓娓道来，他对期货行业的激情与热爱也溢于言表。

投身期货

——与期货的不解之缘

在进入期货行业前，黄辉对期货并不陌生。研究生期间，他师从童宛生，研究生论文即是关于粮价补贴，在此期间，他就开始了期货研究。值得一提的是，他是北京工商大学期货市场方向的第一批毕业生。

1993年5月，郑州商品交易所开业，中粮集团成为自营会员，当年年底，黄辉进入中粮期货部，并在秋天被公司选派去郑州做期货。1996年，中粮期货部改为中粮期货经纪公司。

从自营到代理，黄辉积累了不少经验。

“1996年一帮人马转型做经纪业务开始代理客户，性质也有了变化。当时，做代理业务没那么规范，都是红马甲下单，技术也原始。”一直到1998年，黄辉都在郑州主要做小麦、

绿豆、玉米期货交易。

1998年回京后，他开始担任中粮期货公司运作部经理。一年后，黄辉成为中粮期货副总经理，开始管理结算和风控业务。

彼时，期货市场尚未实现三大交易所的统一结算交易，导致后台工作量极大，期货手续费是证券行业的好几倍。

另一个在今天不可想象的情况是，刚开始大连期货交易所结算制度是T+1，而上海期货交易所和郑州期货交易所是T+0，且交易时间也不统一。黄辉正是在此时从后台走到前台，筹备自助交易和网上交易系统，确定了“全员营销”和“特色服务”的经营理念，中粮期货也成为国内首家推出期货网站和动态数据库的公司。

“当时市场很乱，总部甚至管不了营业部。我们最早在行业推行‘四统一’。搞了统一开户、统一结算、统一财务管理、统一风险控制后，2000年行业治理整顿很严的时候，我们公司的客户都没出问题，这得益于建立期货公司的时候就开始建立一套期货公司内部管理的制度。”

2000年，期货行业诞生了网络交易，有了统一的结算软件，三个交易所开始统一结算。黄辉对此形容：“结算统一和风险控制统一，使得交易所在IT发展过程中有很先进的技术。如果没有三个交易所的结算系统和方式的统一，就没有期货行业的今天。”

期间他还参与中国证监会组织的《商品期货管理暂行条例》及相应四个办法的制定和修改工作，参与编写了期货内部控制制度指引。“参加证

监会起草这个条例经历了好长时间的跨度，经过了很多次讨论。之后还参与了四个办法，自己也写了些东西。”

2003 年期货行业开始好转，黄辉开始管理具体的经纪业务。2006 年全面管理公司，成为中粮期货公司常务副总，2008 年成为总经理。“10 多年就这么过来的。”黄辉轻描淡写地形容。

笃定中粮 ——低谷中从容应对

在 1998 年到 1999 年期间，期货业遭遇发展低谷，不少行业人员纷纷跳槽，转移到证券、基金或实业领域。但此时的黄辉不仅没有过跳槽的念头，甚至一直沉浸在工作中。

仔细回忆当时的经历，黄辉说：“第一个因素，是当时自己年轻，没想那么多。那时候我们也会做一些自营业务，在实战中提高，觉得自己能力还不行。加上当时行情分析、交易都得自己来做，所以也没时间去想跳槽。”

第二个因素，是中粮期货的环境很有吸引力，团队也很年轻。“公司会让我们几乎每年出国一次，去美国学习考察。”黄辉介绍，中粮集团是国内第一家从事境外期货业务的企业，早在 1973 年就开始涉足伦敦和纽约的期货市场。中粮期货的专家团队由一批有着十几年国内外现货、期货业务经历的专业人员组成，长期都与国内外同行及企业保持着良好的交流与合作。

这种背景对他造成的影响，是让他对中粮平台的依赖、信任度很高。“不是没有员工离开。当时天津营业部关闭，有些人离开，但吉林、成都等地的营业部都没怎么招人，影响不大。我们最开始成立公司的时候没做盲目扩张，没有去急于成立那么多营业部，成本也不高，自己也能控制得很好。”

截至目前，中粮期货有 260 多名员工，而刚成立时只有 10 多个人。

第三个因素，是他当时看好期货行业在中国的发展不可缺少，坚信这一市场不会被关闭。

“期货保值是很多大企业不可或缺的。我们从 1998 年开始做国内经纪业务，做大连大豆，就开始跟客户分析芝加哥市场情况，并在成立的国内第一个期货网站上，把市场分析报告放上去。虽然 1999 年最低时候保证金才 8000 万，但也从来没有产生过危机感。”

黄辉感叹，期货的开放其实是很早的。“由于期货市场先有外盘才有内盘，在上世纪 90 年代，这个行业培养了一批人，他们有风险观念，较早运用国际视野，将国内和国际市场联系起来。”

在黄辉看来，中粮集团发展到今天也受益于较早的风险控制意识，如现在集团总裁和副总裁都出身于期货行业，领先的观念和意识利于他们去做好风险投资和控制。

“当初这些人，留下来的都成长起来了，风险控制在这十年中其实很重要。就像现在国内投资者也好，股东也好，都认为中粮期货能

活得很好。我也相信我们能做到最好，能站到这个行业的最前端。”

管理灵活 ——阳光透明宽待下属

黄辉是典型的从交易型人才转变成管理型的领导。谈起做管理的体会，他坦言：“整个期货公司目前的管理方法和体系，都是摸索出来的。我们当初总部比较强大，资源更多，也要求总部对营业部的掌控投入精力多。但好处是，基础和后台风险控制遇到市场调整时不会出问题。”

对于自己的管理风格，黄辉并没有定性：“管理方法不是知道就能用好，这与自身的一些性格和特点关系紧密。有时候，自己喜欢的方法不一定能用上。现在资讯太发达，管理被分成很多种：如强势型、沉静型、创业型、魅力型等，但我没考虑那么多。毕竟现在是在管理一家成熟的公司，要考虑公司需要什么样的管理风格。”

2009 年，黄辉上了中欧商学院的 EMBA，他发现光靠埋头苦干已经不行了，“要带好团队，做好激励和公司文化、让员工工作有干劲，没有一个有战斗力的专业团队，公司发展会很难。”

也许是前两任领导留下来的传统，中粮期货一直有比较好的员工文化，团队本身也有好的合作默契。“整个团队有比较好的气氛，可谓阳光透明。我面临的真正的压力不是来自内部，而是行业竞争过程带来的压力。到目前为止，我还不是

做的特别好。”黄辉谦虚的说。

事实上，中粮期货在专业化方面的推动，尤其是对业务部门实行事业部化，被业内广为借鉴。1996年，随着中粮期货的产业客户越来越多，客户保证金规模成为业内最大。但由于公司网点较少，资源人才在总部和三个交易所，对于业务员来说，一个人深入了解10个品种非常困难。中粮期货考虑按专业把人才分开，并引进了软商品（Soft commodities）概念。“软商品是从国外引用过来的，国外主要包括棉花、橙汁、糖等。当初郑州粮、糖和棉花都属于这个系列，以区别于农产品。”

黄辉强调，划分方法对他们并不重要，关键是让人才去专注于自己的领域，提升中粮期货的专业能力。正因如此，监管部门也把中粮期货划分为“有专业背景的期货公司”。

尽管中粮期货目前的保证金居行业第一，但交易量并不高，且风格是较少短期炒作。

“我们也曾试图考虑通过发展投机客户增加交易量，但后来发现做不到。要维持这个体系，就会与原有的管理考核、员工激励、回报等风格产生冲突。考核与管理的对与错，有时候要选择了之后才能看清，但要是选错了，就会走弯路。”

业余兴趣

——读书与高尔夫

有空时，黄辉会分出一些时间与员工讨论。“讨论的目的不是对

和错。当分析师和员工对市场看法不够客观，只看到表面，而忽略了背后的真实时，我会跟他们讨论。还有部分刚入门的新员工，现货、期货都做过，这时候需要有对市场看的多，能看出影响过程先后结果的人，把自己的观点逻辑跟他们去分享。很有可能他们的结果对，但是分析方法是错的。”

“比如，前一段时间小麦干旱，有人认为会带来减产。但常识是小麦尚在冬眠期，就不需要水。此外，相比证券行业，期货跟产业的联系更紧密。在日本地震发生后，国内对日本的相关贸易就停了。商品的全球联动比资本市场更大，传导方式也不一样。”

黄辉强调，他更多跟员工分享的是，考虑问题要有扎实的基础和严密的逻辑。另外，包括政府对市场调控的有用性，他们也会进行讨论。在他看来，专业人士对同样的政策比一般人有认知上的高度，才能体现出专业水平。

黄辉的业余爱好之一是打高尔夫。但自从在中欧上课后，就很少有时间能打。他的忙碌，可以从采访间隙手机和办公桌上的电话多次响起看出。随着非业务的事情变得越来越多，腾不开时间去打球，黄辉笑称自己的高尔夫水平不容易恢复。

“其实这就像做交易一样，懂得多但交易不一定做得好，因为交易型高手是练出来的，而不是琢磨出来的。”

黄辉另一个爱好是看书，这从

他办公室宽大书架上的各种书籍就能看出来。提起自己的读书习惯，黄辉说是分阶段阅读。刚开始，他喜欢看交易类书籍，主要是关于怎么交易成功，自己做管理以后，更多看一些管理类的书。他平时爱买书，阅读范围也广，尤其是上中欧后发现书更多了，他笑着说：“互联网时代挑好书很费劲”。

黄辉没有太多时间“待”在网络上，也不爱追热点，对网络新闻和网络人物看的少，上网时间基本只看邮件或体育。

他调侃自己很多东西都不会，现在很流行的微博只是会去看，“未来要用什么才去有选择的看”。黄辉不爱看小说，说有些费时间。他现在正看的是关于领导能力和文化价值观的书。

采访期间，恰逢今年的“3·15”晚会刚刚曝出“双汇瘦肉精”事件，这让很多消费者对国内食品安全提出不少质疑。而目前，中粮集团在武汉、天津和江苏都建有养猪基地，并开始整合旗下肉类平台，尤其是推出高端肉。

“中国食品安全是个大问题，很多人散养是没法保障安全的，为什么没有去集中养殖？因为价格不够高、规模化不够，不做到一定数量是无法生存的。但是劳动成本上来后，散养就不行了。高端市场要有规模上来、价格足够高后才有意义。这也代表了一个现象，在中国很多竞争还是低价、低品质的竞争，没有上升到高品质的安全上。”黄辉语重心长地表示。■

推动期货行业多元化发展

——访中粮期货总经理黄辉

文/本刊特约通讯员 邓妍 尚志科

黄辉的18年从业经历全“献”给了期货行业。

从最初从事期货自营到成立期货公司后做代理，从做期货交易到全面掌舵一家专业型期货公司，黄辉对期货业的发展脉络和未来轨迹有着独到的深刻见解。

他说，期货市场发展至今更多是“量”层面的壮大，未来行业必须得到监管部门、社会和产业的更广泛认可才能迎来大发展。目前，中粮期货重点在做的工作之一，是积极对员工进行业务培训，并提升中层骨干的领导力。



《中国期货》：您多次讲到期货行业要创新，并提出了业务创新、组织创新、制度创新和管理创新四大方向。在您看来，国内期货行业未来需要怎样的战略眼光？

黄辉：如果过去期货业的竞争只是体现在生存得好不好，未来5到10年，竞争的结果是直接面临淘汰与被淘汰。可以说，现在的国内期货市场，已经步入一个要看未来怎么走的阶段。

虽然期货市场自成立以来发展较快，但发展更多体现在量上，什么时候期货市场被社会、被监管部门认可，期货的保值功能得到企业和产业的承认，这个市场才真正实现了大发展。因而，未来期货行业的发展方向是否健康，能否涌现出越来越多的好公司，变得更加重要。

近两年，拥有证券和金融背景的公司陆续进入期货行业，对行业构成了新的压力。此外，股指期货业务开通后，随着证券、基金等机构投资者被允许运用股指期货，期货行业质的变化逐渐展开。

这种迹象也表明，期货的未来发展方向渐渐明晰：证券走过的道路可能就是期货未来要走的。可以说，证券的发展方向、业务模式和管理方法，都值得期货行业去借鉴。

【人物档案】

黄辉，1993年底开始从事期货业务。1994年至1996年任中粮集团期货部郑州营业部经理，1996至1999年任中粮期货公司运作部经理，1999至2008年任公司副总经理，2008年9月起任中粮期货公司总经理，曾任北京期货商会副会长。

中粮期货经纪有限公司成立于1996年，注册资金5.5亿元人民币，是目前国内保证金最高、各品种持仓量最大的期货公司。十多年来，凭借较强的市场把握能力、专业化个性化的套保交割服务，中粮期货始终处于中国期货行业的前列，多次被评选为“十大杰出期货公司”、“最具影响力期货公司”。

黄辉本人曾参与中国证监会组织的《期货交易管理暂行条例》及相应四个办法的制定和修改工作，并参与编写期货内部控制制度指引。2010年9月，黄辉当选为中国期货业协会兼职副会长。

《中国期货》：我国期货市场社会输入人才少，挖人才现象普遍，全行业人才匮乏现象越来越明显。对此中粮期货自身形成了怎样的人才战略？

黄辉：期货行业发展快但缺乏足够的人才是不争的现象。一方面，过去发展中期货公司高管领导力不足，没有把培养人才骨干作为重点，更多看重企业盈利；另一方面，整个大环境

对人才的培养教育，不能满足整个期货行业的发展。

比如，期货从业人员只有2、3万，而且专业水准并不都很优秀，以这样的人才储备去服务10万家企业的保值服务，肯定无法满足他们的需求。行业改变的关键是培养更充足的专业人才。中国期货业协会的刘志超会长，近年来也一直在研究如何规范行业人才，提高期货从业人员的道德。

从国外期货业发展历史看，期货行业壮大过程中出现了不断的并购：小公司被大公司并购，大公司被投行并购。期货市场的潜在客户有很多，但怎么去开发培养，需要有一个过程。这个过程可能像证券行业所经历的那样，用网络平台去推进，也可能是靠一些规模大的公司、拥有足够的营业部，凭借在不同区域的专业人才，在较长的时间内去完成。

从产业端来看，一个刚入门的企业要很快学会保值并不容易。未来可能的方法，一是期货行业培养的人被他挖去，二是他们自己借助期货公司的力量培养，但大的前提，都是期货行业不断去培育客户、培育市场。

《中国期货》：由于券商系期货公司在期指市场中具有天然优势，在股指期货开启的这半年中，券商系期货公司的进入，对传统商品期货公司带来了哪些影响？

黄辉：目前来看，整个国内的期货公司大致可以分三类：一是有券商背景的综合类公司；二是像我们这样有专业背景的公司；三是找不着自己位置，自身没积累的公司。如果竞争残酷或市场调整，第三类公

司迟早会被消灭掉。

当然，我相信在这个过程中，每个公司都会努力去找到自己的方向。但归根到底怎么做，也要看政策是否允许

你活下去。比如，如果一类公司选择只做区域性业务，依靠自己的一圈核心客户是不是可行？这恐怕要看政策是否允许。

这方面，证券行业值得学习，它们这几年在团队建设、待遇、考核和培训体系上都有较快的发展。而期货公司由于盈利能力差，没有能力花大力气做。中粮期货也意识到这一点，除了积极加强员工培训，也努力让中层骨干在领导力方面去提升。如果整个期货行业能朝这样的方向坚持下去，行业人才的培养会很顺利。

我觉得要前瞻期货行业的未来，一个可以更乐观的方向是更加多元化，没必要搞得都一样。因为期货行业的个性化服务要强于证券，期货的风险更大，其杠杆特征需要业务人员更专业。同时，期货更需要人和人之间的交流，才能把从业能力从一般的教育成高级的，从非专业的门外汉变成专业人才。

在国外懂期货的人很神秘，之所以一般人都不懂，是因为行业更专业化。而国内期货交易资金规模一般在20、30万元，可以培养他们更个性化的能力。

《中国期货》：作为期货行业服务现货企业的最前沿，期货公司对于期货企业服务诉求的感知最为敏感，现货企业对期货公司的服务能力提出了哪些新要求？

黄辉：产业的升级整合、中国产业化发展，都带来保值工具和风险管理工具重要性的提升。但对于国内很多实体企业而言，这还是个大问题。可以看到，20年来在实体经济的发展与产业整合中，真正做商

品保值的人没有变得更多，很多钢铁、铜和化工企业并不做保值。

与此同时的背景，是国内很多产业都在不断整合。中国出现了较多批发市场，需要这些远期工具为做产业做贸易的人去对冲风险。但当然也有一部分行业，如农产品加工规模化还不够，大米加工才刚开始，养殖行业50%企业没有规模化。未来随着这些行业整合得差不多了，企业数量慢慢减少，使用期货保值的规模就会很集中。

目前，中粮集团自身也在对旗下相关业务进行整合。我相信，再过5年，中粮期货的保值量会翻一番。



人的一生有自然的属性和社会的属性，自然属性就是我们讲的生命周期，社会属性则是指在人的生命周期里，你的外部环境因你做人做事的缘故而产生的社会认同度以及你由此而产生的内心感受。人的自然属性是个体的事情，基本上应该由天注定的，所谓生死由命，富贵在天，生命的长度不由人。但是，在同一个生命长度中的生活质量却会有所不同，其标准就在于因“个体”努力而产生的个体与外部环境的“共振”度。

从共振想起做人与做事

文/江明德

共振是物理学上的专业术语。其定义是两个振动频率相同的物体，当一个发生振动时，引起另一个物体振动的现象。由此引申，社会是个集体，对任何事物、行为等都会有一个评判标准，这种标准要求我们个体的人在体现自

身的社会属性的时候一定要符合这个社会的“标准”，以此形成与社会的共振而创造改变你生命周期的质量。现实生活中，我们经常会听到：某某人很会做人，某某人做事很好但做人一塌糊涂等等的话语。我想，这实际上是由我们个人所具有的社会属性决定的大众对个体必然存在的评判。

我们经常说，做事先做人，如果连做人的起码准则都不行，则这个人大多数情况下是做不好事的。还有，从个体所受工作环境不同待遇或不同心理感受而言，做同样的事情但往往结局会不同，撇开其他原因，做人方面是否存在缺陷是关键。

个体的人都希望通过自己的“做人”来适应人的社会属性，从而在现实的环境中尽量能生活的好点，轻松点。人是个体的，但人同样是集群的，也就是说人具有社会属性，如何做人就关系到设定做人标准的社会性，或者说社会比较一致认同的良好的人格特性。

我认为：如何做人，个人有个人的标准，这个标准又受个体出生、环境、教育、圈子等的影响会有所不同，你不能指望平民和贵族有相同的做人标准和处事态度，因为他们与生俱来的不同生活环境对他们的要求是不一样的。比如我们经常评论有钱人时，认为“他”气质不错，而却认为另一个“他”是暴发户。这其实反映的是一个人的“底蕴”，这个底蕴通过你的社会属性被大众来评判和接受。从普适性原则说，我认为一个能得到社会环境基本认可的“人”其基本具备以下几个特点：

相对完善的人格特征。每个人处事的标准和为人尺度会有不同，这是正常的和必然的。但是不管有多少不同，作为一个人，一个“社会人”必须具备最起码的做人标准或准则，从人格特性说，洒脱、平和、宽容、厚道应该是基本要求，如此，我们可以在任何不同的时期、地点、人生的不同阶段都能“俯仰无愧”。

如何培养相对完善的性格特征，我的观点是：心态要平和。对待人、事、物，要有敬畏心、感恩

心和平常心；心胸要开阔。对人要有宽容心，要有谦卑心，做人要糊涂；要有责任心。责任是做人处事的根基，没有责任心就不可能养成相对完善的人格特性。只有心中有思，才能眼中有事。一个有进取心的人首先是一个有责任心的人，同样，一个有责任心的人，一定是有进取心的。进取心强调的是一种张扬、一种进攻，平常心强调的是一种收敛，一种含蓄，从字面上看是矛盾的，但在我们为人处事中却是统一的，进取心更多的是做事，平常心更多的是做人，所谓做事要高调，做人要低调就是反映了这种关系。

较高的社会融洽度。社会融洽度衡量的是你作为一个个体在社会群体中的定位。个体生存意义不仅在于你为自己、为家人做了什么，而且还在于你为社会、为他人能做什么和做了什么，在于你与社会环境的融洽度，只有时常将“人”放在心中才可能被“人”将你放在脑中。从这个意义上说，我们应该时刻不忘做个好人，所谓的“己于立而立人，己欲达而达人”应该作为我们的为人处事的原则。

坦然面对得失。在人的社会属性中，个体的价值除了自己努力外还有外界对你的评价。由于每个人总会坚持自己对人对事的看法和自己的行事作风，而这些行事作风与做法并不会被所有人认同，特别是在目前这个很物质化的社会中，这个时候就可能产生个人付出与他人比较后的不匹配从而影响到对社会或者单位“公平性”的评判。我认为，这是正常现象，我们不能改变环境，如同我们不能改变风向一样，面对这种个体力所不及的事情，我们需要做到以下几点：检查自己。个体的行为不能违背社会普适的观念和习惯。比如经过个体努力可以改变的就应该积极努力去争取改变，如果经过努力不能改变的就应该坦然处之，人要适应环境而不是改变环境。调整心态。积极面对得失，所谓得之坦然、失之淡然，争其必然，心要悠然。尽量不比较。因为我们是七情六欲的物质人，



但我们可以调整比较的对象，不与他人比，不横向比，和自己比，和纵向比，换一种比较方法我们会轻松许多。


人的社会属性体现最集中的场合就是你的做事方法。人的一生至少三分之一时间在做事。同一件事情，不同的人采用不同的处理方式产生的结果会有所不同并因此而形成“共振”或者“反振”。如何做事，可以有各种答案，我认为其中最重要的是以下三点：

要学会做人。人的品行决定你做事的内涵与本质，我们经常听到“这个人做事还可以，做人不行”就是对这种现实的描述。如果一直被人以这种描述，那么最后的结果就是没地方可以去做事，因为没人喜欢和你在一起做事。

做事要努力。任何事情或者任务都存在能完成和难以完成两种结果，但对个体人来说应该只有一个，要么完成，要么不能完成，其实就是你不能完成也可以通过你的影响力去推动别人帮你完成。所以我始终认为，任何事情总是能完成的，只不过取决于个体的能力和资源。能力和资源如何取得，关键在努力，时间会给你一切。个体要关注的并不仅仅就是眼前的短暂利益，更重要的是你的能力和资源——培养

能力，积累资源。通过自己的努力和坚持、谦虚与好学，不断提高能力、扩大资源，使社会对你所产生的“共振”力度更大，你的成功就会更快。

要懂得舍弃。做人要直，做事要曲。为什么，因为个体只是社会群体中的一份子，能力和影响力有限，即便你是领导或者是资产的所有者，其实和普通的员工或平民在社会环境中的地位不会有本质的差异。你是打工的，你上面就一定还有其他领导；你是有产者，但有问题的“资产”随时可能被“剥夺”，比如黄光裕。所以做人要直（所谓直，应该包括厚道、平和、宽容、洒脱），这是一种品格的反映，是人性的本源，是为人处世的基础。但做事要曲，这个曲并不是虚伪、媚颜和推卸责任，而是指做事要懂得尊重、懂得回旋、懂得留有余地。我们说，做人低调，做事高调，但这种“高调”应该是张扬而不张狂，执着而不固执。

共振的重要条件之一是要有弹性，从做事的角度说，这个弹性就是“曲”。现在有太多的人过于“直”而不懂得“曲”，为了能较好地置身于这个社会，为了能保持一个较好的发挥趋势，为了提高你生命周期的质量，想想怎么做好事情吧！

（作者就职于国金期货有限责任公司）

感悟——规律的力量

文/张桂英

作为一名期货人，工作中总是充满了紧张的气息，因为这个市场由不得你有丝毫的马虎和侥幸。于是，在神经紧绷过后，我常常喜欢在停盘的日子里回忆往事，或是看看新闻，以此来放松自己，却总在不经意间品析和体味出身边那夹杂在纷扰世事中的点滴真实。



近年来，全球性自然灾害的发生越来越频繁，地震、海啸、洪水、干旱、火山爆发……不胜枚举。发生于3月11日的日本9级特大地震，电视播报画面触目惊心，房屋、道路、桥梁都在瞬间土崩瓦解，让我们这些现代人真真切切体会到了原始人在蛮荒时代无助的心境。

虽然我们已经能让人造卫星遨游太空，也能在实验室里培育出带有优良基因的动植物品种，却仍无法完全抵御大自然带来的每一次浩劫。目前充斥在我们生活当中的各种添加剂、化学原料、转基因食品等等，无一不是由人们无休止的欲望而产生的。

因为我们的短视和急功近利的心理，地球在近几百年的时间里遭到了太多的破坏，资源被过度开采，生物圈平衡被打破，大气遭受污染，各种新型疾病层出不穷，人类在满足贪欲的同时也在不断付出沉重代价。

每个旧问题的解决总会伴随着更多新问题的出现，循环往复，让我们疲于应付。其实，无论人类文

明有多么发达，在宇宙万物面前我们永远都是微不足道的，大自然掌控着一切，只有在顺应自然规律的前提下来发展我们自身，才是人类社会长足发展的必由之路。

全球部分国家近段时间也颇不安宁，中东北非诸国冲突和骚乱不断，给金融危机后处于复苏阶段的全球经济增加了许多变数。表面上看，这只是局部地区由一些偶然的社会事件所引发的政治风波，然而其中却蕴藏着更深层次的原因。

金融危机导致的高通胀、高失业率以及当地的贪污腐败等诸多问题没有得到有效解决，于是矛盾在日积月累中逐渐加深，终于在某一时刻集中爆发，从而引发了局势的动荡，而最大的受害者还是该国百姓。只有和平发展才能换来整个社会的繁荣昌盛，这就需要我们顺应社会发展的规律，不断摒弃阻碍前进的绊脚石，在矛盾扩大化之前将其消融。

大自然有它内在的规律，人类社会有其发展的规律，期货市场也有其运行的规律。我们常说，操作

不可逆势而为，就是说我们要顺应市场，找到并跟随趋势前进的方向，这样才能在尽可能保护好自己的前提下，最大限度地发掘市场中的机会。但许多投资者总是把自己的主观臆测强加给市场，逆势、不止损、频频重仓……跟市场对赌的最终结果唯有失败。

市场也是另一个维度里的自然，人们把自己贪婪、恐惧、自大、执拗等种种人性的弱点在操作中一览无余地表现出来，电脑显示屏上每一次数字跳动的背后，都是多空双方心灵的拼搏和厮杀，在这个没有硝烟的战场中，最后的胜利者只属于那些顺应市场规律的人们。

在宇宙的长河中，人类渺小得连沧海一粟都算不上，然而，对于我们自己来说，每个人都是自己心中的全部世界。我们的心宽广了，眼界就宽广了；我们的心明亮了，世界就明亮了。愿每个人都能够顺应天地万物的规律，拥有我们心中那宽广明亮的世界！

（作者就职于方正期货岳阳营业部）

【编者按】

一位讲师演讲时拿起一杯水，

问听众：这杯水有多重？

有人说 50 克，有人说 100 克。

讲师说：“水的重量并不重要，重要的是你能拿多久？拿一分钟，没问题；一小时，可能手酸。你拿得越久，就觉得越重。如果我们放下这杯水休息一下再拿起，就没这么累了。”

——工作压力就像这杯水。我们应该在下班时放下，第二天重新拿起，这样才不会觉得压力太重。

期货市场是个充满竞争的环境，胜败无常，期货人需要承受比其他行业更大的压力，也更需要及时地疏导自己的心情。通过不同的方式适时调整自己，才能在期货市场立于不败之地。

咖啡品人生

文/焦翡翠



很久很久没有写点儿什么的灵感了。

冬日的暖阳从落地窗倾泻而下，轻轻将手中的咖啡杯放下，码字的手指暖暖的，潮潮的，在键盘上氤氲下一点点的小雾气……幸福的味道。

不知什么时候渐渐爱上了拿铁，那种丝滑仿佛在摩挲一匹极品绸缎，亦或是欣赏了一段油亮油亮音色的小提琴独奏。

黑咖啡是我最早接触的，许是先入为主，曾有段时间情有独钟。那是一种不加任何修饰的味

道，它所带来的是品味咖啡的原始感受，集合了咖啡香甘醇酸苦五味的特点：原始而又粗犷，深邃而又耐人寻味……一如年少的我，玩世不恭又冷漠霸道。自以为是的轻狂，像是被风干的玫瑰花，在“现实”这阵穿堂而过的

风中左右摇摆，毫不留情地被掀起，趋于疯狂的撕扯着，抽打着，直至粉身碎骨灰飞烟灭……

然而，我对黑咖啡总是了解得太少，若即若离的距离让黑色的它倍添神秘。许是对当初的自己也了解的太少，不自知的顽固，不自知的倔强，不自知的痛楚……

卡布奇诺，特浓咖啡的浓郁口味，配以润滑的奶泡；颇有一些汲精敛露的意味。撒上了肉桂粉的起沫牛奶，混以自下而上的意大利咖啡的香气，我曾为此而心动不已。它有一种让人无法抗拒的独特魅力，起初闻起来味道很香，第一口喝下去时，可以感觉到大量奶泡的香甜和酥软，第二口可以真正品尝到咖啡豆原有的苦涩和浓郁，最后当味道停留在口中，你又会觉得多了一份香醇和隽永……

一种咖啡可以喝出多种不同的独特味道，新鲜而神奇。第一口总让人觉得苦涩中带着酸味，大量的泡沫就像年轻人轻挑的生活，而泡沫的破灭和那一点点的苦涩又像是梦想与现实的冲突。最后品尝过生活的悲喜后，生命的香醇回甘却又让人陶醉……

这就好像初出校园的青年一般，在享受过童稚、美好的时光后，便要开始面对踏入成人世界的冲击，真正尝到人生的原味——除了甘甜之外，还有一份苦涩。

一开始接触到卡布奇诺时，我便晓得了自己其实非常主流，但却向往另类的风格，最终无法在边缘的世界里待太久。我的强势是非常



表面化的，像古代中国的统治者一样，只要求最表面意义的顺从，简言之就是被称之为面子的东西。这与从内到外彻底的征服，或朴实却令人震撼的权威不同。

正是这种不同，倒往往使得我在某种意义上拼命维护的尊严幻化成光怪陆离舞台上的小丑。与其被称为强势，不如被称为演员。表演比掌控更重要，只要得到最广泛的认可，做什么或者成为什么，对不成熟的我而言无所谓。纵使我很欣赏价值观另类的强者，如梵高，抑或海子，但永远也不可能成为那样的人。

近段我接触到了拿铁，同时也升华了自己。拿铁是最为国人熟悉的意式咖啡品项，它是在浓厚浓郁的ESPRESSO中，加进等比例，甚至更多牛奶的花式咖啡。

有了牛奶的温润调味，让原本甘苦的咖啡变得柔滑香甜、甘美浓郁。不像黑咖啡那么苦涩，亦没有卡布奇诺的甜腻。入口的一瞬间味蕾立刻被唤醒，此刻尽丝滑……很多人都喜欢喝拿铁咖啡，自然，性格似乎与拿铁咖啡有几分相像。

有人说，拿铁性格代表了一种时尚。不过我认为拿铁性格更像

道教里所说的“讲求内心与外界的融合”，非常符合国人的传统人格。具有拿铁性格的人不像小资那样追求别人的赏识，追求刻意。只是比较随意，是那种将传统和前卫融为一体都市一族。

有先锋的一面，比如说要过自己喜欢的生活，不被他人所左右，同时也不排斥传统。天性的喜悦不在明天和别人那里，星期几就是星期几，自己就是自己。只做自己想做的事，独立地生活，即使那生活并不十分富有，但只要是自己选择的，便尽情地享受，尽管那享受可能只是一杯清茶。

爱上拿铁，其实就是在用自己的思维方式，给生活这杯苦咖啡注入一缕温暖的奶香，让原本不易的、枯燥的生活不经意间焕发出一种香甜芬芳，平添了对生活的热爱，谁又能说这不是一种生活的艺术呢？芳香了自己，亦会感染他人。

2010年悄然远去，在这个24岁的本命年里我学会了真正意义上的独立，精神的独立，性格的独立，处事的独立……成长，本身就是一种难得的幸福。☐

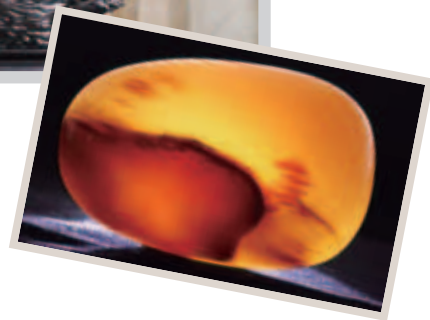
（作者就职于南华期货有限公司）

中华民族几千年文明史，玉文化贯穿始终，是民族文明的标志之一。英国科技史学家李约瑟博士曾说：“对玉器的爱好，可以说是中国文化的特色之一”。玉文化现象是世界上独一无二的，是中国所独有。纵观中国历史，很少有哪种文化可延续几千年而未中断，而玉文化却充溢了中国整个历史时期。中国人尊玉、崇玉、赏玉、玩玉，历经千年而热情不减。

石头记

之 黄龙玉

文/王 乐



玉文化的出现最早要追溯到石器时代，随着生产力的发展，玉、石质工具逐渐被青铜、铁质工具取代，石器逐渐淡出了历史舞台，而玉却以冰肌玉质、晶莹碧透和温润玲珑的美，渗透到社会生活的各个方面。从礼仪玉器到生活装饰、到纯粹的艺术赏玩，玉的审美装饰价值，让人们对其青睐有加，玩赏玉石、珍藏玉器，已成为人们一种高尚的情趣和审美的艺术享受。

我国上古即有“黄为帝王之色”的认识，《汉书》中说：“黄者，中之色，君之服也。”黄色，自古是我国具有

尊贵气质和神秘色彩的颜色，是皇室与宗教专用色彩，代表着一种高贵与气质。寻找黄红为主色调的玉石，可以说是赏玉人的梦想。

近年来，黄龙玉的发现终于为喜欢玉文化的人圆了一个梦。它的出现不仅弥补了以往国产玉种缺乏暖色系列的不足，还拥有丰富多彩、倍受人们青睐的优异玉色。

作为我国本土土生土长的玉石品种，黄龙玉是2004年才在云南被发现的，是我国玉石品种的新生力量。其色调为黄色，兼有羊脂白、青白、红、黑、灰、绿等色。有“黄

如金、红如血、绿如翠、白如冰、乌如墨”之称。其结构为隐晶质、微晶质集合体，有翡翠般坚结及超强的反光度；有田黄、和田玉般的温润细腻，色彩鲜艳、阳正，被珠宝界定性为继和田玉、翡翠之后的一个优质玉种，为中华民族玉文化增添了浓墨重彩的一笔。

黄龙玉从诞生那一刻开始就集万千宠爱于一身，受到了业内人士的赞赏。业内人士预测，未来它将成为国玉。甚至有人



直称黄龙玉为“玉中之帝”。

在接触黄龙玉以前，也曾喜欢过和田玉和翡翠。但是，它们昂贵的价格让人始终觉得它们就只是一种文化符号和财富的象征，离普通人的生活甚远，更没有收藏、赏玩的可能。

自从看到了黄龙玉，就被它的美所打动，并被深深地吸引了。闲暇之余，细细品味它的独特魅力，不觉所有的疲劳都烟消云散。渐渐地，黄龙玉融入了我的生活，成为了我欣赏美、享受美的载体。

黄龙玉丰富的文化内涵让人叹为观止，它的颜色之丰富为以往玉器所不能比拟，能够满足普通大众对美的众多理解和追求。它兼有羊脂白、青白、红、黑、灰、绿等色彩，与和田玉一样，黄龙玉也分为山料、山流水、籽料。

黄龙玉山料，一般称黄龙玉原

生矿石，指露在地表及向地下延伸埋藏的矿床中，未受到氧化作用的矿石或矿体。黄龙玉山流水，指黄龙玉山料滚落河中，被河水搬运的距离不长，虽然外形已经被冲磨平整，但其大形未变，保持着部分山料的特点。山流水石质的温润度、成熟度等都要强于山料，略低于籽料。黄龙玉籽料，指黄龙玉山料被水搬运距离较远，其外形已经被冲磨成卵石状，黄龙玉籽料是黄龙玉中质地最优者。

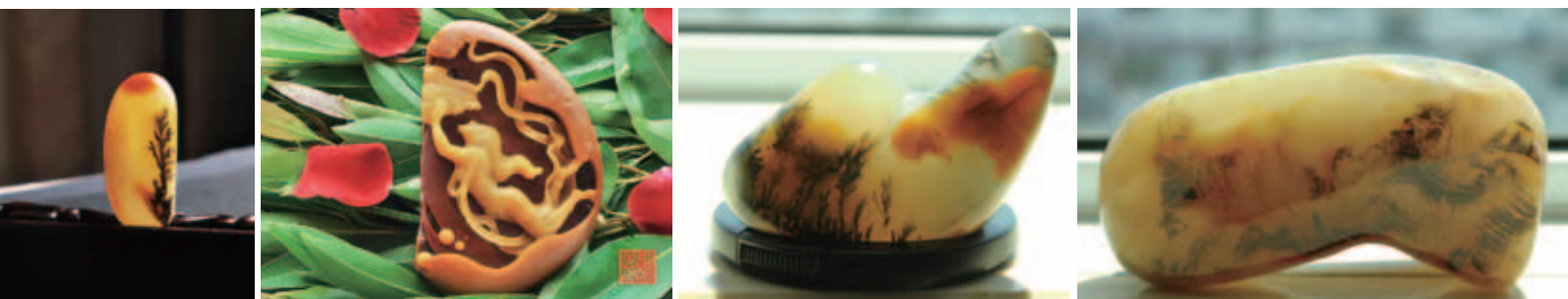
它还有几种特殊品种，如包浆石、镇安石、原封石、金包银、水草花等，这些玉料的美都是用言语无法形容的。黄龙玉的美，美在其独有的气质、美在其丰富的内涵。正是这独特的美，见证了华夏民族的发展、繁荣，也正是这种美俘虏了无数人的心。

中国人对玉的玩赏，其中包含着文化、美学、宗教及人们些许美好的企盼和精神层面的享受。黄龙玉，便是玉文化值得自豪和骄傲的实体展现。它以其独特的文化内涵，将在中国未来的政治、文化、道德、宗教等方面都表现出其特殊的影响作用。

“盛世兴，美玉出”，以黄、红两色为主色调，与国旗、国徽颜色不谋而合的黄龙玉的问世，更有着特殊的象征意义，为中国玉文化的发扬光大开辟了一片新天地。

时至今日，国泰民安，艺术珍品的收藏再度兴起，玉石文化也走向了一个崭新的发展时期，在这传统文化的复兴大潮中，我们对这种温润的美玉，能否敞开胸怀，去感受那一份独有的神韵。■

（作者就职于中国期货业协会）



文
何卓航

《士兵突击》与期货市场



《士兵突击》是一部近年来广受好评的军队题材电视剧，其中几位个性鲜明的人物角色令人印象深刻。从某种意义上说，军旅生活与期货市场有相同之处，比如都需要有一颗坚强的心脏，有不服输的劲头，更需要更多的智慧和勇气。

【角色】：许三多

【身份】：列兵、一级士官

【性格】：朴实善良憨厚，反应迟钝，理解能力差，顽强独立，有责任心。

【语录】：“有意义就是好好活，好好活就是做很多很多有意思的事。”

【点评】：这是一根地道的“草根”，没有别人拥有的“优点”，却拥有别人没有的“缺点”。从开始的“三傻子”到后来的“许木木”，直至最终完全成形的“许三多”，这部电视剧为我们打造了一个普通士兵的成长历程，同时，也打造了一个感动了千万人的平民神话。许三多用他平凡的形象和经历为我们讲述了一个关于执着和信念的生存定理。

（许三多就像期货中一直亏损的散户，那股执着就像在期货市场而不懂止损。剧中他得到了很多人的帮扶，然而在期货赤裸裸的金钱交易面前，每个人都只是他自己。但他说的那句话在期货市场很实用：“有意义就是好好活，好好活就是做很多很多有意思的事。”）

【角色】：成才

【身份】：列兵、一级士官

【性格】：顽强果敢，精明灵气，有抱负理想，敢作敢为，好强自私。

【语录】：“如果有三个名额，我就是那三分之一，如果只有一个名额，我就是那一个。”

【点评】：他是《士兵突击》里重力打造的二号男主角，他是一个成长历程和许三多相似但人生观和价值观却又截然相反的人物，他是全剧里深受《兵》迷喜爱却又是争议最多的角色。他就是成才。许三多最好的朋友，下榕树最有前途的青年，钢七连最恨的“逃兵”，老A里二出一进的特殊成员。如果在军营之外，成才的斗志足以让他成为一代骄子。

（成才具有优秀操盘手的特质！明白自己这样做（交易）的目的，懂得顺势而为！在抛弃与放弃中取得！）

【角色】：袁朗

【身份】：中校、A大队队长

【性格】：顽强，严谨，执着，重义，沉稳有激情，冷酷不乏幽默。

【语录】：“谁在以老来自居，我咚咚咚，捶死他。”“我才三十我还没玩够呢我！”“可你根本不知道什么是珍惜，你真的懂得么？你懂得珍惜么？不抛弃不放弃你倒是记住了，你也是这样告诉许三多的，那些做到这六个人的人，抛弃了什么，放弃了什么？想吧！现在。”

【点评】：袁朗是个“爷们儿”，纯的！他在剧中的受欢迎度极高，丝毫不逊色于成才，甚至许三多。用时下的话说，他够“牛逼”。

他没有高城的背景（虽然高城并没靠背景起家），年龄和高城差不多却已经混到中校；他所属并掌握着全军最牛的特种部队，用许三多的话说就是“那是步兵的巅峰”；他有过硬的军事技能，轻易就完成了拓永刚认为“不可能完成的任务”；他有极强的心理素质，身经百战，临危不惧，面

临任何压力都从容镇静，被子弹打穿手臂也当是小菜一碟。另外袁朗做事有一个“特点”，有人认为那是他的“优点”，但也极有可能转化为他的“缺点”，那就是力求带有“个人主义倾向的完美”。成绩最优秀的成才被他卡掉了，辛苦挖过来的拓永刚因为一次选择被他拒于门外，而这样的性格往往容易和“不抛弃也不放弃”的真谛背道而驰。

（袁朗应该是期货交易中的大师级人物，有点像巴菲特、索罗斯之类，有着外人难以理解的癫狂，但他的“优点”，也极有可能转化为他的“缺点”）


【角色】：吴哲

【身份】：少校、A大队队员

【性格】：冷静乐观，热情和顺，善良慷慨，有理想、执着。

【语录】：“平常心，平常心。”“我一个少校买几包饼干心跳一百八，我容易吗？”

【点评】：用许三多的话说“军事外语双学士，光电学硕士，一代骄子”；用袁朗的话说“坚持自己的原则，充满希望和乐观，重要的是，他能跟许三多这样的兵交朋友”。吴哲是一个极富魅力的形象。他冷静，在任何时候都保持淡定的心态和沉稳的心境；他乐观，哪怕是在最艰难的训练中他都时常保持微笑；他不卑，任何境况都能保持尊严；他不亢，能够跟许三多这样的人交朋友而不显示其“很容易产生的优越感”；他有学历而求进取，他说“少校到中校只有一步之遥”；他有家境而慷慨，他给许三多的捐款虽没说具体数目但绝对不会低于七八万……总之，如果从人性方面来说，吴哲几乎是一个“完人”，而“完人”和“圣人”同样只有一步之遥。吴哲用他的平常心向我们展现了一种圣人的立世标准：海纳百川，有容乃大；壁立千仞，无欲则刚！

（吴哲几乎是一个“完人”，而“完人”和“圣人”同样只有一步之遥。这是我们所有期货人一生追求的目标！

（作者就职于精诚投资）

包括商品期货和金融期货在内的期货市场，是高利润、高风险、高效率的投资交易场所，无论是期货投资交易者，还是在期货公司工作的员工，都需要承受各种压力。面对全球瞬息万变的宏观政治、经济、军事、金融等诸多方面的影响因素，面对时刻剧烈振荡、走势变化莫测的期货价格，期货人需要按照先前制定的交易计划，做出合理的交易策略，严格资金管理、严密风险控制，才能在巨大的市场风险和交易风险中力争盈利。

而要做到上述理想状态，期货人就要树立良好的交易心态，不但需要承受浮动亏损，而且还要忍受浮动盈利，心理压力极为沉重。因此在交易时段，期货人如何减缓心理压力，维持平和心态，已成为期货人提高交易效率、提升工作效率的重要课题。

总有一款适合你 ——解压方式大荟萃

文/施海



旅游

旅游，包括节假日出境旅游、国内长途旅游及双休日市内短途旅游等多种旅游方式，在休假时间和资金两方面条件均得以满足的前提下，通过游山玩水，观光购物，了解和掌握旅游胜地长期积淀的风土人情世故、历史文化，会使人陶冶情操，修身养性，以利于重返期货交易工作岗位后，提高工作效率和交易效率。但毕竟，旅游不但需要

支付较高的资金成本，而且还需要花费较长的时间成本，尤其是需要安排和花费全年中仅有的几次长假休假时间，因此，旅游的资金成本和时间成本相对较高。



购物

除了每个交易日的日常工作外，期货人的生活应该是丰富多彩的。期货人在承受繁重的心理压力之际，可以在节假日和8小时之外，和家人一起，选择去商店、超市等地购物，

包括参加商店打折促销的血拼活动，从购物中享受生活的快乐，进而去释放平时工作中积累的压力，当然购物必须是补充、更换、改善生活所用的必需品，否则会使购物资金成本大幅提高，甚至浪费资金。



读书

“书是人类进步的阶梯”。读书不失为具有多种功能的提升人的素质的方法，阅读不但可以使人增长各种知识，而且可以使人挖掘内心世

界,提高人的文化水平和修养素质。

一张图书阅览证,便可让自己在闲暇之余选择一些适合自己阅读的图书,细细地阅读品味,从而显著提升期货人的交易心态和抗风险能力。例如,笔者比较喜欢阅读古代历史书籍,了解和掌握历史朝代的盛衰成败、交替轮换,了解历史上新旧朝代之间的军事战争及其成败结果和原因,对自己的研发工作,尤其对判断期货市场大势运行方向,都有比较理想的效果。



散步

晚饭后,与家人一起外出散步,谈谈工作以外有趣的事情,可以适当分散自己对工作的过度关注。在人流熙熙攘攘的热闹马路上,旁观街上行人的匆匆步履,体味都市的繁华夜景,看看五光十色的灿烂灯光,让一天的紧张随风散去。或是去人流稀疏的绿地或公园,脚踏芬芳的泥土,沐浴皎洁的月光,迎着闪亮的星斗,嗅着浓郁的植物香味,倾听溪水的流动,将自己所处的环境由城市转变为乡村,也将自己的情绪由紧张转变为休闲。



锻炼

经过一天紧张的工作后,神经和精神均处于高度紧张状态,迫切

需要放松。而与此相反,连续坐了8个小时,期货人的身体则处于疲惫和松弛状态,迫切需要紧张。因此,锻炼身体不失为8小时之外最好的选择之一。需要注意的是,锻炼方式应与自己的身体条件相符合,锻炼程度应与个体状态相适宜,力度适当的、持之以恒的体育锻炼,会使人以更加健康的身体、更加强劲的体魄、更加饱满的精神、更加高昂的斗志,投入到明天紧张的工作中去。



聊天

下班后在家中多多参与家务劳动,与家人充分交流和沟通,不但可以显著增进家人间的感情,也可以享受家庭的温暖,又可以缓解白天紧张工作的沉重压力。同时也可以借助现代极为便利的网络渠道,与朋友充分聊天和沟通,通过畅谈感兴趣的广泛的话题,与朋友之间相互帮助,取长补短,也显著缓解白天工作积累的压力。



遐想

经过了一天与市场的紧张博弈,身心均深深地陷于期货工作的氛围之中。而在8小时之外,为充分减轻自己的工作压力,适当远离期货市场的紧张氛围,期货人还可以选择自己单独静静地遐想,任凭自己思绪的翅膀在无

边无际的天空自由飞翔。生活是丰富多彩的,心中沉淀下的美好的记忆,可以使人减轻压力,对生活依然充满希望,充满期待,激发起人对明天美好生活的向往。人生也需要梦想,否则会一直生活在平淡和平凡之中,生活也将始终陷于平庸。因此,梦想也会激发期货人对美好明天的憧憬和向往,培养起自己努力奋斗、百折不挠的精神,才能勇往直前。



上网

作为一项现代化的高科技产品,网络确实极大地改变了人类的生活,因为网络不但使我们的生活节奏更加快捷,而且使我们的生活更加充实、丰富。工作之余浏览网页天量的信息和各种知识,以更快的速度、更宽的视野把握当前国际国内政治、经济、军事、金融等等领域的最新动态,不但会提升自己的智慧,或许还将对自己的交易、投资、研究产生意料之外的惊喜。

综上所述,不论是投资期货,还是投身期货行业,都需要人付出较多精力、智力、体力。因此在工作之余,期货人应该去做自己喜欢做的事情,才能放松、休闲、享受生活,才有利于更加高效地投入到明天的工作中去。■

(作者就职于通联期货)

保税交割助推期货市场 国际话语权提升

文/丁文辉

2011年3月16日，随着第一批铜期货保税标准仓单在上海期货交易所电子仓单系统中生成，保税交割业务正式进入了实际运作阶段。

虽然第一周的仓单生成数量有限，大多数市场参与者尚在研究相关规则，但根据上期所3月18日下午收盘后发布的库存周报，目前指定保税交割仓库的铜库存已有3万余吨。业内人士估算，这一数字约占目前保税区铜库存的17%左右。可以说，国内期货市场已经正式迎来了“净价交割”的全新时代。

保税交割是期货市场对外开放的重要切入点

在经济全球化的大背景下，中国金融行业逐步实行对外开放已刻不容缓。作为资本市场的一个重要组成部分，中国商品期货市场也不例外。审慎稳妥地推进期货市场的对外开放是我国期货市场的一个重要课题，也是上海国际金融中心建设不可或缺的重要一环，更是提升国内期货市场话语权的一条必由之路。

如何在现行政策环境下有所破、有所立，找到一个最具操作性的切入点，率先迈出国内期货市场走向开放的第一步，是此次进行期货保税交割业务试点的基本出发点。

目前，上海期货交易所已成为世界三大铜期货市场之一，在全球铜市场上占有举足轻重的地位；在铝期货和锌期货市场上也有很大的影响力。随着上海期货交易所铜铝锌等有色金属期货品种上的影响力不断变大，建立有色金属期货市场保税交割机制已成为一个迫切需求。

伦敦金属交易所现已准备在中国台湾地区设立保税交割仓库，并一直没有放弃在中国大陆设立交割仓库的努力，此举势必进一步加强其在亚太市场上的影响力。在此情况下，如果我们不主动出击，积极创新，开展保税交割体制，将会失去做大做强有色金属期货市场，争夺国际市场有色金属商品价格定价权的良机。

有色金属保税交割的基本思路为：人民币报价、统一交易、混合交割（完税+保税），旨在建立一个辐射亚太区内的区域性的有色金属期货市场。

保税交割对促进市场发展具有重要意义

随着近年来国民经济的不断发展,我国已成为原油、铜、天然橡胶等大宗商品的消费大国。

建立一个成熟和开放的期货市场,将有利于我们吸引境外资源流入国内,充分发挥市场在资源配置中的基础性作用;有利于国家资源战略的实施,满足宏观经济发展和国民生活水平不断提高的要求;有利于促进我国期货市场进一步实现功能发挥,并在原油、铜等大宗商品的国际定价中获得更大的影响力。

上海目前已成为国际上主要的金融要素市场聚集地,并已形成了自己的独特优势,其市场成熟度和开放度都可以成为国内期货市场进行对外开放试点的有力依托;同时,洋山深水港的建成并投入使用,也使得上海具备了全球物流和仓储中心的能力,这对于推进保税交割模式的开展有着十分重要的意义;而上海期货交易所通过多年的经营,也已经取得了相当的发展,成为世界三大铜交易市场之一,在国际上有重要的影响力。

上海建立国际金融中心的目标为上海期货市场定价中心的打造提供了难得的历史机遇。而上海期货市场的发展,反过来也将提升上海在国际金融市场上的战略地位。因此,率先在上海探索实施保税交割模式,无论对于上海和国内的期货市场发展,还是对于上海谋求国际金融中心地位的愿景,都有着巨大的价值。

具有国际性定价地位的商品交易市场一般具有两个特征:即全球范围内的自由竞价和资源配置。实物交割是期货

交易的一个重要业务环节,是确保交易价格反映市场供求的关键。纵观国际上类似伦敦金属交易所等具有国际性定价地位的交易所,其在交割环节大多实行保税交割制度,成为市场价格真实性和权威性的重要保证。

从长远看,国内期货市场要对外开放,保税交割是一个不能回避的关键点。

相对其他各种开放模式,保税交割模式是在现有政策环境和交易制度下相对政策障碍最小,最具操作性的一种方案。且保税交割能在现有市场模式下最大程度地反映境内外市场的供求关系,增强对境外市场和地区的辐射力,从而逐步提高国内期货市场的国际地位,为正在研究中的原油期货做好准备工作,也为以后全方位的市场开放做好基础工作。

有力政策支持促进保税交割试点推出

经过几年来的努力,期货保税交割被列为上海“国际金融中心和国际航运中心”建设的重要工作之一。

2009年4月29日,《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业,建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(国发【2009】19号)中明确指出:加大期货市场发展力度,做深做精现有期货品种,有序推出新的能源和金属类大宗产品期货,支持境内期货交易所在海关特殊监管区内探索开展期货保税交割业务。

2009年12月18日,《贯彻落实国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业,建设国际金融中心和国际航运中心意见工作分工方案》(国办函

有色金属保税交割的基本思路是:人民币报价、统一交易、混合交割(完税+保税),旨在建立一个辐射亚太区内的区域性有色金属期货市场。

【2009】126号)中对期货保税交割进行了任务分解:支持境内期货交易所在海关特殊监管区内探索开展期货保税交割业务,由海关总署牵头,证监会、外汇局、财政部等部委参加。

2010年10月21日,《海关总署关于在海关特殊监管区域开展期货保税交割业务试点的批复》(署加函【2010】460号)中,同意在洋山保税港区对进口保税储存的铜和铝两个品种通过上海期货交易所开展期货保税交割业务试点;同意“期货保税交割”方式销售的进口货物以“保税交割结算价”作为成交价格向海关申报。

2010年12月6日,财政部、国家税务总局联合下发《关于上海期货交易所开展期货保税交割业务有关增值税问题的通知》(财税【2010】108号),通知明确:上海期货交易所的会员和客户通过上海期货交易所交易的期货保税交割标的物,仍按保税货物暂免征收增值税。

12月13日,中国证监会证监函【2010】448号正式批复上海期货交易所可以开展期货保税交割试点。

2010年12月24日,上海期货交易所宣布正式启动期货保税交割业务试点,试点品种为铜、铝,试点区域为上海洋山保税港区,制作期货保税标准仓单的货物须为上期所注册品牌。其后,上期所在上海市综合保税区管理委员会、上海海关、洋山海关、上海外管和上海市税务局等政府职能部门的大力协助下,对流程对接、系统改造、费用确认、代理平台、配套措施等各方面都做了具体规定,并于2011年3月16日起正式接受并办理期货保税标准仓单相关业务申请。

保税交割对于市场各方影响深远

对于贸易商和专业投资机构而言,

小贴士 Tips

1. 期货保税交割是指以海关特殊监管区域或保税监管场所内处于保税监管状态的、期货合约所载商品作为交割标的物进行期货交割的过程。引入期货保税交割后,在交易和结算流程方面均没有改变,只是在交割中新增保税标准仓单,并进行保税交割。

2. 保税交割仓库是指经交易所指定的、具有保税功能、履行期货保税交割的地点。

3. 保税标准仓单是指由保税交割仓库按照交易所规定的程序签发的在交易所标准仓单管理系统中生成的用于提取保税商品的凭证。

4. 保税标准仓单的交割结算

(一) 买方到期交割取得保税标准仓单,以当月该合约的保税交割结算价进行货款结算。当月到期合约的保税交割结算价为含税交割结算价扣除

保税交割业务的推出,将使上海与伦敦两地的套利交易更加便利,特别是对反套交易(指当国内价格偏低时,买入国内卖出国外的一种套利交易方式)提供了现实的物流支持,这将直接提高以套利为目的的交易及交易量。

但与此同时,两地市场间的价差也会因套利交易的增加而逐渐变小。因为更多的资金进入跨市套利市场,这会促使两地的价格走势更加趋同,未来上海伦敦两地的价格彼此影响更加直接,这将直接提升上海作为商品定价中心对全球价格的影响能力。


对于生产和加工企业而言,保税交割则会吸引更多的包括来料加工等企业进行套期保值,不仅方便企业规避风险,而且拓展了期货市场服务国民经济的广度和深度。保

税交割业务的开闸,在降低企业贸易成本和风险的同时,增加了物流转口贸易的机会,对推动中国期货市场的国际化、促进金融和航运两个中心建设有着重要意义。

对于期货市场国际化而言,保税交割的推出,也必然会吸引国外期货投资者和相关生产企业参与上海期货市场。对于在华设立外商独资企业的外国公司来说,他们可以参与上期所交易,同时有能力调剂国际资源从事境内境外间的物流及贸易。而对于没有在华注册的外国公司而言,保税交割也会成为推动其来华注册企业的催化剂,从而为以后期货市场的全面对外开放奠定基础。

另一方面,保税区的库存也将因为保税交割业务的开展而变得更加明朗。当中国成为全球最大的精

炼铜消费国后,全球最大隐性库存地也转移到了中国。保税区库存作为中国隐性库存的一部分一直以来都备受业界瞩目。上期所保税交割业务的推出将使得保税区库存进一步透明化,对了解中国市场的隐性库存具有极大的帮助。而随着上期所指定保税交割仓库物流集聚功能的逐渐体现,这一透明化进程也将随着时间推移而愈加明显。

虽然期货保税交割业务目前还处于试点阶段,但可以预见的是,该项业务必然会对国内乃至国际商品期货市场的发展产生深远的影响。随着业务的逐渐发展,更多的商品期货品种和海关特殊监管区域将会被包括进来,国内外市场的联动将不断增强,从而最终实现国内期货市场在全球商品市场的影响力与价格话语权的提升。

相关税费,含税交割结算价为各品种最后交易日后按照现有规则产生的含税的交割结算价。保税标准仓单的交割货款根据交割数量和保税交割结算价计算。

保税交割结算价 = $[(\text{含税交割结算价} - \text{相关费用}) / (1 + \text{进口增值税税率}) - \text{消费税}] / (1 + \text{进口关税税率})$

保税升贴水 = $[\text{升贴水} / (1 + \text{进口增值税税率})] / (1 + \text{进口关税税率})$

保税交割货款 = $(\text{保税交割结算价} + \text{保税升贴水}) \times \text{保税交割数量}$

(二) 期转现保税交割结算价的计算

期转现保税交割结算价 = $[(\text{期转现申请日前一交易日交割月份合约的结算价} - \text{相关费用}) / (1 + \text{进口增值税税率}) - \text{消费税}] / (1 + \text{进口关税税率})$

保税升贴水 = $[\text{升贴水} / (1 + \text{进口增值税税率})] / (1 + \text{进口关税税率})$

期转现保税交割货款 = $(\text{期转现保税交割结算价} + \text{保税升贴水}) \times \text{保税交割数量}$

随着期货投资咨询业务的破冰，业界对于期货公司业务的进一步创新充满了期待。其中，资产管理业务就是其中最重要的一项。在海外成熟期货市场，资产管理业务已经发展的较为成熟。学习和借鉴海外成熟经验，稳步推进我国期货公司资产管理业务的开展，对于进一步促进我国期货公司和期货市场的健康持续发展具有重要的现实意义。

深入研究 探索期货资产管理业务发展

积极学习总结国外先进经验

在国际期货市场，尤其是欧美发达国家，期货资产管理业务已经相当成熟，既有定向理财性质的个人管理账户，又有集合理财性质的期货投资基金。在日本和中国台湾地区，期货投资基金也已经从无到有、逐渐建立和放开，并获得了一定发展。

第一，欧美期货资产管理业务的发展情况。美国和英国的期货基金在运作模式、产品设计、风险控制方面有大致相同模式，而在监管体系方面存在较大差异，我们也主要从这四个方面分析。

一是运作模式。对于运作模式我们可以从参与主体和组织结构两个方面来看。从参与者来看，通常包括基金经理（CPO）、交易经理（TM）、商品交易顾

问（CTA）、期货佣金商（FCM）、托管者（Custodian）、基金投资者等，其中CPO是基金的主要管理人，CTA对期货投资基金进行具体的交易操作；从组织来看，欧美期货投资基金分为公募期货基金、私募期货基金和个人管理期货账户三种类型。

二是产品设计。期货基金产品设计在期货基金发展中处于核心地位，一般来说包括投资目标、投资风格、投资策略、投资组合设计、业绩评估等方面。

三是风险管理。一般而言，风险控制计划通常和投资计划合并在一起。不同的投资计划都会有相应的投资风险，投资风险控制计划大致包括两方面内容：一是对投资现金的管理；二是风险的管理，即对不同规模的投资账户匹配相应的投资风险。

四是监管设置。英美在监管模式上有较大的差异：美国是基于法律约束下的基金自律监管模式，英国是基于基金行业自律监管的模式。

美国法律中涉及期货投资基金监管的有很多，包括《1934年证券交易法》、《商品交易法》、《1999年金融服务现代化法》等。其监管机构主要有证券交易委员会（SEC）和商品期货交易委员会（CFTC）以及行业自律组织美国期货业协会（NFA）和全球券商协会（NASD）。

英国实行基于基金行业自律监管的模式，由金融服务监管局（FSA）统一监管，其运行框架是“以风险为基础”的运行框架。不是“以规则为基础”的监管。监管侧重点是可能对消费者和市场形成最大风险的机构和业务。

第二，日本期货资产管理业务发展情况。基于期货投资基金在1987年美国股市大跌时的优异表现，日本期货基金从这一年开始逐步发展。目前，从组织形式来看，日本期货基金主要有有限合伙制、匿名合作制和信托型。在产品设计方案，可以分为保本型、部分保本型和积极运用型。

在监管设置方面，日本期货法规因标的不同而有不同的法律依据，主管机构因期货商品的性质不同而分属不同的主管机构监管，商品期货的主管机关是经济产业省和农林水产省；金融期货的主管机关是金融厅。1991年4月，日本国会通过了《有关期货投资事业监管的法律》

（俗称《期货投资基金法》），并于1992年4月实施，为日本期货投资基金的规范化发展打下了基础。

第三，台湾地区期货资产管理业务发展情况。随着期货市场的发展，台湾期货市场监管当局分阶段逐步开放专业的期货服务事业，包括推出期货顾问事业、期货经理事业以及期货信托事业。期货公司的资产管理业务中的个人理财部分被称之为期货经理事业，集合理财部分被称之为期货信托事业。

期货经理事业主要针对个人投资者账户进行管理，操作方面具有较强灵活性，并且需要有专门的保管机构（银行）进行结算。期货信托事业主要通过期货信托基金的形式管理客户资产，在风险控制方面较为严格。

借鉴国际经验总结重要启示

学习总结欧美、日本以及台湾期货业资产管理业务发展，我们可以得出以下几点重要启示：

一是资产管理业务的发展是一个渐进过程，需要有步骤、有计划地逐步开展

对于期货公司资产管理业务，各国、各地区政府都采取了审慎的态度，根据对市场影响大小，采取逐步放开的措施。

比如，台湾地区在期货基金发行之时，期货交易顾问事业和经理事业已经开展了较长时间，得到了市场的认可。在日本，最初期货基

金的最低募集单位比较大，多为1亿日元以上。到1998年6月，日本才完全取消了对基金最低销售单位的限制。因此，我国期货公司开展资产管理业务也应该循序渐进、逐步展开，可以结合分类监管规定，选择实力较强的公司进行先试点，然后再推广。

二是资产管理业务的开展是一个多层次体系

不同形式的理财产品对市场有不同的影响。定向理财产品针对单一客户的投资理财活动，接受单一客户委托，与客户签订合同，根据合同约定的方式、条件、要求及限制，通过客户的账户管理客户委托资产。它的影响范围比较小，给市场带来的风险也较小。

而集合理财产品是面向社会公开募集的，影响范围要大得多。正是资产管理业务的这种多层次性，无论是日本还是台湾，在期货公司资产管理业务开发之初，都采用了先定向理财后集合理财的策略，然后再逐步放开。

三是资产管理业务必须与期货经纪业务相互隔离

资产管理业务具有一定的风险，必须与期货经纪等其他业务严格隔离，才能避免风险传递。在这一点上，可以积极借鉴国外期货业以及国内证券业的经验，采取人员隔离、业务隔离、账户隔离等一系列内部控制措施，杜绝风险向其他业务传染。

例如，在客户的委托资产上，

期货公司必须在财务上将委托资产和自有资产以及不同委托人的资产区别开来,以保证客户资产与其自有资产、不同客户的资产相互独立,并对不同客户的资产分别设置账户,独立核算,分账管理。

关于发展我国期货资产管理业务的思考

在深入研究和总结国外期货资产管理业务发展的基础上,我们对于发展我国的期货资产管理业务有以下几点思考。

第一,关于运作模式的思考

一是借鉴国际期货业资产管理业务的运作经验,未来期货公司的资产管理业务主要可以通过定向资产管理与集合资产管理展开。

其中,定向资产管理又可具体细分为单一客户的定向资产管理业务,即“一对一”定向理财,以及多个客户的定向资产管理业务,即“一对多”定向理财。根据当前中国期货市场发展情况,应从“一对一”定向资产管理业务入手,以此作为一个突破口和试点,待条件成熟之后,再逐步推出“一对多”定向资产管理以及集合资产管理业务。

二是在组织架构方面,目前比较有操作性的方法是设立内部资产管理部门。组织架构的设计有两种思路:一是在公司内部设立资产管理部门,二是设立单独的资产管理公司。

从长远来看,国内期货公司必将走向集团化,因而设立具有独立法人资格的资产管理公司是必然趋势。这种组织结构为期货公司实现自营账户与客户受托资产账户的严格分离提供了制度保障。

但从可操作性上来看,现阶段在期货公司内部设立专门的资产管理部门更易实现。实际上,只要能够有效隔断资产管理业务与期货公司经纪业务以及自营业务之间的风险传染,第一种思路也是富有成效的。因此,建议在推出资产管理业务的初始阶段,可在公司内部成立专门的资产管理部门来负责此项业务的运行,待该业务的发展达到一定程度,条件成熟之后,可再过渡至具有独立法人资格的期货资产管理公司。

第二,关于产品设计的思考

在资产管理业务开放初期,将会是“一对一”定向理财,对产品的设计也应从这类产品入手分析:

一是产品的设计定位必须突出多样化、个性化和科学化的特点,满足不同风险偏好的投资者需要。

二是在产品分类方面,根据交易策略的不同,期货公司资产管理类产品可以分为套利类产品、套期保值类产品和投机类产品三种类型。

三是对于产品设计的投资计划应包含投资理念、投资范围、投资策略、投资决策流程、业绩衡量等内容。

四是加强与其他金融机构在产品设计与开发方面的合作,深化与银行合作,发挥其在网点渠道方面的巨大优势;加强与券商、基金合作,借鉴其在资产管理方面的成熟经验;加强与信托公司合作,尝试推出“期货投资信托计划”,提高资产管理业务的深度和广度。

第三,关于风险控制的思考

风险管理是现代金融的一项核心内容,也是现代金融机构常规工作中的一项重要构成。构建完善的资产管理业务风险控制体系对稳步推进期货公司资产



管理业务的开展具有重要的现实意义。总的来讲,资产管理业务中面临的主要风险可以归为操作风险与市场风险两大类。

操作风险主要来自于对客户信息了解不充分引发的风险,资产管理业务与其他业务利益冲突引发的风险以及资产管理业务中的收益承诺引发的风险等三个方面,其识别与管理主要体现在以下五个方面:

一是建立完善的客户信用风险识别和评价体系,通过制定科学合理的调查方法和清晰有效的操作流程,充分了解客户的财产与收入状况、期货投资经验、风险认知、承受能力以及投资偏好等信息和资料,然后对客户的信用状况和风险承受能力进行分析与评估。

二是保证委托资产的独立性,客户资产与其自有资产、不同客户的资产相互独立,对不同客户的资产分别设置账户、独立核算、分账管理。

三是合理控制资产管理业务资产的规模,协调自有资产和委托资产之间的平衡设置。

四是实行定期的信息披露,“一对一”专户理财业务由于是接受单一客户的委托,所以信息披露也应该是针对单一客户的定期报告。

五是限定资产管理业务中管理者的投资行为,如设立交易保证金占资产管理委托账户资产净值比例的警戒线、限制单个期货品种的持仓量、设置资金用于套保的比例等。

市场风险即期货价格风险,是指期货价格朝着不利于投资者所持有头寸的方向变动,从而导致资产价值损失的风险。识别和管理市场风险是期货资产管理业务风险控制的关键所在,具体来讲需做好以下三个方面:

一是实行有效的投资组合,分散投资风险,分散化是期货投资风险管理最为基本的风险管理手段。

二是运用 VaR 技术进行风险管理控制。目前,在金融领域运用最广泛的综合性风险衡

量指标体系是基于 VaR (Value at Risk) 理念的指标体系,我们可以借鉴和运用 VaR 技术来控制资产管理业务的市场风险。

三是建立一套完善的期货公司资产管理业务的风险控制体系,总体框架从结构上应包括风险评估体系、风险管理体系和风险管理组织架构三个组成部分。


第四,关于资产管理业务监管的思考

为了保证资产管理业务顺利开展和运行,需要建立一套完整的监管体系,而这个体系应当是多层次、多角度、多方面的。根据我国现行监管体系,可以建立起一套由中国证监会及其派出机构、中国保证金监控中心、中国期货业协会、期货交易所组成的多级监管体系。

一是中国证监会在整个监管体系中处于核心位置,统一监督管理资产管理业务,保障资产管理业务的合法开展和运行,其主要工作包括两个方面:一是制定相关的管理办法,做到有法可依;二是对期货公司资产管理业务设立的监管,建议试点公司先从 A 类公司中筛选。证监会的派出机构主要依据证监会的授权,对辖区内期货公司的专户理财业务实施监管。

二是保证金监控中心和资产托管机构加强协作,强化监控手段,加强对期货公司资产管理账户的保证金及托管资产的监管。

三是期货业协会作为期货业的自律组织,对于期货公司资产管理业务起到一个自律监管的作用,其中具体负责对期货公司资产管理业务从业人员进行培训、资格认证与审查。

四是期货交易所具体可对期货公司资产管理业务的信息披露与日常交易异常行为进行严格监督。

(本文为中期协联合研究计划(第五期)资助课题研究成果摘要,仅代表课题组观点)

【观察家】



刘奥南，参军入伍曾任昆明陆军学院教员、成都军区空军政治部干事。转业后先后在四川省工业品产销服务中心、华新国际、新希望集团等国企、中外合资、民营企业供职，现任华泰长城期货有限公司综合部总监、中国金融期货交易所股指期货研究会成员，注册国际商务策划师。先后发表各类作品 50 余万字。近年来在证券、期货报刊发表作品 120 余篇，主持编译梅拉梅德《向传统呐喊》、范·萨普《超级交易员》并已由机械工业出版社出版。

日本地震、海啸、核泄漏“三合一”灾难，被首相菅直人称为“自第二次世界大战以来日本面临的最大危机”。世界银行评估此次灾难给日本造成 1220—2350 亿美元的损失，相当于日本年度 GDP 的 2.5% 至 4%，重建预算约 2350 亿美元。

“东日本大地震” 震动全球金融市场

文/刘奥南

日本是当今世界第三大经济体，其 2010 年名义 GDP 约占全球比重 8.8%。据摩根士丹利 3 月研报，日本经济今年将萎缩 3%，拖累全球 GDP 增长约 0.5%。日前正式命名的“东日本大地震”，通过产业、资源、资金三大链条，对全球金融市场产生巨大的冲击。

产业链：全球供需陡然断裂

过去 20 年的全球化浪潮基本完善了全球产业分工格局。一款产品往往由多国多家企业共同完成，这导致了精确细致的劳动分工和准时制管理体系。

日本企业在全球制造业领域占据龙头和关键性地位，尤其在汽车、高科技精密机械、电子元器件、光学、家用电器、精细化工等行业。遭受重灾的日本东北部地区集中了汽车、核电、石化、半导体等众多重要产业工厂，其经济规模占到日本国内生产总值 (GDP) 的 8% 左右。但 3 月 14 日福岛第一核电站 3 号机组发生氢气爆炸，导致日本的核电站全部关闭，全国电力损失约达 1/3。

断电使灾难迅速波及未遭灾地区的生产运营。如索尼虽然只有一家分厂被海啸淹没，但其六家分厂全部停产。而众多从日本进口制成品或依靠

于日本零部件供给的外国制造企业，由于交通障碍或元器件断供可能会导致其系列大众产品的短缺。

以汽车工业为例。日本是全球重要的汽车生产大国，2010年7大汽车公司全球总销量超过2000万辆，其中世界第一大汽车生产商丰田即占841.8万辆。全日本去年汽车出口达484万辆。3月14日起丰田、本田、日产三大汽车巨头共有22家工厂关闭。日野、三菱、尼桑、大发等8家汽车制造商全面停产，主要原因是零部件供应震后受阻。

地震和海啸不仅影响日本本土工厂的生产，也严重影响到其海外工厂，至少有10%的日本海外工厂正面临关键零部件供应短缺难题。断供还对海外其他国家的整车组装产生冲击。如占据印度车市超半壁江山的马鲁蒂铃木，因严重依赖日本零部件供应而首当其冲。

再如芯片行业。日本高科技企业是全球最重要的控制与存储芯片、液晶面板配套组件等生产基地，其产值高达3000亿美元，占全球市场份额五分之一。苹果iPad这样的畅销电子产品也极度依赖日本厂商的NAND闪存。灾害导致日本多数高科技企业停产，令全球电子类产品供应陡然吃紧，数码相机和部分家用电器已悄然涨价。德州仪器等世界级芯片制造商也倍受影响。

日本化学工业主要集中于沿海地区，占日本炼油能力三分之一的川崎、鹿岛、仙台等多处炼油厂已经关闭。2010年中国从日本进口丙烯34.83万吨，仅次于韩国和台湾。

本身目前正值亚洲丙烯装置常规检修季节，韩国现货丙烯持续吃紧。短期内进口价格将继续推高。现中国主港到岸价为1530-1560美元/吨，市场预期将越过1600美元/吨。

全球物价正面临“东日本大地震”触发的新一轮上升压力。断电和核污染令恢复生产平添变数，导致其对全球通胀的影响长期持续。

中日贸易联系密切。2010年对日出口占中国出口总量8%，从日本的进口占比中国进口总额的13%，来自日本的海外直接投资占中国FDI总量的5%。中国制造业需要从日本进口大量的零部件和机器设备，如果来自日本的供应渠道受到冲击，将直接影响到中国相关制造业的生产、消费和出口。

受影响最大的是进口日本设备和机电、光学等零配件企业，去年进口达1179.1亿美元，同比增长37.6%，占比66.7%。其替代进口来源要么极少，要么已经形成无从替代的“日本核心元件——中国组装加工——全球市场销售”产业链条，使我国输入性通胀压力增大，通胀形势更趋复杂。

资源链：加剧通胀火上浇油

2011年以来，输入性通胀不断对新兴经济体形成“空袭”，俨然成为其经济增长的“拦路虎”。“东日本大地震”突发性造成多数大宗商品价格先大幅下挫又强劲反弹的V形走势。

能源。日本是全球第三大石油进口国和第四大炼油国，日本原油

日消耗量约437万桶，占比全球总消费量5.22%；日加工能力462万桶，石油消费完全依赖进口。由于大地震严重破坏了日本的炼油设施，进口需求锐减，致使国际油价震后三日连续下跌，纽约市场原油期货一度盘中跌至每桶98.47美元。紧接着反身向上，两度站上每桶106美元的两年半高位；而代表国际基准价格的伦敦北海布伦特原油期货价迅速飙升，逼近每桶120美元大关。

“核恐慌”是“东日本大地震”留给世界最大的悬念。福岛第一核电站6个机组中已有4个发生爆炸。俄罗斯专家称日本核灾难“规模超过了切尔诺贝利”，且行将改写评定核事故严重程度的国际标准。摩根大通证券日本股票研究主管加斯帕·科尔表示：日本控制核危机局面并遏制辐射扩散需付出长期努力，这对经济的拖累绝不是几个月，而是两年甚至无限期。

福岛核电站的命运不可避免将改变世界各国的核计划。欧洲多国政府开始反思核安全，推迟甚至冻结核电项目。如果说中东、北非动荡和利比亚战乱打低了全球原油产量的预期，而日本“核危机”便大大压缩了核电生产并转向推高对原油、天然气等能源的需求。高油价势必推动冶炼、交通运输、航空、石油化工等相关实体经济成本上升，加大普通消费者生活开支，平添全球经济复苏成本。

中国发展的出口和投资拉动型，使中国以等同于美国的能耗仅

换来相当于美国 40% 的产出。目前上海 98 号汽油价为 8.44 元 / 升，甚至超过美国的 8.3 元 / 升售价。未来十年中国石油进口很可能超过美国，油价持续上升将导致日趋痛苦的贸易赤字。如不能尽快改变生活方式和发展模式以减少消耗，则原油带动的通胀压力势必对国民经济形成致命打击。

农产品。作为除水稻外农产品高度依赖进口的国家，日本是世界第一大玉米、第四大大豆、第五大小麦和第九大棕榈油进口国，此外牛肉、猪肉、鸡肉、奶牛、蛋鸡均存在一定的进口依存度。受灾短期内由于需求下降和港口毁坏导致进口量减少，带动相关商品价格走弱。但核污染促使日本大规模跨国采购蔬菜农产品及食品，甚至不得不从韩国大量进口瓶装水。故将对国际农产品市场形成中期影响。

地震重灾区日本东北部是农业主产区和畜牧业的重要基地，受放射污染重创，周边地区相当一段时间都很难恢复至震前水平。东北地区蔬菜水果市场停止交易，政府出台封杀当地农作物销售的禁令。超市农产品和食品等供应明显不足，蔬菜、乳制品以及金枪鱼等大量海产品供不应求，肉类、面包、干面条等甚至全部缺货。灾后重建势必增加日本的粮食和饲料进口，同时削弱日本大米等农产品的出口。

日本进出口结构构成潜在需求将支撑农产品走强。因灾害提升生活必需品的需求，中国对日出口份额大的食品饮料、纺织品等将会大

大提高，这对国内相关农产品价格有很强支撑作用。

金属。日本非全球主要金属消费国，但铜、铝及铁矿石等均需进口。因此日本企业大批停产短期将打击金属消费。由于多家钢厂停产，短期内钢材、铜、铅、锌消费受到抑制，铁矿石需求预计将减少 2000 万吨。汽车业大批停产也将减少金属消费。但总的来讲，其短期需求承压对有色金属冲击不大。其短期需求承压对有色金属冲击不大。但一旦重建有序展开，将对建筑钢材和有色金属价格形成向上推动。

资金链：热钱泛滥冲击市场

灾后首个交易日，全球股市不同程度出现恐慌性抛售。首当其冲的东京电力因“核泄漏”深不见底及国有化传闻，导致连续暴跌，至 3 月底该股市值蒸发四分之三逾 260 亿美元，刷新 47 年来历史低点。东京电力领跌日经 225 指数狂泻不止，经政府多轮注资总计约 87 万亿日元，股市惊魂初定。

日本目前年税收仅 40 万亿日元，加上发行赤字国债，年财政预算 92 万亿日元，支撑普通财政都举步艰难。央行为救灾救市稳定金融，被迫冒财政恶化的风险，连续数日注资市场数十万亿日元。超量印钞将推进日元长期贬值趋势，美元兑日元汇率年内有望达 1 : 100。但由于日本长期实行“零利率”政策，推动大量民间资金全球“流动性套利”。出于日本企业将为国内重建而抛售国外资产购买日元的强

烈预期，长期在海外“逃息交易”的大量机构资金，为捕捉国内突发补充流动性刚性需求而急剧回流日本，致使日元短期逆市大幅升值。

为稳定全球金融市场，从欧美为首一贯以“坚持市场原则拒绝干预”自居的 G7 集团，不得不紧急组建“多国部队”，联手大规模抛售 5300 亿日元打压投机。“量化宽松”虽属内政，但超量印钞却可以立竿见影救急国内并输出通胀。随着美国经济复苏步伐加快，世界原本期待美国逐步退出“QE2”，与各国联手共抗通胀。不料日元快节奏倾泄式注资“从天而降”，令背负通胀压力艰难复苏的世界经济和不断出台紧缩政策的新兴市场国家雪上加霜。

“东日本大地震”还将加剧日本债务风险，目前日本政府债务已达 GDP 的 225%，高于任何一个发达国家的债务水平。日本的保险公司理赔将逾千亿日元，也不得不抛售手中国债。国际评级机构标普 1 月下调了日本的长期债务评级，穆迪 2 月也将日本的主权信用评级前景下调至负面。日本政府被迫提高的国债利率成本可能让政府面临破产的窘境。对此日本央行不得不加大印钞来回购国债稳定国内市场，从而向国际市场输出更多的热钱。

综上所述，“东日本大地震”，正通过产业、资源、资金三大链条，输出并推高通胀，严重冲击全球金融市场，拖累世界经济艰难复苏的步伐。■

（作者就职于华泰长城期货）



“以‘四个转变’推动市场发展。”
——杨迈军

上海期货交易所总经理杨迈军2月25日表示,2011年上期所将立足于“新兴加转轨”的基本市情,在坚持“稳健运行、稳步发展”方针的基础上,以“强化监管,深化服务,优化管理”为主线,力争实现“四个转变”,扎扎实实、持之以恒地推动市场发展。

“重开国债期货提高债券市场效率。”

——李剑阁



全国政协委员、中金董事长李剑阁3月1日在《关于重开国债期货产品的建议》的提案中建议,有关部门应考虑重开国债期货市场,进一步提高债券资本市场的效率。

“涉焦企业应积极运用期货工具。”

——黄金干



中国炼焦行业协会会长黄金干4月15日表示,大商所创新性地推出焦炭期货交易,对期货市场功能发挥,涉焦企业管理市场风险,以及焦炭和钢铁产业的长远健康发展,必将产生积极影响。

“期货公司要看明白,从业人员要看明白,商机非常大。”
——马文胜



新湖期货董事长马文胜4月24日表示,期货投资咨询业务会使期货公司做强,并且将通过内部的制度、运营的机构体系建设,遏制手续费的恶性竞争,转变公司的盈利模式。

“股指期货推出后运行稳定,只有这个产品做好了,做熟了,其他的产品才有可能出来。”

——朱玉辰

全国人大代表、中金所总经理朱玉辰3月1日在接受采访时表示,中金所将积极加快推进机构投资者入市,不断完善市场结构,促进市场功能发挥,根据市场需求和外部环境的变化,加强其他金融期货产品的研究与开发,逐步完善产品体系。



“出台《期货法》的时机正在逐步成熟。”

——侯外林

全国政协委员、广东证监局局长侯外林3月1日表示,与我国期市的快速发展相比,期货法制建设相对滞后,迫切需要加快制定《期货法》,而且出台时机正在逐步成熟。



“咨询业务的核心在产业客户和机构客户。”

——屈正哲

珠江期货董事长屈正哲4月25日表示,期货投资咨询业务对于普通投资者来说,需求并不会很大,在发达市场中,中小散户主要通过基金参与期货,并非市场的主体,未来我国期货市场也可能走出这一趋势。



“交割品的标准很好,是国家最高标准,比LME的标准高。”
——曾炳林

株冶集团股份有限公司总经理曾炳林3月在接受采访时表示,铅期货的规则设计很好,也考虑到了套期保值需求,交易单位的设计一方面可以减少投机,另一方面还保持适当流动性,有利于价格发现。



德交所与纽交所并购交易一旦达成，将形成全球最大的证券、期货和衍生产品交易平台。德交所在并购交易谈判中占有主动地位，源于其拥有独特优势的法律结构和发达的衍生品市场。德交所并购纽交所标志着资本市场已超越股票市场加债券市场的阶段，期货和衍生品市场的地位凸显。资本市场对一国经济政治的重要性，在近期的国际交易所合并风潮中得到了深刻体现。

从德纽交易所并购 看我国资本市场面临的挑战

文/中国证监会研究中心 祁斌 刘青松 雍旭¹

一、德意志交易所集团和纽约泛欧交易所集团并购分析

（一）德纽交易所并购进展

意在形成全球最大交易所运营商的跨洲合并又迈出了重要的一步，继 2011 年 2 月 9 日德意志交易所集团（下称“德交所”）与纽约泛欧交易所集团（下称“纽交所”）

宣布双方正在就并购交易进行谈判之后，双方董事会已于 2 月中旬表示批准该合并方案，正等待股东大会及监管部门的批准。

一旦交易达成，将形成跨越美国、德国、法国、荷兰和葡萄牙的全球最大证券、期货及衍生产品交易平台。

从直接的经济效益来说，该交易产生的协同效应将节省近 3 亿欧元（约合 4.1 亿美元）的成本。从历史上来看，参与并购的德纽交易所双方既有竞争也有合作。2006 年，德交所与纽交所曾争夺泛欧交易所，纽交所胜出；2007 年两者曾有合并计划，但未获监管机构批准。

¹ 王欧、马险峰、黄明、田向阳、鲁公路、刘彬、杨希、陆媛等同志参加了讨论，在此表示感谢。

图1 2010年全球主要交易所净收入情况

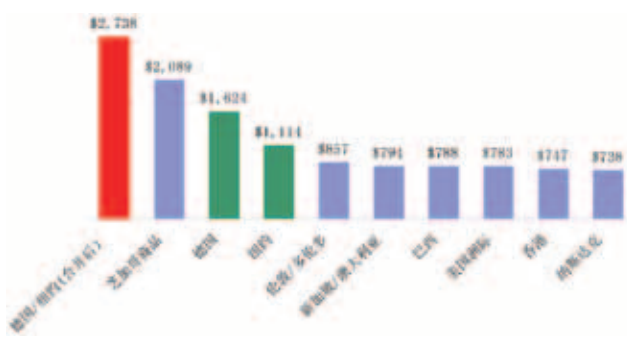
(Net Revenue, 单位: 百万美元)



数据来源: 公司备案记录; 路透经纪参考意见。财务数据总和未包含德意志交易所和纽约泛欧交易所通过合并将产生的协同收入。

图2 2010年全球主要交易所息税折旧摊销前利润

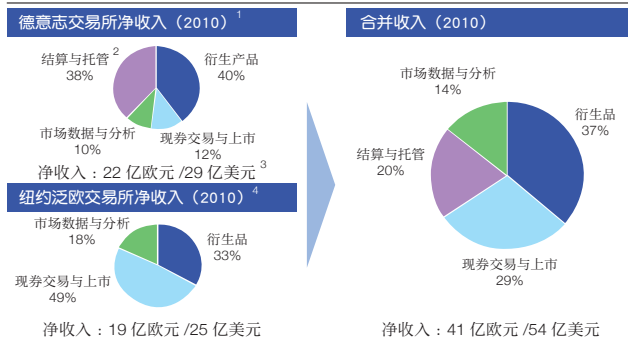
(EBITDA, 单位: 百万美元)



数据来源: 公司备案记录; 路透经纪参考意见。财务数据总和未包含德意志交易所和纽约泛欧交易所通过合并将产生的协同收入。

图3 2010年德纽交易所收入结构

全面、平衡的产品组合



来源: 公司备案记录; 注: €/\$ 1.33:1 德意志交易所收入分类根据目前各业务板块的报告。包括: 衍生品 (欧洲期交所), 结算与托管 (明讯银行), 现券交易与上市 (Xetra), 市场数据与分析 (Market Data & Analytics) ; 2 包括净利息收益; 3 不包括其他运营收入; 4 纽约泛欧交易所收入分类根据目前各业务板块的报告。包括: 衍生品, 现券交易与上市, 信息服务和技术解决方案

根据从德交所驻华代表处了解到的信息, 德纽交易所正在讨论董事会和管理层架构。经过协商, 德交所将占有9席董事席位, 纽交所将占6席; 董事会主席将由德交所首席执行官雷托·弗兰西奥尼出任, CEO将由纽交所首席执行官邓肯·尼德奥尔出任。双方将各派四人出任核心管理层即执行委员会, 纽交所将占据首席执行官、总裁、首席运营官和总法务顾问等重要职位 (参见图1、2、3)。

(二) 决定德纽交易所并购顺利完成的重要因素

对于德纽交易所并购, 欧美双方的监管部门都有顾虑, 预计这将是此次交易最终能否顺利达成的最大实质性障碍。类似的障碍曾导致德交所与泛欧交易所的合并失败。

这次德纽交易所就并购磋商以来, 德国的金融监管机构表示, 将维护法兰克福作为金融中心的利益。法国监管机构表示要确保巴黎金融中心的地位。近年来, 欧洲监管机构一直对证券交易平台并购表示反对。德纽交易所合并后, 其各自旗下的欧洲期权与期货交易所 (Eurex) 和英国伦敦国际金融期货及期权交易所 (LIFFE) 将占有欧洲衍生品市场超过90%的市场份额, 故将面对欧洲反垄断当局的审查; 且衍生品市场迅猛发展, 将导致监管难度进一步增加, 这也会使监管当局有所顾虑。

此外, 该项并购也可能会面临美国政府设置的重重障碍, 因为美国立法者和监管者在考虑, 他们是否已经准备好了具有美国资本主义象征意义和发挥美国资本市场重要功能的纽交所被外国交易所并购, 且并购后盈利丰厚的衍生品业务还在欧洲运营。

五名负责市场监管的美国国会资深议员拒绝置评。美国议员舒默提议要保留纽交所名称, 美国财长盖特纳认为名称会加以保留。一些纽交所的股东甚至提出诉讼, 宣称交易价格过于便宜, 但这一行动尚待观察。因为合并只需50%以上股东同意即可通过, 而目前提出诉讼的股东占股比例不足以抗衡。

(三) 为什么德交所有实力并购纽交所

从德纽交易所的谈判能力、财务指标和股权结构

来看，德交所目前占有主动地位和优势。截至 2011 年 2 月 27 日，德交所以 25 倍市盈率高于纽交所的 17 倍市盈率，以 108 亿美元市值高于纽交所的 96 亿美元市值。德纽交易所合并后将在荷兰新设一个公司，德交所占股 60%。

为什么德交所有实力并购纽交所？德交所的双层法律架构、一定程度的垄断性制度安排，以及衍生品业务方面的稳健发展是其主要的竞争优势（参见图 4）。

德国的交易所制度属于欧洲大陆模式，即交易所是设立在公法基础之上的非营利性的政府公立机构。在 1990 年委托私营企业代理经营之前，德国的 8 个地方证券交易所都是由联邦财政拨款，由交易所所在的州经济部管理，隶属各州工商管理局下的一个部门；法人机构可以免费成为交易所会员，交易所对企业上市采取备案制，只收取很低的行政办公手续费等。

1990 年后，德国的交易所改为由基于私法成立的营利性经营公司为其提供人员、设备、资金和管理服务。

德交所这样一个法律架构值得我们关注。

第一，一方面于公法下设交易所，通过核发牌照和特许经营的准入制度，确保交易所为国有政府公立机构；另一方面于私法下设交易所股份有限公司，保障交易所可以在一定程度上进行商业化运作，得以实现较高的运营效率。

第二，德交所以特许方式授权

图 4 德意志交易所集团的法律架构

德意志交易所集团						
在德国，交易所是公法下的法人，并由私法下的股份有限公司负责运营						
私法		德意志交易所集团				
		私法下的法人；交易所运营商（交易法第 1 章第 2 节）				
		经营交易所，为交易所提供人员、设备等所有资源				
公法	最高州立机构作为交易所监管机构（交易法第 1 章第 1 节）； 在德国黑森州，交易所监管机构是经济、交通和发展部； 批准交易所合法监管（交易法第 1 章第 4 节）	法兰克福证券交易所 （德文：FWB-Frankfurter Wertpapierbörse） 公法下的具有有限能力的法人；有权进行行政诉讼（交易法第 13 章第 6 节）				
		交易所理事会	管理委员会	交易监查部	审查委员会	处罚委员会
		法定的权限（交易法第 9 章）如任命管理委员会等	交易所管理（交易法第 12 章）；包括将证券纳入监管体系（交易法第 56 章第 1 节）	监管交易和结算（交易法第 4 章）	批准证券在公开、受监管的市场上（交易法第 31、49 章第 2 节）	对于失职的交易商和发行人实施处罚（交易法第 20 章）

德国的地方交易所运作，而不是像美国交易所那样遍地开花，避免由于过度自由竞争导致手续费乱战，寻求垄断性和市场竞争的适当平衡。

第三，德交所归国家所有，交易所集团层面的并购并不会改变这一属性，不会让渡监管权。

第四，因有一定程度的保护空间，德交所并不追求短期利益，运营中也不会只考虑利润最大化，因此，德交所对会员只收取适当费用，并无较高门槛，甚至可以吸收其他国家的金融机构作为“远程会员”。

第五，德交所的期货和金融衍生品市场的发展远远胜于纽交所，且专注于传统衍生品业务，如股指期货、股指期货、个股期货和个股

期权，仍属于较为紧密地服务于实体经济发展的范畴，没有像美国市场一样过度发展复杂衍生品，风险相对可控，这一点也值得新兴市场国家借鉴。同时，德交所拥有欧洲最先进的电子证券交易平台 Xetra 和全球最先风控技术的清算所。

二、交易所并购的动因和影响

20 世纪最后二十年以来，全球交易所发生了超过三十次以上的并购，有的发生在发达市场，有的在新兴市场；有的发生在本国内或局部地区，如欧洲各国之间，有的跨越了大洋；有的以小比例参股，有的则发生全方位的并购，形式各不相同。

此次德纽交易所合并无论是在规模、地缘跨度还是整合的深度上都是登峰造极的，因此也自然引发了全球的高度关注，世界各国舆论关注的焦点在于交易所并购对于全球金融格局的影响和在这一新的发展趋势下各国的应对之策（参见表1）。

（一）交易所并购直接源于竞争压力和对经济利益的追求

与以往历次交易所并购类似，德纽交易所的并购，首先是交易所所在全球化背景和网络化趋势的压力下，为扩大业务、降低成本、提高效率、追求规模效应而采取的应对措施。

随着现代通讯技术的发展，投资人对全球金融产品进行投资和交易将逐步成为现实。但由于需在全球几十家不同的交易所中分别买卖不同的金融产品，投资成本过高，引起投资人不满，所以一些交易所的并购往往首先是由投资者服务需求引发的。

同时，过去若干年中，随着交易所的公司化和逐步上市，其股东经济利益最大化成为了交易所并购的另外一个重要推动力（当然，在公司化和上市后，交易所并购较之在传统的会员制形式下要便捷许多）。同时，近年来，随着网络技术的普遍应用，交易所还不得不面对来自交易所外的巨大竞争压力，交易服务提供者（如大型投资银行、另类交易体系等）和数据服务商等不断以更低的成本“分食”交易所的交易业务，

交易商也要求交易所调低收费。

这些因素使得很多交易所的交易量停滞不前，交易所积极寻找出路。于是，并购成为一项比较合理的选择。交易所合并可以在短期内取得可观的经济效益。比如德纽交易所合并将从信息技术、清算管理、市场运营和公司治理等方面实现规模效应，节省成本，同时还会因为交易产品的丰富、交易量的扩大、流动性的增强、价格发现能力的提高等因素而实现增值。

（二）德纽交易所的并购标志着金融市场发展的结构性变化，也预示着新的全球金融版图整合和强弱分化趋势加剧

此次德纽交易所并购中，作为美国华尔街象征的纽交所处于下风，在某种意义上，标志着全球金融市场进入一个新的阶段，即在传统的股票市场和债券市场之外，期货和衍生产品的重要性凸显。

事实上，期货和衍生品市场发展滞后，既是上市公司市值仍低于德交所的纽交所被并购的重要原因（当然，随着美国经济体的成熟，纽交所在传统领域如股票市场的增长潜力也日渐式微），也促使纽交所最终决定携手德交所试图改变在期货和衍生品市场领域的劣势地位，并以此抗衡在期货和衍生品市场独步天下的芝加哥商品交易所。这一结构性变化，对于期货和衍生品市场相对比较落后的新兴市场具有极为重要的借鉴意义。

德纽交易所的并购一旦成功，将形成一个跨越美欧两大洲的巨无

表1 全球交易所并购大事记

2003 年	瑞典证交所和赫尔辛基股票交易所合并成 OMX
2007 年	纽交所与泛欧证交所合并
	纽约泛欧交易所集团购入印度交易所 5% 股权
	纳斯达克收购费城交易所、波士顿交易所
	纳斯达克出售伦敦交易所股权
	纳斯达克收购 OMX
	芝加哥商业交易所收购芝加哥期货交易所
	伦敦交易所收购意大利交易所
	东京证交所购入新加坡交易所 4.99% 股权
2008 年	美国国际证交所与欧洲期货交易所合并
	芝加哥商业交易所收购纽约商品交易所
	巴西圣保罗交易所与巴西商品期货交易所合并
2009 年	马来西亚向芝加哥商业交易所出售 25% 衍生品业务
2010 年	伦敦交易所收购当地另类交易平台
2011 年	芝加哥商业交易所与道·琼斯成立金融指数服务公司
	韩国购入新开业的老挝交易所 49% 的股份
	新加坡交易所收购澳大利亚交易所（尚未获批）
2011 年	伦敦交易所与加拿大多伦多交易所合并（尚未获批）
	德意志交易所集团与纽约泛欧交易所集团董事会批准合并，在新公司持股比例 60：40（尚未获批）

霸交易平台，达到史无前例的规模。这不仅会使得欧美发达市场上交易所集团的并购和竞争日趋激烈，也标志着世界金融版图的整合进入了一个新的阶段。

近年来交易所并购历史中，一个明显的趋势是强者越强，弱者越弱。纽交所和德交所等经过多年的发展，逐渐成为美德两国和相关市场中的领头羊，然后分别通过一系列的并购活动，强化和固化其地区或领域强者的地位，现在又通过相互的并购成为世界性交易所领导者，强强联合，对于欧美市场其他竞争对手竞争优势愈发明显，更是将新兴市场的对手远远地甩在后面。

事实上，这也是近年来围绕交易所的收购和反收购的博弈之所以如此激烈的重要原因。与此相对应的是，实力较弱的交易所不断落后，市场份额逐步降低，弱势越来越明显，在国际竞争中处于更加不利的地位。

（三）交易所并购所带来的收益和影响，往往超越并购活动为交易所本身带来的经济效益，战略意义不可小觑

一般的商业机构或企业的并购，带来的是直接的成本节约和规模效应等经济效益，而战略性产业的并购，因其产业的战略性或外延性，会有超越于并购活动本身的效益和影响。

作为现代经济体系中各种重要生产要素交换的平台，交易所在现代经济中占据重要地位，其战略意义更是超越一般意义上的战略性产

业。这也是交易所的并购往往会引起全社会甚至政治家关注的重要原因，例如此次德纽交易所并购引发了美国诸多议员的高度关注，前次澳大利亚交易所被新加坡交易所并购也是在国会遭遇障碍而久拖未决。

在英美等国的发展历史上，其主要交易所的地位往往也折射出该国经济和金融实力。尤其在市场发展的早期，资本市场上承载的主要是上市公司的股票和债券，与实体经济的关系更为紧密，直接反映一国的经济实力。一个突出的例子是，1913年前后，纽约交易所的规模超过了伦敦交易所。同一时期，纽约取代伦敦成为全球第一大国际金融中心，美国的人均GDP也超过英国，并取代英国成为世界第一强国。

随着现代金融市场的发展，交易所的商业属性逐步得到强化，这是由于竞争压力和改善治理结构等诉求所致，客观上也使得交易所的战略性和外延性逐步模糊。

首先，期货和衍生品市场的发展及其交易量和利润贡献的异军突起，使得上市公司的市值不再是决定交易所实力的最重要因素。

其次，在美国，交易所的准入没有较高的门槛，十九世纪的美国曾经出现过几十个、上百个交易所遍地开花的局面。随着竞争和淘汰，纽交所逐步奠定了相对垄断的地位，但是在近几十年，其在股票市场的地位受到纳斯达克的严峻挑战，其在期货和衍生品市场的影响更是远远落后于芝加哥商品交易所。美国的交易所形成分庭抗礼的

局面，使得纽交所的战略地位实际上相对下降。

再次，随着近年来交易所公司化和上市的步伐加快，一些交易所的运营越来越向纯商业机构靠拢，不仅传统的交易所监管功能消失，其发展目标也越来越显现出股东利益或商业利益最大化的取向，这也就是我们看到欧美交易所并购出现“你方唱罢我登场”局面的重要原因；同时，随着网络技术的日臻完善，一些投资银行创设的另类交易平台可以直接在大型金融机构之间交易金融产品，使得交易所作为市场组织者的地位受到严重的挑战。

即便如此，交易所仍然处于现代经济的重要地位，汇集了本国大量的经济金融资源，也能起到吸引和聚集国际资本的作用，使得交易所的并购仍然不能等同于一般企业的并购，这也是为什么即使在发达市场，被并购一方往往都受到来自国会或政府的压力。

最后，近年来大型交易所的并购，标志着国际金融版图的整合趋势，例如，欧美近年在交易所市场的频繁并购，客观上反映了在全球一体化进程中，欧洲与美国竞相图谋主导国际资本市场；新加坡交易所在去年试图收购澳大利亚交易所，是为了抗衡依托于大陆经济日益强大的香港国际金融中心地位。

此外，在新兴市场，交易所往往是国家特许经营经营的，具有高度的垄断性，加之其主要承载的仍是该国的上市公司，使其战略地位

和外延性愈加突出。例如数年前，纽交所曾图谋参股我国上海证券交易所，值得警惕。同时，也正是因为这个原因，在新兴市场，带有战略意图的交易所并购已初现端倪。例如，近年来，印度一直试图参与非洲交易所的组建，希冀有利于其从非洲获取经济增长所必需的能源和矿藏；去年到今年，韩国连续入股老挝和柬埔寨交易所，试图扩展其在亚洲金融市场的战略地位和影响力。

可以预见，随着交易所并购浪潮的愈演愈烈，交易所作为经济组织者的公共属性和一定程度上的垄断性，其汇集金融资源的战略性或外延性，与公司化或上市后股东的商业利益的最大化之间的冲突将愈发显现。

如何解决这一矛盾并找到适当

的平衡点，将越来越成为各国政府和监管部门需要认真应对的问题。

三、德纽交易所并购对我国资本市场发展的启示

（一）全面提高我国交易所实力，积极参与国际竞争，并善加发挥港交所的特殊作用

我国资本市场尚未完全开放，交易所的国际并购离我们似乎还很遥远。但是，随着全球经济和金融一体化，我国交易所已不可避免地主动或被动地参与到国际竞争中。近年来，纽约、纳斯达克、伦敦等交易所都致力于吸引我国优质上市资源去上市；随着交易所之间不断地并购整合，世界大宗商品、金融资源的定价权也日益向欧美交易所巨头手中集中。

面对日益激烈的交易所竞争，

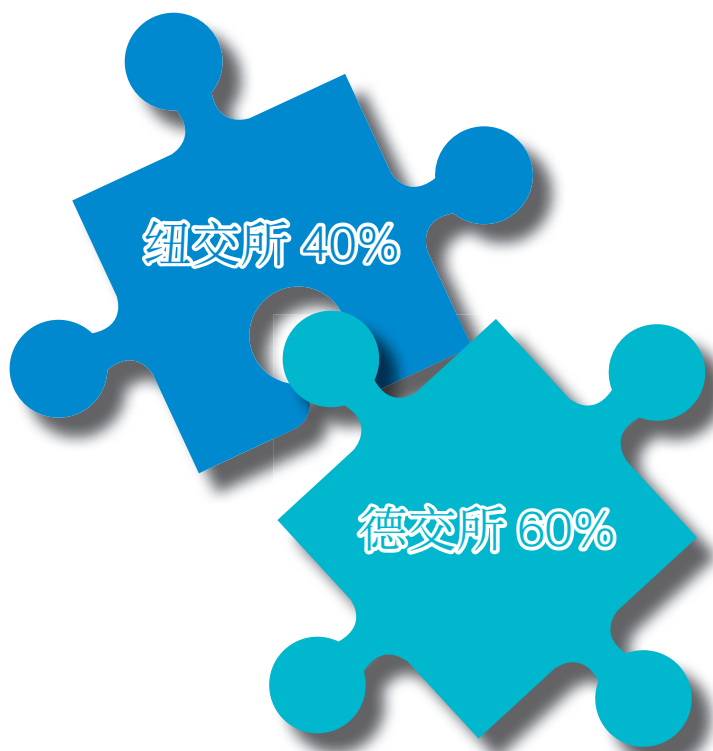
我国资本市场和交易所的发展必须有全局思维和顶层设计，以积极应对世界金融体系的新变化和新格局。

一是全面提升我国资本市场和交易所的竞争力。国外交易所近年来通过从会员制组织形式向公司制转变并自我上市，以实现管理和技术水平的提升。但是，这一做法也显现出了明显的不足，例如，这将会导致交易所监管缺位，监管部门权威性有所下降，交易所只关注商业利益，过于短视并忽视自身公共属性。相比而言，德国的经验值得吸收借鉴。

德国通过设立交易所与股份有限公司相对独立的架构，既保持了交易所之间的适度竞争和较低的收费标准，又满足了股份有限公司作为盈利机构通过提高运营水平来追求商业利益的需要。

二是创造相对宽松的创新环境，鼓励交易所通过开发新产品、提升技术水平、整合交易结算平台等方式扩大交易规模，降低交易成本，提升自身竞争力。

三是鼓励交易所加强交流合作。一方面，逐步建立大中华地区交易所战略性联盟，优势互补，提升整体实力。另一方面，加强和世界其他国家交易所的交流合作，在这方面，既要考虑与发达市场的交流合作，以引进国外先进的技术和管理经验，深入了解全球交易所的未来发展趋势，也应高度重视一些新兴市场或我国周边地区市场，甚至可以探讨以一定的方式积极寻求战略联盟，以提升我国资本市场的



战略地位和我国经济的竞争力。

此外,我们还应充分发挥港交所独特的功能和作用,一方面要对发达市场多年来对于港交所的窥视保持足够的警惕性,另一方面也可利用其独特的体制和地位,鼓励其通过某种方式积极参与国际金融资源整合。

作为我国唯一上市的交易所,港交所的流通市值约为 236 亿美元,市盈率高达 39 倍,远高于此次并购中的主角——德交所(市值 108 亿美元、市盈率 25 倍)和纽交所(市值 96 亿美元、市盈率 17 倍)。

应鼓励港交所抓住机遇,积极寻求和其他交易所的合作,通过参股、并购等方式,增加港交所的交易品种和市场规模,扩大在亚洲的影响力,增强配置全球资源的话语权,巩固香港国际金融中心的地位。同时,港交所的有益探索也可以为我国其他交易所日后参与国际竞争奠定良好的基础。

(二) 现代资本市场的广度和深度已大大拓展,应加快速度完善我国资本市场金融产品体系,深入推进金融创新

经过数百年的发展,发达国家的资本市场已经拥有了较为完善的多层次市场体系和丰富的金融产品。具有足够深度和广度的资本市场和交易所也往往更具有整合其他市场交易所的实力。此次德交所和纽交所联合的重要推动力之一就是进一步丰富交易品种以获取在世界金融市场更强的地位。

欧美资本市场交易规模庞大的

传统金融衍生品种,如利率、股票、外汇等的衍生品,已经成为交易所主要利润增长点,在交易所战略发展中占据重要的地位。如前所述,这也标志着在发达国家,资本市场已超越了传统的股票市场加债券市场的阶段,其广度和深度已大大扩展,期货和衍生品市场的地位凸显,这也是为什么股票市场的市值远远大于德交所的纽交所在此次并购中处于下风的重要原因之一。

经过 20 年的迅速发展,我国资本市场已经初具规模,股票市值和期货市场交易量等指标均位居世界前列。与此同时,也应该清楚看到我国资本市场依然存在市场结构相对单薄、金融品种比较匮乏等问题。

因此,应加快建设多层次资本市场体系,丰富金融品种,深入推进市场创新,全面提升服务实体经济的能力。要继续壮大主板和中小板市场,积极发展创业板市场,加快场外市场和债券市场建设,积极推出服务实体经济发展所需要的商品期货和多种金融衍生品等创新品种,尽快完善我国资本市场金融产品系列。

(三) 国际交易所并购表明资本市场在大国经济竞争和博弈中的特殊地位

金融危机后的交易所合并,既是资本市场发展的必然趋势,也受危机后经济前景的压力驱动。国际交易所的竞争合并会直接影响我国资本市场的发展,并进一步影响我国经济的可持续发展。

资本市场对一国经济政治的重要性,在近期的国际交易所合并风潮中体现得淋漓尽致。上市资源的争夺、衍生产品的发展,已成为各国在全球经济金融竞争中的焦点。我国应该充分利用国内宏观经济持续发展的良好条件,迅速做大做强我国资本市场和交易所。只有这样,才有可能提高配置全球资源的话语权,支持实体经济稳定发展,推动转变经济增长方式,最终实现我国经济的可持续发展和增强国际竞争力。

国际交易所合并风潮表明,资本市场已经成为危机后国际经济金融局势重整的中坚力量。金融危机后,美英两大资本市场愈加呈现深度渗透并联合的趋势,亚洲资本市场仍未形成引领核心。可预见的是,交易所的强大,资本市场的发达,将成为今后世界经济博弈的风向标之一。而这种博弈不仅局限于某个国家,区域性联合有助于团结力量,提升实力。区域中核心国家的凝聚力,也必然取决于该国资本市场的发展水平和成熟度,交易所的实力是其中的一个重要组成部分。

此次德交所和纽交所的合并,再次提醒我们资本市场的重要性。我国资本市场要以服务于经济发展方式转变为主线,创新市场监管和发展理念,坚持不懈地推进市场化进程,更加注重培育和完善市场机制,更加注重提升市场活力和效率,全力推进资本市场持续稳定健康发展,更好地服务于经济社会发展全局。■

交易所近年公司制改革的原因和利弊分析

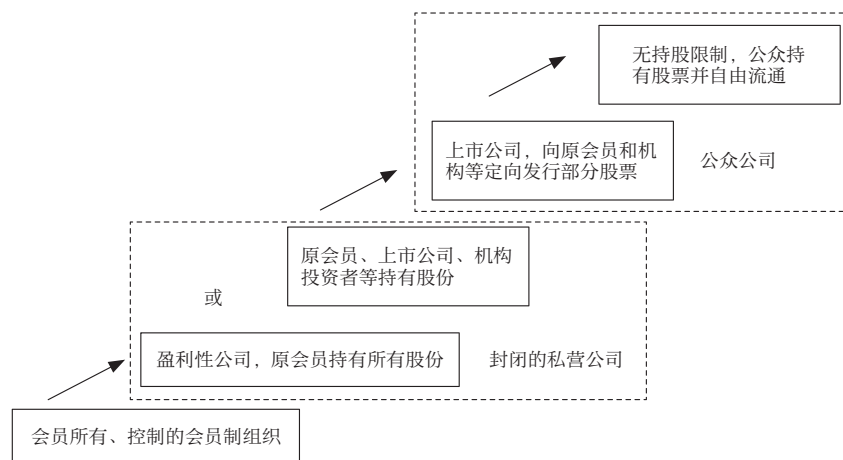
证券交易所公司制改革的历程

1993 年瑞典斯德哥尔摩证券交易所首开先河。1998 年，澳大利亚证券交易所改革为公司制交易所，并在自己的交易所公开上市，成为全球第一家公开上市的证券交易所。

此后不到 3 年内，新加坡、香港、伦敦、德国、巴黎等亚太和欧洲区内主要的交易所先后在自己的交易所公开上市。北美区两家主要的交易所纳斯达克和多伦多证券交易所也在 2000 年完成了公司制改革。

目前，大部分发达国家和地区的证券交易所都实现了公司化，许多相对封闭的发展中国家也受到公司制改革的浪潮影响，开始在证券交易所的治理模式改革上跃跃欲试。2005 年，巴西、印度、斯里兰卡、巴基斯坦、菲律宾和南非的证券交易所都宣布了进行公司制改革并上市的计划。

图 1 证券交易所公司制改革的步骤



证券交易所公司制改革原因

第一，会员和交易所利益取向的差异成为证交所发展的桎梏

在会员制证券交易所中，会员的利益来自于为非会员交易提供中介服务，其会员资格的价值是通过市场垄断和交易资格的有限供应来实现的。会员是交易所的所有者、政策制定者和交易服务设施的直接使用者。这种治理结构使得交易所在决策过程中将会员的利益凌驾于交易所的利益之上。

从标志纽约证券交易所诞生的《梧桐树协议》开始，几乎所有的会员制交易所都约定了会员进行证券经纪的佣金率，以此来限制同业之间的竞争，形成佣金卡特尔；同时都严格限制会员的数量以保证会员资格的价值。虽然市场的逐渐开放使得类似的垄断约定被政府废除，但会员始终是交易所的决策者，一般来说是不会为威胁其垄断地位和降低其会

员资格潜在价值的措施投票的。

以往俱乐部式的经营模式已经不适应市场环境的变化，而是需要其成为具有独立的经营和决策能力的经济利益主体。做市商制度改革减少了做市商会员的收入，所以做市商会员通过在会员制下对交易所的控制权，一再拖延改革的进程，限制改革实施的范围，从而降低了证交所适应新技术和新市场环境的调整速度。

以伦敦证券交易所和纳斯达克为例，两交易所在上世纪八十年代都实行了做市商制度，随着九十年代电子竞价交易的普及，两交易所都已经深刻意识到做市商制度的改革势在必行。然而在会员制的体制下，担任做市商的会员在交易所董事会和各个重要的分委员会中占了多数，改革做市商制度的建议很难在董事会中获得通过。纳斯达克直到 1996 年才实行了过渡性改革，1997 年伦敦市场也引入竞价交易制度。

第二，不公平的投票机制和会员利益的多元化导致交易所决策效率的低下

随着经济的发展和市场功能的进步，越来越多的证券交易所开始允许公司成为会员。“一个会员一票”的会员制决策机制已经不适应交易所新的会员结构，无法体现会员之间的巨大差异，形成的决议可能会出现偏离全体会员最优方向的情况。由于公司会员具有雄厚的实力，而且往往是大银行和证券公司的附属公司，所以公司会员进入交易所以后，很快就占据了交易所主

表 1 会员制交易所和公司制交易所的比较

	会员制交易所	公司制交易所
所有权	属于在交易所交易的会员	公众股东，交易权和所有权相分离
交易所目标	<ul style="list-style-type: none">◦ 高效低成本的交易环境◦ 风险最小化的结算◦ 高质量的监管架构	<ul style="list-style-type: none">◦ 股东利益最大化◦ 盈利和股利增长◦ 扩大产品范围和销售渠道◦ 建立品牌声誉（包括拥有高质量的监管架构）
董事会组成和决策制定	<ul style="list-style-type: none">◦ 大部分或仅由会员组成◦ 决策通常以“一员一票”的方式制定◦ 董事会被赋予决策制定的权利	<ul style="list-style-type: none">◦ 董事会构成较为分散◦ 决策以“一员一票”的方式制定◦ 董事会被赋予决策制定权，但管理层负责日常运作
购并和联盟	不是优先考虑目标	在增长最大化的驱动下，可能成为优先考虑目标
资本管理	保持较高资本储备，并需要满足法定要求	从股东利益最大化角度考虑，维持较高现金储备将降低资产收益率，因此并非优先目标

资料来源：P.S.Hughes(2001)。转引自施东晖（2001），第 212-213 页。

要的市场份额，交易所的会员结构发生了很大变化。

随着会员自身的经营范围、业务性质、交易规模和利益取向不断分化，不同层次、不同性质的会员之间的利益冲突日趋加剧。继续坚持会员互助的治理结构就会影响交易所的决策效率，使其难以对市场变化做出快速、及时的反应。有的会员提供全方位的服务，有的只提供经纪服务，也有的用自己的账户参加交易，这样，各种不同类型的会员就有着不同的利益取向。

为机构大客户服务的会员希望交易所能够降低大宗交易的成本，并希望能用匿名的方式组织交易，以满足机构投资者的需要。而普通证券商自己参加交易的同时，更多的是吸引散户投资者客户，故倾向于改善交易机制、增加市场透明度等。

第三，不断扩张的资本需求和有限的融资渠道使得会员制证券交易所的经营受到影响

证券交易所的技术改革和发展战略调整需要大量资金。为了维持市场的高效运作和竞争能力，各交易所纷纷加大技术投入，改善运营设施，开发新的电子化、网络化平台。数据显示，电脑系统购置和维护费用已经成为世界各主要证券交易所占居第二位的成本开支。

世界上最大的证券交易所纽约证券交易所，在上世纪的最后 10 年里，用于技术投入的资金达到 20 亿美元。除此之外，证交所为了应对激烈的市场竞争，必然需要大量的资金以支撑其发展战略的调整，例如收购兼并其他的证交所。

会员制交易所的封闭的特性，使得会员出资成为其唯一的融资渠

道，会员对证券交易所的独占和垄断又决定了交易所不可能从外部引入战略投资者。与“一员一票”的投票机制相对应，各个会员在对交易所的投资方面也是按照均等的份额出资。

一方面，占据席位多数的个人会员和中小会员的财力十分有限，无法满足市场发展中成几何级数增长的资金需求。另一方面，会员可能不愿意为数年后才可能有回报的长期投资注入大量资本。同时，会员对证券交易所的独占和垄断又决定了交易所不可能从外部引入战略投资者，市场竞争带来的资本需求和狭窄的融资渠道使得交易所的经营陷入两难的境地。

证券交易所公司制改革的优势分析

第一，所有制结构的改变提高了证券交易所的组织效率，并优化了其市场发展环境

公司制后股东结构的变化使决策机制的转变成为理所当然，“一股一票”代替了原来的“一员一票”的投票方法，解决了会员制下会员实力及对交易所的贡献和权利不对等的矛盾。无论是何种程度的公司制改革，原有的会员都不再是交易所的唯一所有者。股东在所有权中所占比例的大小决定其对决策的影响程度，与交易所利益相关度高的大股东在决策中享有更高的话语权，使得对交易所所有利的举措能够更顺利地得到通过，从而有利于交易所的发展。

公司制下交易所的发展不能仅仅依靠会员，还有赖于范围更广的市场参与者的支持。这些新引进的股东能够利用自身的资源优势为交易所的市场战略提供更好的环境，同时也能分享交易所发展的成果，与交易所形成了相辅相成的良性发展。例如德交所在2001年初IPO时，为了配合其国际化战略，新股重点针对海外金融机构，特别是向美国和英国的金融机构配售，两国的机构投资者持股比例分别达到13%和12%，为德国交易所的海外业务拓展建立了良好的股东基础。

第二，公司制改革，特别是公开上市使证券交易所获得了广泛的融资渠道，为其发展提供了足够的资金支持

公司制改革后，营利性交易所的业务和功能日益丰富，经营业务的拓展为证券交易所提供了更广阔的利润来源。除了传统的交易匹配执行功能，交易所还为发行企业提供上市服务的咨询、开展结算交收业务、进行信息的深度挖掘和销售，甚至出售新开发的交易系统给其他交易所，或者协助新兴市场发展技术设施等。另外，交易所可以向其股东寻求资金支持，而公开上市交易所则可以更加方便地通过IPO和增发等方式向公众募集资金，交易所的融资能力得到了极大的增强，其技术更新无需再受制于资金的制约，从而使交易所技术竞争中抢占先机、占据有利的竞争地位。

交易所新竞争环境下的不断分化也使得交易所之间的收购兼并

成为证券交易所扩大市场份额，增强竞争优势的重要战略。通过公司制改革，尤其是公开上市，交易所能够根据收购战略的需要，随时可以通过发行新股筹集资金或与目标公司进行换股达到收购目的。这样证券交易所不会因为筹资能力的限制错过了实施市场战略的机会，从而给交易所带来了新的发展空间。

第三，盈利导向使得证券交易所采取更为进取的发展战略

公司制改革使证券交易所由以会员为导向的非盈利组织转变为以市场为导向的营利性企业。公司制的证交所彻底摆脱了会员利益对证券交易所发展的制约，交易所的股东及交易所取得了利益上的高度一致性，即降低运营成本、提高盈利能力以达到利润最大化和股东利益的最大化。在市场竞争日益激烈的环境中，证交所在盈利意识的驱使下开始更多地关注客户需求，培养自己的核心竞争力，不遗余力地进行产品创新和服务创新，例如开发新的交易平台、推出多样化的衍生品品种、加大技术投资和市场营销力度等，表现出更加积极进取的发展态势。

在资本市场竞争日趋激烈的环境下，交易所为了抢占市场份额、减少运作成本，有不断扩大其经营规模的需求。

许多交易所进行了国内的整合，也有些通过资本扩张进行上下游公司或同业购并，这种市场整合行动有助于交易所整体规模扩大，

市场份额增加,进而取得规模效应。

马尔卡马克对国际证券交易所联合会所属成员交易所的分析结果也表明,运作成本对交易额的规模弹性系数为0.40,也就是说,当交易额增加一倍时,运作成本只增加40%,而且证券交易所的规模越大,规模经济程度就越高。电子交易技术在交易所中得到广泛应用,进一步加深了交易所经营中的规模效应,为交易所降低成本和提高盈利能力带来了便利。

证券交易所公司制改革的不利因素和相应措施分析

第一,公司制交易所的营利目标与监管职能之间可能存在冲突

不论在会员制还是公司制的组织形式下,证券交易所都同时具有商业性和公共性的职能。一方面,证券交易所通过提供上市、交易、结算、市场信息数据等服务获得收入,并以此来提升交易所的运作。另一方面,交易所还必须通过设置和执行一系列规则来监管市场,以保证市场的公正和效率,这是交易所的公共性职能,也即监管职能。

在公司制下两种职能对交易所盈利目标贡献度的差异使得人们存在担心:一是证券交易所为了吸引更多的上市公司和经纪商,可能降低业务和资质标准,加大市场风险;二是为了降低费用,证交所有可能在监管方面投入不足,从而影响监管职能的实现;三是证交所为了扩

大收益出现垄断性权利的滥用,牺牲投资者和社会公众的利益。越来越多的证券交易所选择在自己的交易所市场挂牌上市,监管主体和客体的合一使得交易所的监管活动存在很大的风险,交易所有可能对自己降低要求而对与交易所业务构成竞争的上市公司或经纪公司采用歧视性的监管标准。

从各国证券交易所缓解营利目标与监管职责冲突的实践来看,大部分证券交易所保留了原有的监管职能,即实行交易所的自律监管;另外一些交易所则将其原有监管职能中的一部分分离出来,转交给其他的自律组织或者政府机构,形成多重监管机制。同时,除了监管模式的安排,许多证券交易所在进行公司制改革后都采取措施完善其内部的公司治理,从而进一步缓解了其营利目标与监管职责之间的矛盾。


第二,证交所的公司性质与国家利益之间可能存在的冲突

证券交易所可能因为经营不善而导致破产清算,而对于公开上市的证券交易所来说,其被竞争对手敌意收购的风险也逐渐加大。随着证券市场在整个国民经济体系中的地位愈来愈重要,交易所本身的经营风险有可能给国家的经济发展带来重大影响。

尽管目前已经完成公司制改革的证券交易所都取得了不错的经营效果,但是竞争环境的变化使得

其也有破产的可能,因此通过提交财务报表、建立风险预警系统和设立信用保证基金等措施,充分考虑风险的防范和控制。目前,大部分交易所需要向其监管组织或政府监管机构提交财务报表,以加强内部风险控制。多伦多证券交易所内部设置的风险预警系统能够使交易所的一些财务比率保持在合理范围之内。澳大利亚还设立了独立运作的全国信用保证基金,用于市场损失的补偿,超过定额的部分则用于证券市场的发展。

公开上市的公司制证交所具有开放性的股权结构,收购者只要获得足够多的股份就可以实现对目标交易所的控制,证券交易所之间的兼并收购被大大地简化。由于证券交易所与一国的金融资源紧密相连,交易所之间的收购兼并从一定程度上来说体现了各国在经济资源上的争夺。虽然伦交所多次抵御了其他交易所对它的敌意收购,但是一些新兴的、不成熟的证券交易所如果陷入被收购的漩涡则很可能难以自保。

一旦作为国家资本市场命脉的证券交易所被敌意收购或者股东出于私利的考虑接受优厚的现金或换股条件,证券交易所很可能被国外的经济势力所控制,这是任何一个主权国家都不愿看到的。为此,许多国家都对证券交易所股权做出了必要的限制,比如禁止外国投资者持股、限制外国投资者持股比例等。

文之深圳市期货同业协会赴韩考察团

韩国期货市场发展及其启示

2011年1月,为了提升地方期货公司的经营能力,深圳市期货同业协会组织期货公司进行了为期5天的赴韩国学习考察。该次韩国访问学习之旅,代表团不仅从一定程度上学习到了韩国的先进经验,同时带去了深圳期货行业与韩国相关行业长期沟通,相互促进之期盼。该次访问将成为深圳、韩国期货业深入交流的一个新的开始,一个里程碑。

韩国期货市场概况

韩国期货交易所的发展历史

在1987年全球股灾后不久,韩国政府决定建立自己的期货市场,从法律上授权韩国证券交易所建立期货市场。

1995年12月,韩国政府开始着手制定期货交易法(FTA),并于1996年6月正式颁布。1996年12月,韩国期货交易所筹建工作组成立。在1998年1月13日和1999年2月1日,韩国国会对期货交易法进行了两次修改之后,终于在1999年2月,韩国期货交易所(KOFEX)正式在釜山成立,当年推出了美元期货及期权、利率期货、国债期货、黄金期货等品种。

2003年12月29日,KOFEX会员大会通过了接纳19家证券公司作为KOFEX特别会员的决议,这些特别会员仅被允许交易KOSPI200产品及个股期权,如此一来,原来在证券交易所交易的KOSPI200指数期货和期权交易终于转至KOFEX。

2005年1月份,原来的韩国证券交易所(KSE)、韩国期货交易所(KOFEX)和韩国创业板市场(KOSDAQ),合并并更名为韩国证券期货交易所(KRX)。

目前,该交易所由五大部门组成,分别是行政后台服务部、股票市场分部、Kosdaq市场分部、期货市场分部、市场监管分部。这次整合的加乘效应促进韩国证券期货交易所成为世界主要的资本市场之一。特别是随着KOSPI200期权交易的迅速增长,韩国证券期货交易所成交规模迅速放大,成为世界上最重要的衍生品市场之一。

交易品种

KRX是一个综合性金融市场。交易品种包括股票、ELW、债券(包括国债、公司债券、可转换债券等)、股指期货、股指期权、单个股票期权、各种基金及投资信托、外汇期货和黄金期货等。特别是专门引进了ELW、上市指数基金(ETF)、不动产投资信托(REIT'S)等各种新产品来满足投资者的需求。我们将其分类,可以分为以下五大类:股票指数期货期权、个别股票期权、债券和利息期货、外币期货以及黄金期货。



KOSPI200 期货及期权：是以有价证券市场本部主要的 200 个品种为总市值基准推出的 KOSPI200 指数作为交易对象的商品，因此，KOSPI200 期货及期权是以股票指数为交易对象，最终结算采用现金支付。

STAR 指数期货：是在 KOSDAQ 市场（创业板）上市的具有优良市场代表性、流动性以及财务健全性的 30 个品种组成类型后，以 STAR 指数为交易对象的商品，也采用现金支付方式。

个别股票期权：在有价证券市场本部上市的流通股 1000 万股以上、小额股东 10000 名以上、一年间总交易额 5000 亿韩元以上的普通股中，考虑总市值和财务状况，选中 30 家企业发行的股票作为交易对象的商品。

债券及利息产品：3 年、5 年国债期货是以 3 年、5 年国债期货到期为基准，3 年、5 年国债残存期间为对象进行交易的合同。证券期货是以韩国银行发行的 364 天通货安

全证券的流通利润为交易对象的商品，向投资者提供变动短期利息的风险管理手段，交易对象是 364 天通货安全证券的利息。

外币期货：是指为将来一定时期需求的外币（美元、日元、欧元），现在预先进行买卖的合同。

货物商品：即指黄金期货，交易对象是 99.99% 纯度金锭，结算方法采用转让结算的方法。

韩国证券期货交易所中指数期货和期权相对活跃，尤其是期权，其交易量目前排名世界前列。其期货市场分部主要交易五类产品：利率产品、指数产品、股票产品、外汇产品和商品产品。指数产品有三个品种：Kospi200 期货、Kospi200 期权和 Kostaq50 指数期货、Kostaq50 指数期权。其中，成交量最大的是 Kospi200 期权。

韩国期货市场的特征

在经历了 1997 年东南亚金融危

机的重创之后，1999 年韩国证券交易所推出了股指期货，在其后短短的几年时间里，该品种的交易量迅速增加，交易额在 2005 年时就达到了 91 亿韩元。在韩国期货市场上，交易品种除黄金期货外，都是金融衍生品，其中 KOSPI200 股指期货在 2001 年一跃成为当年全球期货交易量排名第一的品种，此后更是连年排名居前。

韩国股指期货交易发展如此迅速，是和韩国政府的扶持、法律的完善、市场监管以及投资者结构是分不开的。

完善的法律体系

1987 年韩国政府就修改了证券法，为股指期货的推出提供法律支持。1993 年成立了期货、期权委员会，为金融衍生品的推出提前做好准备。后来又在 1995 年 12 月出台了期货交易法，为日后期货期权市场的发展铺平了道路。韩国期货交易所上市一个新品种，只需通过金融监察局和财政部两个环节的政府审批，这为金融创新提供了非常宽松的外部环境。

1997 年，亚洲爆发金融危机，韩国政府没有把金融风险归咎于金融衍生品市场，而是通过这次危机进一步认识到了金融衍生品作为风险管理工具的重要性，从而为此后韩国指数期货期权的发展奠定了基础。

严格单一的市场监管体系

目前，韩国期货市场的监管方主要由金融监督委员会（FSC）及其下设的证券和期货管理委员会（SFC）负责。FSC 作为韩国金融市



场的唯一监管者，其建立的目的是在快速多变的金融环境下达到有效和适合的金融监管，FSC 的功能重在制定政策、修订法律。在期货商或韩国期货业协会以违法方式取得营业许可，或无法达成指定条件时，金融监督委员会可以下令取消其营业执照。

依照期货交易法的规定，金融监督委员会授权金融监理服务公司(FSS)执行对期货交易所、期货业协会与期货公司等机构的营业项目及资产检查，并负责提供期货市场上各交易会员与投资者的投资保障。若任何公司或任何人违反期货交易法，金融监督委员会均可直接要求金融监理服务公司进行相关调查。韩国期货交易所(KOFEX)的活动违反法律规定时，金融经济部可下令取消交易所的营业执照。

国际化

韩国资本市场自 1992 年开放以来逐渐扩大规模，到 1998 年，实行全面开放。外国投资者较高的持股比例是韩国资本市场的重要特点之一。市场对外开放导致外汇资本慢慢流入韩国市场。2004 年以来，外国投资者持有韩国上市公司股票金额约占 KRX 总市值的 40%。

这不仅说明韩国的国际化水平，还充分说明了外国投资者对韩国证券市场的信心和积极参与。

较低的市场准入

韩国股指期货交易的最大特点就是个人投资者所占比例很大，这与发达国家的衍生品市场的投资者结构大不相同，发达国家主要是机构投资者为主，个人投资者参与高

杠杆投资市场交易的比较少。这主要归因于该国股指期货合约的设计上独出心裁，降低了本国股指期货的参与门槛，让中小投资者成为股指期货的参与主体。

韩国的 KOSPI200 股指期货的乘数为 500000 韩元，变动最小单位为 0.05 点，即 25000 韩元，相当于 200 元人民币。1997 年，KOSPI200 期权的推出是对 KOSPI200 期货投资的一种保障机制，韩国 KOSPI200 指数期权采用欧式期权，乘数为 100000 韩元，假设权利金为 0.01 点，那么期权价格则为 1000 韩元，仅相当于 8 元人民币。低门槛使得散户投资者可以轻松参与股指期货期权交易，大大扩大了投资者范围。

大量个人投资者的参与避免了股指期货的被操纵以及内幕交易的发生，使得其市场能够持续健康发展。

韩国期货发展对中国的启示

韩国期货业近几年的成功发展，与其金融监管体系的改革是密切联系的，为中国期货业监管的改革也提供了一定的思路。

中国目前的期货监管体系非常类似韩国金融危机前的期货监管模式，这样的模式在金融创新发展的时代面前，必然要暴露出其固有缺陷。因此，在改革中借鉴韩国期货市场监管的成功做法和经验就很有必要。比如，政府支持，完善法律及加强监管，这些也都是中国期货市场健康快速发展的前提。

此外，在投资者结构方面，我国与韩国比较相似，在证券交易市场上个人投资者所占比重比较大。

而韩国对这点的认识非常明确，通过合理的合约设计，充分发掘了个人投资者的投资能力，同时也加大了引入外国投资者的力度。

我国截止到 2005 年 12 月 31 日，已批准 31 家 QFII 投资额度，总计 56.45 亿美元，占上海证交所股票 2005 年日均交易额(114.6 亿元)的将近 50%。合格的境外投资者的额度已经初具规模，这为未来推出股指期货时市场投资理性提供了一定的保证。

个人投资者是我国证券市场的主要投资力量，经历了 2005 年熊市及 2008 年金融危机后之后，市场信心受到重创，正需要股指期货这样的交易品种来规避风险，这就需要合理的合约设计，降低投资门槛，允许更多的个人投资者参与交易。

最后，大力开展股指期货和期权知识的普及与教育。当初韩国的股指期货上市的时候，韩国公众对其看法不一，争论非常大。韩国政府除了在政策上对期货市场进行积极扶持之外，还利用媒体大力宣传 KOSPI200 的股指期货和期权交易，举办各种培训班对新产品进行宣传和推广，使普通投资者尽快熟悉这些品种，参与市场交易，使市场长期保持活跃，使交易期权成为韩国人的日常生活内容。

总体而言，韩国期货市场的发展之路对我国具有重要的参考意义。在完善法律加强监管的同时，充分调动个人投资者、不断吸引机构投资者是未来发展我国衍生品市场的必然选择。■

国际投行加紧进军人民币衍生品市场

为顺应新的货币市场良好的发展势头，德意志银行于4月11日在其外汇市场电子交易平台 Autobahn FX 推出离岸人民币（CNH）掉期和远期合约。巴克莱资本也在4月4日对旗下的 CNH 服务进行了拓展，如今其客户可以交易 CNH 现货、掉期及远期合约。多家银行表示，德意志银行和巴克莱资本进军 CNH 衍生品市场表明了客户的需求。

CFTC 和 SEC 提议在掉期监管中免除保险合同

金融监管机构对从《多德弗兰克法案》要求的掉期监管规则中免除包括保险合同、取暖油及与商品相关的远期提案进行了表决。美国商品期货交易委员会（CFTC）与证券和交易所委员会（SEC）在两场分别的会议中就何种交易类型应受到新规则的监管进行讨论。最终，双方均同意就提案向公众征询意见。

CME 推出 3 种新的周到期粮食期权

芝加哥商业交易所（CME）集团4月27日宣布推出新的周到期的玉米、小麦和大豆期货期权。新合约于5月23日起交易，遵从芝加哥期货交易所（CBOT）的上市规则，接受 CBOT 监管。新合约美式期权，通过 CME 的 Globex 平台进行电子交易和公开报价，每周五到期，标准或串行期权到期日除外。

CFTC 建立新的 TAC 小组委员会

技术咨询委员会（TAC）主席5月初表示，CFTC 决定建立数据标准化小组委员会，为在交易所内外交易的多种衍生品提供符合相关法律和金融条款的标准描述、定义和估价参考数据。他还表示，《多德-弗兰克法案》的数据和报告指令把 CFTC 推到了复杂的数据、金融和法律交叉点。

HKEx 拟推出复合期货

香港交易所（HKEx）于2011年5月9日在旗下股票期权市场推出由5种活跃的股票期权类型组成的复合期货。这5种股票期权分属于中国建设银行、中国人寿保险公司、中国移动公司、HKEx 和汇丰银行。据悉，复合期货有利于投资者更好地管理股票期权投资组合风险，削减他们在期权交易活动中的资本支出。

ICE 将通过 CME 清算信用违约掉期

洲际交易所（ICE）计划通过芝加哥商业交易所（CME）集团促进其直通式处理软件 ICE Link 的信用违约掉期（CDS）清算服务，从而为消费者提供更多的衍生品清算选择。CME 在2009年12月推出了 CDS 清算服务。ICE Trust 美国清算所和 ICE 清算欧洲自2009年分别上市后便开始使用 ICE Link 的同时处理服务。

LME 拟推出专属清算系统

伦敦金属交易所（LME）有计划推出专属清算系统，有可能取代 LCH.Clearnet 为其提供的清算服务。LME 首席执行官5月在向交易所成员发布的公告中表示，LME 已经花费了几个月的时间酝酿这个计划。在他看来，新系统将促进交易所收入的大幅增长。LME 将就清算系统计划向股东和成员征询意见。

SGX 考虑与 HKEx 合并

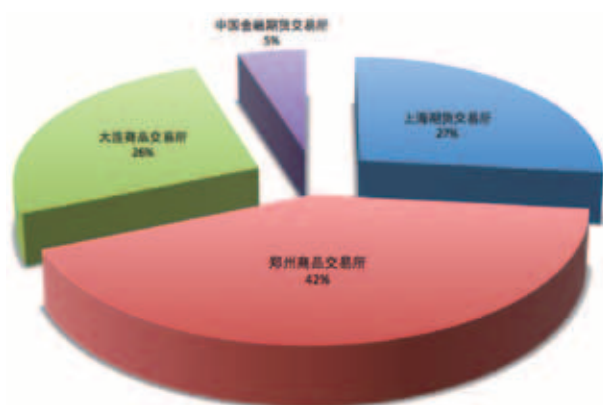
新加坡交易所（SGX）总裁5月2日在出席孟买世界交易所联盟大会时表示，SGX 计划与香港交易所（HKEx）等交易所商讨合并可能。他说，目前 SGX 并没有酝酿任何变革性的交易，而是专注于扩展衍生产品清算服务、吸引更多公司前来挂牌以及寻找与其他交易所合作来推动营收增长。他还表示，一旦 HKEx 提出合并主张，SGX 定会欣然接受。

2011 年一季度全国期货市场成交情况统计

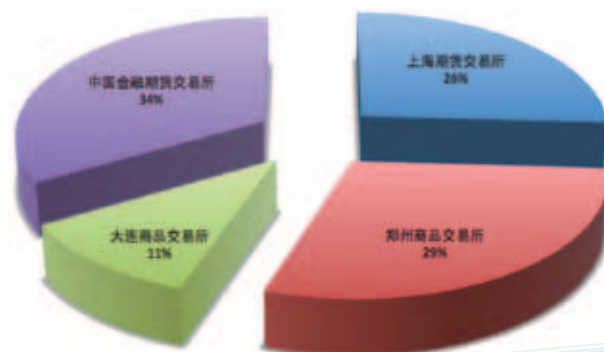
交易所名称	品种名称	一季度成交总量(手)	去年同期成交总量(手)	同比增减(%)	一季度成交总量占全国份额(%)	一季度成交总额(亿元)	去年同期成交总额(亿元)	同比增减(%)	一季度成交总额占全国份额(%)	一季度末持仓量(手)	一季度末持仓量占全国份额(%)
上海期货交易所	铜	5,670,042	12,356,391	-54.11%	2.40%	20,454.02	36,329.32	-43.70%	6.08%	135,189	3.88%
	铝	1,520,736	6,140,839	-75.24%	0.64%	1,290.70	5,280.87	-75.56%	0.38%	140,761	4.04%
	锌	15,484,595	20,073,146	-22.86%	6.54%	14,731.47	19,077.60	-22.78%	4.38%	170,073	4.88%
	铅	69,155	—	—	0.03%	328.07	—	—	0.10%	3,438	0.10%
	黄金	418,931	842,792	-50.29%	0.18%	1,248.21	2,086.95	-40.19%	0.37%	23,579	0.68%
	天然橡胶	21,042,287	37,468,428	-43.84%	8.89%	39,922.99	45,353.51	-11.97%	11.87%	95,223	2.73%
	燃料油	1,261,290	4,009,969	-68.55%	0.53%	606.43	1,832.80	-66.91%	0.18%	41,421	1.19%
	螺纹钢	17,579,304	45,850,624	-61.66%	7.43%	8,534.88	20,696.39	-58.76%	2.54%	360,577	10.36%
	线材	1,167	69,724	-98.33%	0.00%	0.57	29.13	-98.04%	0.00%	21	0.00%
	总 额	63,047,507	126,811,913	-50.28%	26.65%	87,117.32	130,686.56	-33.34%	25.91%	970,282	27.86%
郑州商品交易所	棉花	42,104,846	7,983,786	427.38%	17.80%	63,927.76	6,626.89	864.67%	19.01%	266,436	7.65%
	早灿稻	1,756,237	1,028,519	70.75%	0.74%	451.79	219.30	106.01%	0.13%	64,592	1.85%
	菜籽油	1,438,101	1,954,248	-26.41%	0.61%	761.90	800.00	-4.76%	0.23%	71,800	2.06%
	白糖	27,217,109	93,982,187	-71.04%	11.50%	19,427.29	50,600.36	-61.61%	5.78%	330,878	9.50%
	PTA	22,163,455	13,346,869	66.06%	9.37%	12,755.06	5,521.06	131.03%	3.79%	142,565	4.09%
	强筋小麦	4,803,921	218,645	2097.13%	2.03%	1,405.67	49.68	2729.72%	0.42%	80,822	2.32%
	普通小麦	18,750	3,396	452.12%	0.01%	4.37	0.66	561.36%	0.00%	4,030	0.12%
	总 额	99,502,419	118,517,650	-16.04%	42.06%	98,733.82	63,817.93	54.71%	29.36%	961,123	27.60%
大连商品交易所	黄大豆一号	5,716,048	8,964,612	-36.24%	2.42%	2,593.94	3,490.38	-25.68%	0.77%	245,199	7.04%
	黄大豆二号	2,262	2,992	-24.40%	0.00%	1.07	1.19	-10.13%	0.00%	50	0.00%
	玉米	8,840,476	2,639,409	234.94%	3.74%	2,121.01	498.21	325.73%	0.63%	398,146	11.43%
	LLDPE	11,689,764	7,514,899	55.55%	4.94%	7,037.99	4,382.21	60.60%	2.09%	101,483	2.91%
	豆粕	11,726,109	23,886,263	-50.91%	4.96%	4,025.34	6,826.66	-41.04%	1.20%	374,996	10.77%
	棕榈油	5,830,232	14,471,038	-59.71%	2.46%	5,596.11	9,994.55	-44.01%	1.66%	88,593	2.54%
	聚氯乙烯	3,923,672	1,763,465	122.50%	1.66%	1,642.46	676.10	142.93%	0.49%	46,865	1.35%
	豆油	14,530,170	18,052,469	-19.51%	6.14%	15,072.08	13,613.96	10.71%	4.48%	257,945	7.41%
	总 额	62,258,733	77,295,147	-19.45%	26.31%	38,089.99	39,483.24	-3.53%	11.33%	1,513,277	43.46%
中国金融期货交易所	沪深 300 股指	11,789,513	—	—	4.98%	112,337.10	—	—	33.41%	37,433	1.08%
	总 额	11,789,513	—	—	4.98%	112,337.10	—	—	33.41%	37,433	1.08%
全国期货市场交易总额		236,598,172	322,624,710	-26.66%	100.00%	336,278.22	233,987.72	43.72%	100.00%	3,482,115	100.00%

注:1. 本表根据上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所提供数据计算;2. 表中数据均为单边计算;3. 表中数据均不含期转现数据。

2011 年一季度各交易所成交量分布图



2011 年一季度各交易所成交额分布图



数据库



《蓝天·长城》

► 刘丽娜 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资 0711 — L0173 号