



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3期/总第21期

(内部资料 免费交流)

刘志超：崇尚专业精神打造专业服务 >p6

冯博：期货投资咨询业务发展思路 >p10

周天勇：资源供需的严峻形势与破解路径 >p12

黄河：波士顿咨询成功之道 >p16

笔夫：全球大宗商品市场运行趋势 >p39

屈正哲：探求期货投资咨询服务的价值 >p76

服务·产品·创新

2011年第五届中国期货分析师论坛专题



中期协召开 “纪念建党90周年暨表彰大会”

6月27日，中国期货业协会召开了“纪念建党90周年暨表彰大会”，热烈庆祝中国共产党90华诞，同时表彰在“党的光辉照心中”主题征文活动中获奖的同志。



中期协组织全体员工进行拓展训练

6月11日至12日，中国期货业协会组织全体员工在北京郊区进行了主题为“熔炼团队，超越自我”的拓展训练。通过此次训练，大家的团队意识和精神风貌得到了充分的锻炼和展示。



经过 20 年的积累和发展，我国期货市场结构不断完善，市场功能日益发挥，实体企业和产业客户利用期货市场进行风险管理、套期保值的需求不断增加。特别是在股指期货推出后，广大机构投资者对市场表现出了极大兴趣。在这样的背景下，《期货公司期货投资咨询业务试行办法》颁布施行，我国期货行业的发展从此站在了一个新的起点上。

期货投资咨询业务的推出改变了整个行业的竞争模式。长期以来，期货公司只能依托单一经纪业务生存，市场分析报告等仅作为为客户提供的增值附加服务，并不收取任何费用。随着期货投资咨询业务的推出，期货公司的盈利手段更加丰富，期货行业也将改变“同质化”竞争状态，并由此步入“差异化”经营的道路。

在带来新的发展机遇的同时，期货投资咨询业务也使期货公司面临严峻挑战。期货投资咨询业务面向的是专业客户，跟传统意义上的围绕经纪业务“拉客户、做交易量”的经营方式有着本质区别。期货公司应充分了解和掌握广大投资者，特别是产业和机构客户的多样化需求，从而提供高质量的专业化服务。只有这样，期货公司才能在新的行业发展环境下继续生存，乃至做大做强。

对于期货分析师来说，期货投资咨询业务的推出同样机遇与挑战并存。一方面，期货投资咨询业务使得市场对期货分析师进行了新一轮的价值评估。在近期举办的两次期货投资咨询业务考试过程中，通过考试的员工得到了所在期货公司的奖励和器重，期货分析师地位和作用的提升可见一斑。另一方面，期货投资咨询业务对期货分析师的专业素质和道德修养提出了更高要求。由期货分析师进行的研究分析、交易咨询和风险管理顾问研究，对产业和机构客户具有深远影响。在业务开展过程中，期货分析师应严格遵守诚实信用、勤勉尽责的职业操守，不断提升自身的业务技能，从而为客户提供高水平、专业化的期货投资咨询服务。

在期货投资咨询业务即将推出之际，“2011 年第五届中国期货分析师论坛”在如画的杭州西子湖畔盛大召开。期货投资咨询业务的推出使得这一盛会“实至名归”。本届论坛以“服务、产品、创新”为主题，多位业内外知名专家围绕如何做好期货投资咨询业务以及宏观经济形势、商品与金融市场运行趋势等话题进行了深入分析和广泛交流。在论坛结束后，中国期货业协会还专门组织了两期“期货投资咨询业务培训班”。本期杂志以专刊的形式全面还原了本届论坛的盛况，同时对“期货投资咨询业务培训班”的授课内容进行了整理。■



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
媒体顾问 邓 妍
执行主编 刘 涛
责任编辑 杜 娜 黄 剑 杨 琪
 王彦鹏 程惠鑫

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。
* 本出版物文章未经许可，不得转载。

2011 年第五届中国期货分析师论坛

在 21 世纪第二个十年开局之际，中国期货业迎来一年一度的行业盛会，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 6 家业内知名公司共同承办的“第五届中国期货分析师大会”于 4 月 24 日在美丽的西子湖畔隆重举行。

05 主论坛

服务·产品·创新

- 06 崇尚专业精神 打造专业服务 刘志超
- 08 推出投资咨询业务对期货市场发展具有重要意义 韩薇
- 10 期货投资咨询业务发展思路 冯博
- 12 资源供需的严峻形势与破解路径 周天勇
- 14 台湾地区投资咨询业务实践与人才培养 陈惟龙
- 16 波士顿咨询成功之道 黄河
- 18 圆桌讨论
期货投资咨询业务与期货公司发展战略



25 金融期货分论坛

股指期货·衍生品·套期保值

- 26 抓住历史机遇 促进中国金融期货市场发展 惠涓
- 28 中国股票市场展望：徘徊与选择 洪榕
- 30 对冲基金在衍生品市场的发展 刘震
- 31 股指套保实践与启示 章飏
- 32 圆桌讨论
股指期货运用之道



► P06 [主论坛]

崇尚专业精神 打造专业服务

35 商品期货分论坛

宏观经济·大宗商品

- 36 保持商品价格稳定运行 促进国民经济健康持续发展 徐连仲
- 39 全球大宗商品市场运行趋势 笔夫
- 41 全球能源化工市场趋势 于淼
- 45 有色金属市场运行特点及价格周期 张荣辉
- 48 分析师应综合考虑影响玉米价格的因素 王晓辉
- 50 圆桌讨论 精彩观点
大宗商品市场分析方法与运行趋势



► P12 [主论坛]

资源供需的严峻形势与破解路径

53 期货投资咨询业务分论坛

投资咨询业务·产品创新·风险管理顾问

- 54 期货投资咨询业务研讨会

63 期货投资咨询业务培训专题

大力培养人才·积极促进咨询业务稳步开展

- 64 深入解读 促进期货投资咨询业务稳步开展 吴运浩
- 67 台湾期货顾问业务的运营情况和模式 卢廷劼
- 70 期货咨询业务的角色定位及经营之道 任俊行
- 73 台湾期货市场投资咨询业务经验谈 洪守杰
- 76 探求期货投资咨询服务的价值 屈正哲
- 79 提升咨询服务水平 打造高质量期货投资分析报告 刘仲元
- 82 以德为先 提升期货投资咨询业务人员职业道德 曹胜
- 85 以风险管理为重点 积极推进期货投资咨询业务开展 王红英 敖翀



► P16 [主论坛]

波士顿咨询成功之道





2011^{第五届}

中国期货分析师论坛

主论坛

服务 · 产品 · 创新

在 21 世纪第二个十年开局之际，中国期货业迎来一年一度的行业盛会，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 6 家业内知名公司共同承办的“第五届中国期货分析师论坛”于 4 月 24 日在美丽的西子湖畔隆重举行。

本届大会恰逢期货投资咨询这一创新业务推出之际，大会以“服务 · 产品 · 创新”为主题，多位业内外知名专家围绕如何做好期货投资咨询业务以及宏观经济形势、商品与金融市场运行趋势等话题进行了深入分析和广泛交流。本届大会沿袭了历届采取主论坛、分论坛、圆桌讨论、嘉宾讨论以及现场互动相结合的模式，在主论坛外还分别设立了金融期货、商品期货、投资咨询业务研讨会三个分论坛。其中，作为期货公司的创新业务，期货投资咨询无疑是本届论坛最受关注的话题。



刘志超

中国期货业协会会长

期货投资咨询业务的开展，不仅为期货公司在转变经济发展方式、在更高层次为国民经济服务上提供了机会，同时也是对期货公司专业化水平的检验。机遇和挑战并存，机遇大于挑战。

崇尚专业精神 打造专业服务

“江南忆，最忆是杭州”。一年一度在杭州举办的“中国期货分析师论坛”已经成为期货行业研究分析人员、期货业内外机构沟通交流的一个重要平台和专业性盛会。今年的论坛适逢期货投资咨询业务推出之际，希望与会嘉宾和代表能够围绕大会主题，就期货投资咨询业务的开展进行充分的交流和研讨。借此机会，我对期货投资咨询业务谈几点看法：

一是期货公司要从服务资本市场和经济社会发展全局的战略高度，充分认识推出期货投资咨询业务的重要意义，积极探索期货投资咨询业务服务实体经济发展的模式和路径。

期货投资咨询业务的推出，不仅是为了解决期货公司业务同质化和经营模式单一的问题，更是为了加速提升期货公司的中介业务水平，加快实施期货行业做优做强的整体战略，服务于转变经济方式和金融改革对价格话语权与风险管理工具的迫切需求。

因此，开展期货投资咨询业务，要以开放的经营思路和长远的战略眼光，将期货行业和实体行业的利益有机结合起来，实实在在地扎根于实体经济的土壤中，立足于提升我国在大宗商品市场上的话语权，积极引导和培育实体企业科学合理地利用期货市场进行风险管理。

二是期货投资咨询业务的推出，将有助于进一步提升期货公司的专业化水平。期货公司应充分了解和掌握期货投资者特别是产业客户的多样化需求，提供高质量的专业服务。

期货市场由于其风险管理的特性而不同于其他市场，期货投资咨询业务应针对客户的不同需求，提供“高层次、全方位、个性化”的专业风险管理咨询服务。期货投资咨询业务的专业性不仅体现在对期货合约的熟悉，对期货规则的了解，对期货价格的预测，更体现在对现货市场特点的了解程度，对相关品种产业链的掌握程度，以及对现货企业经营管理方式和流程的熟悉程度。

衡量期货投资咨询业务是否专业的一个基本标准就是期货公司针对行业特征和企业需求分析、诊断和提出有针对性的风险管理方案的能力。因此，为了满足不同行业、不同企业多样化的需求，期货公司投资咨询业务必须要走专业化的道路，努力研究发展符合实体产业发展需求的风险管理产品和服务，特别是要针对不同品种及其产业链，建立不同的咨询服务团队，制订不同的咨询业务策略，开发不同的咨询服务产品。

三是期货投资咨询从业人员要严格遵守“诚实信用，勤勉尽责”的职业操守，以“止于至善”的专业精神不断提升自身的业务技能，为客户提供高水平、专业化的期货投资咨询服务。

期货市场区别于其他金融市场的最显著特征就是，期货市场提供的商品定价和风险管理工具。从这种意义上讲，期货投资咨询人员提供的研究分析、交易咨询和风险管理顾问产品和服务，对于期货市场定价和企业风险管理具有重要的影响。因此，对于期货投资咨询人员专业素质和道德修养的要求，无疑要高于一般的从业人员。

首先，期货投资咨询人员担负着为市场参与者和公众提供客观、准确的价格信息的社会责任。期货市场与实体经济发展息息相关，期货投资咨询人员在提供期货行情分析、市场研究报告的时候，一定要从维护经济平稳运行、维护期货市场运行效率、维护投资者合法权益的大局出发，公正客观、谨言慎行，避免误导公众和投资者。

其次，期货投资咨询人员肩负着投资者教育和引导机构投资者理性参与期货市场的社会义务。期货投资咨询人员在执业过程中，一定要“以诚立业、以信取人”，特别是要注意引导客户正确认识期货市场，培养其科学的风险管理理念，通过期货市场达到套期保值和规避风险的目的，而决不能把投资咨询变成哗众取宠、招徕客户的噱头。

最后，期货投资咨询人员的服务能力与客户经济利益息息相关。如果说

“财富管理管的是多少”，那么“风险管理管的是生死”。期货投资咨询人员的履职能力、专业水平攸关客户重大核心利益，甚至关系到一个企业的存亡。容不得半点马虎和懈怠。期货投资咨询人员必须要本着“客户至上”和“止于至善”的精神，以高度负责的态度，不断提升自身专业技能，精心为客户提供咨询服务。

期货投资咨询人员在从业过程中，将面临巨大的利益诱惑，严格遵守职业操守应该成为做好业务的基础。古人云：“君子笃于义而薄于利，敏于事而慎于言”。期货投资咨询人员的一言一行，不仅代表着从业人员个人及其所服务的期货公司声誉，更关系着整个期货行业的社会形象。我真心地希望，在今天这样一个市场发展的关键时期，大家能够本着对行业负责、对社会负责的态度，严格自律，诚信合规，妥善处理眼前利益与长远利益、个体利益与整体利益的关系，努力打造充满阳光的、高质量的期货投资咨询业务。■

古人云：“君子笃于义而薄于利，敏于事而慎于言”。期货投资咨询人员的一言一行，不仅代表着从业人员个人及其所服务的期货公司声誉，更关系着整个期货行业的社会形象。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



韩薇

中国证监会浙江监管局副局长

2010 年是我国金融期货诞生的元年。随着证监会《期货公司期货投资咨询业务试行办法》的正式颁布，2011 年将成为我国期货投资咨询业务发展的元年。

推出投资咨询业务 对期货市场发展具有重要意义

大家上午好！首先，我谨代表中国证监会浙江监管局对“第五届中国期货分析师论坛”的顺利召开表示热烈的祝贺，对各位嘉宾能在百忙之中参加本次会议表示感谢。

近几年，随着品种创新和制度创新的稳步推进，我国期货市场发展呈现出又好又快的态势。2010 年是我国金融期货诞生的元年。随着证监会《期货公司期货投资咨询业务试行办法》的正式颁布，2011 年将成为我国期货投资咨询业务发展的元年。

期货投资咨询业务的正式推出，对于期货市场具有重要的意义。

首先，有助于促进期货经纪行业资源的优化配置。经过这几年期货市场的规范发展，市场参与各方对期货研究日益重视。期货投资咨询业务的推出，将使综合实力较强、具有较为雄厚研发实力的期货公司有机会改善赢利能力，在竞争中脱颖而出，促使优质的期货公司逐步做优做强。甚至，还将促进期货公司的优胜劣汰，促进兼并重组，使期货行业的资源配置得到优化。

其次，有助于提升期货市场为国民经济服务的能力。目前，期货市场已发挥了一定的价格发现和风险规避功能。但期货市场投资者结构仍然存在一定的不合理性，这突出地体现在产业客户占比仍然偏低。不少产业客户因缺乏专业知识和专业人才，无法或不敢利用期货工具进行风险管理操作。

随着期货投资咨询业务的推出，期货公司可以为产业客户提供风险管理咨询这一高度专业化的服务，以协助产业客户提高利用期货市场进行风险规避的能力。这有助于提高参与市场交易的产业客户的比重，改善我国期货市场的投资者结构，从而使期货市场更好地为国民经济发展服务。

浙江是期货市场发展的强省。浙江省累计代理交易额达到了 7.6 万亿元，占全国的 14.52%，持仓量占全国的 16.79%，客户权益为 253.96 亿元，占全国期货保证金总量的 15.26%，公司的客户总数为 20 多万户。对浙江这一期货强省而言，期货投资咨询业务的推出将带来深刻的影响。

在浙江，期货公司均具有较强的研发实力，尤其在商品期货研究方面，积累了较为丰富的经验；同时浙江的民营经济较为发达，具有大量与大宗商品交易有关的中小型制造业企业。但是这些企业一般没有参与期货市场套期保值交易的专门人才和专业知识。期货投资咨询业务的推出，为使浙江省期货公司投资咨询业务的知识供给与企业需求相匹配提供了媒介。投资咨询业务的推广，将有助于促进浙江期货市场的稳健发展，并进一步提升其为浙江经济服务的能力。

今天，来自全国各地的期货分析师都积极参与了本次大会，在此共同探讨期货投资咨询方面的相关问题。在此，我祝愿各位分析师能在本次大会上有所收获，并期待各位分析师为将来期货投资咨询的发展作出贡献！

期货投资咨询业务的推出，为使浙江省期货公司投资咨询业务的知识供给与企业需求相匹配提供了媒介。投资咨询业务的推广，将有助于促进浙江期货市场的稳健发展，并进一步提升其为浙江经济服务的能力。



本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



冯博

中国证监会期货二部副主任

当前期货市场正处于“从量的扩张向质的提升转变”的关键时期，我国期货市场应坚持服务和服从于实体经济，发挥期货市场的功能，推动国民经济稳步发展。

期货投资咨询业务发展思路

在《期货公司期货投资咨询业务试行办法》施行之前召开这次大会适逢其时，我在此讲三点意见供大会参考：

服务国民经济是期货行业面临的重要任务

尚福林主席在上月“全国期货监管工作座谈会”上指出，未来五年要稳步发展期货市场。当前期货市场正处于“从量的扩张向质的提升转变”的关键时期，我国期货市场应坚持服务和服从于实体经济，发挥期货市场的功能，推动国民经济稳步发展。在期货市场从量到质的转变过程中，要更加重视期货公司的中介服务功能，使其成为连接客户和交易所的纽带。

为此，要以推出投资咨询业务为契机，提高期货公司的研究能力，引导期货公司贴近产业、融入企业。为了落实领导指示，期货二部进行了长期筹备，正式发布了《期货公司期货投资咨询业务试行办法》，对期货公司开展投资咨询业务的范围、条件等提出了要求。这为期货公司下一步发展开拓了重要的创新渠道。

提高期货公司服务能力，切实满足经济发展需求

期货行业近年来取得了重大发展，但是仍难以满足国民经济发展需求。中国期货市场的期货公司是中国乃至世界发展最快的机构之一。期货公司的客户从2007年的39.5万户增长到2010年的121万户，年均增长了69%。客户保证金年均增长117%，期货公司的净资产年均增长56%。不过，现实市场的发展增加了企业的风险管理需求，期货公司的已有服务很难有效满足客户的这些需求。国际金融危机之后，大宗商品的价格和主要汇率的变动日趋激烈，原油价格从2010年的80美元上涨到目前的110美元，黄金的涨幅是50%，铜的涨幅是20%，钢铁的涨幅是23%。


作为世界上第二大经济体，中国 2010 年的石油消费量是 4.4 亿吨，居世界第二；煤炭消费量是 32 亿吨，居世界第一；钢铁消费量是 77 亿吨，居世界第一；铜、橡胶的消费量也都是世界第一。这意味着，国际商品市场的价格波动将对我国实体行业的盈利形成较大压力。为此，实体经济须依赖于更多的风险管理工具来管理大宗商品的价格风险。但遗憾的是，虽然期货公司在“量”上获得了一定发展，但其提供的服务还很难满足行业需求，其服务质量还有待进一步提高。

提高期货公司的服务质量，关键在于开发出适合客户需求的产品，找出发展的突破点。期货投资咨询服务的推出，为期货公司以行业需求为导向，通过提高研究水平来更好地为客户提供服务提供了契机。

以投资咨询服务为依托，提高期货公司服务专业性

在发展投资咨询业务时，期货公司管理层要树立正确的理念，为推动期货公司的专业化发展构建良好的平台。期货投资咨询业务并非传统意义上依附于经济领域的投资咨询，而是面向专业客户，以市场化方式提供的专业服务。这一业务为现有 160 多家期货公司摒弃传统的单一经纪业务竞争模式，转而通过专业实力展开竞争提供了契机。

要培养和吸引高水平的队伍进入我们的市场。一方面，要多举办如本次论坛的交流盛宴，加强投资咨询业务培训，构建高水平的研究队伍，为未来业务的发展开辟渠道。另一方面，要放开胸怀欢迎高水平的人才走进我们的期货行业，走进我们的期货市场，为我国期货市场走出国门、走向世界做好准备。我们分析师队伍发展，我们期货市场发展的前景将在未来更加广阔。

最后预祝本次大会圆满成功！谢谢各位！



提高期货公司的服务质量，关键在于开发出适合客户需求的产品，找出发展的突破点。期货投资咨询服务的推出，为期货公司以行业需求为导向，通过提高研究水平来更好地为客户提供服务提供了契机。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



周天勇

中央党校研究室副主任

解决粮食问题有几个出路。一是进口粮食。不过，中国一进口粮食，粮食价格就会上升；二是采用转基因技术，向大家提供转基因食品；三是输出人；四是改造耕地。

资源供需的严峻形势 与破解路径

根据经济增长率、城镇化率、资源保有量等指标，我们完成了一个有关土地、淡水、石油、天然气、铁矿等关系到国民经济的一些重大的资源供应能力的课题。

对于每项指标，我们都按照低、中、高三种方案进行了测算。我们发现，在未来30年，我国一些资源的供需矛盾较为突出。在技术条件不变的情况下，依据粮食的种植面积和复种率等指标测算，粮食的缺口大约有7亿亩地。淡水的缺口，以低方案测算为2千亿立方米，高方案测算为7千亿立方米。

其中的原因，是由于我国大量的淡水被用来种植粮食，而粮食价格偏低，造成了种植过程中大量浪费淡水的现象。钢铁对于中国未来发展形成的资源约束是最大的。在中国没有发现有潜力的大的铁矿资源。品味很低的贫矿很多，但是储量不大。同时，钢铁资源较难被其他材料所替代。

石油、天然气、煤炭的供求情况也不容乐观。依据国家统计局的统计，我国2009年石油的消耗量为29亿吨，天然气为3万多立方米，煤炭为3千多亿吨。在未来的31年，按照低、中、高方案测算，中国将消耗掉中下水平的全球石油储量的26%-40%，天然气储量的2%-8%。

解决粮食问题有几个出路。一是进口粮食。不过，中国一进口粮食，粮食价格就会上升；二是采用转基因技术，向大家提供转基因食品；三是输出人；四是改造耕地。

如果不想把中国人全部送到全世界，最根本的办法就是改造耕地。最近课题组向国土资源部提出了建议，希望能够改造沙漠和滩涂地，使之变为“耕地”。中国有2.5亿亩沙漠，几千万亩的滩涂地，如果加起来可以改造出11亿亩耕地。沙漠的改造成本大约是3-4万元/亩，盐碱地的成本大约是5万元/亩。

课题组建议中央确立谁改造、谁投资，谁就获得100年使用权的

调整产业结构可以通过提高第三产业所占比重来实现，这将可能降低经济发展对于资源的需求。调整城乡结构的途径是，推动城镇化代替建设新农村。

政策，允许土地交易，以引导社会投资改造土地。目前国土资源部正在考虑，并在山东等地展开了试点。同时课题组建议改革土地制度，在 2.7 亿亩的村庄用地中盘出 1 亿多亩的土地。

节水和增加水的供应。很难通过降低农业用水量来实现节水。这主要是因为我国农业普遍采用滴灌等灌溉粮食的办法，而由于粮食价格偏低，农业用水量也很难降低。增加水的供应可以通过海水淡化来解决。从现在海水淡化技术来看，一吨水的成本可以降低到 5 元钱左右。从天津的渤海给北京引水，比南水北调还便宜。所以就目前的技术来看，这不是太大的问题。

可以通过以下几个途径来缓解钢铁的供求矛盾：一是寻找替代钢铁的材料。一些高强度的非金属材料，如碳纤维，能够替代钢铁等金属材料。同时这类材料由于用途单一，还能够有效防止偷盗；二是利用建设地铁、城际铁路等方法减少小汽车的用铁量；三是限制钢铁的出口，特别是对于一些低品质的钢铁也应严格控制，并储存起来。同时还要购买和进口铁矿。

能源的短缺问题可以通过国际收购的方法，或通过综合利用水电、核电、生物能源、风能、太阳能和氢能源等多种资源解决。

此外，还可以考虑调整中国的产业结构和城乡结构，以降低经济发展对于资源的需求。调整产业结构可以通过提高第三产业所占比重来实现，这将可能降低经济发展对于资源的需求。调整城乡结构的途径是，推动城镇化代替建设新农村。

在“十二五”期间，还应当通过征收资源税等方式，理顺包括天然气在内的资源价格等。由此，使大众形成良好的生活方式，以进一步节约资源。■



本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



陈惟龙

台湾证券暨期货市场
发展基金会总经理

金融市场的发展依赖于三个要素，第一是人才，二是人才，第三还是人才。今天的主题报告主要关于期货业务人才的培养，有着非常深刻的意义。

台湾地区投资咨询业务 实践与人才培养

这是基金会第一次参加中国期货分析师论坛，借此机会，我与各位分享一下台湾期货市场发展经验，同时我也希望向大陆期货业人士了解大陆期货市场的发展现状和未来发展趋势。

在台湾有个说法。你买房地产，主要考虑三个要素：一是地点、二是地点、三还是地点。类似的，金融市场的发展依赖于三个要素，第一是人才，第二是人才，第三还是人才。今天的主题报告主要关于期货业务人才的培养，有着非常深刻的意义。

因为是第一次来大陆做主题报告，我想大家对台湾证券暨期货市场发展基金会可能会有些陌生，所以在作正式报告前，我简要说明一下基金会的情况，之后再介绍台湾期货投资咨询业务发展和人才培养的情况。

“台湾证券暨期货市场发展基金会”是隶属于“台湾证券期货局”的一个重要组织。基金会成立于1984年，属财团组织，资金是2亿人民币，每年的营业收入是7000万至8000万人民币。基金会没有政府的财务资源支持，完全是独立自主、自负盈亏。主要职能涵盖专业人才的培训、教育大众投资者、以及为证券期货市场发展作智库支援等。

台湾的期货投资咨询主要针对金融期货，这不同于大陆，因为后者主要针对商品期货。台湾投资咨询业务主要采取兼营的模式，亦即期货投资咨询业务服务于期货商和证券商，用于支援它们的经纪部门或自营部门。

基金会的人才培训是多元化的，包括职前训练、在职训练、专业进阶培训、以及接受期货公司和证券公司的委托进行特定的人才培训等。其中，专业进阶培训包括期货操盘人才的专业训练班、期货研究



分析人员的专业训练班等。除一般的金融课程外，基金会还开展了有关国际金融专业教育的培训，每年大概开设 800 个左右的班次。目前基金会的一些培训已经深入校园，如为大学中理工和商管的学生提供 147 个小时的专业训练，辅导他们取得期货分析师的执照，并力图使这些学员的毕业和就业顺利衔接。

基金会在台湾负责七种法定测验，其中有两种是针对期货业务员和期货交易分析人员的测验。作为证券期货从业人员资格考试的单一窗口，基金会负责这一考试的考照和发照。欲取得期货投资咨询人员的资格，期货从业人员须取得证券期货基金会的考照资格，并工作两年。此外，自 2011 年 3 月起，基金会接受香港证券专业协会（HKSI）的委托，代办香港证券从业人员的资格考试。在未来，类似的合作也可以在台湾和大陆之间展开。我认为，可以构建一种合作机制，使欲来大陆工作的台湾从业人员直接通过中国证券业协会和中国期货业协会在台湾的代办机构参加报考和测试，取得大陆的从业资格。

基金会的人才培训是多元化的，包括职前训练、在职训练、专业进阶培训、以及接受期货公司和证券公司的委托进行特定的人才培训等。

ECFA 的签订为台湾和大陆人才培训和考照的交流合作确立了保障。可以预见，通过两岸期货证券市场的互动往来，两岸的人才培训和考照的交流合作将在近期逐步落到实处。基金会愿意成为一个平台、一个窗口、一个桥梁。相信本次的交流盛宴将增进台湾和大陆期货市场专业人士对彼此市场的理解，并推动两岸在人才培养方面的合作。期待在未来，两岸在人才培训和资格证照的取得方面，能够逐步展开切实的协作。■

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



黄河

波士顿咨询公司合伙人
兼董事总经理

之所以客户愿意向波士顿支付成百上千万美元的咨询费用，是因为我们为客户创造了高于业界平均值、实实在在的能用货币衡量、能看得见的价值。

波士顿咨询成功之道

波士顿咨询公司是一家全球性的咨询公司，服务于一些全球性的顶尖企业。过去 30 年中，波士顿咨询公司取得了非常大的成就。虽然专业咨询顾问不到 5000 人，但人均顾问产出超过了 60 万美元。

作为一家非物质性的生产机构，波士顿为客户提供的最终产品也就是薄薄的几十页，或者是稍厚的，一百页左右的报告。为什么客户愿意支付成百上千万美元的费用购买波士顿的报告？如何使期货投资咨询的客户与波士顿的客户一样，愿意支付报告的费用？

今天，我将波士顿成功的要素总结为以下七点，贡献给大会讨论。

第一点，致力于为客户创造更高的价值。之所以客户愿意向波士顿支付成百上千万美元的咨询费用，是因为我们为客户创造了高于业界平均值、实实在在的能用货币衡量、能看得见的价值。这里举个例子，波士顿曾经帮助一个欧洲的客户在中国实施销售优化。在这个项目中，波士顿取得了两方面成就。

一方面是为客户提高了销售收入，使其实现了约 20% 的增长；另一方面是为客户大大节约了销售成本。

第二点，对客户进行市场细分。波士顿为客户服务的前提是根据客户的不同需求进行市场细分，并根据细分情况有针对性地提供服务。波士顿的客户分类较为细致，并非简单的依赖金额标准，而是根据客户所处的行业、业务大小以及不同业务的一些具体特点等综合性要素，进行分类。

科学的市场细分能够体现咨询服务人员的业务专长，使客户相信自己才是真正的专家，这将进一步提升客户的合作意愿，使其愿意承担高额的咨询费用。


第三点，以组织结构为基础构建项目团队，确保每个层级的员工都能有效地贡献自己的专长。我们往往很难依靠一个合伙人或是一两

个基金经理来完成机构客户，特别是大型机构客户的项目。在一个项目中，我们往往为包括合伙人、董事、专家合伙人、咨询经理等每一个层级的员工安排工作任务，使其发挥专长，有效地展开服务。同时，自招聘环节开始，我们就关注人员的选聘，确保相应岗位的人员具备履行特定职责的能力。这一方面要求公司在招聘环节就了解应聘人员是否具备基本素养和较强的学习能力；另一方面，公司还要加强后续培训工作，以岗位需求为导向，有的放矢地为员工组织涵盖外语、在岗技能和专门技能在内的培训。

第四点，建立一套行之有效的工具和方法。上过商学院的人都知道，波士顿在 20 世纪 60 年代就提出了波士顿经典矩阵。过去的 40 多年中，波士顿咨询公司提出了一系列的工具和方法。这一方面提升了公司在业界的品牌形象，使我们能够避免同质化的竞争，另一方面还使我们的员工能快速地深入到问题当中，使我们快速地发现客户的核心需求，帮助客户解决问题。

第五点，与客户进行密切的交流和合作。在工作过程中，我们不能假设客户什么都不懂，自视自己是这个领域的专家而固执己见，而是要与客户进行密切的交流与合作，倾听客户的意见。

第六点，形成工作流程。一方面要抽离出各类项目的共性特征，构建出适用于各类项目的一般性流程，以控制项目的运营；另一方面，要根据每个项目的特定要求制定可行的工作计划，保证投资咨询服务工作的顺利实施。

第七点，构建全球性的数据库，至少要构建一个全国性的数据库。这将确保研究人员和咨询顾问便捷地查找到关键数据。



在一个项目中，我们往往为包括合伙人、董事、专家合伙人、咨询经理等每一个层级的员工安排工作任务，使其发挥专长，有效地展开服务。同时，自招聘环节开始，我们就关注人员的选聘，确保相应岗位的人员具备履行特定职责的能力。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



期货投资咨询业务 与期货公司发展战略

主持人

孟一

CCTV 证券资讯频道
期货节目总制片人、主持人

讨论嘉宾

罗旭峰

南华期货总经理

马文胜

新湖期货董事长

屈正哲

珠江期货董事长

胡军

浙商期货总经理

王兵

中国国际期货拟任董事长

蒋逸波

永安期货副总经理

话题一

投资咨询业务的资本监管要求是否过于严格？

罗旭峰：我认为严格的监管政策，肯定是依托于一些基本的考虑。我刚才注意到陈惟龙先生演讲时提到了每股净资产的概念。在台湾注册，提供投资咨询服务的公司要有一定的净资本积累。每家公司，如果在前期没有一定盈利，却要在一个行业为投资者提供“拓展”性的服务，恐怕也不会令投资者信服。从监管的角度，我认为对投资咨询业务，施加严格的资本监管，恐怕是恰当的。

话题二

投资咨询业务的推出，
是否会影响期货公司之间的竞争格局？

马文胜：期货投资咨询业务的开闸对于期货行业来说是一种制度创新。可以预见，这一业务的推出将推动期货公司内部几个层面的变化：一是期货公司会进一步加强内部制度建设、运营机构的体系建设；二是期货公司的盈利模式肯定会发生变化。手续费的恶性竞争会得到一定程度的遏制。

冯主任在会上提出，期货业应从企业的战略管理层面来认识投资咨询业务的推出，不能将其简单地视为经纪业务的附庸。这一说法使我有新认识。期货经纪的客户主要是大型央企，一些普通的交易群体还无法参与。但是这些群体在风险战略咨询管理方面存在着广泛需求。这说明期货咨询服务的客户群体，要远远大于期货经纪业务的参与群体；期货咨询业务涵盖的范围要远远大于期货经纪业务。如果我们有足够的本领，一定可以构建出一个创新业务模式。从这个战略角度来分析，未来的商机非常大。



话题三

投资咨询业务的推出，会对期货公司的业务发展带来怎样的影响？

屈正哲：面对新业务带来的商机，珠江期货将从三个层面推动业务发展：一是企业商业模式的优化；二是产品设计的创新；三是差异化的竞争策略。珠江期货将以期货公司为核心，进一步整合合作伙伴、销售渠道、投资决策、投资者关系四个板块的资源，确立推动投资咨询业务发展的路径，提高投资咨询业务的含金量和价值。这将成为投资咨询分析师发展的一个巨大机遇。

胡军：我觉得推出投资咨询业务带来的最重要影响，是使期货公司从原来的“跑道选手”，变成追求提供高端增值服务的市场中介。这是巨大的转变。在这一转变过程中，以发展这一业务模式为导向，163家期货公司将各自形成不同的核心竞争力。

投资咨询业务的推出，将使期货公司的整体经营模式发生变化，由传统的佣金收费模式，转变为佣金收费

加上增值服务收费的多元化收费模式。在后一种收费模式下，期货公司应更加注重提供专业化、个性化的服务。这将进一步涉及产品如何设计的问题。我们的整体思路是，首先要知道客户的需求是什么，对客户进行细分。谈到客户细分，我认为至少可将客户划分为以下客户群，在此基础上设计出几类产品：

第一类是区别于传统客户的高端客户群体，如企业集团、政府主管部门和决策部门、银行等。这类客户自身不参与经营，或者不需要进行套期保值。它们需要管理企业，并对其管理的企业，进行风险评估。我们应当考虑，根据它们的需求来设计出适合的期货产品。

第二类是期货公司关注较多的，真正自主经营的企业。出于经营需要，这些企业需要购买一些期货产品来实现套期保值或者套利。同时，这些企业还需要购买具有证券、基金、信托等特性的复合型金融产品。这构成产品设计的第二个层面。

第三类是机构投资者，如私募基金和其他一些专业化的投资者。他们需要的产品须具备向散户投资者募集

资金的功能。这是我们需要进一步研究的。另外对于特定类型的投资者，如证券公司、公募基金公司，我们又应当向他们提供什么样的咨询产品？这些产品很可能是在市场上尚未问世的一些金融产品。这些产品很可能涉及期货，能够弥补证券和公募基金的缺陷。我们需要考虑，是否可能做一些此类产品的创新和前期测试。

第四类是散户投资者。应更多从金融工程的角度分析，推出一些具有操作性和容易被散户投资者接受的产品。

王兵：中国国际期货公司采取了一种混合模式。即，在网点配上专业研究团队；各区域建立研究中心；公司层面设立研究院。这三个组成部分看似三个层级，事实上是采取了一种扁平式的组织结构。这一综合性研发模式的优势体现在：能够以客户需求为出发点，依据客户需求来构建项目。我们前期完成了一些案例性的咨询项目，但这只是初步的尝试，我们仍在积累经验。

投资咨询业务的推出，将为广大的分析师团队提供很好的历练机会。这体现在两个方面：

其一是增大了风险管理咨询团队的可为空间。举例来说，在企业的全流程管理和风险控制方面，一家企业对原材料的保值需求，对在产品、产成品的保值需求、对销售合约的保值需求、进行价值投资的需求，都是紧密结合在一起的。这些需求涉及整体的资金运作，形成体系性的风险，既与企业的经营有关，也与企业的财务管理有关。这为每一个咨询团队向企业提供服务提供了广阔的空间。

其二是为改变经营模式提供了“试错”的机会。各家公司对于研发团队业务的定位还处于比较“迷茫”的阶段。“迷茫”的根源是什么？是我们原有的内在经营模式不太适应目前市场的规模性发展要求。这就要求我们的分析师团队在走进企业的过程中积累经验，了解越来越高的客户需求。事实上，假设有24个产业，背后就是成千上万的企业，其实有做不完的课题。这为研发

团队积累经验确立了基础。2011年投资咨询业务的推出将是一个新的起点，这个起点为促进期货行业从量变到质变发展，使分析师明晰自己的人生定位提供了契机。

蒋逸波：几年前，永安期货开始了一些相应的准备工作。具体体现在以下几个方面。第一，构建良好的机制。如人才培养机制、产品生成机制等。这些机制的构建，有利于积聚现有资源，使团队形成“合力”；第二，确立一个好的定位。永安期货究竟要做什么？是朝着哪个方向发展？究竟公司的整体定位是否符合业务模式的定位？为了回应这些问题，公司需要确立一个好的定位。遵循这一主导思想，永安期货设立了研究院，包括两个中心，以及在不同区域构建的，研究特定品种的研究院；第三，探索一系列具有公司特色的研究模式、产品设计模式以及产品推广模式；第四，培养专业化人才。主要是依据市场细分结果构建业务单元的专业团队，培养业务单元的专业人才。



话题四 投资咨询业务的推出，是否会为投资咨询分析师带来机会？

罗旭峰：这个答案是肯定的。投资咨询业务的推出，标志着中国期货市场整体已开始转向一个为机构服务的时代。也就是说，原来针对散户的营销模式可能要逐步过渡到为机构客户服务的模式。这种为机构客户提供的服务，是我们今天这个主题“服务、产品、创新”的体现，包含的一个要素就是产品创新。

一旦进入产品创新的时代，金融中介的风险管理能力就会显得日益重要。通过提供风险管理服务，分析师将成为连接市场和投资者的纽带，能够加强市场与投资者之间的结合。这使期货分析师有机会成为含金量日益增高的职位。

事实上，期货分析师的含金量已经逐步体现。在我国大约2.5万名的期货从业人员中，只有具有本科以上

学历，并有两年以上从业经历的从业人员，才有资格成为期货分析师。这意味着要取得期货分析师资格，必须符合较为严格的资质要求。这一要求与台湾类似，只不过台湾期货分析师的获取资格更为严格。如刚才陈总提到的，在台湾两万多名从业人员中，只有约1%能取得期货分析师资格。

除此之外，投资咨询业务的推出，使期货公司本身面临一定的机遇和挑战。期货行业的发展到了一个大分水岭。分水岭的一端，是行业的快速扩张。分水岭的另一端，则是以特色化的产品来赢得市场份额。随着机构客户时代的到来，当有越来越多的机构客户重视利用金融衍生品成份来构建金融产品时，期货投资咨询的作用也将更加重要，这为期货公司提高自身地位提供了机遇。同时，期货公司必须为客户提供更多的、个性化的风险管理和交易咨询方案，而非传统的面向大众的研究分析方案。这使期货公司面临一定的挑战。我想，在为机构客户提供服务的时代，期货公司面临的机遇与挑战并存，但整体上机遇大于挑战！

话题五

期货公司如何把握投资咨询业务带来的新机会？

罗旭峰：投资咨询业务的推出，事实上给了期货公司一项工具，或说是向期货公司提出了一项要求，要求期货公司以市场为导向，以客户服务为导向，适应市场、满足市场的需求。南华期货在内部结构上做了一些调整，更多的是看到了这个行业的变化，对业务类型细分做出了一定的尝试。

话题六

如何构建专业的投资咨询分析师团队？

马文胜：通过参加这两天的分析师论坛，使我对这

个问题的看法发生了很大变化。参会前，我们公司管理层讨论认为，应当扩充专业咨询业务职能，并使之贯穿于经纪业务的每一个环节。这主要是从管理和合规角度考虑。这两天的论坛给我的触动很大，我准备回去后和领导班子商量，在公司内部构建三个体系。

第一个体系，是我们公司目前已形成的，以研究所为中心，以事业部为支点，以专业营销为平台，通过先进技术提供支持，突出合规管理文化的，公司特有的专业化、顾问式、投行式的经纪业务服务体系。近三年，这个体系基本上搭建起来了，起到了很好效果，使公司在产业服务和机构专业服务方面具备了一定的核心竞争力。

这个体系之上，还要加上第二个体系，就是专业的咨询顾问团队。这个团队恐怕就不完全是一个管理性的部门了，它可能是一个业务体系。

在这个业务体系之上，还要构建涉及全公司的第三个体系，即项目团队。我认为，期货咨询业务可能会包含两大块的业务。一块是传统的依托于经纪体系的咨询业务。这块业务可能要突出公司经纪业务的专业性与研发能力。另一块则涉及风险管理战略的设计，企业贸易模式的设计。期货公司须为企业提供这一块业务服务，须能够帮助企业设计出提升企业整体竞争能力，具备价格敏感性的经营体系。期货公司须对这块业务咨询做更深层面的考虑。如对波士顿咨询公司黄河先生的发言做深入的思索，考虑如何从七个方面来提升业务咨询能力。

话题七

如何看待证券公司投资咨询业务收入几乎为零这一现象？

胡军：券商对于投资咨询业务的探索时间很长，但是真正针对这块业务的投资很少。在期货投资咨询业务推出后，我对证券行业的咨询业务进行了调研，调研对

象包括浙商的股东。通过调研,我认为,证券的投资咨询业务不是做不好,或者是不做,而是做得很好。但为什么没有看到投资咨询业务的收入?我认为是证券公司将投资咨询业务的收入分流了。

分流的一部分是“分工业务收入”。证券公司推出“报告”但不收取费用,而是通过公募基金和公积金等途径积累财富。另一部分体现为资产管理等业务的“增值”价值。券商的定向理财业务是以投资咨询业务作为后盾的。而在IPO的过程中,券商也要通过上市前辅导等方式,为公司提供财务顾问服务。



话题八 投资咨询业务应当采用何种收费模式? 是否可能采取直接收费的模式?

王兵:目前,直接收费还不是最好的方式。在以价格报告为主体的中低端报告层面,很难采取直接收费的模式。这主要是因为,目前行业数据的积累较为有限,为分析师深入分析数据带来了难度,使报告很难体现突出的价值。在未来,随着行业数据的积累,分析师可望通过数据的深层分析逐步提高报告质量,为直接通过报告收费创造条件。

第二个层面的业务是目前各期货公司广泛开展的交易咨询业务。我觉得在今后要更多借助“量化工具”,如“量化”投资策略等,来提升这个层面的交易咨询服务,为报告的直接收费提供基础。在期货分析师的咨询水平和能力达到一定程度之后,以报告为基础的咨询收费一定会出现。不过,这一收费将是高端的咨询收费,而非低端、同质化的收费。

在现阶段,可以采取间接的收费模式。这意味着要进一步提升客户的黏稠度。为了提高黏稠度,我们还要提高分析师团队的水平和能力,在未来开拓更多的,包括境外业务和CTA业务等在内的创新业务。



话题九 在投资咨询业务推出后,期货公司 如何进行发展定位?如何更好地 为客户服务?

蒋逸波:不同的期货公司会依自身的特点,确定不同的发展定位。有的期货公司面向大众市场,有的面向产业客户,有的则面向金融机构的市场。永安期货有自己的发展定位,在这几年基本上还是兼顾服务机构投资者、专业投资者和产业客户。在定位服务三类投资者的前提下,为了更好地服务于机构投资者和专业投资者,永安期货开展了投资组合的研究、有关套利和对冲的研究、量化的研究、以及程序化交易的研究等;为了更好地服务于产业客户,永安期货从制度设计、财务分析、整合工具等多角度,全面分析了期货投资工具应当在产业链中所起的作用。

为了更好地为客户服务,期货公司应当确保其提供的产品符合不同类别客户的多元化需求。如满足产业客户的风险规避需求,满足大众投资者“了解如何能赚钱”,“知晓在什么价位买卖能够赚钱”,或者是,如何提升赚钱的能力等需求。

总之,我觉得期货公司须根据自身的定位,根据市场的需求,开发出市场需要的产品。而对于开发产品,每个公司的落脚点或者是着重点可能都是不一样的。在未来开展投资咨询业务以后,期货公司的这一能力也会面临市场的检验。



话题十 在投资咨询业务推出后, 分析师的收入会有怎样的提升?

罗旭峰:我认为很难确切地给出数字,因为这取决于整个资本市场的发展状况。期货公司的分析师并非是孤立的,现在有70多家期货公司由证券公司控股,未

来可能会有银行控股期货公司，还可能有中外合资的期货公司出现，这些都会对期货公司分析师的薪资水平带来影响。所以说每个期货分析师的收入能够达到什么样的水平，很难给出确切的数字。

不过有一点是肯定的，就是期货分析师的薪资水平是向上增长的。增长的薪资将为期货投资分析师提供保障，使其“安心”地为投资者提供服务。但是具体能够增长到什么样的水平，是否能够增长到如黄河先生提到的商业咨询分析师的薪资水平，恐怕是由市场决定的，要看期货分析师是否有足够的能力。如果单纯依市场定价来看，我认为如果期货分析师真的为公司创造了1000万的利润，那么他拿200万应当是很正常的事情。

马文胜：推出期货投资咨询业务的核心就是提升期货公司的专业化水平。我认为一旦期货投资咨询业务彰显了专业性，期货分析师在公司中的地位就会大幅度提高，收入肯定是要往上走的。同时还会出现两极分化。优秀的分析师得到公司更多的重视，其工资待遇、分红也会更高。

不过，要使期货分析师的薪资水平真正地与证券、基金顾问的薪资水平接轨，期货咨询业务的专业性也应当做到证券、基金咨询业务的深度。如果一个咨询项目确实为企业创造了500万、1000万的利润，我想期货分析师取得100万、200万的收入应当很正常。不过从根本上，分析师还是应踏踏实实提高自身能力，迎接机会来临。

屈正哲：我们的分析师向两个方向发展，即向理论型的分析师，和实战型的分析师发展。理论型的分析师将翻10倍的身价，实战型的分析师将翻100倍的身价。

胡军：当投资咨询业务推出后，期货分析师的工资标准和业绩评价方式都要发生转变。如何评价一个分析

师的业绩好还是不好，如何来定位，这是老总最头疼的事情。当投资咨询业务推出后，我们会给公司的分析师一个很好的定位，根据分析师所管理客户资产的大小，以及每一年客户资产的增值情况来合理评价他的业绩。假如他一年管理的资产实现了大幅增值，他的工资待遇也应当非常好。

刚才马总的提法，我很赞同。其实我觉得在行业大机遇来临时，我们更需要踏实和奋进。我一直有个观点，我跟公司的研究员说，如果你认为自己的工资不够高，你可以大胆地提，只要我觉得值，我都愿意给。

王兵：投资咨询业务推出以后，期货分析师的发展要经历两个阶段。第一个阶段是做一般的投资咨询。第二个阶段，当投资咨询业务与其他业务经历了融合的过程后，期货分析师的定位可能是“基金经理”。从第一阶段过渡到第二阶段，投资咨询业务将经历一个精细化的发展过程：以客户的需求为导向，逐步实现流程化、标准化和以客户细分基础而实现的产品化。

与期货分析师的发展同步，期货分析师的业绩评价也要逐步经历一个改良的过程。在这一过程中，期货分析师的薪酬应当逐步与业绩挂钩。到第二阶段，分析师的薪酬待遇很可能是开放的，甚至高于期货公司的董事长和总经理。

蒋逸波：非常喜欢谈这个问题，毕竟这个问题关系到分析师这样一个重要岗位的利益。但我觉得，不能将这个问题简单化。因为期货分析师的薪酬增长不是简单的数字增长，这里面还涉及社会和谐、公司和谐。同时，一个人创造的价值未必能完全用金钱衡量，如：这个人创造的价值不是直接的人民币或美元收入，而是社会价值。况且，当一个人的需求发展到一个层次，他可能不是简单的追求金钱，而是与大家顺畅交流的愉悦感，未来的发展机会，甚至是从事一项职业的幸福感和完成工作的成就感等。这些因素都非常重要。■





2011

第五届
中国期货分析师论坛

金融期货分论坛

股指期货·衍生品·套期保值

股指期货上市一周年来，投资者的表现日渐成熟、稳重。这一年时间里，在各方面的努力下，期货市场平稳运行，为今后发展奠定了良好基础。来自期货交易所、期货公司、基金公司、证券公司等多名领导和专家聚集一堂，共同分享创新、成功的经验，探讨金融期货未来发展面临的形势，交流研究成果与心得体会。



抓住历史机遇 促进中国金融期货市场发展

惠湄

中国金融期货交易所
董事会秘书

制度设计没有针对性是不行的。作为中介机构的期货公司，如果不能正确认识股指期货的环境和制度建设，也是不行的。

顶层设计的重要性

制度设计没有针对性是不行的。作为中介机构的期货公司，如果不能正确认识股指期货的环境和制度建设，也是不行的。而投资者不熟悉产品，蜂拥而至更是不行。在这样的背景下，我们推出了顶层设计的概念。

中国的顶层设计比较好，这样的决策是国务院做出的。股指期货在国外是一个简单的场内交易的基础产品，但它在国内却意味深长，代表着中国场内的风险管理市场。国务院高度重视这个事情，最后也是在国务院的同意之下被证监会批准的。

国务院副总理王岐山在股指期货启动仪式上写了一封贺信，要求牢牢守住，不发生系统性风险，这是底线。证监会提出“高标准，稳起

步”，大家注意“高”和“稳”，这和国外的制度正好相反，为什么要高和稳？

因为国外推一个产品，很难有像中国一样的轰动性，所以我们采用高标准、稳起步的方式推出股指期货。

股指期货市场一周年平稳发展

过去一年，在市场各方的共同努力下，股指期货市场平稳发展，期货公司风险管理非常到位。投资者不像是一个新兴市场的投资者，期货公司非常成熟。市场普遍认为，去年的表现比一般的新市场表现得好。总结去年市场环境，初期开户 1 万户，第一天成交 8000 多户，到现在超过 6.7 万户，其中自然人比重较大，开户数均衡增长，同时成交比较活跃。

机构套保交易增多，套保质量很高。根据两个证券交易所和复旦大学的研究数据，过去一年股票市场波动率明显下降，大家担心的股指期货加剧市场波动性的问题可以排除。

加大信息披露和市场监管力度

资本市场带来的不仅仅是融资功能、资源优化配置功能，以及对金融市场的风险传导功能，和直接融资传递间接融资的观点。让金融市场稳步发展，很重要一点是文化建设。

每股一票，每股都有投票权，作为股东就有权利，因为有股权就有投票权，有投票权就有知情权，有了

知情权，就有信息披露权等等，所以信息披露很重要。

股票市场取得了巨大的成就，发生了翻天覆地的变化，股改顺利完成，证券公司成功整顿，企业价格与收益挂钩，资本市场向着良性的方向发展。但是市场交易时，投资者还会经常想到投机、操作，想到内部信息，这是当前加强监管的原因所在。这是因为我们在搞股票市场的时候，没有充分、良好的市场经济文化基础，反而是股票市场推动了市场经济文化的发展。

抓住历史性机遇推动市场健康发展

在这样的时代到来的时候，我们期货公司的从业人员将面临前所未有的历史性机遇。2006 年我国期货市场有从业人员 6000 人，如今有 3 万多人。我们面临历史性机遇，期货行业大发展的时代已经到来了，可开拓的土地和空间非常大。

从业人员把个人的事业和整个市场的发展，以及社会责任有机结合起来，他的人生就是最有意义的人生。

我们从事的市场是一个功能性市场，我们从事的这个行业具有风险管理的功能，这个市场对国民经济发展有重要贡献，我们做的事情使这个行业更加崇高。在这个行业里面，如果我们能够充分发挥我们的专业能力，处处从发展的角度出发，处处从客户的角度着想，处处以宏观风险管理的文化为背景，处处从推动市场健康发展的角度入手，我们必定可以实现个人和社会共同发展的目标。■

如果一个从业人员，能够把个人的事业和整个市场的发展，以及社会责任有机结合起来，他的人生就是最有意义的人生。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



中国股票市场展望： 徘徊与选择

洪榕

证券之星董事长
中国金融在线副总裁

我们必须认识到国际化的重要性，中国是世界的一员，而不是处于过去单向的环境。如今世界经济因素对中国经济影响更加明显且更加迅速，这个因素很重要。

股指期货推出以后，纷繁的证券市场面临何种选择，我们又应该怎么来把握这些变化？我国的“股市生态”正悄然发生本质变化，但没有得到足够重视，所以想要用传统的思维做得很成功十分困难。

影响股票市场的新因素

第一，国际化因素对我国股票市场影响日益明显，我们要用国际化思维来思考问题。我们必须认识到国际化的重要性，中国是世界的一员，而不是处于过去单向的环境。如今世界经济因素对中国经济影响更加明显且更加迅速，这个因素很重要。

第二，市场参与者角色悄然变动。现在很多人还在盯着公募基金，虽然其中有些做得非常好，但总体来讲他不是赢者，说的话没有号召力。

2011 年面对的外部因素与 2010 年有很大不同。国际化影响较为复杂，全球主要经济体开始复苏。另外是房地产本身的解决方案，房地产过去犯了一个错误，如此复杂的问题要立即解决不太可能。

这是很关键的因素，“赢家说话”很重要，大家一定要跟着赢家走。市场上出现很平衡的时候，我们寻找增量资金，它进入市场时市场发生改变，现在是靠私募，去年开始，私募做得不错，其实是他们在支撑着这个市场，而且这些人越来越多。

我们在做阳光私募时，是没有晚餐的，下午 1 点半开始一直到 6 点半，几乎没有一个人离席，这就是参与者的变化，市场生态在发生变化。

外因对股票市场的影响

2008 年是外因行情，如出现地震等问题，上证综指危及到 1600 多点，同时发生了次贷危机，但随着美国七千亿救市方案出台，一个月之后国内股市见底，这都是外因决定的。2009 年也是外因行情，国际经济局势面临巨大不确定性，这时候研究重点放在政府的政策，直到房地产政策出台，形势得以明朗。2010 年有两个因素主导外因行情，分别是房地产和国际化，前两年都是国际化，但是国内最难解决的问题是房地产，房地产这个问题如果不解决，政策调控压力就得不到释放。

尤其是 2009 年底到 2010 年初，股市 2400 点到 2800 点时，我们觉得会跌到 2400 点，因为当时房地产政策出台会对市场带来很大不确定性。

2011 年面对的外部因素与 2010 年有很大不同。国际化影响较为复杂，全球主要经济体开始复苏。另外是房地产本身的解决方案，房地产过去犯了一个错误，如

此复杂的问题要立即解决不太可能。很多专家讲，今年上半年房价会跌，我们不知道这种观点何时改变，但房地产的悲观预期会持续多久值得我们研究，因为它影响市场未来的预期和走势。

其实市场就在你手上，并不复杂。

中国股票市场的两点顾虑

第一点顾虑，市盈率是一个被广泛关注的指标，当市盈率很低时，可以选择买入，但是我们一直对市场有一些特别的感觉。例如，市场上永远一窝蜂的情况会越来越少，炒新就是一窝蜂的例子，其中 PE 私募股权基金参与很多。PE 有成功的时候，但只有股市很好，且可以在高市盈率下套现才能获利。如果他们都能赚大钱的话，前提必须是股市非常好。我们判断他们赚到钱一定没有那么容易，既然他们没有那么容易，股市就比较艰难。

股市好的时候，无论采用什么分析方法都能投资得非常好，所以人都在做投资，没有人开工厂做企业，这是我的第一点顾虑。

第二点顾虑，中国市场在助涨。中国股市有个特点，股票价格容易透支未来若干年的收益，去年小盘股的走势非常明显地验证了这一特点。例如，有只上海的股票，公司年年赚钱，但是你打开股价，它的股价跟 20 年前一样，原因是我们用一年时间就把 20 年的收益透支了。所以这是我们必须去认识的问题，中国发展速度很快。■

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



刘震

易方达基金公司
衍生品部总经理

任何一个组合风险都可以分为两块，一块来自市场，一块来自个股风险，但并不是不要市场风险而追求高投资性价比。

对冲基金 在衍生品市场的发展

对冲基金在国际市场于 1949 年出现，在 2008 年金融危机时受到很大的影响，但现在已回到了 2008 年之前的高水平线。同时，对整个资本市场起了非常大的作用。

为什么以对冲基金命名，不叫杠杆基金？不叫高风险基金？

任何一个组合风险都可以分为两块，一块来自市场风险，一块来自个股风险，但并不是不要市场风险而追求高投资性价比。中国股市过去五年，风险是 50%，收益是 20%，投资性价比比较差。投资性价比比较差时还有另一个问题，风险概率很高。对冲基金会冲掉一部分市场风险敞口，把投资性价比比较差的部分冲掉，同时可以利用杠杆放大。

易方达对冲套利策略，主要特点有两个：

第一，采用市场中性对冲策略，对冲市场风险。通过数量测算参数，买入和卖出具有相同贝塔值的投资组合，使得市场风险敞口为零，这样可以获得两倍的超额收益。避免投资组合收益的市场波动性，同时也可提高投资的性价比。

第二，利用期货和现货对冲套利。大部分想通过买低卖高赚钱，但是估值定价高低以什么来判断？同时中国市场不成熟，意味着什么？答案是投资者不理智，金融衍生品不够多，但其实投资赚钱的机会很多，有很长的持续性。

我们从 2009 年开始对中国市场套利进行研究，研究出五个事半功倍的方法，包括大宗套利、统计套利、并购套利、定向套利、股指套利。通过这些方法做一个绝对收益的产品，这个产品是通过公募基金的形式发出，去年签了两个基金专户“一对一”的单，现在还有一系列的产品准备推出。

我们想给大家绝对收益，2007 年到现在的测试表明，我们在 2007 年 7 月实现对冲套利年化收益率 21.63%，标准差 9.48%，信息比率 2.12，投资性价比在 0.6 到 0.7 之间。所以大家讲的持续稳健，其实都是这种方式。

公募基金的产品或者专户产品，投资性价比大概在 0.6 到 0.7 之间。对冲基金通过对冲市场的风险，投资性价比提高到 1.5 左右。目前在中国市场上，工具比较少，做的人比较少，投资者的认知度也比较低，中国未来发展的起步过程很长，我们跟大家一起分享这个经验跟大家一起推动期货的发展。■

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



章飏

国泰君安证券公司
资产管理有限公司总裁

股指期货是用来让我们套保的，是让我们规避风险的，它不是让我们赚钱的。积极套期保值不存在，套保就是消极的。

股指套保实践与启示

股指期货是用来让我们套保的，是让我们规避风险的，它不是让我们赚钱的。积极套期保值不存在，套保就是消极的。

我们要明确两点：第一，套保是有成本的，我们现在套保都有收益，总体而言一年 6% 的收益率；第二，一定要去认清主观意愿，如果为了赚钱去套保，那就是积极套保。

说个成功的例子，做套保一定要看看美国的西南航空，这是个做得比较成功的例子，今年年报上已实现了多笔套保业务。反过来，我们想一下怎么做套保，中国航空公司怎么做套保？

先假定飞机票的价格是随着航油价格波动的，且完全能覆盖成本变动，你们觉得航空公司应不应该套保？当然不应该套保，因为公司没有承担市场风险，固然没有套保的必要。

最后关于套保我要重申三点：

第一，套保是种文化，不是一种技术，我觉得中国套保的文化极其薄弱，我们太想赚钱，最近几年赚了太多钱，做房地产翻一番，这十年增长了很多，但随着市场风险加大，我们需要开展套保业务，同时需要我们共同去建立一种敬畏风险的文化、怕市场波动的文化。

第二，套保需要支付成本，而不是赚钱，所以套保亏钱很正常。

第三，套保与投机只隔一层纸，没有隔着一座山。套保赚了 15% 很厉害，如果加了 10 倍杠杆，就是百分之一百多。所以我觉得大家要克制住，敬畏市场，害怕市场，只有这样我们的股指期货才有真正的用武之地，股指期货套保文化才能逐渐建立起来。套保不是一天、一年能做好的，需要我们期货人一起努力，所以我希望大家多做一些消极套保的事儿。■

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



股指期货运用之道

主持人

王红英
中期研究院副院长

讨论嘉宾

郑学勤
CBOE 执行董事

刘震
易方达基金衍生品部总经理

章飏
国泰君安证券公司
资产管理有限公司总裁

富旭文
永安期货金融工程总部经理

王兆先
南华期货研究所副所长

田联丰
浙商期货首席分析师

王红英：从 2008 年金融危机以来的过去两年时间，我想了解美国的期货市场是否出现了新的变化，或者在产品创新上是否趋于保守？

郑学勤：美国的股指期货起着对冲作用，对冲整个社会效益的风险。整个西方发达国家，进入中国市场时都非常小心，就是因为新兴经济体市场波动率非常高，如果用坐标轴比较风险和效益，新兴市场国家由于波动率大，其收益就在 45 度的线下，长远来看回报率并不高。所以，整个社会慢慢意识到这个问题，利用期货期权进行套期保值的概念越来越多。

美国也意识到这个问题，期权推出来以后，这个产品对社会有什么作用？对社会有什么负面作用？

美国证监会建立了一个调查委员会，出了很厚的一本书，结论是股市走向跟期货期权推出没有实质性的关系。美国每天仅期权交易量就达到 1600 万手，这对于促进经济业务确实很有好处。经过 2008 年金融危机以后，场内交易这方面没有什么新的规则，但交易量飞速增长。

刘震：期货是一个零和市场，有人赚钱，就有人亏钱，我们避免了损失，还是有人会亏钱。在期货市场大家交易的不是钱，而是风险。天下没有主动套保，套保是被动的。有些风险是性价比比较高的风险，有人愿意承担这种风险。但是正由于每个人判断不一样，所以才有交易，愿意承担风险，这才是套保的条件。

章飏：套期保值收益不是最重要的，降低风险才是最重要的，我们运用期货，收益性价比很重要，要把期货和现货收益加起来算才有意义，但是加起来不要只算盈利，而要看风险调整后收益增加了多少，这才是股指期货存在的意义。

对于证券公司和其他资产管理机构而言，股指期货我们一定会去用，且扩大去用。我们会成为你们的顾客，我们也会去接触更多的东西。

Financial futures session

金融期货分论坛



只要能降低风险的东西，只要能给我们提供高性价比的东西，我们都欢迎。

王兆先：套期保值可以规避市场风险，它也能有效降低市场的波动，起到一定的积极作用。股指期货出来以后，研究表明在市场下跌的情况下，有机构利用期货进行套利，降低了现货市场的亏损。但随着股指期货的发展，在市场波动的影响下，传统的量化套利空间会越来越少，不适合做传统的套利。

市场有积极套保的需求，生产商和贸易商不愿意在市场好时放弃未来的收益，投资股票也并不是为了锁定现在的收益，而是要投资未来，获得更大的收益。基金经理投资股票需要随着企业的成长获得更大收益，他很难去做消极套保，因为基金公司市场排名会影响后期申购赎回总量。

富旭文：第一种高频交易通过对市场价差进行纠偏，可以快速纠正价差的偏离，提高了市场的稳定性，另外一种高频交易是纯投机的高频交易。但不能完全以交易频率来确定是否是高频交易，主要看采用哪种交易策略。

田联丰：套利方面有很多公司已经开始操作了，且收益十分可观，现在越来越多的公司都开始此项业务。根据计算，价差达到15点就可以从事套利交易，而且每个交割期限内都会出现15点到20点价差。所以持有现货，做空期货，累计价差很大。通过套利交易我们的客户年收益率可以超过15%。

郑学勤：股指期货除了套期保值的作用外，还可起到询价的功能，体现市场参与者的预期。另外，股指期货可以实现在远期购买资产的功能。美国目前最先进的投资组合策略是投资组合保险策略（CPPI），但是应用不多，原因就是随着衍生品市场的发展，看跌期权的价格较低，所以采用购买看跌期权锁定风险，同时期权还可以保留向上的收益空间。

我个人觉得中国下一步应该推出股指期权，在牛市行情中让客户套保是十分困难的，但由于中国股市波动率很大，如果不把波动率控制好是十分危险的。除股指期权外，还要推出商品期权和汇率期权，为企业提供控制两头风险的工具。■





2011

第五届
中国期货分析师论坛

商品期货分论坛

宏观经济·大宗商品

价格是商品期货永恒的话题。各种商品价格都受包括政策、地缘、气候在内的多种因素的影响而反复波动，分析师要做的就是依据这些变动因素对价格进行合理分析和预测。商品期货分论坛请到了来自政府、媒体及石化、金属行业的专家对大宗商品市场进行了多角度的剖析。



徐连仲

国家发改委价格信息
监测中心主任助理

今年一季度居民消费价格比去年同期上涨5%。这是一个比较高水平运行的态势，涨幅比去年同期增加了2.8%，比去年全年增加了1.7%。

保持商品价格稳定运行 促进国民经济健康持续发展

一季度居民消费价格变化特征明显

今年一季度居民消费价格比去年同期上涨5%。这是一个比较高水平运行的态势，涨幅比去年同期增加了2.8%，比去年全年增加了1.7%。

结构性价格上涨明显

食品价格、居住价格的上涨是两个主要上涨因素。1-3月份食品价格上涨了11%，比去年增加5.9%，拉动价格总水平上涨了3.3%；1-3月份居住价格指数上涨了6.5%，比去年同期增加3.6%，拉动价格总水平上涨了1.1%。我们一季度总体上涨了5%，居住和食品价格拉动了4.5%，占了90%，剩下的6类仅仅拉动了10%，说明价格结构性上涨的特点非常明显。

居民消费价格上涨的范围明显扩大

不同类别的商品价格上涨的范围明显扩大，不同类别幅度的差别扩大，1-3月份居民消费的8类构成中，价格上涨了7类，比去年扩大了3倍。

工业消费品价格保持相对平稳

工业消费品价格的底部在提高，涨幅有所扩大。1-3月份工业消费品价格平稳运行，烟酒、家庭用品和服务都比较稳定地变化。但它们的涨幅和去年同期相比都有了一定的提高。

1-3月份的价格高位运行有四个原因：第一，去年价格上涨对今年翘尾因素的影响，一季度达到33%；第二，新年和春节是价格上涨的高峰；第三，去年冬天比较寒冷，影响了蔬菜的运输；第四，上游价格对下游的传导力度有所加大。

通货膨胀仍将持续

影响价格变化的因素

第一，首先发生变化的是生产资料销售价格，就是流通领域的生产资料价格；二是生产资料出厂价格；三是CPI。

第二，当前的价格处于一种高位运行的态势，短期内不会产生细节性的变化。二季度通货膨胀压力仍然存在，但这种压力不会继续明显扩大。下半年的居民消费价格涨幅会有所减小，但全年实现4%的难度还是比较大。

第三，生产资料价格受经济增长速度、国家的宏观政策以及突发事件的影响。短期来看，受非洲、中东的局势动荡、日本大地震的影响，生产资料价格将保持高位运行，下半年如果中东和北非的局势恢复平静，生产资料价格会有明显下降。

促进价格上涨的因素

1. 国内商品价格上涨的压力比较大

影响商品价格的主要是食品。前三个月，主要食品价格都出现较大上涨，其中粮食价格上涨了14.9%，肉禽、鲜蛋上涨了17.1%，水产上涨了10.1%，鲜果价格上涨了31.8%。食品价格出现这么大的上涨，2000年以来没有出现过的。

虽然蔬菜和水果随着季节的变化会回落，但是肉、蛋、水产短期内不会明显地回落。

第一，国家的粮食收购价格政策对粮食价格有一个很强烈的导向作用，今年国家又提高了粮食的收购价格，因此粮食价格不会出现明显的下降，将会保持一种稳定上涨的态势。

第二，粮食价格与其他的农产品价格存在相应的比价关系，粮食价格的上涨会带动肉、蛋、菜等的上涨。

第三，农业生产成本不断提高，除了化肥、柴油、农药、种子等生产资料外，农业生产劳动力费用的大幅度提高，更是极大地促进了农产品价格的上涨。

第四，初级食品价格出现大幅度上涨，下一步是深加工食品价格出现持续上涨，目前餐饮和烟酒价格已经大幅度上涨了。

2. 服务价格上涨的压力明显加大

目前，商品价格已经出现一轮比较大的上涨，从比价关系来看，服务价格客观上会出现补涨的要求。目前，无论是城市劳动力价格还是农村劳动力价格都出现了明显的涨幅。城市生活提供的水电、煤气、房租也有很大的上涨，在城市服务的人员的支出会增加，所以必须要增加劳动收入，客观上提升了服务价格的上涨。

3. 通货膨胀的压力越来越大

当前世界经济还是处于上升通道，需求在扩大，国际大宗商品的价格在上涨，使通胀压力加大。尽管各国的复苏差异很大，但是世界经济整体还是上升的态势。除了中国、印度、巴西、俄罗斯等新兴经济体兴起之外，发达国家的复苏也在加快，比如西欧和美国的复苏预期超过了我们的预测。像原油、煤炭、铁矿石、天然橡胶、棉花都出现了大幅度的上涨，加上世界流动性过剩的整体环境，以及中东和北非的动荡局势，短期内以石油为代表的大宗商品价格不会出现下降。受这种国际商品价格大幅度上涨的影响，通胀压力可能会越来越大。

4. 生产资料上涨对下游的影响逐渐扩大

目前，生产资料已经出现了大幅度的上涨，企业通过提高生产力、技术进步来提高收入利润的难度就越来越大。如果生产资料进一步上涨，只能提高产品价格来转嫁成本上涨的压力，这样会导致商品价格的上涨。

抑制价格上涨的因素

尽管当前价格上涨压力很大，但是鉴于价格涨幅处于高位，不具备进一步上涨的可能性。第一，我国的总供给和总需求是基本平衡的，特别是工业消费品方面处在供大于求的状态，不支持居民消费价格大幅度普遍性地上涨。

第二，现在宏观经济的主要任务是控制价格下降，

一系列措施已经实施，将会有效地抑制价格的上涨。

第三，食品中的粮食、肉、蛋、菜、果已出现大幅上涨，工农业的产品比价在向合理的方向发展，短期内农产品价格出现进一步上涨的可能性也是不存在的，因为农产品的价格有周期性，不会持续上涨。

第四，垄断性商品价格受政府的调控力度影响比较大。在通货膨胀比较严重的时候，政府会出台比较严厉的政策，包括经济手段和行政手段控制价格上涨。

第五，尽管目前居民收入的增长速度有所加快，但总体上慢于经济增长速度。加上前几年的增长速度一直慢于 GDP，供给大于需求的积累，短期内我们居民的生产、消费能力受到制约。从居民的消费能力和市场的比较关系来看，不存在居民消费价格大幅度上涨的可能性。

现阶段我国价格运行的特点

第一，居民消费价格变化具有典型的结构性价格上涨的特点，但是近年来居民消费价格有所扩张。由于居住价格和食品价格上涨，在 2000-2010 年期间，这两项拉动居民消费价格达到了 99.2%。

第二，生产资料价格涨幅明显大于居民消费价格。出厂价格 2000 年到 2010 年累计上涨 32.2%，生产资料价格累计上涨 43.5%，而居民消费价格累计上涨 23.5%。之所以出现这种状况，主要是由于拉动居民消费价格和生产资料价格的动力不一样。居民消费价格是靠消费拉动的，生产资料价格是靠投资拉动的。居民的收入决定了消费，消费决定了居民消费价格的变化。

第三，上游价格的涨幅远远大于下游价格的涨幅，上下游传导不畅。随着近两年农民及低收入居民的增长，上下游传导不畅的程度有所增加。原因是上游产品价格是资源型产品，是比较缺乏的，受国际价格的影响比较大。另外近几年发展比较快的是重工业，汽

车、房地产，生产资料在重工业中得到很好的支持，所以价格上涨比较快。而下游产品多与居民消费有关，由于居民收入上不去，所以消费价格也就上不去。1997 年以来，GDP 的名义增长速度平均每年达到了 13.2%，而居民消费的水平，年均增长只有 9.7%。

第四，不改变居民价格增长缓慢的情况，就不会出现严重的通货膨胀。收入增长缓慢导致消费增长缓慢，社会保障机制不能保障，低收入居民在困难时期没有消费的能力。现阶段我国的经济运行已经进入价格总体温和上涨的时期。首先政府把消费作为促进国民经济快速增长的一个重要手段，增加居民收入是很重要的条件。其次，劳动力价格上涨将从成本和需求两方面，促进价格的温和上涨。同时，农产品价格进入高运行时代，而我国是资源短缺及资源消费的大国，所以价格上涨的压力增大。

保持价格平稳增长的措施

第一，既要重视价格总体，又要重视中低收入居民对价格上涨的承受能力。

第二，提高居民的收入，促进价格的良性循环。首先，应大幅度增加居民的货币收入。其次，要增加政府的福利支持，政府应该承担的责任要承担起来。再次，要建立稳定、有效的工资增长机制，确保工资增长。最后，要提高居民生活的保障功能，加强菜篮子、米袋子工程的建设。

第三，加强农产品批发市场的建设，促进农产品的流通。

第四，动用法律的力量，长期确定农产品运输的绿色通道制度。

第五，对市郊农民直接运粮、运菜予以补贴。

第六，经济手段和行政手段相结合，调控房地产价格。■

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



笔夫

《华夏时报》 副总编

2007 年、2008 年国际上的价格指数与散货价格指数是同步的，过去的价格上涨在十年以来没有发生，货币的影响是主导。

全球大宗商品市场 运行趋势

从去年年底到今年一季度，通货膨胀在全球范围之内达到了一个恐慌或是难以忍受的程度。这个上涨跟 2007 年、2008 年的上涨有所区别。最重要的区别是现在的上涨是在库存不断上升的情况下所发生的。除大部分农产品之外，绝大部分的产品供求关系并没有出现特别大的问题。

货币是影响通胀的主导原因

2007 年、2008 年国际上的价格指数与散货价格指数是同步的，过去的价格上涨在十年以来没有发生，货币的影响是主导。

美联储在今年一季度实施了 QE1 以后，开始第二轮的量化宽松政策，目的有三：一是抑制通缩预计，去年在发展中国家、新兴市场国家已有严重通胀，但在美国可能会陷入长期的通缩，因此必须要压制长期利率走高的趋势，然后压低长期利率，提高 CPI；二是金融危机以后美国的楼市一直没有恢复，就业数据也不乐观，贷款人负担非常沉重，楼市很难有起色，必须要压低长期利率，减轻贷款人的负担；三是拉升股市，股市上去后消费者的信心才会起来。

QE1 实施了半年以后，效果怎么样？美国信贷消费的数量这半年来在不断地上涨，债务消费比在下降，一方面居民更多地愿意投入到信贷消费，收入在不断地增长，也折射出美国的楼市和车市在向好的方向发展。

量化宽松政策肯定在 6 月份之前推出，而且规模很大。促使美联储内部发生分歧的最重要原因，一个是油价的攀升，一个是中东、北非问题，另外一个是全球流动性的推动。

另外，全球货币政策正在发生改变。中国、印度、澳大利亚这些国家早已经开始启动加息，美元会不会加息？根据美国联邦基金利率的利率期货去推算，下半年加息概率达到 40%，明年一季度达到 70%。

美元面临中期强劲反弹

全球货币政策如果有一个较大的转折，美元价格必定会有一个改变，因为美元利率一直与大宗商品的价格如影随形。

接下来的两个季度里，要密切关注美元价格的变化。欧元虽然在上涨，但欧元区债务危机还会有一个释放的过程。希腊的债务重组会遇到困难，爱尔兰的银行业也有问题，西班牙的国债长期收益率攀升比较厉害。因此欧元下半年可能会有一个集中释放危机的时候，尤其是最近中东、北非的问题，特别是利比亚的冲突，短期来看，在欧元区周围发生的任何危机都可能对欧元造成影响。

受到中国宏观调控的影响，澳元政策可能会终结，美元指数有可能在二季度或三季度的某个时候出现一个强烈的反弹。

大宗商品可能大幅回落

1. 黄金即将结束上涨

从 2001 年开始，黄金从 260 美元上涨到 1500 美

元，上涨的幅度将近 6 倍。有人对黄金的价格预测比较高，个人认为它可能还会涨一点，但离结束应该不远了。最近黄金价格涨了几百美金，但全球最大的 ETF 基金、SPDR 的持仓量减了 100 多吨。

2. 农产品价格可能回调

农产品价格的近期上涨，有很多长期支撑的因素在里面，包括成本推动、工业化进程等。从全球来看，20 世纪 70 年代以后人口在不断地增长，但粮食的供应问题几乎没有出现，一是由于科技进步，比如中国的杂交水稻起了很大的作用；二是大规模的森林砍伐和耕地面积的增加，耕地面积的扩张对粮食的基本平衡起了至关重要的作用。

最近全球环保的压力空前增加，特别是哥本哈根大会以后，像马来西亚、印度尼西亚、刚果等非洲的小国家压力非常大。未来 10 年，耕地面积不会大幅扩张，这对我国农产品来讲是一个历史性评估的机会。

3. 原油供给紧张状况将会缓解

中国、印度对资源的争夺渐渐地推高了油价，竞标的成本与日俱增，最后成本都要摊到面向消费者的终端价格上去。从短期的情况来看，油价的上涨还是一个地缘政治和流动性推动的问题，特别是中东、北非出现问题以后油价上涨了 20% 多。

从替代能源来看，中国的风能增长迅速，现在已经是 2500 万千瓦，十几年以后可能增加 10 倍。按照 2007 年的新能源法案，美国应该把一半的玉米加工成三醇。东南亚把棕榈油提炼成生物柴油，甚至要提炼成食用油。另外一个热点能源是核电，日本大地震没有阻止全球正在进行的新一轮核电建设高潮，现在已经占到全球 40% 的新增容量。

有很多新增的油田在开发，到 2020 年，油价产出和需求可能会达到一个稳定的状态。■

推动黄金价格上涨的时代背景

- 1 2001-2006 年，经历了一些非常重要的事件：网络股泡沫破灭，启动低利率政策，9·11 反恐战争、美元贬值、中国和印度的经济起飞。
- 2 2006-2008 年，是完全的通胀预期，全球的资产开始泡沫化，物价上涨，导致了美国、英国黄金的价格上涨，导致了资产的泡沫化。
- 3 2008 年金融危机的底部到现在，全球宽松货币政策、欧债危机、中东、北非的问题，推动黄金的价格持续上涨。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅

**于森**中国石化股份公司
化工销售分公司

从产品结构来讲，整个中石化的化工链条比较成熟，从上游的原油到下游的终端，分为三大部分，包括合成材料、合成树脂和合成橡胶。

全球能源化工市场趋势

中石化化工业务实现多元化

中石化是中国最大的炼化一体化能源公司，近年来规模增长较快，目前是亚洲最大的化学公司，化工业务位于全球第四位。从产品结构来讲，整个中石化的化工链条比较成熟，从上游的原油到下游的终端，分为三大部分，包括合成材料、合成树脂和合成橡胶。

近两年来，根据原油整体资源紧张的趋势，我公司尝试在终端结构上向煤化工领域发展。在煤制、甲醇、烯烃等项目上同大的煤炭集团合作，今后的中间产品链的产品结构将会更多元化，甲醇未来上市后，中石化也将成为重要的需求方。

从整个产品结构的源头来讲，是从乙烯方面划分，并且原料关联性组合状况也非常复杂。几个大的产品总量分别为：2010 年乙烯整体规模是 950 万吨，至 2015 年预计增长到 1350 万吨；2010 年合成树脂是 1350 万吨，至 2015 年预计增长到 1870 万吨；合成橡胶总量很小，但也占据国内市场的半数，就目前主要的配比结构及将来的发展来看，合成橡胶产品将会有更广阔的前景。聚酯、合成纤维等虽然目前国内仍占据较大的市场，却属于中石化逐渐淡出的业务。

公司管理架构采取专业公司与事业部相结合的方式，以生产部门

为中心，由销售公司完成销售、采购职能，各自板块的化工事业部进行整合和管理。

销售公司为 2005 年成立的专业公司，对原有的销售渠道进行了独立整合。2005 年至今，化工品的产量为 3900 万吨，进出口总量超过 400 万吨，在杭州、南京、宁波各个化工的集散地成立了销售网点，实现了大型公司和专业线条相结合的科学管理模式。

2011 年能源化工市场趋势

全球原油市场 2008 年进入短暂的低迷期后，2009 年增长较快。作为稀缺的中长期资源，我们认为原油强势上涨有必然性。目前探明的储量和程序产量还能维持基础的供应，常规油田的比例越来越少，长期看来原油会在高位区间运行。现在国内油田，如大庆，生态原油的资本性成本很低，一般为采用注水、注聚合物的成本。而具体的勘探成本，很多会到 70 美元以上，深海油田的成本会更高。

无论这些格局探明的储量变化有多大，从目前原油的结构来看，非常规油田的采购成本线，已经在 70-90 美元之间。排除地缘政治因素，若没有中东和北非的事件，原油的价格在 90-100 美元是比较合理的。

这个价格里有基础成本的体现，相对来说新兴经济体释放的状况比较充分，替代能源在这个原油价格区间下，整体的供应量不会特别大，对原油整体替代性有限。另一方面，地缘政治影响会把原油价位拉高，但是今年不具备再冲破 140-150 美元的条件，经过上一次高油价的冲击，欧美国家对油价的警惕性较高。故原油价格即使在地缘政治的短期冲击下会拉升，但是并不会高到离谱。

目前需求方面的问题在于，世界格局近两月来的演化和发展，沙特和尼日利亚这两个产油国处于动荡的边缘，全球库存剩余产量已无力平衡新的危机。而第一、二季度油价则更多借助地缘政治的压力，第二季度以后

将出现季节的压力。新兴经济体是否还能保持强劲需求？高油价可能会加速能源结构的转型，近期原油价位到 110-120 美元会有轻微的抑制。

另一个重要的方面是库存与剩余的产能。目前北海和欧洲的产量均偏低，WTI 是整个北美结构变化的问题。但不排除库存数据在局部时点会变成投机资金炒作的题材。从数据上看，欧佩克地区的剩余产能较大，伊拉克剩余产能不能得到释放。而目前的整个替代结构里，无论是天然气还是生物乙醇，短时间内大幅增量填补原油空缺的可能是比较大的，这个高点、低点取决于地缘政治和货币的走向。

具体来看，全球对原油的需求还在增大。欧佩克的产能包括俄罗斯、东欧地区，从 2008 年开始产能扩张比较快，到 2010 年产能开始收缩，供应的瓶颈会逐渐显现。处于动荡局势的利比亚和埃及供应量相对较小，当前沙特、尼日利亚的状况对油价的影响幅度较大。

总体来讲，受制于地缘政治因素，尤其是中东的状况不明朗，难于判断原油下一步的走向。但即使经济出现大的问题，原油升幅回落的空间也较小。另外，全球油品消费的结构中，来自 OECD 的国家，实际上逐年在回落，而非 OECD 国家的增长比较明显，且因人口众多、产业升级等因素，消费惯性会维持相当长时间。

未来几年，中印都有庞大的炼油计划，预计亚洲地区炼油能力的增长，将促使中印外围资源增多。出于对资源的担心，会引发在高位上对资源的争夺。而原油的快速扩张，在化工市场上也会带来资源的大量供给。

关于区域间价差的问题，我们更多关注阿曼和迪拜的情况，因为整个远东地区的进口原油，基本上的价格攻势是保证阿曼和迪拜的油种。所以，在测算相关石化产品的时候，应更多关注上线的价格。

石化行业产业链情况

国内石化产品期货品种，属于刚刚起步，空间较大。

目前已经开发的品种，都是产业链中的一环，或是一揽子组合产品中的一个。未来产业品种的增加和完备，将有利于整体产业链规避风险和增加交易组合。

除去已经上市的 LLDPE，还有 PP、PS、与 PP 配套的乙二醇等品种，无论是消费量还是结构本身，都具备了期货交易的条件。目前的品种种类，使产业客户进行对冲和套保的难度较大。从中石化的角度，更希望配合期货交易所拓展石化产品期货品种，使整体产业链更加丰富完善。

PTA 作为三个主要石化期货品种之一，预计中国市场未来两三年将有庞大的产能释放，处于严重过剩状态，价格缓慢从成本回归。现在关注的焦点在于三季度集中开车的装置、投产情况，将可能会引起深海油价格的变化。

2009-2010 年，全球市场的线性供应都保持了高速增长，供应价格处于持续压缩的状况。目前的油价下，线性的平台支撑较强烈，二季度左右，底部整理的可能性较大。目前，受资金紧缩和下游价格结构的变化，短期内行情不太具有爆发力。

甲醇期货还未上市。目前国内的甲醇处于严重供应过剩的状态，短期内的价格是成本主导，煤炭、天然气价格将会逐步上移，甲醇价格将维持一个升势。无论是甲醇汽油还是甲醇制烯烃都将会有很大的上涨空间。

随 PTA 的产能严重过剩，而实际原油产能并未扩张，更多利润是从下游向上游转移的过程。若果真如此，2012 年是毫无悬念的产能过剩的状态。2012 年将会有大量合约做空。预计远东地区截至 2014 年，约有 2200 万吨的投资，将远远超过需求。故后期投资过程中，需要更多关注新项目的变量情况。

直接原料 PX 的投资严重滞后于 PTA，PX 装置受炼油厂的制约，很多已经建成的 PTA 仍有诸多不确定因素。从国内来看，每年 PTA 国内确保在 600 万吨以上，到 2013 年、2014 年可能放大到 1300 万吨。意味着中国包括远东地区的庞大产能，投进来以后是市场之争，价格将



目前需求方面的问题在于，世界格局近两月来的演化和发展，沙特和尼日利亚这两个产油国处于动荡的边缘，全球库存剩余产量已无力平衡新的危机。

要真正回归成本线。在 2008 年以前，PX 的价格一直受到 PTA 波动的影响。从整体产业链条来看，整个 PX、PTA 的矛盾情况，利润主要是集中在上游。PTA 投资成本很大，上游消费和下游投资都较慢，是整个产能的投资，将来会受到深海油的限制。

短期来看，国内供需格局，今年一季度下降严重。引发行情下滑的，除了对远期的担心，还有下游对资金的限制。化纤产品链条的价格涨幅达到 30% 以上。企业实体的经营规模大幅度受限，加之一二月份冲击的季节性影响，引发了整个产业链库存的变化。而无论棉花还是 PTA，下游持续的直销周期还会在一段时间内压制价格。产业链下游的价格，从 2010 年的三季度到今年的一季度，价格链非常好，受棉花的拉动最明显。

PTA 现货方面从经营环节来看，库存在不断增加，预计在二三季度，价格有大幅度拉升的空间。PTA 期现货的价格比较好，整个市场上的价差也在较好的水平，期现货整体来说是无缝对接的。

2010 年的供需平衡，塑料整体增长超过 10%，具体到品种，线性的比重更大，超过了 25%。实际量能更多体现在去年整个市场资金的充裕以及对行情的美好预期，一部分中间库存的挤压。今年也在释放前期增长的库存，整个今后的情况，今年高油价引起中东、沙特、伊朗原油的增加。

再看毛利率情况，2008 年 147 元时，塑料的供给很高，从成本角度来说，价格的上行空间有压力。此外还有近期下游疲软，对塑料行业下游包括管材的价格产生了一定影响。

去年的聚烯烃市场供应部分增长较明显，一季度比去年四季度环比增长了 6%，比去年同期增长了 18%。从成本上讲，上游的乙烯基本上处于亏损的边缘，4 月份的现货价格也是如此。塑料市场整体期现货币的价差不太稳定，主要与成交结构有关，批量单较少，也包括品牌结构的问题。

国内甲醇市场的特点，一是产能增速较快，另外，进口主要来自于中东低价的天然气。2010 年价格起伏较大，从最低的 2000 元到最高点的 3500 元，体现了上下游的因素不稳定。国内上游的原料受节能减排因素影响较大，包括前后期投资的需求。

今年开始，国家对煤化工的投资有部分限制，小规模煤制甲醇的项目不再审批，市场的供需在修复，甲醇领域的产品保持超高速增长，中长期来看，对于甲醇比较有优势。另外，甲醇汽油将是未来增长的新领域。煤制烯烃方面的生产和限制，会带来对甲醇已经规划的项目 1500 万增量的需求，体量较庞大。但国内主要资源是煤炭资源，甲醇汽油尚缺乏资源的支持，是甲醇的价格最主要的制约因素。总体来看，甲醇未来发展仍具有较多的不确定性。■

国内石化产品期货品种，属于刚刚起步，空间较大。目前已经开发的品种，都是产业链中的一环，或是一揽子组合产品中的一个。未来产业品种的增加和完备，将有利于整体产业链规避风险和增加交易组合。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



张荣辉

中国五矿期货部

分析人员更多关注的是宏观数据因素、美元因素、相关商品市场因素、工业产量、制造业指数、消费者信息指数、领先指标等等，不一而足。

有色金属市场运行特点 及价格周期

近年来，有色金属作为全球商品市场最重要的品种之一，其价格的变动周期及市场运行特点，与全球宏观经济指标密切相关，并互为影响。

作为有色金属专业分析人员，从媒体方面来分析市场是一个基本且必要的手段。传统的如全球经济形势及数据的影响，以及基本面因素的影响如宏观、美元、突发和相关商品的因素等等。那么，如何从市场运行特点及价格周期的角度入手，对有色金属市场做有效的分析研究，则是对市场有效掌控的基本前提。

有色金属市场的运行特点

现阶段，有色金属和整个商品市场的价格运行具有相同的特点，包括三个方面。

1. 波动是市场永恒的主题

一般情况下，分析人员更多关注的是宏观数据因素、美元因素、相关商品市场因素、工业产量、制造业指数、消费者信心指数、领先

指标等等，不一而足。可是，并不为大家所注意的一点恰恰是波动。

曾经，纽交所一位刚刚入职的年轻人问起即将退休的前辈，对于市场走势的看法。老人不假思索地说了一句：“年轻人，市场是会变化的。”乍一听，好像是一句废话。但经过仔细琢磨，这句话才是市场永恒的真理。市场永远会变，不可能在同一个价位水平。也就是说市场不可能只跌不涨，不可能永远朝一个方向走，只是很难判断什么时间，什么价位会戛然而止。

如同现在，谁也不知道伦敦、纽交所的房价在 8800 美元之内不再涨了，只能说很难判断它会大跌。我们可以知道它会调整，但是不知道它会调整多么深，这个市场不可能在那么长时间内没有一个像样的回调，总归在某一个阶段内会回调。所以说波动是市场永恒的主题，没有只涨不跌的市场，也没有只跌不涨的市场。

2. 传统思维方式被打破，市场投机性大大增强

追求利润是市场变动的主要原因，大起大落是投机获利的内在要求。每一个交易者之所以参与市场，都是想以最小的代价博得最大的回报，这就势必造成波动。另外，现在的市场，已经突破了传统的思维方式。我们看到从 20 世纪 70 年代直到 2003 年，铜的价格是 1500-3000 元，但是 2003 元年年开始从 3000 多元一路飙升至 8000 元以上乃至突破万元大关。

纵观铅在前 10-20 年的波动幅度，也是一样。同样作为有色金属的活跃品种，锌的波动率从 20 世纪 90 年代到 2006 年，一直维持一个相对较低的水平，而在近年，2007-2009 年，亦大幅上升，直至现在又开始一个新的波动周期。

当前，金属品种已经突破了传统的思维方式。以铅、锌的价格为例，强者更强、弱者更弱。究其原因，有一部分是因为供需出现了矛盾和变化，另一部分是“羊群效应”所致。

以铝为例来看，铝的价格没有波动率，则交易者就不愿参与这个品种，而更倾向于交易活跃的品种比如锌，造成了锌更活跃，同比价格不断创历史新高。过去 7 年自从铝上市以来，铜、铝的价差一直处在一个比较平衡的水平，但是被打破了。

另如铅，铅的价格之前比锌高，后来比锌低，但是最近这几年与锌相比铅的价格越来越高，这几年锌价跌下来之后改变了这种趋势。

3. 商品具备了金融属性，并逐渐成为常态

近年来，全球通胀率不断上升，利率维持低水平。传统的基金行业，是投资于股市、汇市、债市，但现在这些市场越来越失去了赚钱效应。由于商品市场波动率的增加，赚钱效应却不断凸现。基金业的资金相应则会闻风而动，转移到商品市场来，造成了大宗商品的金融属性越来越突出。追本溯源，金融属性关键点还是来自于赚钱效应。

从 2009 年一直到今年，全球基金参与到商品市场的资金逐年成倍增长。2003 年总量共计 280 亿美元，2004 年为 550 亿，2005 年为 800 亿，至 2006 年已达到了 1400 亿，短短 3 年时间，资金总量共增加了 5 倍之多。2008 年金融危机时有所下降，进入 2010 年则又开始了新一轮增长。

此外，截至 2011 年 2 月份的数据也显示，在金属品种上，基金还是属于净流入。另据统计，每天基金的成交量占比为金属成交量的 60%。在这种背景下，有了大量资金的介入，更加不断地提升了商品的金融属性。

以铜的全球消费水平对照介入铜价的指数基金可以发现，国际铜价从 20 世纪 90 年代至 2004 年间，基本维持在一个相对高的水平。2004 年以后，按照全球消费周期来讲，铜没有基本的改变，但价格却出现了大幅上涨，基金、资金等的参与量在这里有着重要的影响。

同理，也可以看出铝的整体走势。总结下来可以说

明，市场永远是波动的，永远不会只是朝一个方向发展，并且波动率也在逐渐加大。另外，部分商品也会突破常规的思维，产生诸如铜铝差价、铅锌差价等等，这些无论是何种原因引起的，最终都无疑给市场创造了更多的活跃度。

有色金属市场的市场周期及价格预测

2010 年度基金比较关注的两个方面，一是供应，二是中国的消费。无论是铜、铝，还是其他有色金属市场，无论涨跌，都需要预期。而这些基本面信息，实际就是预期。2010 年度消费紧张是事实，但实际影响价格的因素并不完全如此。

2010 年的通胀会给整个商品市场带来积极影响，但同时也有不利因素。比如经济的及时调控、消费下滑、美国结束第二轮量化宽松货币政策等等。从现有数据来看，2010 年的铜消费量约为 1858 万吨，产量约为 1870 万吨，整体看是过剩的数据。但其实很多投行、基金的数据和这个数据有所区别，之所以基金会大量进入到商品、有色金

属市场，的确和整个基本面有很大关系，但并不是唯一的关系。

国内铜现货近年来的数据说明，中国铜总体过剩。中国的缺口更在于，国内进口的铜材总量并没有完全消化，每年将会产生一定的过剩量。个人看法，2011 年 3 月期铜价会在 7000 美元以上大幅度拉锯，先扬后抑，可能在二季度、三季度以后会有大的回落。

全球铝现货总体来讲还是产能过剩，国内同样存在产能过剩的问题。对于铝期货价格的预测，可能冲高至 3000 美元以上，沪铝的大体走势应该与国际市场相当。

对锌价格的影响因素则比较单一，主要受镀锌市场、建材市场的情况影响，难以决定锌市场的比重。故今年锌会比其他商品稍弱一些，但还是会有所表现。

铅价主要决定于蓄电池，预测 2011 年大约是 2500 美元左右，到达 3000 美元以上应该会有有一个高位震荡。国内上海交易所铅品种刚刚上市不久，目前的表现尚不尽人意，现货的库存比较多，年内如果上涨，表面可能会超过锌价。■



市场永远会变，不可能在同一个价位水平。也就是说市场不可能只跌不涨，不可能永远朝一个方向走，只是很难判断什么时间，什么价位会戛然而止。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



王晓辉

国家粮油信息中心处长

研究市场不能脱离政策，政策是我们判断市场的重要因素。当前，国家对市场上两大行业的调控非常强力：一个是房地产，一个是粮价。

分析师应综合考虑影响玉米价格的因素

从长期来看，价格上涨是必然的。但市场上除一些上涨的因素以外，还有一些会影响到价格上涨的速度、上涨的节奏、上涨时间的因素，大家也应考虑到。这些因素不改变价格上涨的趋势，但会改变它的节奏，会改变它的幅度。

国家政策调控对价格的影响

研究市场不能脱离政策，政策是我们判断市场的重要因素。当前，国家对市场上两大行业的调控非常强力：一个是房地产，一个是粮价。

粮食价格水平比 10 年前涨了 63.5%，应该高度关注政策对粮食价格的管控力度。2010 年下半年以来，政策集中反映的品种就是玉米，对玉米深加工行业的管理措施不断出台。

4 月初，国家发改委等几个部门联合发文，对玉米深加工行业提出了七点要求。其中，提到对行业的产能要控制，对行业的新建和改扩建要进行严格的审批，对不达到行业发展标准的，比如说环保不达标企业，要进行整改等等措施。由此可见，政府对包括玉米这个品种

在内的所有大宗农产品的价格管制措施、管理通道没有变，政策的力度没有减，政策的措施也没有少。

所以，大家应该高度关注一下未来的政策方向。

产能对价格的影响

假设今年整个农业生产条件相对适宜（绝对适宜的情况是非常少见的，中国历来是一个多灾的国家，每年都有灾，每年受灾的面积占总面积 50% 以上），今年的生产形势还是比较良好的。

去年东北地区生产形势非常好，今年东北地区，或是整个秋粮的播种面积都要同比增加，就玉米而言今年要增加 2% 左右。假定单产水平不变，跟去年持平的情况下，面积增长 2% 左右，等于将近 400 万吨的产能。

从深加工行业来讲，扩张非常快，政策对这个行业的控制也在加强。

从资金角度来讲，粮食是一个资金密集型的行业，对资金的管理更加有效一些。在最新发布政策里面，对于企业的收购资金有了比较严格的限制。

从小麦的替代角度来讲，今年的饲料和深加工行业是其两个巨大的群体。去年 15000 万吨的玉米，1 亿吨用在饲料，5000 万吨用在深加工。小麦的库存现在非常大，可以替代到玉米的消费行业中去。

美国 CBOT 的玉米和小麦的比价是不合理的，国内的比价也不合理。这种不合理，使更多的小麦从食品消

费领域流失到其他领域，成为我们市场上供应的主力军，因此小麦的供应应该受大家的关注。

如果说七、八月份国内的天气非常正常，没有出现重大的自然灾害，我们能够对深加工行业从资金到收购，到加工产品管理起来，市场上的供需就会相对比较平稳。

在这种情况下，价格上涨的速度和节奏都会被改变。所以分析师除了需要关注市场上很多利多的因素外，对其他市场现象也应该充分关注。■



从资金角度来讲，粮食是一个资金密集型的行业，对资金的管理更加有效一些。在最新发布政策里面，对于企业的收购资金有了比较严格的限制。

本文根据作者的演讲纪录整理，略有删改，未经作者本人审阅



大宗商品市场分析方法与运行趋势

主持人

朱斌

南华期货研究所所长

讨论嘉宾

张静

郑州商品交易所总经理助理

刘志强

大连商品交易所总经理助理

梅云波

上海期货交易所黄金钢材部招待总监

张荣辉

中国五矿期货部

王晓辉

国家粮油信息中心处长

屈正哲

珠江期货有限公司董事长

冯洁

新湖期货研究所副所长

张静：投资咨询业务给优秀分析师带来了机会。郑商所一直在做基础性的研究，为期货公司和分析师提供大量基础性的研究资料和数据。同时，我们每年都有不同层级的分析师培训和培训班。另外还有专门的实地培训，走进产区、企业和工厂，带着问题去实地调研和培训。我们还通过研究课题的形式，培养分析咨询人员。今后我们会把培育市场、培育期货咨询师活动长期搞下去，且在培育和创新方面，考虑到如何和我们的期货分析师对接，共同努力把工作做好。

刘志强：分析师要成为期现结合的专家。期货市场发展到现阶段，对交易所、期货公司、分析师提出了新的挑战，我们都必须不断创新和提高，否则不能满足期货市场高速发展的趋势。这些年大商所通过期货学院、产业链培训、产业大会、“十大分析师研发团队”评选等形式为期货行业提供服务，希望培养出一批期现结合的专家。今后要针对产业链量身定做方案，教会企业更好地利用期货市场。下一步大商所将成立一个研究所，除了加强宏观基础研究之外，还要搭平台、建渠道，帮助大家成为专家。

梅云波：期货分析师要有自己独到的见解。期货投资咨询业务即将启动，对分析师可能有更高的要求，比如要给一些企业或是其他的投资机构提供服务，就必须了解它的运营情况，帮企业解决问题。分析师在研究分析时不能人云亦云，对约定俗成的说法、理解、判断，要拿出自己独到的观点。比如说到强势美元，什么叫强势美元？强势美元等于美元强势吗？不一定。小布什、克林顿当总统时，也一直听到强势美元，可是美元一直在走弱，所以对美元的理解要换一个思路：美国经济走低是强势，走高也是强势。

Commodities futures session

商品期货分论坛



张荣辉：铜价走势分歧较大。铜价收盘收在 9700 以上，维持高位震荡态势，近期上一万的可能性很大。推动其走势的因素，市场分歧还是较大。像通胀的预期，其实原来是把它当做利空，现在当做利多。

王晓辉：国际市场玉米价格较国内略高。去年上半年，国际市场的玉米价格比国内便宜，每吨 3000 元左右。但目前国际市场比国内到港的价格是 2900 元左右，我们广东是 2300 元左右，进口企业没有盈利全都是亏损。

屈正哲：我们分析市场价格有两个方面，一个是趋势价格的研究，另一个是相对价格的研究。在单边交易大幅度上涨或者是大幅度下跌的时候，基差交易机会非常多。例如，上海期货交易所铅期货上市之后，现货和 9 月份期货的价差曾经达到 1580 元 / 吨。在分析绝对价格的同时，多做相对价格分析，从现货和期货价格、近期和远期价格、国际和国内价格等三个方面考虑。基差交易每年收益率不会低于 20%，大约在 20%-70% 之间。

冯洁：去年年底棉花有一个跨年度的牛市行情。一方面，人力资源成本的提高促进了国内订单的转移。以江苏省为例，很多棉花厂人力资源成本已经上升到 3000 元。上海的人均收入是 3000 多元，纺纱厂的工人已经达到了这个水平。这种情况导致一部分订单转移到了东南亚。另一方面，今年棉花上市之前有一个 1 到 2 个月的缺口。■





2011^{第五届}

中国期货分析师论坛

期货投资咨询业务分论坛

投资咨询业务·产品创新·风险管理顾问

《期货公司期货投资咨询业务试行办法》出台之后，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。

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。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也日益强烈。来自新加坡、台湾等地的多名高层专家人士参加了本次论坛，对期货投资咨询业务未来的发展方向进行了热烈讨论。

期货投资咨询业务研讨会

话题

如何满足机构
咨询服务需求？



彭刚



詹益青



杭国强



孙彤



李北新

彭刚：目前市场对投资咨询业务十分关注。根据《期货公司期货投资咨询业务试行办法》，我们对投资咨询业务的定位不是期货公司经纪业务的附属，而是单独向客户提供的服务。台湾的投资咨询业务开展近十年了，那么台湾的投资咨询业务是怎样开展的？

詹益青：期货行业最重要的就是人才。台湾也是这样一个观念，台湾的市场是1993年成立的，重点是在经纪业务领域，经纪业务最重要的就是培养人才。我们从境外商品开始，学习美国经验，1998年开放了自营业务，在经纪业务学习到了经营管理知识之后，我们进

一步培养一些人才，来协助交易。

之后，开放全面委托业务和基金业务，未来准备开放 OTC 业务，但这些方面都需要逐步开放。台湾的期货业务开展初期是以自然人的服务业务为主，包括一些基本面分析，技术的分析和指导，以及各种交易策略的建议，以供客户来参考。

最近发展出了一个新的业务模式。因为 IT 技术的发展，台湾期货顾问从业人员推出了通过程式化交易系统，包括各种模组。台湾有选择权，选择权是非线性关系的交易模式，由于有了选择权，各种交易模组非常灵活。在这样的发展过程之中，我们发现最大的问题就是收费十分困难。

彭刚：这里插一句，台湾跟我们的投资咨询业务不一样，他们叫“顾问业务”。

詹益青：交易者认为在这里做投资了，你应该给我这样的服务，是这样的一个角度来思维的。为了突破这个问题，从业者不断研究出新的交易策略，来引导交易者通过付费获得更快速、准确的一种交易策略，这种模式在台湾刚刚起步。

同时，在台湾出现了一种新的顾问模式，为机构法人提供服务。在自然人服务的过程当中，设计出非常多的模组，这些模组可以设计成一些套期保值、避险的工具来提

供给法人机构。虽然这种业务在初期还不是很成熟，但是台湾的机构业务已经开始发展了。

彭刚：从机构投资者的角度，期货公司应该提供什么服务，投资公司才愿意支付费用？

杭国强：第一点，投资咨询业务的责任心十分重要，要有责任感，认真地把咨询业务当成自己对客户负责任的事情。因为咨询业务后面的就是服务，是众多服务当中的一种，所以要把服务做好。

第二点，咨询业务的定价。咨询业务的定价客户能否接受，是否正确。这要求监管部门和期货公司要保证定价的合理性。定好价之后，客户可以根据定价进行服务选择。

第三点，服务的形式和内容。投资咨询需要全方位的服务形态，比如共享数据库信息、交易软件指导、程式化交易模式等。

彭刚：我们应该怎么满足机构投资者需求，大家对此有何想法？

杨志成：如果可以提供一些高质量的基础数据，专业的行业研究，我愿意为这些研究报告去付费。另外，期货公司的研究如果可以带来超额收益，我也愿意付费，但我个人认为这个难度比较大。

孙彤：期货公司可以建立数据库，包括大宗商品的进出口、产业

链企业库存、开工数等在上面都可以找到，这样可以满足投资者对数据的需求。

李北新：这个理解需要一个高度，可能比我们原来的想象更高一些。首先，投资咨询业务的推出要求高专业性。涉及到能不能收到钱的问题，如果你是足够的专业，如果是独一无二，肯定能收到钱。如果你做的产品所有人都能做，我相信大家都收不到钱。

我们要站在一个更高的高度去认识，投资咨询管理办法出台以后，投资咨询公司的角度是不是能站得更高一些，根据风险管理、产品设计的要求，我们有没有这样的人才、技术等等，这是我们公司当下最为迫切的任务。所以这可能对我们提出了新的要求和挑战，我的感觉还不是简单的马上就有可以赚钱的机会。

彭刚：投资咨询业务收费问题十分重要，这种新业务如何才能取得收益，使得客户愿意支付费用，非常值得思考。现阶段，客户对于期货品种价格等基本信息的了解十分充分，客户需要期货公司提供进一步的服务，帮助企业规避市场风险。期货公司需要提高自身素质和人才培养，在了解基本面的前提下，运用国际、国内各种产品为企业提供更加专业的服务。

话题

一

期货投资咨询
产品的设计开发

彭刚



简佩玉



任俊行

彭刚：期货投资咨询通过审批后，初步估计最快8月底前后就会有公司获得许可，9、10月份就可开展这项业务。针对这项业务的产品应如何设计和开发？

简佩玉：产品开发最基本的任务是满足客户的需求，客户类型很多，有中小型的投资者和大型的机构投资者，他们的需求不同，要求也不同。

小型投资者希望得到简单的，容易被接受的一些分析和咨询。比较高端的客户，如大型的机构和投资银行、基金，他们有保值需求，怎样得到更高的回报，或者怎样降低风险。我们要从他们的各自需求来进行产品开发。在做咨询产品时可以考虑以下不同的几点：

首先，从风险的角度来看，分散风险和资产配置非常重要。机构投资者投资股指期货或商品期货或是利率期货等等，都是单一产品的交易方法，如果综合这些产品进行配置，分析产品间相关性的变动，对仓位进行调整，需要做出深入的分析。这方面的分析可能对机构投

资者带来更大帮助，同时可通过这种产品收费。

其次，交易咨询。基本的交易咨询包括开价多少，高低价是多少。更深一步的交易咨询包括各时段的流通性分布，最佳的入场时机，价格最低点等。这些信息对于中小型散户很有帮助，他们会更了解市场，什么时候进场对他们更有利。这些细节比较深入的交易咨询对他们是具有更大帮助的。

最后，对冲或者套利报告分析。分析员对新产品做出不同的分析，不同的套利方法，对于投资者来说这是更好的咨询，让他们能够更加有信心参与新产品。

任俊行：专业人才本身就是一个商品，那么我们如何来开发作为“专业商品”的人才？培养专业人才，属于商品开发的范畴。因为他如果可以帮助很多的客户，给客户提意见，基本上就可以帮助公司得到很高的收益。

第二个部分是一种有形化的商品，是针对机构法人的服务。机构法人需要的不是同期性交易，他有现货交易的避险需求，即“套期保值”



孙彤



蒋逸波



杨智勇



胡俞越

需求。我们帮助客户设计套保专业平台，客人可以建立自己的避险比例。另外是所谓的有形化“操盘训练”，我们专门设计了一套针对操盘人的训练，模拟的一个真实的环境，帮助客户在交易的过程当中知道产生风险的是哪些点，而不是让客户依赖于我来做，客户自己选择进出。

孙彤：期货公司通过投资咨询服务收费的方式有三种。第一种是通过提供月报、周报这样的报告收费。第二种是做一个网站，把信息放到网站上，收会员费。第三种是重大行情提示。

未来好的投资咨询，肯定是既能做现货，又可以做期货，包括库存控制等方面都要很熟悉。这方面的信息要给客户搜集的比较详细一点，这样才可以赢得比较好的客户。

蒋逸波：第一点，期货公司要

自信，心态首先要摆好。我们现在的行业里面已经有了非常多的优秀期货公司，至少是在某些方面。比如说中粮，在农产品这一块就有非常强的研究和设计能力；比如说金瑞，在金属这一块就有很强的行业理解；而新湖期货则在产业研究上十分具有竞争力。

第二点，产品设计要加强。设计单一产品的能力是存在的，问题在于对系统化产品设计的能力上。我设计这个产品，但后续产品设计的机制是什么样的，有没有可复制性等。另外在人员分配上，哪些人员做基础研究，哪些人员是在基础研究之上设计产品，机制架构的设立是否适合我们现在能够产出这种产品，还需进一步研究。

第三点，我们的产品系列不能完全满足市场的需求，要根据不

同风险偏好设计不同的产品系列。

杨智勇：目前，有些证券公司和期货公司合作开发产品，另外还有基金公司和大的期货公司合作的事例，市场反应很好。且私募基金与期货公司合作开发产品十分重要，私募基金投资期货市场较多，并且通过信托计划的方式发售。我想这一块，应该是期货投资咨询业务比较重要的一块。

胡俞越：投资咨询业务的对象分为三类。一类是现货企业，另外一类是专业的投资公司，最后一类是个人投资者。这些现实的投资者需要我们提供不同的咨询服务。机构投资者对期货是有需求的，期货市场与股票市场不同，是一个小众市场，所以要把潜在的期货投资者挖掘出来，设计一些他们需要的产品。

品种创新是两个层面，一是期货交易所推出的新品种。还有一个产品，就是期货公司开发的投资于期货产品的产品，这些产品不完全属于资产管理的业务。

期货市场的流动性是期货市场的一个特点，不要怕这种流动性，认为流动性高就不好。如果期货市场缺少流动性，现货市场也会受到影响。

彭刚：期货市场的基本功能有两个，一个叫做“规避风险套期保值”，另一个是“发现价值”。规避风险套期保值需要把机构投资者拉到这个市

场中做交易。现货市场不一定来做交易，但是可以利用专业机构来为我们的服务提供咨询产品，这就是信息服务，也就是我们的投资咨询。

投资咨询已经不是我们做了 20 年的咨询业务了，它实际上提供给了我们一个更宽更广的平台，投资咨询定位在一个更为广阔的衍生品风险管理平台上。如果期货公司能够提供独一无二的产品，我就相信我们的机构，或者不多的机构能够在将来产生一些比较好的产品。我们期货行业有没有足够的人才，能不能产生好的产品，是能否收到钱的关键。

话题

三

如何为企业提供风险管理顾问服务和风险管理期货咨询服务？



李北新



黄崇彦



王兵



杨志成



杨智勇



郭洪钧



胡天存



吴伟军



胡俞越

李北新：分析师要围绕这三块内容给客户提供服务。风险管理主要是针对大型企业的风险管理，像一些大的国企，或者是要走出去的企业，大的上市公司，我们要满足他们在风险管理上的一些要求。另外，具体的研究报告、信息咨询我们要提供真实准确的数据。最后就是我们的产品，一些程序化设计和

套利模型，需要帮助客户使用这些产品赚到钱。

黄崇彦：了解企业需要哪些方面的服务，首先要弄清楚企业为什么要做套期保值，风险管理要管理哪些东西。我把它分成几个方面：第一是对经济周期的分析，所有的企业都面临宏观经济周期的风险。价格处在不同的周期内是不一样

的，所以要进行深度分析，这种分析做得好的话，对企业的作用很大。

产业链的研究非常必要。我们每天得到很多的信息，行业方面、经济方面的信息，数据出来之后，做一个简单的分析是很有价值的。行业方面的研究，要聚集一些有价值的信息，需要有一定的功底。在专业研究市场的基础上，要对企业

的保值需求有深度的分析，同时对套期保值的企业要有一个策划。

另外，利用期货套期保值存在基差风险。期货可以规避市场波动的风险，但回避不了基差风险，如何回避基差风险十分值得研究。

对于期货公司来说，对企业的服务还要考虑量身定制的问题。期货公司在专业领域方面能提供企业哪些更具针对性的服务，这方面我觉得还可以在产品设计方面给予考虑。

李北新：企业的需求总结一下有几个观点。第一是服务产业以及宏观经济，这个大势要把握；第二是不管国内，还是国外的公司，目前的服务方式、内容基本上差不多，所以国内公司还是非常有机会的；第三是有价值的产品肯定是能卖到钱的，这些都是黄总这边可以实现的。结合以上几点，我认为关键还是能不能做出一个有价值的报告。如果拿不出一个真正的报告来，只是一个同质化的信息，是没有意义的。

张一伟：目前最大的问题就是民企对市场认识的不足，不如央企对市场的认识，所以在很多的行为上不是很积极。但是由于民企的要求不像国企那么高，所以这是一个很好的突破口。

对我们研究员来讲，为企业做套期保值，如果不能突破书本上的概念，对企业的服务就不到位，不知道企业套期保值真正要做什么。

咨询业务要开展的话，我们的从业人员最应该做的就是提高本身的素质，而不是马上看到能赚多少钱。我觉得这一点不太现实，最关键的就是自身的业务要怎么去提高？首先要有深度，对企业现在要进行套期保值的

这个品种，这个研究的深度能不能达到？现在很现实的一个问题，大部分的现货企业对现货的了解程度非常高，短期内对期货市场并不是很感兴趣，这时你就得两条腿走路。广的不光是宏观的问题，还有企业的经营问题。还有就是宽，宽就是现在的企业潜在需求，企业最关心的是企业长期稳定生存的问题，而不是一个短期的价格能不能保持的套期保值。

王兵：这么多年做得很好的从业人员比较少，原因是专业化程度不够。发展到现在，这个行业在一个快速发展阶段的调整期，要对行业自身进行一些盘整，有很多瓶颈在里面。有一个规模的瓶颈，我们的品种交易量很少，也没有期权，现在刚有了股指期货。我们的服务模式基本上大同小异，在一个层级上。

杨志成：如果要为整个企业提供比较好的风险管理，首先要了解期货市场的品种，或是期货市场属性。首先要做的就是了解期货市场的品种，要了解产业链，还有了解所服务的企业。这是一个系统的工程，从企业的基础业务运作的方式、整个盈利模式，还有财务管理的方式等，理解整个企业的业务模式。然后找到风险点的来源、企业原有的优势，再针对企业的实际需求，制定一个相对比较符合情况的策略。

杨智勇：首先，服务不同企业的差别比较大，金融产品的核心是创新，是为客户创造价值；其次，咨询是为客户提供一种投资战略；最后，期货行业是金融行业的一部分，期货行业的发展过程中，与其他金融机构的合作必不可少。

李北新：目前，银行进入到期货市场的步

伐很快，对期货公司最有威胁的就是银行。银行产品创新的步伐要远远地超过期货行业。

吴建华：我们的套保金融商品实际是三个产品。一是沪深300的股票套利，这是要全样本股复制，减少跟踪误差，根据行情动态选择套利时机，通过数量化的模型设置开平仓点位。二是封闭式基金的组合套保，这一块是跟证券机构合作开展的。对封闭式基金历史表现进行全面深入的分析，通过数量化模型动态分析折价表现。三是主动型股票组合的套保。通过模型分析，动态调整投资组合，准确配置股指期货对冲比例，有效对冲系统性的风险。

郭洪钧：证券公司、保险公司等金融机构需要我们的投资咨询，并有两点倾向，第一点就是降低风险，第二点是增加收益。套期保值不是一个静态的、呆板的套期保值，除了套期保值的比例、价格之外，还有一个就是入市时机的问题，这是择时战略。有时候不做套保，如果是上涨的可能性非常大时，我是不做套保的，这就涉及到策略，怎样把套期保值做得更好，客户的收益率更高，或者说是客户的现货和期货，两个资产加起来实现套期保值的价值最大化，这也是我们做投资策略价值最大的地方。投资更是如此了，

一个单边的投资把市场找准确了，选择了一定的资金入市，这就体现了我们咨询的价值。

胡天存：原来我们是面对机构投资者和实体投资者，我们的专业素质对实体企业来说是有优势的，但我们面对金融机构就不一样了，他是人才高地，他们的人才比我们的素质高，队伍也比我们整齐，现在我们跟金融机构合作，把我们的弱点跟别人的优点去合作，这是一个很严峻的挑战。

现在不管是券商还是私募基金，期货仍然是一个新的东西，我们有一个优势，我想他们现在在引进人才，他们在研究实战，我们期货公司是为他们提供咨询服务，我们如果没有实战，我们就赶不过他们。

吴伟军：我想应该更多考虑期货公司的商业模式，期货咨询业务可能有两个问题：

第一点我们的客户需要什么？我们的客户是谁？我们既要了解现货，还要了解期货，了解金融方面的东西，给不同客户做出量身定做的方案，这个方案一定是个性化的。

第二点，我们要拥有自己的核心竞争力，因为期货和衍生品的开发，本身就是很大的一块金融创新领域，有自己独特的东西，应该把这些不是自己独特和核心的东西放掉，构建自己核心的价值。

胡俞越：我作为一个研究者和旁观者来看，期货市场是需要一些顶层设计的，目前的中国期货市场需要怎样的一种战略定位，比如说为实体经济服务，我想就是期货市场的一种顶层设计，还有这个设计的具体曲线。

涉及到的服务，为实体经济服务，为国民经济服务。风险管理要体现出它的服务，这是咨询业务更重要的一个着眼点。深度和广度要注意，我们期货公司的研究员，要为现货企业服务。期货公司的研究员开展咨询业务，显然是属于白领阶层，但还要从蓝领做起，要脚踏实地，要把潜在的客户开发出来，要了解他们的需求。

另外一个层面，期货公司开展咨询业务，其他的公司也可以做。相关产品里面的顶尖研究员和分析师都不是我们期货行业的，所以我们可能被比下来了。要利用期货市场本身的领先优势，要分析我们客户的需求，还要分析竞争对手的优势。套期保值的门槛很高，需要两个方面，一方面是专业化程度高，需要很多的专业化人才，很多现货企业受不了，没有这些专业化的人才。另一方面是期货企业为现货企业提供套期保值服务的门槛也越来越高了，很多的现货企业进不来了，所以要降低套期保值的门槛。■





2011^{第五届}

中国期货分析师论坛

期货投资咨询业务 培训专题

大力培养人才 积极促进咨询业务稳步开展

为培养期货咨询服务人才，促进期货投资咨询业务稳步开展，中国期货业协会专门组织了两期“期货投资咨询业务培训班”，聘请台湾地区和大陆资深业内人士与专家，针对咨询业务人员应具备哪些专业素质和能力，执业过程中应注意哪些法律和道德问题等主题，为学员们进行了深入讲解。本专题根据讲师们的讲课内容，精心组织了一系列文章，以期读者能有所收获。



吴运浩

证监会期货二部境外期货处处长

期货投资咨询业务是当前一项创新业务，深入解读《期货公司期货投资咨询业务管理试行办法》（下称咨询办法），对于促进期货公司稳步开展此项业务具有积极的指导作用。

深入解读 促进期货投资咨询业务稳步开展

咨询办法的立法背景

咨询办法或者说期货投资咨询业务推出的背景，主要可归纳为以下四方面：

一是国民经济发展对期货市场提出更高要求，实体企业、产业客户和机构投资者对风险管理服务的需求日益强烈。从国家宏观层面看，中国经济快速发展，经济总量巨大，是众多大

宗商品和原材料的进口国和消费国，同时，国际大宗商品现货与期货价格大幅波动，国际定价中心的角力与争夺激烈。

站在实体经济中企业经营主体（客户）角度或立场上：内部和外部市场环境的刚性约束，使局面更为复杂，商品金融化、金融工具复杂化，经营业绩与营利追求难度加大。

二是期货公司深化中介服务功能，开展业务创新活动，是期货市场健康发展，特别是促使期货行业从量的积累向质的提升转变的内在要求。期货市场从量的积累向质的提升转变，作为唯一专营的期货中介机构——期货公司也应深化中介服务功能，突出发挥自身专业优势，打造核心竞争力，不断探索不可替代的生存与发展空间。

三是落实 2007 年修订后的《期货交易管理条例》行政法规规定和“2010 年全国证券期货监管工作会议”精神的工作要求。2007 年《期货交易管理条例》第 17 条规定，期货公司可以从事期货投资咨询业务，属于一项需要独立许可的基本业务。原许可证有“信息咨询、培训”内容，作为服务于期货经纪业务的市场营销与客服运维的辅助手段。

四是定位于规范机构（期货公司）咨询业务，而非定位于规范业务管理规定（不限于期货公司），有利于坚持证监会既定的“期货打非”政策和立场，形成于我有利的发展与监管环境。

“期货咨询业务打非”涉及两类市场主体：期货公司、期货公司之外的其他社会各类机构。继续坚持“期货打非”的一贯立场，配合工商、公安和新闻宣传、信息传播主管部门等单位查处。“不缺位、不越位。”

咨询办法的指导思想

咨询办法的总体指导思想是本着服务国民经济，突出期货行业特点，明确期货咨询业务定位，在借鉴境外和证券相关立法经验的基础上，总结期货行业自身有益经验。《咨询办法》立足于服务国民经济需要，定位于以实体企业、产业客户和机构投资者为主要服务对象，以客户风险管理服务为核心，以研究分析和交易咨询为支持的期货咨询服务体系，引导期货开展专业化的期货咨询活动，突出期货行业特色。

遵循“先易后难、分步推进、积累经验、逐步完善”的思路发放牌照和开展业务。咨询业务属于一项基本业务，故未与分类监管评价

结果挂钩，而主要从资本实力和合规角度提出具体要求。

咨询办法的总体框架

咨询办法的总体框架主要包括三个方面：

一是定位于期货公司咨询办法，而不是总括性的咨询业务办法，规范对象为期货公司，不涉及其他机构（证券机构除外）。

二是参照会机构部发布的证券咨询“发布研究报告”和“提供交易咨询”两个规范性文件的核心精神，结合期货行业特点，确定“风险管理顾问”、“研究分析”、“交易咨询”三大细分服务类别。

三是非持照期货公司开展业务归于经纪业务附属服务活动；信息

图 期货投资咨询业务监管边界与政策界限



传播活动的管理（须持牌）；证券经营机构从事股指期货咨询活动的监管问题。

期货公司要想做好期货投资咨询业务首先就得有一个明确的定位。

一是客户定位：高端客户（实体企业、产业客户和机构投资者）。现货企业的全方位需求，迫切需要一揽子服务。咨询的受众不一定是投资者，但肯定是客户。投资者以入市交易为导向。另外，商业银行的业务创新、产品创新。

二是业务定位：着眼于打造“风险管理专家”，突出风险管理顾问业务。向管理咨询、战略咨询拓展和延伸。倾力打造衍生品领域中的麦肯锡。

三是服务定位：以期货为依托、为重点、为启动点；向全方位、立体化的（金融）衍生品一揽子解决方案努力挺进。突破局限性，争取有利的良好局面。

咨询业务与（金融）衍生品中介服务

目前，对于期货投资咨询的客户需求正在形成，未来发展空间巨大。特别是对于风险管理的需要，已由不知不觉变成已知已觉，并逐步形成迫切感，只是服务提供太弱，或者思路不对路。

从境外市场的经验来看。国外市场主体已被大机构垄断和把持，市场出现全职全能的金融机构及其全方位服务方案。而中国远未形成竞争局面，咨询业务势必带来新一轮的激烈竞争。


此外，目前监管部门分置严重。并无统一、集中的对衍生品市场的监管部门及其体制，监

管分置导致各自为战，各自为政，尚未打通各类领域或通道。一旦通道打通将有力促进咨询业务的发展。

中国衍生品市场服务体系制高点

从欧美经验分析，第三产业（金融服务业）已形成竞争格局，而中国衍生品市场服务体系尚待形成之中，与经济大国局面极不相称，与前述监管分置密切相关。从学理角度看，衍生品市场并列于货币市场、资本市场、外汇市场，其衍生工具类别多种多样，核心是风险管理工具。从公司发展到监管，期货行业完全有能力抓住其中发展这个环节，努力工作，大干快上，将咨询业务做实、做透，抢占至高点。

我国的期货公司应看准时机、抓住机遇，加大投入建设高质量的人才队伍，努力形成智力资本高地，打造衍生品服务人才集散地。在思想和认识上，期货公司应该摒弃传统思维，勇于创新，大胆论证，周密设计，严谨实施，脱胎换骨式洗脑。打造学习型公司，提高公司自身竞争力。向先进单位、先进理念学习，转变发展方式，使业务及营利点发生结构性变化。

同时，建立以客户需求为导向的制度机制，改变以自我单纯营利为导向的做法，深入挖掘衍生品服务产业链，做好自己的角色和功能定位。每时每刻考虑，在中国经济转型、大国崛起过程中，期货公司自身能为这个社会、这个世界带来的贡献和价值。在实现自身发展的同时，有效推进期货行业的跨越式发展，从而更好地为国民经济保驾护航。

本文根据作者授课内容整理，略有删改，未经作者本人审阅



卢廷劼

台湾期货同业公会秘书长

台湾合法期货业的开放，肇始于 1993 年开放期货经纪商的设立，接受投资者委托买卖海外交易所商品的“国外期货交易法”。由于当时投资者并无经营此项业务经验，开放初期除允许设立合法期货商外，同时引进海外期货商至台湾设置分支机构，采用复委托方式至海外进行交易。

台湾期货顾问业务的运营情况和模式

为满足投资者各类需求，逐步开放海外商品，包括农产品、金属、能源、股价、利率及汇率等类别。目前已开放全球 25 个交易所合计 352 个契约进行交易。

台湾市场自 1998 年起至今 13 年来，以股价类期货商品为首，逐步扩展至利率类、商品类，目前亦有 21 种契约，如图 2。在投资者大部分系属证券投资人的结构下，市场主力成交量集

中在与股价指数相关的商品。2010 年全年度成交量达 1.39 亿手，位居世界排名第 17 位。

台湾期货服务事业的开放

期货业服务，除期货自营业务系扮演做市商 (Market Maker) 角色外，由于客户对于期货交易专业需求，依不同服务层次分为经纪业务、顾问业务、个别委任代客操作业务及基金合并

操作业务四种。依“期货交易法”规定分属期货商、期货顾问事业、期货经理事业及期货信托事业。由于台湾期货市场建立时主要商品均与有价证券相关，且主要需求交易人亦为证券市场投资人，故除前服务种类外，亦参考外国做法，设立期货中介角色引入证券市场投资人进入市场交易。此为期货交易辅助业务，由证券经纪商兼营。

相关业务种类开放之时间与次序如图3。

台湾期货顾问业务开放原则与现状

台湾“期货交易法”对事业种类划分，系参考证券市场做法经验，将期货服务事务分为顾问、经理及信托三种不同事业。

由于证券市场对证券投资顾问事业系独立个体经营，在仅有新台币1000万元的低资本额门槛下全面开放。证券投顾事业如雨后春笋大幅筹设，而其客源又无法通过与经纪业务结合方式扩大，故业者为求生存，只好无所不用其极地透过各种媒体，以怂恿或不当方式广收会员，并有利用与大户勾结或蚂蚁雄兵方式进行内线及炒作股票行为，创造所谓获利讯息以吸引投资人加入会员，以此进行所谓顾问业务，甚有私下进一步利用代客操作行为以增加客源。

此举除影响证券市场正常运作外，亦损及投资人权益，更无法让证券服务事业提供相关专业表现与应有价值。

由于当时期货经纪商自海外期货市场时起算已历经约十年经验，且期货管理法规对期货经纪商除采取资本额2亿元高门槛外，亦有强而有力的财务、业务与人员等相关管理措施，故顾问业务开放时仅针对新增业务执行，直接影响事项予以补充规定。

其重点包括公司内部控制组织面，要求设置专责部门从事顾问业务；财务面要求营业保证金增拨1000万元，作为业务执行与客户发生纠纷处理使用；业务面则自招揽客户行为、签订委任契约、内部分析作业流程、信息提供利益冲突回避等增加必要之规范；人员方面更要求需具备二年至三年以上受托买卖之经验者执行业务。

截至2011年4月，经主管部门核发顾问业务许可证照者，总公司计33家，分公司计11家。统计2011年全年度顾问业务之营收情形，各公司差异甚巨，单一公司金额最高者为证券投资顾问公司，其营收金额约7500万元，最低者为期货商仅有8000元。显见期货业者对顾问业务之经营策略与重视程度迥异，此亦影响此项业务未来之发展。未来有待业界如何取得有效之经营策略与方向，共同努力，打造真正专业并具价值顾问服务。

期货顾问业务的管理架构

金融市场健全发展有赖于业界提供值得信赖的专业服务，同时海内外金融市场监管架构，分由主管机关与自律管理机构(Self-regulatory Organization, SRO)分工进行。

依“期货交易法”第四条规定，期货市场主管机关为“行政院金融监督管理委员会”，负责期货市场政策拟订、法规制度研订、期货市场运作监理、违规事项查处等工作。自律管理机构则包括“期货交易所”、“期货公会”及“证券投资人期货交易人保护中心”等单位。于主管机关授权或指定事项，进行自律性质之管理机制，其中亦包括业务执行规则拟订与违规查处工作。

对违反期货交易法中所定重大影响市场运作与交易人权益时，应负相关刑事责任，如从事操纵市场、内线交易、诈欺、泄密、获利保证、夸大不实宣传等行为。对违反其他行政管理事项，则由主管机关依“期货交易法”第 100 条及第 101 条为适当之行政处分。除第 119 条得处新台币 12 万元至 60 万元罚款并责令限期改正，不改正者处新台币 24 万元至 120 万元之加重处罚至办理为止外，并且依“期货交易法”第 100 条对公司为警告、撤换负责人或有关人员、六个月以内全部或部分营业暂停或撤销营业许可处分；对负责人与受雇人得依“期货交易法”第 101 条命令停止六个月以下业务执行或解除其职务。

由于证券与期货交易，均涉及高度专业技术与实时信息取得和分析，然而观点沟通、讯息搜集分析与使用，平时即存在于任何场合。台湾地区内对客户提提供分析资料与特定价位买卖讯息服务，专属期货顾问事业业务范围，任何人未取得主管机关核发许可证照而从事该等业务者，即构成违反“期货交易法”规定，应依第 112 条七年以上有期徒刑论处。然而以研究分析与出版品等，则非专属顾问业务，故市场上充斥着各种讯息却难以取缔，对合法期货业生存构成很大影响。[4]

图 1 台湾期货、期权品种上市时间



图 2 台湾期货、期权交易品种

	期货—商品名称	选择权—商品名称
股价 指数类	台股期货 TX	台指选择权 TXO
	电子期货 TE	电子选择权 TEO
	金融期货 TF	金融选择权 TFO
	小型台指期货 MTX	
	台湾 50 期货 T5F	
	MSCI 期货 (美元计价)	MSCI 台指选择权 MSO (美元计价)
	柜买期货 GIF	柜买选择权 GTO
个股类	非金电期货 XIF	非金电选择权 XIO
	股票期货	股票选择权 STO
利率类	十年期公债期货 GBF	
	三十天利率期货 CPF	
商品类	黄金期货 GDF (美元计价)	
	黄金期货 GDF (台币计价)	黄金选择权 TGO

共计 21 种

图 3 台湾期货服务业务开放时间





任俊行

台湾大华期货公司总经理

期货投资咨询业务是大陆期货行业的一项创新业务，在开展之初，借鉴台湾地区的经验，明确其角色定位对于该项业务的开展具有积极重要的作用。

期货咨询业务的角色定位 及经营之道

期货咨询业务提升期货市场价值

期货市场不同于证券市场，亦不同于财富管理市场，期货市场的“交易”特质远高于其他金融商品，导致期货市场给人“输”、“赢”的深刻印象。

期货市场运用保证金高财务杠杆机制以及逐日结算的交易特性，而且多数人没有得到正确的观念，期货市场缺乏向一般大众传递正确讯息的机制，期货市场长期背负着许多负面评

论，而期货咨询业务的开办可弥补期货市场在这一方面的缺憾。

与其说期货咨询业务是期货市场的一个创新，倒不如说是期货市场地位再提升的平台，有多少人知道期货的套期保值怎么进行？有多少人知道怎么做到无风险现期套利？有多少人知道黄金还有其他原料还要涨多少？涨多久？又有多少人知道程式化交易如何克服人性的弱点？

期货市场有许多的策略，太多的专业知识隐藏在内，透过咨询业务，期货从业人员可以大声地告诉大众，期货是金融业的高科技产业。

平均一个新的客户从进到期货市场到离开，“6个月”是一个周期，约赔掉3-5倍的保证金后，这个客户就黯然离去，跟他当初野心勃勃地跨入这个市场时的心情完全不同。

其实，期货业界要负很大责任，客户想赚钱是真的，客户想一夜致富也是真的，但他准备好了吗？期货业者真的好好教育、训练了客户吗？而客户一时的赚赔真的是他离开或留在期货市场的原因吗？这都值得我们探讨、研究。

期货咨询业务的角色定位

要经营期货咨询顾问业务，首先，我们要问自己的角色定位，客户是依靠谁赚钱？自己还是期货从业人员？如果我们认为客户只能依靠我们赚钱，那就不要经营咨询顾问业务了，为什么？

“教练要比球员更会打球吗？”答案或许不一定，不过教练肯定比球员知道怎么打赢球赛、打赢对方，教练肯定比球员知道球员的特质和缺点。但是最终，球员还是必须靠自己亲自在场上赢得比赛。

咨询顾问业务就好像是教练，教练教的是方法、是心态。同样的，球员也必须了解，教练不会帮你上场

打球，教练的责任在于平时的教导与训练，场上的输赢必须完全靠自己平时训练所累积的临场反应，所以咨询业务的经营必须很清楚地界定期货商的咨询功能与客户的需求。

台湾期货业界过去长时期经营程式化交易，当时期货业者急于开发市场，认为客户不想去了解期货是什么，也不想花时间去教育客户，所以干脆以发讯号带进带出的方式刺激交易，结果呢？

刚开始效果着实不错，但却难以持久地维持，原因在于天底下没有一种程式化交易能每笔都赚钱，当出现连续赔钱的情况，即便是程式化交易的正常回档，客户仍然受不了。因此，一直到现在参与程式化交易的客户大多不能维持太久，主要原因并非程式化交易不好，而是没有搞清楚客户需求是什么？

以为送他们鱼吃，客户就买账。错！完全错误，这是很典型的失败例子。

在专业、创意、方法及工具平台上建立咨询业务

探索客户的需求是件很有趣的挑战，这需要靠创意跟潜能激发，有时候客户根本不知道他的需求是什么，往往需要我们先去认识客户，给客户学习的方向，然后再由其中找出客户的真实需求，但多数是试出来的。不断地靠创意去测试客户

的需求，有些时候找到客户胃口时，也会面临难以执行的困境。这时就必须发挥创意跟执行力，因为要找到市场客户的胃口难度实在很高，所以一旦找到了便要想办法执行。

举例而言，两年前我们发现客户对极短线交易的训练需求很高，我们规划了一套海龟训练课程，透过大量的模拟交易训练，培养客户对行情直觉反应进行交易。透过剧本演练以及交易检讨机制，当时我们的判断认为有很多客户有这样的需求。经过市场调查发现客户反应非常正面，这令我们极为兴奋，开始着手活动企划。结果事与愿违叫好不叫座，第一期只有三人报名，事后检讨原因，发现几个问题。

如：行销对象错误、训练课程过长、训练课程费用过高、缺乏挑战性，难以验证实用性。经过大量讨论，最后终于完成新企划方案，主要新增的元素就是，增加竞赛活动以及提供高额竞赛奖金，让训练更加生动也增添了挑战性。客户不但学到新的交易技术，亦有双重获利机会，一是直接在市场赚钱，一是有机会赢得比赛并获得额外奖金，何乐而不为。

重新规划包装的活动再次推出时，便立刻爆满，连续开三个课程（一个课程从训练到竞赛结束需要4个月时间）。这个活动获得很大的反响以及同业关注，但仔细想想，

当时若未及时调整方向，也许就胎死腹中，不会有后来的结果。

其实，期货咨询业务是可以经过创意将资讯科技以及期货专业做一个完美的结合。一个完美的咨询业务经营目的是在直接或间接为客户创造更高价值，事实上这是有阶段性任务的。

第一阶段是专业的训练及教育，第二阶段是资讯的提供。一个完整的咨询业务组织其任务编组必须要有层次跟分工。前台的专业训练固然重要，但中后台的客服及资讯平台建置更是重要。任何业务经营都要有前后台共同服务的观念，因为一个不佳的后台或客服会轻易地毁掉前台的努力，更严重的是帮别家公司培养了专业客户。

建立完整客户资讯的 CRM 系统

CRM 系统是强化对客户服务及效能的利器。课程训练、研究报告、交易策略提供都是咨询顾问很重要的业务，但最后终究是要进入市场检验成果。一个完整的 CRM 系统必须将课程训练、研究报告、交易策略与交易结合，服务才会到位。试想业务同仁在 CRM 系统发现客户有许多铜的亏损留仓部位，业务员可以由咨询顾问业务部门取得任何有关铜的课程或研究报告或交易策略的建议给客户，甚至提供专业的咨询顾问老师专门为客户服务，更可以利用 CRM 系统开办符合客户需求的专业课程等等。建立一套完整 CRM 系统是期货咨询业务很重要的一个环节。■

图 大华期货顾问业务功能



本文根据作者授课内容整理，略有删改，未经作者本人审阅



洪守杰

台湾元大期货公司副总经理

台湾的期货业开始甚早，早在 1994 年便有多家期货公司从事营运，但缺乏统一的组织架构与明确的法令规范，导致纠纷时起，营业规模也难以扩充。直到 1997 年颁布“期货交易法”与成立“台湾期货交易所”后，始逐渐步入正轨。

台湾期货市场投资咨询业务经验谈

经过十多年的演变，目前台湾的期货业已区分为三大业务区块：经纪业务、服务业务以及自营业务，各司其职，分工明确，产业架构逐渐完备。

其中期货投资咨询业务（台湾称为期货顾问业务）和经理业务，同属于服务业务的两大区块，前者提供期货交易的分析与建议，后者则是受理客户委托、代为操作期货。台湾期货顾问业务的正式营运开始于 2000 年。

台湾期货顾问事业的主要业务

台湾从事期货顾问业务的法令依据，包括“期货交易法”、“期货顾问事业设置标准”，以及“期货顾问事业管理规则”等。根据“期货顾问事业管理规则”第二条的规定，期货顾问可经营的业务项目包括以下三项：

一是接受委任，对期货交易、期货信托基金、期货相关现货商品或其他经主管机关公告或核准专案之交易或投资有关事项，提供研究分析意见

或推介建议；二是办理前款有关之讲习及出版品；三是其他经主管机关核准之有关业务。

依据这项规范，台湾的期顾经营项目可分为两大类：一是招揽会员（即时或非即时），提供期货交易分析之意见或建议，并接受咨询；二是开办课程，提供期货交易的相关讲习与训练。

招揽会员与教育训练各具特色

招揽会员与教育训练正是目前台湾期顾业务的主流。两者各有特色，也都有其经营上不易之处。

首先，招揽会员最大的特色，在于仰赖公司团队或期顾讲师对于行情分析与判断的准确度。若判断准确度高，会员绩效良好，搭配媒体曝光、业务人员推展与客户口耳相传之下，公司、讲师的知名度与营收可望迅速提升，且能带动经纪业务的发展，并吸引冲动型投资人前来参加。

相对的，一旦行情判断不够精准，客户、会员流失的速度也会相当快，故收益的稳定性较为不足。

另外，则是开办各项讲习与课程的教育训练业务。期货交易与股票投资并不相同，有其特殊规则与门槛，保证金交易的风险也远比股票为高。故若能在投资人参与交易前，先施以若干教育训练与咨询服务，将有助于客户在实际交易时分析风险的严重性并即时应对。而市场上大多数投资人属于稳健型，也较希望先学习再交易，因此从事教育训练、开办相关课程有其潜在需求。

但经营教育训练业务，工作较为繁杂琐碎，且为了满足不同程度的客户，势必开设多种类型、由入门到高阶的各种课程，因此

能否找到适合且优秀的师资，是经营成败的关键。

就经营模式来看，教育训练则是属于细水长流、稳健经营的模式，不因对行情判断的准确度而受影响。

建立独特经营策略 促进业务稳步发展

截至目前为止，台湾绝大多数期货顾问事业者，皆以研发程式、招揽会员为主要项目。而我于2006年进入元大期货服务后，有鉴于台湾期货交易人对教育训练的需求殷切，经过仔细比较与思量，决定走一条不一样的路：以教育训练为主、招揽会员为辅，希望能赚安稳财、长久财。

因此，我的主经营策略，首先就是网罗业界第一流人才担任讲师，针对期货交易的各个面向，提供多元且专业的训练课程，入门到高阶的投资人，皆可满足学习的需求。其次，重视行销规划，搭配大量的媒体、广告曝光与公开演讲，以及完善的客户服务与业务人员推广，提升公司与讲师的形象，吸引交易人注意并参与到学习的行列。

人才是期货顾问事业的基础

个人认为，经营期货顾问业务，人才与策略相辅相成、缺一不可，而且即使提出了好的主经营策略，若缺乏适当的人来执行，仍然难以成功。在期货顾问的经营上，以下几种人才是不可或缺的：

一是专业讲师。期货顾问是一个高度以人为主的事业，讲师的知名度、个人风格，以及客户的信赖，往往是经营成败的关键，所以适合的期顾讲师越发重要。我从2000年开始做一名期顾讲师至今，深深地感觉到，要成为优秀的期货

顾问讲师,人格特质应是积极、乐观、耐烦、不服输;而学有专精、交易经验丰富、表达能力强,且乐于分享,则是期顾讲师所需具备的外在条件。

此外,期顾讲师无论是授课,或在电视、报纸、网络等媒体上发表看法,对象都是以一般投资人为主。如何用简单、浅显的语言表达专业的知识与资讯,让一般投资人都能懂,辅以相关专业证照证明专业能力,提升投资人的信赖感,对于期货顾问讲师来说也是非常重要的课题。

二是行销企划。有了好的期顾讲师,还需要好的化妆师,才能事半功倍。而行销企划就是扮演这样的角色。我常常觉得,行销企划与讲师的关系,就好比经纪人与明星,必须创意多、反应快、灵活多变,熟悉市场的生态与变化。而在这个媒体高度发达、资讯泛滥的时代,还要拟定合适的议题,搭配文宣与出版品,适度包装讲师的特色,在媒体曝光,才能使投资人加深对讲师的印象。

三是客户服务人员。客户服务人员可说是重要的后勤部队。他们要熟悉最新的课程或产品内容,以及电话行销的技巧,还要不厌其烦地回答客户的问题甚至接受抱怨。此外,他们也是反映客户意见的最重要管道,我经常听取客户服务人员转述的客户意见,为后续经营的修正与参考。

借鉴台湾经验 发展大陆咨询业务

台湾的期货顾问业务走到今日,已奠定了经营的基础,但也有需克服的挑战。我认为,教育训练业务未来发展的空间仍然相当大,举凡新推出的商品、新交易观念,甚至新型态交易工具等,都需要从业人员的倡导与推广,以提升市场的整体水平。而在这几年的推广下,投资需学习的观念,已愈来愈被投资人认同。这些都是未来从事期顾业务的主要诉求。

当然,未来也难免有困难与挑战。其中“千军易得,一将难求”,优秀的期顾讲师不易觅得,且需要长期的培训。而台湾极少数的不肖业者,假投顾之名、行敛财之实,招摇撞骗,使得期顾讲师的社会形象难以提升,投资人也望而却步。这有赖从业人员的自律与自清,加上主管机关的监督与管控,才能重新建立讲师与业者的形象。

大陆的期货业近年来蓬勃发展,在多项商品的交易上,已执全球牛耳。而于2010年4月开展“沪深300指数期货”后,更跨入一个新的里程碑。期货投资咨询业务对期货业者而言将是一项全新的挑战,人员的建置与业务的推广,也都和经纪业务有所不同,更是崭新的尝试。希望大陆能够借鉴台湾的过往经验,做好该项业务。

图1 台湾期货公司业务结构

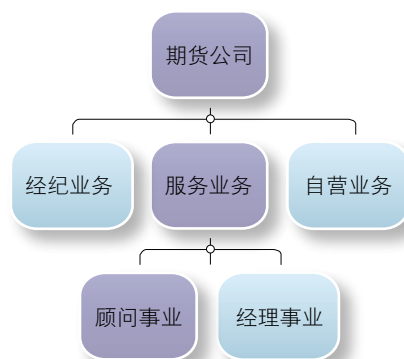
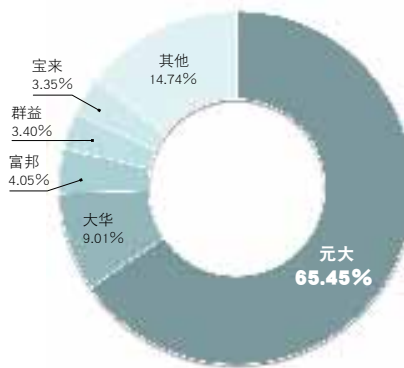


图2 台湾期货顾问市场概况





屈正哲

珠江期货公司董事长

期货投资咨询业务是期货公司一项新的创新业务，其价值最主要的就是为客户，特别是产业客户带来更好的服务，提升期货公司服务产业、服务国民经济的能力。

探求期货投资咨询服务的价值

提升期货投资咨询业务的竞争力

期货投资咨询业务的服务主要包括三个方面：

一是协助客户建立风险管理制度、操作流程，提供风险管理咨询、专项培训等风险管理顾问服务；二是收集整理期货市场信息及各类相关经济信息，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的研究分析服务；三是为客户设计套期保值、套利等投资方案，拟定期货交易策略等交易咨询服务。

期货投资咨询业务服务的对象包括普通投资者、产业客户和机构投资者，而后两者则是服务的重点。

通过期货投资咨询业务的内容和服务的对象我们可以看到，期货投资咨询业务的竞争力体现在通过期货咨询业务服务，极大地满足产业客户在生产、贸易各个环节中的个性化需求。只有提升期货投资咨询业务的竞争力，才能取得期货投资咨询业务收益的可持续性增长。

实现期货投资咨询服务价值的策略

要实现期货投资咨询服务的价值，至少要做好以下四大类服务：

一是做好研发的咨询服务。期货公司不仅要提供通道服务，更重要的是要为产业客户服务。了解企业客户的风险敞口，根据企业的需求制定个性化的服务方案，如期限结合、套期保值方案等。此外还应企业的风险控制提供指导，帮助建立合理的风控流程。

二是做好相关贸易的咨询服务。贸易咨询服务可分为三个方面：

首先，通过咨询服务解决仓储问题。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。

其次，通过咨询服务解决物流问题。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。

最后，通过咨询服务解决仓单置换问题。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的品牌货物。

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，节约人力资源成本。

三是做好相关境外板块的咨询服务。咨询服务不仅包括境内的，也可以包括境外的。

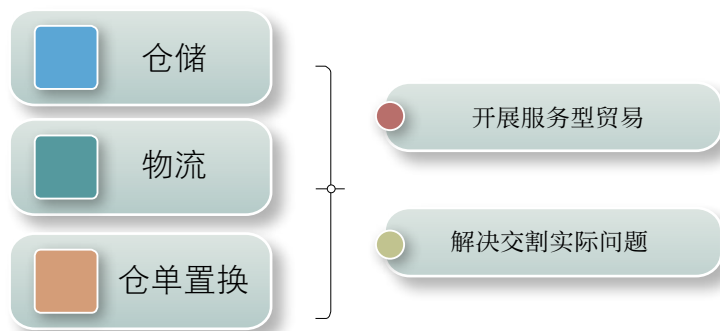
一方面提供单边对冲的咨询。

利用外盘对冲单边行情风险更多地被机构投资者所采用，因为其主要目的不是单纯为了套取利润，而是为了避免国内外行情波动的单边风险。例如国庆长假、春节长假规避持仓风险。

另一方面提供进口贸易配套咨询。很多产业客户大多从事国际贸易，通过境外市场为他们提供有针对性的进出口贸易配套增值服务，以提高客户服务质量和发展客户关系，并利用国际期货对贸易合同中所需承担的风险做有效的防范。此外，还可以为有境外期货业务的企业提供跨市套利方面的咨询。

四是做好投资方面的咨询服务。客户参与期货交易，很重要的一点就是为了获得投资收益，因此，提供投资方面的咨询服务也至关重要，其中包括投资趋势行情分析、期现结合套利、投资策划咨询以及仓单质押融资。

图 相关贸易咨询服务



增加咨询服务在产业链中的价值

开展期货投资咨询业务，对服务产业客户具有重要的意义，在产业链服务中具有重要的价值，主要体现在以下四个方面：

一是改变经营理念。传统的经营理念是：如果预计原材料要涨价，就尽量多买现货加大库存；同时，将成品也入库停卖。若看准了方向，原材料和成品可两头盈利；若看错了方向，原材料和成品则两头亏损。由于市场价格剧烈波动，这两年这种“赌博”式的经营理念让不少企业关了门。

许多企业高层领导们在真正认识期货功能之后，经营理念逐渐由原来的赌现货价格转变到通过期货市场套期保值。他们认识到：运用好期货这样一种风险管理工具，能够让企业规避价格风险，专注于生产经营，更有效率地组织生产。

二是改变采购模式。期货工具的运用丰富了原有的采购模式。传统的采购方式是只在现货市场采购，这需要占用大量的资金及库容；而根据生产需要，采取新的采购方式，按一定比例在现货、期货两个市场同时进行采购则有利于节约资金和库容。

在当地报价对期货价格加运费处于升水状态时，企业可以维持低库存状态，减少现货采购，持有期货仓单。如果升水降低，企业可以在当地购买现货，卖出期货；如果升水不变或者提高，企业可以接收仓单。


三是改变库存模式。企业有目的地利用

期货市场合理优化库存结构。传统库存只有现货。而新的库存结构则为“现货+期货头寸”，即在保证正常生产所需总库存量不变前提下，根据现货、期货市场的价格，按一定比例存储“现货+期货头寸”。

在远期贴水的情况下，现货持有量减少，期货持仓增加。由于期货具有保证金交易的特点，企业的资金占用大量减少，资金成本也大幅降低；在远期升水的情况下，企业补满库存，再通过银行进行仓单质押，同样可以解决企业资金周转的问题。

四是改变销售模式。利用期货的锁价功能，开拓远期订单业务，实现以销定产。企业根据客户订单的数量、接受的价格及要求的交货时间，在签订远期销售合同的同时，在期货市场上买进期货合约，锁定原材料成本，再根据订单来制定生产计划，按计划生产。

企业原来担心原材料价格波动，不敢签订长期订单，而现在有了期货工具，合同订单生产数量占公司销量的比重也得到提升。这对企业提高管理水平，降低生产成本，最大限度发挥产能都有积极的促进作用，提高了企业的经营效率和利润。

咨询业务服务是国内金融创新的新品种，应立足于产业客户和机构客户。咨询业务服务的价值在于做好相关的配套服务，努力实现个性化需求，更体现在产业链的各个环节中。通过咨询服务为期货行业的发展和实现期货功能开辟了新的发展空间。

本文根据作者授课内容整理，略有删改，未经作者本人审阅



刘仲元

湘财祈年期货公司首席经济学家

期货投资咨询产品由各种各样的期货投资分析报告所组成。熟悉并能够写好期货投资分析报告是从事期货投资咨询工作的基本要求，也是提升咨询业务服务水平的必要条件。

提升咨询服务水平 打造高质量期货投资分析报告

制定完善的报告内容

期货投资分析报告可分为定期报告、不定期报告、短期、中期、长期投资报告、分析报告、投资方案、评论性报告、策略报告以及深度研究报告等多种类型。但总的来讲，报告内容应包括以下七个方面：

一是背景介绍。一般以前言形式或首段内容介绍市场环境和背景情况，包括定期报告中

的行情走势回顾或交易情况描述，不定期报告中的经济背景和市场形势小结、市场机会介绍、研究问题的提出和研究方向的描述。对报告受众的定位也可置于前言部分。

二是当期要点关注及专项分析。定期报告中的市场成因分析和当期热点因素的点评，不定期报告中的必要性分析和意义阐述、新公布数据和突发事件的分析。

三是对市场潜在的重要利多、利空信息汇总和影响分析。国际市场信息包括世界经济形势、主要生产国和消费国的政治经济局势、供需平衡表因素,天气和物流因素,以及国外相同品种期货市场的变化等重要影响因素;国内市场信息包括国内财政金融政策、现货市场产销格局、供需平衡表因素、币值、进出口数量和成本、相关品种之间比价关系变化等国内因素。

四是综合分析。行业品种分析,上下游产业链分析,数据采集及核心数据库的动态更新,统计计量模型分析及其校验等。

五是技术分析。价格走势图及其连续图,趋势和形态,关键价位和反转信号提示等。

六是结论及建议。落脚到期货投资的实用上和研究问题的解决上,包括后市展望、问题解决方案、应对的交易策略和投资建议以及可行性分析、投资机会分析和风险收益分析,投资计划(入市依据和价位,建仓比例和步骤,目标价位,止盈止损价位)等。

七是风险条款。后备资金安排,应急预案,止损条件,修正方案;报告适用范围,传播限定;分析师介绍和免责条款等。

规范投资报告写作要求

期货投资分析报告的格式和内容因人而异、因品种而异、因时间周期而异,并非必须拘泥于固定的格式,但是也应有以下基本要求:

一是重点突出。为了避免数据图表的简单堆砌和市场因素的平铺罗列,期货分析报告要求对过去和现在影响行情的因素,按重要程度进行排序,抓住主要影响因素,并进行有侧重的分析,对未来提供合理的预测。对相反观点

或重要不确定因素要挑选并加以分析,提醒投资者注意。

二是专业规范。报告展示要有规范、合理的格式,充足的数据基础,美观大方的图表,严密的逻辑结构。综合运用基本面和技术面等分析方法,通过对过去行情发展的总结,发现价格运行的规律,审慎、客观地研判和预测行情,并力求科学、完整和准确。不同深度的研究报告满足不同条件的客户需求。

三是客观公正。要以数据为依据,期货投资分析报告区别于一般的文体,在于从数据的收集整理中寻找市场运行的动向和规律,并非主观感情因素的偏好而行文表达。因而,市场重要因素的数据库的建立至关重要。

要以市场为主题。期货投资分析报告必须尊重市场、客观务实,不能因个人持仓偏好和先入为主的观点而主观取舍数据和资料。

要以经验为辅助。期货投资分析报告体现了期货分析师的综合素质和专业技能,期货分析师应该在不断完善自我交易技能和分析技能的同时,努力提高自己在专业理论上的造诣,丰富自己在现货实践中的经验和见闻。

注意分析报告常见问题

质量是分析师的立身之本,以下列出了分析报告中一些常见的问题:

一是从总体上看,分析师对市场的分析往往表现出明显的跳跃性与不稳定性,缺乏统一的逻辑关系。这类报告结论的建议部分多采用一些似是而非的模糊语言(大多预测价格和交易信息),常常让投资者感到在操作上无所适从。

二是有些报告没有根据报告的主要阅读群体来运用相适用的格式和要点来写作。公开信

息的重复以及单方面过于求全求多,导致抓不住主要矛盾。

三是分析的主要理由的时间频率与研究报告的时间效应不相符。最典型的是用长期因素推断短期走势。

四是很多分析师不敢面对自己以前的分析失误。其实,只要是合理的研究体系,投资报告的调整属于常态。

期货投资分析报告切忌运用各种信息搜索工具大量复制拷贝、摘抄凑数,要有独立见解和连贯逻辑。在浩如烟海的数据信息中,切忌以点概面、以偏概全,要相信可靠数据、依据正确数据,但是不能迷信数据、滥用数据和被数据误导。

要根据不同的读者受众和报告类型控制格式篇幅和文章结构,避免鸿篇巨著,也不可虎头蛇尾、结构失衡。分析报告要用词规范,避免为了招徕客户而危言耸听、哗众取宠。正确面对报告失误并及时修正,避免因逃避责任而观点模糊、闪烁其词、无从操作。

避免基本面分析常见误区

高质量的投资分析报告一定要避免以下一些常见的误区:

一是不恰当的数据评估。出现

有关的新信息或新数据时,分析师都会去判断这个信息是利多还是利空。然而,在评估中,不少交易者仅凭自己的直觉而并不去深究。不恰当的评估信息,很容易导致错误。

以局部推断全局。如在农产品信息中,经常可以看到“某地因什么原因导致产量减少多少”或“某地今年产量有望增加多少”,于是在脑海中便浮出利空利多的判断。但某地产量减少不等于全局性的减产,反之亦是。


相对比较涉及时间太短,通过年度数据进行比较来观察基本面情况变化,是基本面分析的常用方法。但是,在比较时,不能仅仅局限于在最近一年。实际上,准确的判断还必须结合更多年份的比较才能看出来。

因果关系推断中忽视时间因素。基本面因素之间因果关系的推断是在特定的时间段内才成立的。在研究基本面,并进行逻辑推理时,一定要考虑时间因素。长期价格比较时,忽视通货膨胀的影响,使用目前的价格数据与历史价格数据进行分析比较时,如果不考虑通货膨胀的因素将会给分析结果带来较大的误差。

二是割裂供、需、价三者关系。仅凭供需之间一个因素作出推断,价格上涨(下跌)寻找上涨(下跌)的原因,对利空(多)因素不关注,或故作淡化处理,自然得出看涨(跌)结论。脱离价格看待基本面,供大于求时,看空是自然的,但不能脱离了价格变化将其绝对化看待。利多利空都是相对于特定的价格或价格区间而言的,价格本身是影响供求关系的一个重要因素。

忽视市场预期对价格的影响。市场对于基本面变化会有预期。一些重要的数据报告公布之前,机构投资者常常会进行预测。在这些重要资料发布前,市场价格已经提前消化。

三是人为给价格设限。将生产成本看作价格底线,期货价格处于熊市时,价格跌破成本,而且在远低于成本价之下长期运作的案例有很多。

过度迷信政府组织的限价调控作用。在价格牛市中,政府或国际组织在一定的压力下会采取一些调控干预措施,最极端的是限价。分析师需要关注但不能以此认定为价格上限。

本文根据作者授课内容整理,略有删改,未经作者本人审阅



曹胜

经易期货公司总经理

期货投资咨询业务的推出，对期货从业人员的职业道德和职业素养提出了更高的要求，我们需要认真地看待分析，加强相关方面的教育与培训，促进该业务的稳步开展。

以德为先 提升期货投资咨询业务人员职业道德

职业道德是市场形势发展的紧迫要求

期货市场发生的很多问题都与从业人员的道德缺失紧密相关，道德风险的防范更难于其他风险，如巴林银行事件、法兴银行欺诈丑闻等，金融从业人员的职业道德已成为社会公众广泛关注的焦点。

当前社会正经历着快速的发展变革，人们的道德观、价值观也经历着巨大的冲击和

变化，更需要加强从业人员的职业道德建设。

期货交易具有大输大赢的特点，且伴随着巨大经济利益的诱惑，尤其是随着期货投资咨询等创新业务的推出，从业人员的职业道德面临更大的考验。当前我国市场发展快速，从业人员数量增长较快，一些新进期货从业人员缺乏对行为准则的深刻认识。因此，在此背景下，进一步加强对期货从业人员的职业道德教育至关重要。

规范投资咨询职业道德意义深远

期货投资咨询业务是监管层当前最先批准的创新业务，其从业人员应该有更加高标准的职业道德。规范从业人员职业道德有利于避免因草率违规行为而招致利益和名誉损失，有利于增强投资者信心及建立持久商业关系，有利于提高期货市场的竞争力及与国际标准接轨，有利于确保经营环境的公开、公正和公平，有利于体现从业人员的专业精神。

提升从业人员专业素养

分析师的专业素养是对客户、公司以及行业尽职尽责的前提。一个合格的分析师至少应该具备以下几个职业素质：

一是要具有较高的人格情操。要懂得修身，要以平常心面对各种困难，不卑不亢，不以物喜不以己悲；交易中，不盲从，实事求是；要谦虚，学习进步，宽以待人，有自知之明；要果断，自我扬弃，立场坚定，有纪律。

二是要具备基本技能。要有自主学习能力，与时俱进；要有文字处理能力，能读写，有自身观点；要有数据处理能力，能记忆、收集、运用数据，对数据要敏感；要有敏锐洞察力，能窥斑见豹；要有持续战斗力，能抗疲劳、抗

图 1 我国期货从业人员从业年限分布

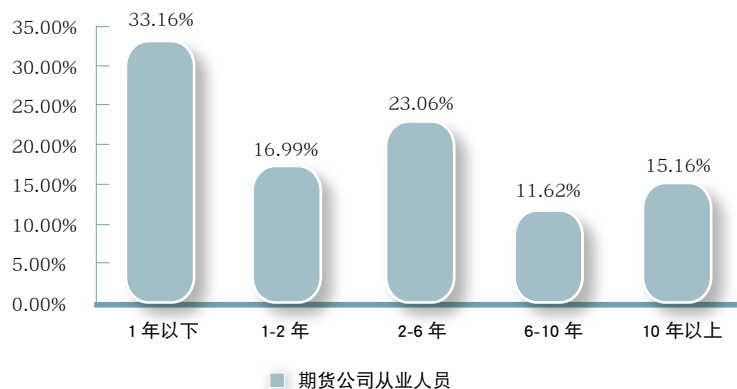
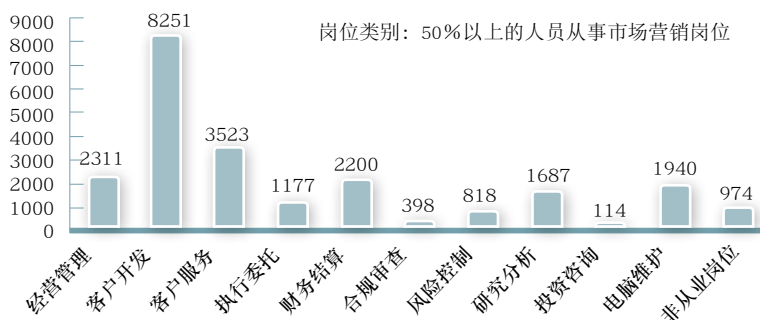


图 2 我国期货从业人员岗位分布



击打、抗折旧；要有动态平衡力，能明对错，有良好的心态；要有激情说服力，让心血转化为生产力；要有定力，不随波逐流、不趋炎附“势”。

三是要具备核心业务能力。一方面要能把握大势和具有良好的交易技术，期货交易之道在于系统、纪律和超越，要有大势观，判断年度大势、定方向，有阶段观，把握

震荡趋势；另一方面要能勇于面对分析失误，能认错止损，承受委屈，期货神话就是在不可能十全十美的地方追求完美。

四是具有开发、谈判、投资咨询及行情指导的能力。分析问题时既要观点鲜明，又要留有余地，逻辑合理、避免唯一确定性；数据要有时效，专业令人折服；谈判时能知己知彼，有备出击；戒急功利，后台跟进。

职业道德行为的国际准则

根据《国际伦理纲领、职业行为标准》和各国投资联合会国际协议会的规定，从业人员应具备以下几点国际道德规范和职业操守：

一是基本要求。要诚实、正直、公平；态度谨慎认真，要从道德标准出发；要不断保持和提高自己的职业水平和竞争力。

二是道德规范具有三大原则。公平对待已有客户和潜在客户；独立性和客观性；具有信托责任。

三是执业行为操作要具备基本规则。投资及建议要具有适宜性；分析和表述要具有合理性；信息披露要具有全面性；对客户机密、资金、头寸必须保密。

四是要具有严格的执业纪律。严格禁止不正确表述；对于利益冲突要及时披露；交易时客户有优先权；禁止擅自交易；禁止利用非公开信息盈利；禁止剽窃。

五是投资分析师的责任。监督、审计、影响他人行为；禁止违反法律、法规、规章制度或道德标准；要告知雇主国内外职业道德标准。


职业道德行为的国内标准

根据中国期货业协会《期货从业人员执业行为准则》以及我国期货市场的发展情况，期货投资咨询人员的职业道德和行为应具备以下几点基本要求：

一是守法合规。从业人员必须遵守有关法律、法规、规章和政策，遵守协会和期货交易所的自律规则，不能从事或者协同他人从事欺诈、内幕交易、操纵期货交易价格、编造并传播有关期货交易的虚假信息等违法违规行为。

二是诚信尽责。坚持“三公”原则，自觉抵制不正当交易，不断提升专业胜任能力，以专业的技能和勤勉客观的态度积极为投资者服务，维护投资者的合法权益，避免或正确处理利益冲突。

三是公平竞争。要求从业人员在执业过程中要相互尊重，公平竞争，共同维护期货行业的职业道德，提高行业声誉，维护期货交易各方的合法权益。

四是学会尊重。尊重现实，仓廩实而知礼节；尊重自己，不为二十万美金葬送自己的职业生涯；尊重同行，不诋毁，不谩骂；尊重行业，对恶性竞争要换位思考。

本文根据作者授课内容整理，略有删改，未经作者本人审阅



王红英 敖翀

中期研究院

在迎接股指期货后，中国证监会推出了期货投资咨询业务，这是独立于传统期货经纪业务的一项新业务。期货投资咨询业务应如何开展？特别是如何服务于现货企业进行风险管理？成为中国期货行业最为关注的焦点。

以风险管理为重点 积极推进期货投资咨询业务开展

企业需要有效工具管理风险

企业的使命是股东利益最大化，并为社会创造价值。然而，在当下逆经济周期的发展格局中，国际环境流动性依然宽松造成国内面临输入性通胀压力上升，原材料成本高企，融资渠道愈发艰难，中国企业的利润正在遭受各方面因素的侵蚀，可谓风险无处不在。

企业风险管理越来越受到重视，但是在面对风险时，企业普遍采用压缩外部支出和员工福利或能耗与维护费用的方式以减少企业成本。这种做法并没有有效地降低成本结构，也无法有助于提升企业利润与核心竞争能力。

在进行风险管理时，企业更需要明确未来的战略发展规划，优化配套经营流程，充分有

效地利用风险管理和金融工具，才能实现净资产收益的最优化。

帮助企业建立风险管理体系

期货公司作为金融服务机构，有责任为客户提供更为全面的风险管控。在为企业建立全面风险管控流程时，更类似于为企业进行管理咨询，需要对客户的全面风险敞口进行细致的尽职调查，对企业经营结构进行适当调整，根据企业人员配置进行结构化梳理，建立组织机制完善的体系，诊断企业财务状况，制定详尽的方案，为投资决策和流程管理配套个性化的软件服务等。

值得一提的是，国资委在 2006 年 5 月发布的《中央企业全面风险管理指引》（下称《指引》）为企业全面风险控制提供了指导意见，这也是服务产业客户可以参照的标准。

《指引》提及全面风险管理，指企业围绕总体经营目标，通过在企业管理的各个环节和经营过程中执行风险管理的基本流程，培育良好的风险管理文化，建立健全全面风险管理体系，包括风险管理策略、风险理财措施、风险管理的组织职能体系、风险管理信息系统和内部控制系统，从而为实现风险管理的总体目标提供合理保证的过程和方法。

因此，期货投资咨询业务的开展也是围绕该规定为企业制定《企业套期保值可行性研究报告》、《企业期货套期保值风险管理手册》和《企业中长期期货套期保值策略》等一系列方案和操作策略的研究和施行。

为产业客户服务，会遇到各种类型的问题，需要一揽子的解决方案，市场价格走势的判断仅仅是最为基础的工作，系统和流程的建设才是企业更为关注和需求的。

搭建完善的风险管理咨询流程

期货公司的风险管理咨询应该包含以下几个步骤：

首先，在前期做好沟通。沟通包括外部沟通和内部沟通，外部沟通主要是安排日程了解与客户前期需求；内部沟通主要是为了增强团队对客户了解程度，便于团队分工。

其次，尽职调查。期货投资咨询业务的尽职调查与投行以及私募的尽职调查在方法和流程上大多相同，同样是调查企业的财务状况和经营情况，但侧重点在于根据客户投资和经营上的需求侧重于原材料价格、采购方式、采购周期、库存周期、生产成本细分等方面信息和实际情况对企业资源进行整合。

随后，在完成细致调查的基础上准备方案，并保证方案的实操性和准确性。在企业遭遇管理瓶颈的时候，往往并非战略和方向选择上的问题，而是输在了执行力上。执行力最重要的环节也不是纷繁的流程与体系，而是人的因素。因此，任何方案的建立均应基于人的因素，比如企业内部风险管控机构的设置、人员搭配、沟通渠道和方式等等。这样也衍生出咨询服务类型中包括对企业人员培训的业务体系。

最后，企业风险管控的评估。在既定时间内，企业对期货公司提供的方案执行后，期货公司需要对企业进行风险的定期评估以检测方案的优劣以及要修正的地方，提升方案水平。

例如，有铝加工企业需要进行国家电网的投标工作。期货公司与企业一起对投标过程进行细致的研习，认为投标过程中，采购环节是主要的风险点。由于招投标项目周期基本在 30-45 日时间周期，在企业制表的同时，期货投资咨询服务人员帮助企业根据成本，比如 16000

元/吨制定买入保值计划，并全程辅助完成中标前的工作。

如果企业中标，采购成本锁定，能有效规避企业因成本上升造成的风险；如果流标，也能使企业形成风险管控的强烈意识和执行操作。

增强风险管理配套服务

在流程配套的服务中，期货投资咨询业务的开展更应站在第三方的角度去为客户进行服务，有效地借助更为客观数量化的分析结果。这样就需要期货公司开发出适用于咨询项目和风险管控的数量化模型。

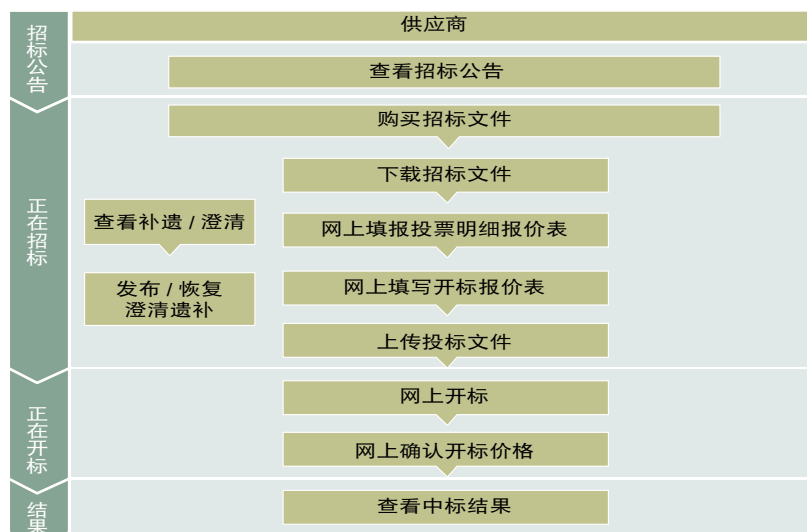
比如，我们为客户提供多种模型集成的量化系统，将企业参数和调查数据输入就可以反映出企业风险敞口的大小与特点，并且可以通过对风险变化的模拟，测算未来风险敞口的情况，同时对应企业经营与财务状况。

在为客户设计具体的方案方面，交易策略的制定和实施运用大规模数量化的模型。利用交易平台的搭建，实时监控价格、升贴水、成本、价差矩阵、冲击性、正态分布等因素，既可以做到自动检测，又可以进行人工操作，降低人为因素的影响。

咨询业务服务实体经济

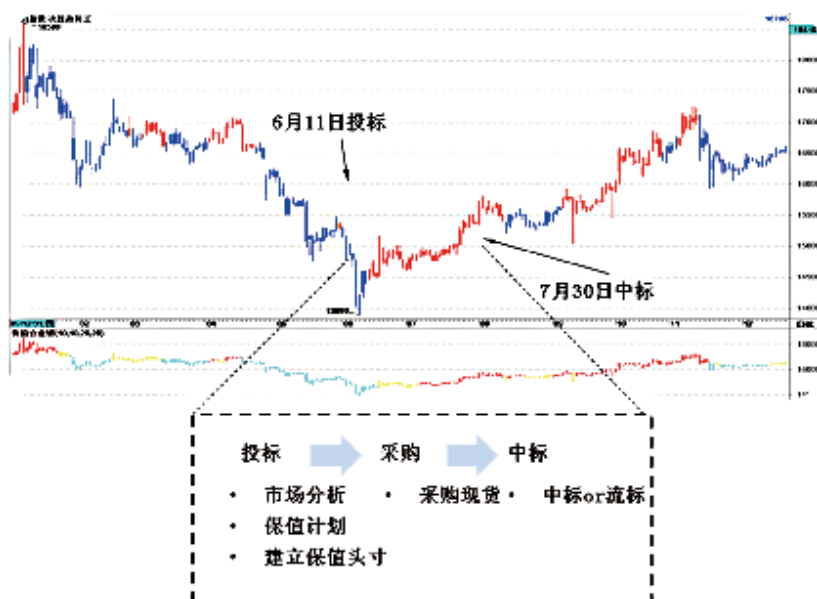
面向机构客户的期货投资咨询业务升级了传统经纪业务的服务模

图1 国家电网招投标流程



资料来源：国家电网，中期研究院

图2 沪铝价格指数



资料来源：中期研究院

式，将零散的资源集合起来形成具有产品化优势和定制化机制的业务模式，但仅简单利用报告的服务，恐怕很难满足客户实际的需求。

对于期货行业来说，期货投资咨询业务的推广有助于对期货行业研发水平和业务能力的整体提升，日后也会推动期货公司通道功能化的商业模式向金融服务业的转变。

最后，基于多年服务产业客户的经验，我们想和大家分享的是：咨询业务是基于第三方的服务类别，需要以一种谦卑学习和审慎的态度去和客户多沟通，不要寄希望于短时间改变客户的操作习惯与体系，要从细微处入手逐级改善，真正做到咨询业务服务于实体经济，为产业经济的升级做出贡献。

图 3 中期风险管理系统



资料来源：中期研究院

图 4 交易信息与风险分析



资料来源：中期研究院

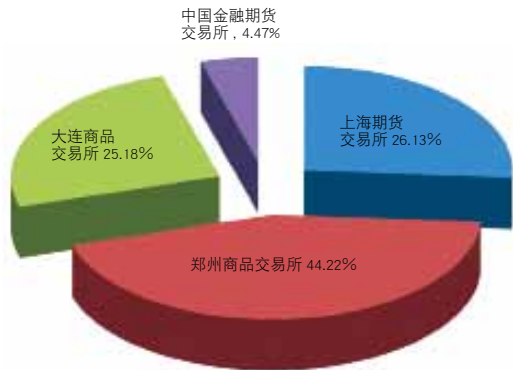
本文根据作者授课内容整理，略有删改，未经作者本人审阅

2011 年 6 月份全国期货市场成交情况统计

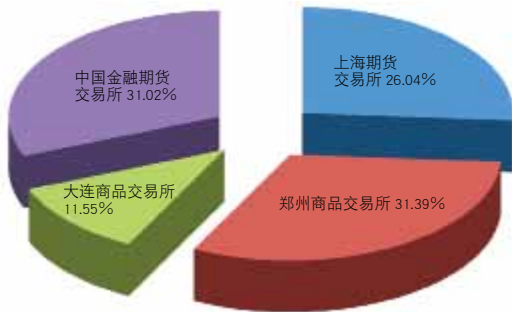
交易所名称	品种名称	上半年累计成交量（手）	去年同期累计成交量（手）	同比增减（%）	上半年累计成交量占全国份额（%）	上半年累计成交额（亿元）	去年同期累计成交额（亿元）	同比增减（%）	上半年累计成交额占全国份额（%）	6 月末持仓量（手）	6 月末持仓量占全国份额（%）
上海期货交易所	铜	11,896,560	28,041,569	-57.58%	2.42%	41,713.45	79,858.06	-47.77%	6.23%	151,373	3.64%
	铝	2,635,602	10,017,068	-73.69%	0.54%	2,232.31	8,316.07	-73.16%	0.33%	128,957	3.10%
	锌	26,818,783	55,657,255	-51.81%	5.45%	24,560.07	47,359.20	-48.14%	3.67%	184,312	4.43%
	铅	193,269	——	——	0.04%	877.20	——	——	0.13%	4,606	0.11%
	黄金	971,333	1,880,722	-48.35%	0.20%	2,983.73	4,829.46	-38.22%	0.45%	23,065	0.55%
	天然橡胶	47,730,375	87,681,046	-45.56%	9.70%	83,502.65	102,339.10	-18.41%	12.47%	124,868	3.00%
	燃料油	1,785,645	5,396,037	-66.91%	0.36%	867.24	2,454.45	-64.67%	0.13%	17,733	0.43%
	螺纹钢	36,501,970	111,608,968	-67.29%	7.42%	17,678.82	49,558.03	-64.33%	2.64%	379,575	9.12%
	线材	1,684	136,622	-98.77%	0.00%	0.82	57.99	-98.59%	0.00%	11	0.00%
	总 额	128,535,221	300,419,287	-57.21%	26.13%	174,416.28	294,772.34	-40.83%	26.04%	1,014,500	24.37%
郑州商品交易所	棉花	103,279,560	16,740,809	516.93%	20.99%	142,633.03	14,097.91	911.73%	21.29%	290,739	6.98%
	早灿稻	3,853,813	2,674,704	44.08%	0.78%	990.47	561.51	76.39%	0.15%	58,088	1.40%
	菜籽油	2,904,540	3,316,599	-12.42%	0.59%	1,529.97	1,358.57	12.62%	0.23%	105,297	2.53%
	白糖	57,275,902	179,537,108	-68.10%	11.64%	39,654.88	92,674.51	-57.21%	5.92%	359,287	8.63%
	PTA	44,269,414	23,840,913	85.69%	9.00%	23,697.27	9,621.34	146.30%	3.54%	196,109	4.71%
	强筋小麦	5,941,048	512,263	1059.77%	1.21%	1,729.96	116.96	1379.16%	0.26%	72,907	1.75%
	普通小麦	53,947	6,773	696.50%	0.01%	12.29	1.32	831.06%	0.00%	4,447	0.11%
	总 额	217,578,224	226,629,169	-3.99%	44.22%	210,247.86	118,432.09	77.53%	31.39%	1,086,874	26.11%
大连商品交易所	黄大豆一号	10,942,155	15,526,278	-29.52%	2.22%	4,953.10	6,057.29	-18.23%	0.74%	284,685	6.84%
	黄大豆二号	3,982	6,493	-38.67%	0.00%	1.89	2.58	-26.80%	0.00%	34	0.00%
	玉米	15,523,481	7,476,845	107.62%	3.16%	3,717.06	1,424.29	160.98%	0.55%	413,025	9.92%
	焦炭	999,429	——	——	0.20%	2,345.94	——	——	0.35%	7,470	0.18%
	LLDPE	29,096,614	17,412,843	67.10%	5.91%	16,611.71	9,503.97	74.79%	2.48%	135,894	3.26%
	豆粕	21,392,478	48,593,907	-55.98%	4.35%	7,238.86	13,886.09	-47.87%	1.08%	611,599	14.69%
	棕榈油	11,203,148	20,804,172	-46.15%	2.28%	10,508.27	14,273.72	-26.38%	1.57%	166,126	3.99%
	聚氯乙烯	6,094,752	3,667,969	66.16%	1.24%	2,535.56	1,392.69	82.06%	0.38%	30,145	0.72%
	豆油	28,623,584	31,510,863	-9.16%	5.82%	29,449.99	23,924.92	23.09%	4.40%	374,867	9.01%
	总 额	123,879,623	144,999,370	-14.57%	25.18%	77,362.34	70,465.52	9.79%	11.55%	2,023,845	48.62%
中国金融期货交易所	沪深 300 股指	22,000,202	12,362,041	77.97%	4.47%	207,788.68	105,693.52	96.60%	31.02%	37,179	0.89%
	总 额	22,000,202	12,362,041	77.97%	4.47%	207,788.68	105,693.52	96.60%	31.02%	37,179	0.89%
全国期货市场交易总额		491,993,270	684,409,867	-28.11%	100.00%	669,815.15	589,363.47	13.65%	100.00%	4,162,398	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 年上半年各交易所成交量分布图



2011 年上半年各交易所成交额分布图





《共济》

马晓峰 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资 0711 — L0173 号