



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6期/总第24期

(内部资料 免费交流)

姜洋：提升服务实体经济能力 稳妥有序推进市场创新和对外开放 >p6

陈应春：期货业将迎来快速发展时期 >p9

宋丽萍：发挥交易所功能 提升市场风险管理水平 >p14

把握经济脉搏：
交易所的机遇与挑战 >p18

Alfred Steinherr：回归实体经济 >p34

专业化服务：
期货公司发展战略与业务创新 >p48



第七届中国（深圳）国际期货大会

转变 · 融合 · 创新：
不确定环境下的风险管理

www.cfchina.org

大会掠影



1. 永安期货、CME 集团：境外期货人才永安培训基地启动仪式
2. 江苏弘业期货：期货信息技术与创新业务对接交流会
3. 中大期货：国际投资大师经典译丛书籍发布会
4. 参会嘉宾接受新华网采访





刘志超
中国期货业协会会长

现在我宣布，由中国期货业协会、深圳证券交易所和深圳市人民政府共同主办的“第七届中国（深圳）国际期货大会”正式开幕！

首先，请允许我介绍出席本届大会的主要嘉宾：中国证监会主席助理姜洋、深圳市人民政府副市长陈应春、原全国人大财经委副主任周正庆、PECC 中国金融委员会主席周道炯。

同时，出席本届大会的还有来自财政部、中国证监会有关部门以及各派出机构的领导；境内外 14 家证券期货交易所的高层人士；近 150 家境内外期货公司、商业银行和证券基金等金融机构以及现货企业的代表；国内知名经济学家、期货专家；以及 29 家媒体。

在此，请允许我代表大会主办方向光临本届大会的各位领导、嘉宾，以及参加本届大会的国内外朋友表示热烈的欢迎和衷心的感谢！

当前，全球经济发展放缓，欧洲主权债务危机进一步加剧，大宗商品市场波动频繁。这些都带来了实体经济安全运行的严峻挑战，也带来了不确定性风险管理的巨大需求。2008 年金融危机后，对衍生品市场发展的反思和相应的金融监管改革也使得大家更加关注如何更有效地发挥期货及衍生品市场功能，在金融稳定与金融创新之间寻求平衡，在虚拟经济与实体经济发展之间形成良性互动。

在此背景下，本届大会以“转变·融合·创新——不确定环境下的风险管理”为主题，将深入探讨在全球经济结构大调整、大变革的背景下，金融衍生品行业如何进一步加强经济合作，积极转变调整并强化风险控制，从而更好地为实体经济发展服务。

自 2005 年以来，“中国国际期货大会”已经成功举办了六届。经过多年努力，“中国国际期货大会”已经成为一个高层次的行业盛会，一个国际期货行业交流和合作的重要平台，一个讨论期货及衍生品市场发展的专业性论坛。

在大家的热情支持和参与下，本届大会一定会取得圆满成功，衷心希望大家借助“中国国际期货大会”这个交流平台，深入探讨、加强合作，共同推进期货及衍生品市场的健康稳定发展。■



第七届中国（深圳）国际期货大会

转变·融合·创新：不确定环境下的风险管理

2011年12月3日,第七届中国(深圳)国际期货大会在深圳五洲宾馆成功举行。本届大会由中国期货业协会、深圳证券交易所和深圳市人民政府主办,中证期货、中国国际期货、浙江永安期货、南华期货、中粮期货、新湖期货、中大期货、江苏弘业期货和深圳市期货同业协会承办,并得到了芝加哥商业交易所、欧洲期货交易所、苏克敦金融有限公司和 SUNGARD 等国际交易所和公司的赞助。

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 吴 学 群 孙 明 福
媒体顾问 邓 妍
执行主编 刘 涛
责任编辑 杨 琪 黄 剑 王彦鹏
程惠鑫

电 话 010-88086243
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。

05 第七届中国（深圳）国际期货大会

转变·融合·创新：不确定环境下的风险管理

大会致辞

06 提升服务实体经济能力 稳妥有序推进市场创新和对外开放 姜洋

09 期货业将迎来快速发展时期 陈应春

大会发言

10 《期货法》推出时机已逐渐成熟 周正庆

12 期货市场发展任重道远 周道炯



14 发挥交易所功能 提升市场风险管理水平 宋丽萍

17 发挥银行优势 推动期货业创新发展 侯维栋

交易所高层论坛

18 把握经济脉搏：交易所的机遇与挑战

主题演讲

34 回归实体经济

——全球衍生品市场发展趋势展望 Alfred Steinherr

37 大宗商品价格风险管理的问题和挑战 袁先智

40 非理性繁荣

——大宗商品运行新特点及长期趋势分析 Jeremy Friesen

43 中央对手方

——场外衍生品的结算机制 Kim Taylor

46 风险管理服务 与期货经纪公司的发展 Paul G. Anderson

期货公司高层论坛

48 专业化服务：期货公司发展战略与业务创新

56 资产管理与衍生品业务研讨会

产品·技术·运作：资产管理与衍生品业务研讨会

大会致辞

57 抓住机遇苦练内功 培育专业的机构投资者 袁小文

主题演讲

58 积极探索股指 期货交易策略和产品设计模式 王保合

61 对冲基金发展新趋势 张一清

64 专业的投资需要专业的投资者 Patricia Gillman

66 产品的创新需要投资策略的不断创新 陈伟刚

68 量化投资的关键在于模型的建立 丁专鑫

70 圆桌讨论

72 中外期货行业高层交流会

机遇·合作·共赢：中外期货行业高层交流会



► P06

提升服务实体经济能力
稳妥有序推进市场创新和对外开放



► P09

期货业将迎来快速发展时期



► P14

发挥交易所功能
提升市场风险管理水平





2011

第七届
中国（深圳）国际期货大会

转变·融合·创新： 不确定环境下的风险管理

编者按

2011年12月3日，第七届中国（深圳）国际期货大会在深圳五洲宾馆成功举行。本届大会由中国期货业协会、深圳证券交易所和深圳市人民政府主办，中证期货、中国国际期货、浙江永安期货、南华期货、中粮期货、新湖期货、中大期货、江苏弘业期货和深圳市期货同业协会承办，并得到了芝加哥商业交易所、欧洲期货交易所、苏克敦金融有限公司和SUNGARD等国际交易所和公司的赞助。

中国证监会主席助理姜洋、深圳市副市长陈应春出席大会并发表了重要讲话，多名境内外知名专家和学者发表了主题演讲。在本届大会的“交易所高层论坛”和“期货公司高层论坛”上，境内外证券期货交易所和期货公司的高层领导齐聚一堂，就共同关心的话题进行深入交流和探讨。



提升服务实体经济能力 稳妥有序推进市场创新和对外开放

■ 中国证监会主席助理 姜洋

2011年以来，面对美欧债务危机持续深化、全球性通胀压力加大、大宗商品价格剧烈波动等复杂多变的新的市场环境，中国证监会坚决贯彻国家“稳步发展期货市场”的战略方针，积极、稳妥、有序地推进产品创新和业务创新，切实改进和加强市场监管，着力完善市场规则体系，积极推动期货市场从量的扩张向质的提升转变。

一是积极稳妥推进市场创新、业务创新和对外开放。

2011年国内3家商品期货交易所成功上市了铅、焦炭和甲醇期货，目前我国期货品种已达27个，商品期货品种体系进一步完善。顺利推出了期货公司投资咨询业务，共核准了46家期货公司的投资咨询业务资格。

2010年底，上海期货交易所开展铜、铝期货保税交割试点以来，各项工作进展顺利，2011年8

月完成了第一次实物交割。按照“风险可控、由易到难、有限试点、循序渐进”的思路，正式启动了期货公司境外期货经纪业务试点筹备工作。期货公司客户资产管理业务推出的研究进一步深入。

二是坚持以不发生系统性、区域性风险为底线，确保市场平稳运行。

针对 2011 年以来期货市场运行波动较大的特点，中国证监会将风险防范和市场维稳工作放在首要位置，加强对市场的动态监测和预研预判，指导期货交易所及时采取压力测试、调整保证金、严格投机持仓限额等综合风险防控措施，市场运行总体实现了平稳有序。

三是完善市场监管的制度机制，维护公开、公平、公正的市场秩序。

先后发布了 15 个交易所业务活动监管工作指引，涉及品种上市、规则修改、异常交易行为及关联账户认定等主要业务环节。

强化市场监查，加大违法违规行为的查处力度。最近一年，4 家期货交易所对超过 700 起异常交易行为采取监管措施，共查处 45 起违规案件。注重审核和执法的程序，坚持公开透明，推行期货公司阳光监管的理念，积极维护期货市场正常运行秩序。

四是加强市场法规制度基础建设，促进期货市场功能发挥。

为落实开户实名制和统一开户的要求，启动了期货市场账户规范工作，目前正平稳有序推进。修订完善期货公司分类监管制度，制定并颁布了《期货营业部管理规定》。积极推进《期货交易管理条例》的修订和《期货法》立法的前期研究工作，目前已取得阶段性成果。

强化合约规则的导向作用和期货公司的中介职能定位，有针对性完善市场规则体系，更好地服务实体产业发展。期货市场在稳健企业经营、促进产业结构调整、落实国家产业政策和服务宏观经济监测管理等方面发挥着日益重要的作用。

当前，世界经济金融形势仍不稳定，大宗商品金融属性日益增强、价格波动剧烈，国际金融监管改革的不确定性也在增加。在这样的背景下，实现我国经济的平稳增长和可持续发展，维护国家经济金融安全，对风险管理提出了迫切要求。期货市场作为市场化价格发现和风险管理的专业市场既责无旁贷，又重任在肩。

下一步，中国证监会将继续深入贯彻落实科学发展观，以“夯实基础，培育机制，加强监管，防范风险，服务实体经济发展”为主线，深化基础性制度建设，完善市场体制机制，提高市场效率和透明度，推进市场稳定健康发展，服务资本市场改革和国民经济发展全局。

一是要贴近实体经济，提升期货市场的服务能力和水平。

期货市场监管部门、自律组织和中介机构等要深入基层，加大调查研究力度，掌握实际情况，做更加精细的工作。要把满足实体经济需要、服务实体经济发展作为各项工作的首要考虑因素，这也是期货市场承担社会责任的重要体现。

市场发展要扎根于实体经济，新产品设计、合约规则修改、市场和中介机构的监管政策都要坚持以市场为导向，以服务国民经济为目标。期货交易所、期货业协会要进一步创新服务方式，提升服务能力。期货公司要主动上门服务，自觉强化中介能力，做好期货市场与实体产业的桥梁和纽带。

二是要稳妥有序地推进市场创新和对外开放。

要坚持积极、审慎的原则推进期货市场创新，发展的速度、创新的步伐与监管的能力、风险控制的水平要相适应。稳步推进商品、金融期货、期权产品创新和金融衍生品市场的发展。稳步推进期货公司业务创新，引导差异化发展，推动期货公司通过兼并重组等多种途径做优做强。鼓励、培育和引导机构投资者发展，优化投资者结构。积极研究期货市场对外开放的总体原则和基本思路，逐步扩大期货行业对外开放的水平，以更好地服务于实体经济发展和国家经济金融安全需要。

三是要适应期货市场快速发展的需要，把安全稳定运行放在突出位置。

要高度警惕市场运行中潜在的各种风险及各类参与主体的苗头性、隐患性风险，根据出现的新情况、新问题，不断完善风险预警、监测监控、分析评估和防范化解机制，健全监管政策和制度规则，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

四是要完善行政监管和自律管理的协调联动机制，强化市场的公信力。

坚持把打击违法违规行为、防范和化解风险、保护投资者合法权益以及促进市场功能发挥作为期货市场监管的目标。推进行程序化监管，进一步完善一线监管的机制，充分发挥期货交易所、期货业协会等自律组织的作用，强化期货公司自我合规管理的要求。加强监管的透明度建设，严格依法行政，规范监管流程，推进信息公开。对各类违法违规行为及时发现、及时制止、及时查处，强化监管权威，维护“三公”的市场秩序。

五是要加强研究、人才培养和投资者教育工作，优化市场发展软环境。

要积极支持期货交易所、期货业协会、期货公司和社会各方面力量，加强期货市场的基础性、前瞻性、战略性研究。高度重视人才培养和引进工作，推进衍生品专业人才队伍建设。按照“把规则讲透、把风险讲够”的原则，加强对期货市场各类产品的风险提示和归类，研究建立与之匹配的投资者适当性制度，引导投资者审慎评估，理性参与，确保将合适的产品卖给合适的投资者。深入开展舆论宣传和投资者教育工作。积极培育市场诚信文化和风险管理文化。■

当前，世界经济金融形势仍不稳定，大宗商品金融属性日益增强、价格波动剧烈，国际金融监管改革的不确定性也在增加。在这样的背景下，实现我国经济的平稳增长和可持续发展，维护国家经济金融安全，对风险管理提出了迫切要求。期货市场作为市场化价格发现和风险管理的专业市场既责无旁贷，又重任在肩。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

期货业将迎来快速发展时期

■ 深圳市人民政府副市长 陈应春



当前世界政治经济形势纷繁复杂，全球经济金融市场呈现出复杂多变、震荡加剧的局面。伴随着全球化程度的加深，各经济体之间的相互影响更加突出，任何一个经济体的经济波动都可能带来全球经济的震荡。这在客观上增加了实体经济的风险，加大了企业经营的不确定性，也给期货业的发展带来了新的挑战和机遇。

在这一背景下，2011年我国期货市场不断发生转变。商品期货市场过度投机行为得到有效抑制，服务产业经济效率不断提升，期货品种创新有序推进，股指期货平稳健康发展，各项期货创新业务蓄势待发。可以预见，经过多年的积累和准备，我国期货业


将迎来一个快速发展的时期。

本届大会围绕“转变·融合·创新——不确定环境下的风险管理”这一主题，探讨在全球经济格局大调整与结构再平衡的背景下，如何在金融稳定和金融创新之间寻求平衡，如何实现虚拟经济与实体经济之间的良性互动等话题。这些话题正是当前金融业亟待解决的问题。

各位领导和嘉宾的精彩演讲必将给我们带来有益启示，并有利于推动我国期货业的健康发展。同时，我们也欢迎大家对中国期货业包括深圳金融业、期货业的发展建言献策。

“中国（深圳）国际期货大会”至今已成功举办了七届。昨天，我参加了“第十届中国证券投资基金国际论坛”。经过十年发展，基金论坛在昨天做出了一个阶段性也是标志性的决定——把论坛宣布为永久论坛。

今天，期货界的同仁们都在，我也想做一笔交易、放一个盘。在“第十届中国（深圳）国际期货大会召开”时，把它宣布为永久会议。如果大家买这个盘，请给我一点掌声。

谢谢，成交！

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

《期货法》推出时机已逐渐成熟

■ 原全国人大财经委副主任、中国证监会前主席 周正庆

近年来，随着商品期货交易不断增加，交易量的稳步增长以及股指期货的推出和平稳运行，我国期货市场的产品、交易模式和市场结构正在逐渐完善，并越来越受到国内外投资者的重视。“十二五”规划纲要也提出，要推进期货与金融衍生品市场发展。可以说，我国期货市场正处于稳定向上发展的时期。

然而，需要引起我们重视的是，当前世界金融衍生品市场的风险正在受到更广泛的关注和更严格的监控。我们正处在发展的关键阶段，也更有必要加强期货市场的风险控制和法制建设。

《期货法》推出时机已经成熟

目前，推出《期货法》的时机已经逐渐成熟，要加快推进立法进程，通过出台《期货法》，进一步解决基本性、制度性问题。

在历史上，我国期货市场一直采取“先实践、后立法”的发展方式。一方面是由于期货市场创立之初，我国正处于从计划经济向市场经济转型的剧烈变动时期，面临着很多新情况、新问题，很难将不确定的市场环境纳入规范的法律框架之下；另一方面也是由于市场主体与监管层都还缺乏实践经验，需要一段时间的观察和实践，去探索规律、积累经验和吸取教训。



现阶段，我国期货市场已逐渐步入正轨。市场运行平稳有序，市场规模日益扩大，产品创新稳步推进，行业发展方向较为明确，监管层也从观察和实践中积累了较为丰富的经验。我国期货市场的法制建设正处在不断发展和完善的过程中。

目前，在《期货交易管理条例》之下，有证监会部门的规范性文件，也有期货交易所、期货业协会的自律规则。这一系列法律文件都需要有一个更

基础与全面的行业大法来统一整合。

早在 2006 年,全国人大财经委就针对《期货交易法》的起草成立了专门工作小组,并由我负责。但是,考虑到当时期货市场还没有金融期货,而要制定《期货法》却不包括金融期货,肯定是不全面的。由于缺少金融期货方面的实践经验和总结,当时不得不把立法进程推迟,一直到现在。

目前,股指期货已经运行一年多,并且以其良好的制度设计与严格的风险隔离机制,实现了平稳、有序运行,月成交额稳定在期货市场总成交额的 30% 左右,已经成为重要的对冲工具。

作为我国第一个金融期货品种,股指期货为我们提供了丰富的实践经验,使《期货法》的立法条件进一步成熟。2011 年以来,市场对出台《期货法》的呼声一直很高,希望能够尽快出台《期货法》。

制定《期货法》的几点建议

对如何制定《期货法》,我想提出几点不成熟的建议:

第一,要从中国市场的特点出发,结合国际金融监管的经验和教训,充分研究和论证,使《期货法》既符合国际发展趋势,又具有中国特色。

第二,要全面考虑各类市场参与者,明确各方责任与义务,促进整个期货市场监管体制的建立与完善。

第三,要具有前瞻性,为产品创新、机构业务拓展、行业结构优化和国际化发展预留空间。

第四,要紧密围绕期货市场的现实作用,给予期货市场在国民经济体系中的准确定位,使期货市场能够更好地服务于中国经济转型与发展,为中国特色社会主义市场经济的发展做出应有贡献。

从国际金融危机和各种风险案例中,深入研究、吸

取教训,这对完善我国期货市场的法律与监督机制具有积极意义。

例如,2008 年金融危机暴露了多头监管模式的许多问题,监管机构权限互有重叠、监管标准不一、监管效率低下等。我国期货市场也曾经走过“条块分割、各自为政”的一段弯路,直到 1993 年,我国期货市场开始由证监会统一监管。

这些都提示我们在研究制定《期货法》时要坚持集中统一的监管体制,确保期货监管机构能够及时、有力地执法。同时,随着金融期货的进一步发展,以及跨市场投资策略的普及和运用,期货市场与债券、股票、保险等市场之间的联系必然会越来越紧密。因此,期货监管部门也应该积极与其他市场监管部门,包括相关现货产业部门,通力合作,避免出现监管真空。

再如,通过金融危机中揭露出的各种严重违法违规案件,及时总结有效防范期货风险的经验教训,从而最大限度地遏制各种欺诈、弄虚作假、内幕交易等违法行为,切实有效地将风险防范与投资者保护纳入立法范围,针对突发性风险事件建立快速反应与化解机制。

《期货法》是我国期货行业走向成熟的重要标志及条件,将为市场的规范运营、拓展及创新指明方向、奠定基础。2011 年“两会”已经收到关于加快制定《期货法》的提案,证监会也正在积极准备研究,希望这些努力能够早日见到成效。

《期货法》的推出将引领我国期货市场构建较为完善的监管体系,从而使市场主体在权责明确、风险可控的前提下有效开展创新,进一步树立投资者信心,使整个期货市场平稳、健康、持续发展。■

本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅

期货市场发展任重道远

■ PECC中国金融委员会主席、中国证监会前主席 周道炯



一年来，我国期货市场一直处于稳步发展状态，新品种不断上市，为实体经济发展提供了有力保障。在股指期货方面，市场运行平稳、流动性充沛，为我国其他金融衍生产品的下一步发展开了一个好头儿。

期货市场大有可为

2011年是“十二五”规划的开局之年，我国的经济发展和产业转型都进入到关键时期。在这一时期，期货市场大有可为，可以在为实体经济转型做出贡献的同时获得自身的飞跃。由于全球金融危机的余波还在，对金融衍生产品发展的质疑是可以理解的。但是，回到金

融衍生产品诞生的初衷，可以清楚地看到它的本质目的仍然是为实体经济提供基础服务，使价格更加透明，经营成本进一步降低。

首先，通过期货价格，可以准确研究判断供求双方在未来的供求关系及价格走势，增强市场稳定性，提高资源使用效率。产业转型期间，要充分发挥期货市场的作用。

其次，在国际经济金融环境较为动荡的情况下，我国相关产业和企业的国际化必须拥有可以抵御国际风险的保护伞，而期货市场则为企业提供了套期保值等广泛的风险管理工具。不仅如此，对于企业来说，更为重要的是及时改变传统经营思路，将现在的经营情况融入到国际金融环境当中，从而逐步获得驾驭国际市场的能力。

最后，期货市场的繁荣壮大也是我国从经济大国转变为经济强国、金融强国所必不可少的前提条件。

市场发展的几点建议

随着全球经济一体化进程的不断深入，国际商品流动性不断增长。我们必须积极参与这一进程，进而在国际活动中获得话语权、定价权。

另一方面，期货市场是金融衍生品市场，可以为投资者和企业提供风险管理服务，也可能成为其新的风险来源。尤其是在当前金融市场与实体经济联系非常紧密的情况下，期货市场的波动很可能会

反向影响到实体经济。因而必须注重市场风险，防止金融衍生产品的过度设计。

第一，大力发展机构投资者。在市场经济初期，很多制度建设都处于摸索阶段，而机构投资者风险承受能力较强，投资理念也较为成熟，机构投资者的参与有利于市场均衡和有序发展。

目前，股指期货已经开始逐步向市场自营资金开放，2011年9月基金专户也正式进入商品期货市场，成为其中最重要的一支投资者力量。这些对完善期货市场的投资者结构十分重要。

第二，积极开发期货品种。2010年，股指期货的上市，大大提高了证券市场的活力，但当前风险管理需求仍然未得到充分满足，比如债券、外汇等投资领域仍然缺少相应的风险管理工具。正在兴起的量化投资等更为精细的投资策略也对分行业、分类别的股指期货品种提出要求。

如何满足不同类型投资者的风险与收益偏好，是我国期货市场当前及今后一段时期需要进一步重视的重要问题。

第三，吸取国际经验教训，做好金融风险防范。金融危机爆发后，美国和欧洲的监管者已经意识到场外衍生产品市场监管存在着巨大漏洞，是产生风险的重要原因。二十国集团（G20）在2009年匹兹堡峰会上提出

一系列监管要求，把发展场外衍生产品纳入金融投资监管体系。在全球范围内对衍生品市场加强监管已经成为广泛共识。

虽然我国期货市场经过长时间运行已经进入平稳运行阶段，但是市场产品种类和交易机制都还在摸索当中，成熟市场的经验和教训仍然值得借鉴和学习。一个健全的金融市场需要在适当的监管框架下发展，需要充分发挥市场主体的主观能动性，但又不可以放任自流。尤其是在市场发展初期，更需要密切关注市场风险，做好必要的监测与预案，防止系统性风险的发生。

第四，切实推进法制建设。在前期基础上加快《期货法》立法进程，完善期货行业的制度建设。2011年以来，期货中介机构的职能得到进一步拓展，风险管理能力和公信力不断提高。新的规章制度绝不是为了约束或压制市场创新热情，恰恰相反，是为了各类参与者在金融市场创新中有法可依、有章可循，逐步建立一个有序的、成熟的期货市场。

我国商品期货市场已经运行十几年，股指期货也已经启动两年，在此，我要再次呼吁，我国《期货法》出台的时候到了。希望我们上下共同努力，抓紧在十二届人大出台《期货法》。



期货市场大有可为，可以在为实体经济转型做出贡献的同时获得自身的飞跃。由于全球金融危机的余波还在，对金融衍生产品发展的质疑是可以理解的。但是，回到金融衍生产品诞生的初衷，可以清楚地看到它的本质目的仍然是为实体经济提供基础服务，使价格更加透明，经营成本进一步降低。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

发挥交易所功能 提升市场风险管理水平

■ 深圳证券交易所总经理 宋丽萍



2011 年以来，世界政治经济形势复杂多变，国际金融市场动荡加剧，不稳定、不确定性增加，为包括我国资本市场在内的新兴市场的发展带来了新的挑战。

2010 年，世界交易所联合会（WFE）在其成立 50 周年之际，结合金融危机的影响，梳理了交易所近年来在公司化、兼并收购、技术变化、竞争加剧、新兴市场崛起等各方面的发展趋势，并对交易所未来发展提出了一个重要要求——风险管理服务应该回归为交易所核心职能。

在这里，风险管理服务是指交易所作为市场组织者在提升市场整体风险防范与控制水平的过程中所发挥的作用。交易所的这项职能不仅正在被重新评估，而且在职能目标、实施手段等方面也向其提出了更高要求。

一、“新兴 + 转轨”阶段，国内交易所应提供比海外市场更丰富的风险管理服务

为市场提供风险管理服务是交易所在交易服务、上市服务以及自律监管之外的一项重要功能，这项功能在后金融危机时代的作用日益凸显。

全球范围内监管机构和市场各参与方对金融危机的反思，2009 年二十国集团匹兹堡宣言以及后续监管的实现，凸显了两个方面的共识：

一是提高场内市场在资本市场中的作用，进一步发挥其风险管理功能；二是对场外衍生品分步实施集中风险管理，主要是提高场外衍生品的标准化程度，引入中央对手方结算制度，对交易信息进行集中管理，提高市场透明度，降低对手方风险，维护金融稳定。

海外交易所为市场提供的风险管理服务主要涉及集中清算、数据汇总以及推动场外产品场内化等方面，注重交易后的风险管理措施。目前，国内交易所已经实现了集中交易与中央结算。然而，我国

资本市场尚处于“新兴+转轨”的发展阶段，市场与行业发展面临着许多自身特有的风险。在对交易过程进行风险管理的同时，交易所还应提供更为丰富的风险管理服务。

一是风险管理应覆盖交易前、交易中与交易后等多个环节。对于某些新产品、新业务甚至还要向前拓展，延伸到产品制度方案设计以及系统准备环节。深圳证券交易所和上海证券交易所承担着中国证监会机构部赋予的事前对新产品论证的责任。

二是风险管理范围应该包括个人投资者、机构投资者以及相关中介机构等市场参与主体。

三是应着眼于维护市场安全运行的基础设施保障，以交易系统提供的监控和技术服务为核心，推动实施保障全市场安全运行的技术措施。

二、探索建立多维度、多环节的风险管理服务体系

发挥交易所在风险管理服务方面的作用，应当探索做好以下几方面的工作：

一是以投资者为导向，提供风险管理服务。

我国资本市场目前仍是以散户为主的市场，截至2011年9月底，深圳证券交易所持股市值在100万元以下的中小投资者，持有流通股市值的比重占27%，交易金额却占61%。这样的市场特征要求我们更加关注金融产品风险与投资风险承受能力的匹配，提高投资者获取有效信息以及消化信息的能力。

针对创业板市场特有的风险，我们在创业板首次引入实施《投资者适当性管理制度》，两年来，制度安排取得了一定成效。截至2011年9月底，创业板投资者平均开户年限为5年，具有相当投资经验的主体参与到创业板投资。

参与创业板交易的投资中，10万元至100万元内

中等规模个人投资者的持股比例是28%，而主板市场是17%，中小板市场是18%，创业板的水平高于主板和中小板。在此之后，在股指期货、融资融券等其他新产品、新业务中，《投资者适当性管理制度》也得到了很好运用，取得了良好效果。

与投资者相关的风险管理工作离不开投资者教育。经过多年努力，深圳证券交易所已经初步打造了一个由投资者综合监督平台、投资者教育信息发布平台、上市公司互动平台以及投资者交易模拟平台构成的四位一体的投资者公共服务平台。通过这个公共服务平台，一方面对投资者结构、行为以及相关风险进行持续跟踪分析，另一方面也向投资者提供风险教育，阐明道理、提示风险。

二是提供全面的技术保障与服务。

稳定可靠的市场技术体系是市场安全运行的重要保障，交易所在这方面起着重要作用。

首先，依托交易系统，采取风险管理措施，防范市场整体运作风险。一方面，通过交易系统前端监控，防范交收风险。通过卖空检查，深圳市场已经基本消除了卖空现象。仅2011年前11个月，交易系统就挡了近2万笔的卖空委托；另一方面，通过交易系统进行实时监控与市场监察，防范市场过度投机与股价剧烈波动。以异常波动自动停牌机制为例，2010年以来，新股上市首日触发异常波动自动停牌共计30次，降低了新股市场上市首日的市场爆炒风险。

其次，通过信息准备与业务资格相结合的模式，引导市场参与者增强自身风险控制水平。交易所通过技术指南、独立环境测试和验证、全网测试和演练等多项措施，有效控制市场整体的技术风险。

以融资融券业务为例，通过技术测试是证券公司申请业务资格的前提条件之一。截至2011年11月末，深圳证券交易所每季为25家证券公司提供了2次仿真测



在推出新产品、新业务过程中，市场参与者与交易所应该各司其职，中介机构是产品和业务创新的主体。市场创新的功能驱动特征日益明显，也就是中介机构能开展什么样的业务取决于其具有什么样的功能。

试，8次全网测试，并持续提供日常独立测试的服务。

三是积极参与行业标准和规范编制工作，提高行业信息技术管理水平。

深圳证券交易所参与了多项行业标准和规范的编制工作，如交易数据的交换协议、证券识别编码体系、信息披露电子化规范、机构信息系统备份能力标准等。


三、推动中介机构功能发挥，建立新产品业务风险管理机制

在推出新产品、新业务过程中，市场参与者与交易所应该各司其职，中介机构是产品和业务创新的主体。市场创新的功能驱动特征日益明显，也就是中介机构能开展什么样的业务取决于其具有什么样的功能。交易所作为市场的组织者，应该推动相关市场参与方建立针对新产品、新业务的风险管理机制，防范由中介机构引发的系统性风险。

对于跨境ETF、资产证券化、融资融券等产品以及业务创新，我们采取了由论证评估、现场检查、实施监控、回顾总结等措施构成的风险管理机制，防范业务、技术、操作、交易等环节的风险，并及时梳理业务开展后的整体风险情况，提高风险管理和监管水平。

同时，我们还将风险管理服务延伸到证券公司现金管理产品等场外产品创新。从推动行业创新发展的角度出发，我们在产品设计、技术准备、试运行以及持续运作等各个环节推出了全过程风险管理措施。目前，第一支产品——信达证券的“现金宝”集合计划已经获批发行，后续第二批试点方案也在积极论证准备过程当中。

最近一个时期，国际资本市场持续动荡，大宗商品市场波动剧烈，国内市场正处于经济结构战略性调整的关键阶段。中小企业、高新技术企业已经发展成为经济发展的重要主体。截至2011年11月末，中小板与创业板高新技术企业数占比分别达到了74%和93%。但是，中小企业与高新技术企业具有规模小、抗风险能力弱等特有风险。同时，随着技术的进步、投资者行为的变化、中介机构业务模式的演变，市场和行业将面临新风险。

在当前所处的不确定性市场环境下，如何针对各类新风险、新问题，提高市场各方以及整体的风险管理能力，是摆在我们面前的一个重大课题。深圳证券交易所愿意与市场各方一道共同努力，将市场与行业的风险管理水平提升到一个更高的台阶。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

发挥银行优势 推动期货业创新发展

■ 交通银行副行长 侯维栋



交通银行是国内五家国有控股商业银行之一，也是最早参与期货保证金存管结算业务的国内商业银行。

交通银行成立于1908年，是中国最早的商业银行之一。作为百年民族金融品牌的继承者和中国金融体制改革的先行者，交通银行始终坚持“锐意改革、科学发展”，朝着“走国际化、综合化道路，建设以财富管理为特色的一流公众持股银行集团”的目标不断迈进。

截至2011年9月末，交通银行的资产总额已经超过43000亿元人民币，拨备覆盖率达到28.94%，实现净利润384.16亿元，同比增长30%，继续跻身财富世

界500强，在《银行家》杂志全球1000家银行一级资本排名中位列第35位，税前利润排名第24位。

2011年是交通银行作为独家合作银行参与中国（深圳）国际期货大会的第五个年头。在服务国内期货市场发展的二十几年里，交通银行始终关注并支持期货交易所、期货公司、期货投资者等市场主体的发展与成长，积极探索为期货市场服务的新产品。

截至目前，使用交通银行银企转账系统的期货公司已经超过145家，签约客户超过12万户，期货类资金沉淀620亿元。其中，期货公司存放保证金248亿，连续30个月位列工、农、中、建、交5家结算银行的首位，市场占比超过30%。

此外，在率先推出具有法人和个人转账服务功能的全国集中式银企转账系统的基础上，交通银行2011年又陆续推出了期期转账、POS签约、银银合作、个人与机构转账等新服务功能，继续保持业界领先。

下一步，交通银行将继续发挥商业银行在客户、渠道、资金、结算网络、风险管理等方面的相对优势，积极配合期货市场相关参与方开展新环境下的业务创新，包括原油、国债等期货新品种、标准及非标准仓单质押融资、期货投资基金顾问、境外代理、CTA业务等，为期货行业合作伙伴提供更加全面、专业、高效的服务，共同推动国内期货市场的转型发展步伐。

我们真诚地期待与更多国内外期货界朋友开展领域更为广泛、层次更加深入的互惠合作。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

把握经济脉搏： 交易所的机遇与挑战



编者按

作为大会的传统“节目”，交易所高层论坛一直备受关注。本届论坛分为两部分，分别是商品期货交易所论坛和金融期货交易所论坛。除了国内六家证券期货交易所的总经理外，还邀请到了境外主要证券期货交易所的高层领导。

论坛上，上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所的总经理与东京工业品交易所首席执行官和芝加哥商业交易所的首席运营官就全球资源配置和交易所国际化战略、稳定大宗商品市场与期货市场的作用进行了热烈探讨；上海证券交易所、深圳证券交易所和中国金融期货交易所的总经理以及欧洲期货交易所执行董事、伦敦国际金融期货交易所全球业务发展总裁则围绕金融监管改革对交易所发展的影响、金融衍生品监管与发展的关系等热点问题展开了深入交流。



对话一： 商品期货交易所的机遇与挑战

主持人

祁 斌 中国证监会研究中心主任

嘉宾

杨迈军	上海期货交易所总经理
张 凡	郑州商品交易所总经理
刘兴强	大连商品交易所总经理
Tadashi Ezaki	东京工业品交易所首席执行官
Bryan Durkin	芝加哥商业交易所（CME）首席运营官

新形势下交易所的战略思考

祁斌：目前国际金融形势非常动荡，2008年金融危机以后又出现了欧洲主权债务危机，大宗商品市场也不平静，知名期货经纪商曼氏全球公司遭遇破产。大家如何看待当前局势？如何让期货市场更好地服务实体经济？

杨迈军：本次大会的主题是“不确定环境下的风险管理”，非常契合当前的形势。在国际经济、金融形势急剧动荡的情况下，期货衍生品市场作为专业的风

险管理市场，应该、也必须发挥自己的功能。

在国务院和证监会的监管和领导下，我国期货市场一直坚持这样一个基本方向，就是以服务国民经济、实体经济为宗旨，以市场为导向，不断改革创新，促进国际化进程。希望市场能够更加充分、有效地发挥功能，在更广的范围、更深的层次，为实体经济服务。

从我个人的理解来说，当前的工作主要有两个方面：一是确保市场稳定运行；二是稳步推进市场发展。

市场功能有效发挥的前提是，市场秩



交易所高层论坛

Panel Discussion

序的规范和市场运行的高效、公平。因此，我们始终把确保市场的稳定运行作为最基础、最重要的工作。一方面加强对市场的监管；另一方面充分保持市场的活跃度，为套期保值和风险管理提供服务。在交易所的运行当中，我们始终坚持“两个标准”。一方面，用“价格发现”功能衡量市场运行的规范性和有效性。期货价格的连续性以及与现货价格的相关性是考量市场运行的一个非常重要的方面；另一方面，“套期保值、风险管理”功能的实现是市场运行的另外一个标准。

在稳步发展方面，我们在完善规则、合约，调整现有品种结构，为实体经济服务等方面做了很多努力。例如，对于新上市的铅期货，落实国家标准；橡胶向品牌注册过渡；燃料油品质不断提升。在规则方面，修改套期保值规则，放宽一般月份套保申请条件和程序。在限仓方面，由定量限仓改为按比例限仓。在对外发展方面，我们开展了对外交割、品牌注册等。同时，我们也在加强国际化的探索、研究和准备。

张凡：讨论中国期货市场的发展，不能离开国际经济环境的大背景。2008年金融危机给予我们最大的教训就是金融衍生品的过度“衍生”，包括过高的杠杆率，脱离实体经济自我循环，从而聚集了大量的市场风险。这给我国期货市场发展的启示是，市场发展一定要紧紧围绕实体经济，而不是脱离实体经济的发展。



在目前国际经济环境动荡、欧债危机尚未解除的背景下，实体经济对期货市场发挥避险功能、管理风险的需求非常强烈。中国期货市场的发展，首先还是要适应实体经济的发展需求来创新品种，特别是优势品种。郑商所正投入大量人力和物力，研究和开发期权交易，希望能够通过更加丰富的市场交易方式来完善市场避险体制。

中国期货市场目前面临的挑战和问题，就是在规范的基础上更快地发展。

刘兴强：2008年的金融危机和最近的曼氏破产给了我们哪些信号？一是场外市场的风险比场内要大；二是国际市场的风险比国内要大；三是间接产品的风险比直接产品要大。

给我们的经验是什么？一是要尽可能地扩大场内市场，压缩和减少场外市场；二是要扩大国内市场，尽可能在国内市场上促进其发展；三是多发展简单的直接产品市场，对比较复杂的、多层次的间接市场要谨慎。

现在有一种声音，全球都在加强衍生品市场监管，好像监管得越严越好，我并不赞成这个想法，对市场的监管任何时候都要适度。我们在总结经验教训时还要认识到市场目前的现状，我国期货市场和国际市场有几点不同。

一是发展阶段不同。欧美发达国家市场有一百多年历史，我们的市场还处于发展的初级阶段。



二是监管体系和规则制度不同。我们的规则、制度和监管，包括保证金监管、涨跌停板制度、市场监管等，比国外严格得多。

三是产品结构、数量、品种和工具不同。我们的市场相对简单，现在虽然有多品种，但交易方式就一种；而国外品种数量多、交易方式多，组合也很多，期权、调期非常普遍。

四是投资者结构不同。我们的市场以散户为主，而国外以机构投资者为主。

五是国际化程度不同。在这样的情况下，我们一定要从中国的实际出发，稳妥地推进期货市场的健康发展。

Bryan Durkin：我们市场发展的情况有所不同。CME 已经运作一百多年了，但过去几年里，全球金融危机使我们面临着很多重大挑战。这些挑战都在强调所有市场都相互关联，如果一国市场受到重大影响，其他国家和地区的市场也会受到关联影响。

尽管短期内仍会有一些震荡、面临一些挑战，但很多事实都显示出未来期货市场的发展还有很大活力。现在，很多国家在管理市场动荡以及应对客观挑战方面，采取了谨慎措施。他们能提供越来越多风险管理更好的产品和服务，使市场发展得更透明、更完善，市场运行的原则更明确。

监管很重要，但监管必须是适度的，

要能够取得一种平衡，使市场在适度监管环境下仍然能够为客户提供一定流动性。

现在市场的全球关联性很强，且关联性的发展速度越来越快。我们在 85 个国家展开业务，每天都有大量交易，每年结算价值达到了 2500 亿美元。目前，我们的关注点在和新兴市场进行更多合作。我们在这方面进行了很多投资，还会进一步投资，特别是在整个中国以及亚洲地区。希望能够与这里的市场紧密合作，与他们分享我们的经验和教训，从而共同打造更强、更有活力的全球期货市场。

金融危机是由一些期货市场上的问题造成的，尤其是场外交易市场，透明度不够。另外，中央对手方交易的清算功能还不够强大。很多期货市场都在不断建立新标准，利用中央对手方清算机制来提高市场效率，进一步加强市场对于期货、OTC 场外交易方的信心。

Tadashi Ezaki：原油、金属、农产品等大宗商品价格的稳定，对整个经济的健全发展非常重要。同时，国际交易频繁的大宗商品在期货市场形成的价格，是一般现货交易的基准价格。所以，商品期货的价格稳定是市场急需关注的重要任务。

随着经济的全球化，商品供需的有关信息瞬间传遍世界，价格形成机制发生了很大变化。在这种情况下，如实反映信息、



交易所高层论坛

Panel Discussion

稳定价格，是商品期货市场肩负的重要使命。保持价格稳定和如实反映供需关系，是对市场的两种不同要求。作为市场运行者，我们不能让价格违背基本面出现巨大变化。所以，目前大家都在讨论，在价格高涨的时候，监管当局应该如何管理市场。

和金融产品不同，大宗商品有形有体，有运输需求，会产生运输成本和时间，其价格存在地区差异。为了反映不同地区的大宗商品价格，交易所最好设立在商品的主要产地或消费地。同时，通过市场间的套利交易，可以提高价格的可靠性和指标性，如实反映供需价格。但前提是确保交易者可以在市场之间自由进行套利活动。

市场开放是非常重要的一个课题。中国有关商品期货对外开放，尤其是进入境外市场交易的政策正在积极推进。中国是世界经济增长的中心，如何通过价格反映经济增长带来的旺盛需要？建设一个价格形成的开放市场，不仅对中国，而且对世界商品市场都具有十分重要的意义。

几年之前，日本由于监管造成了市场的萎缩。现在，交易所通过网络交易以及引入自营和海外投资者，得到了一些恢复。

如何应对全球金融市场一体化？

祁斌：在金融市场的动荡中，其实



也存在着很多机遇，尤其是对于期货市场，因其本意和功能之一就是管理不确定性。2011年上半年，期货和期权交易量同比增长了10%。全球化的趋势是金融市场的一体化，在这种情况下，交易所如何应对？

Bryan Durkin：关于期货市场的发展，一方面要继续保持增长，另一方面要做好风险防范。

首先要有制度化的风险管理。CME制度化的风险管理已经形成。这个制度充分考虑到每天的大量交易，监管是“24×6”，也就是每星期6天，每天24小时不间断监控。同时，监控基本上是实时的，也就是说系统能够满足多流量的任务要求。现在，风险制度化建设已经有比较发达的信息技术可以依赖，让我们拥有更先进的手段，对这种实时的大流量的交易进行监控。同时，这种监控也可以通过技术手段来保证其有效性。制度化的风险管理可以使工具使用者真正受到保护。

除此之外，还要完善政策和规章制度。同时，在意识上充分认识到市场的不同步性，充分了解全球市场的变化。因此，政策和平台必须要有灵活的空间，从而处理实时突发事件或者由全球市场不同步而导致的差异。

品种种类的多样化是我们追求的一个目标，另一个目标则是产品或者服务的渗透性，我们需要把产品推向更多海

外市场。我们是全球化的交易所，做的是国际业务，我们必须持续创新，才能够引领潮流，真正开发出适合市场需求的产品。

刘兴强：国际化有几个层次：一是市场国际化，二是规则国际化，三是机构国际化，四是投资者国际化。从这四个方面来看，目前我们的差距还比较大，并不是说上市了国际化品种，就自然国际化了。

就像大连商品交易所的品种。每年国产大豆 14000 多万吨，进口大豆 5000 多万吨，相当于全球贸易量的 60%；棕榈油全部依赖进口，消费量占全球的 20%，超过整个欧洲、北美的消费量。但是，这两个品种在国际市场中的表现，从价格上来说，基本上是国外市场引导我们的市场。我们的市场比较大，但对国际商品价格的影响却比较小。这是为什么？因为这两年的物价控制措施？我认为这是一个因素，但还有其他因素，这是一个综合的问题。

是不是国际化以后，我们的市场就要成为一个国际自由流通的市场？从长远来看，必须走这条路，但目前我们的市场机制、规则、投资机构、投资者跟国际市场还有很大差距。

怎么走一条“改革开放”的路？从这几十年改革开放的进程来看，国际化说简单也简单，就是“六个字、两句话”——走出去，请进来。首先是请进



来，成熟了再逐步走出去。现在是不是还应该按照改革开放的经验，考虑请进来呢？怎么请进来？

我认为要“走出去，请进来”，现在需要认真研究的是期货业的生态环境——期货业的发展水平、期货中介机构本身的素质、人才结构、管理水平等。相对于其他几个市场——证券市场、货币市场、保险市场，期货市场目前的生态环境是比较差的，管得比较紧。要大力改进我们的生态环境，提高期货公司的生存能力、发展能力。在这个基础上，考虑逐步引进一些国外的机构和投资者。

张凡：国际化是一个必然趋势。不管你愿不愿意，最终都要汇聚到这个方向。在参与国际化的过程当中，首先要做到的还是发展和壮大自己。只有发展和壮大自己，才能够更好地参与国际化进程。

2008 年金融危机，有衍生品过度问题，有高杠杆率问题，也有场外市场监管缺失问题。中国期货市场现在所面临的问题是什么？是如何加快发展。

郑商所也在考虑国际化问题。一方面，大力吸引人才，增加相应储备，提高自身素质来迎接国际化挑战；另一方面，深入研究设计国际化路径。

杨迈军：国际化之所以是一个必然趋势，首先是因为实体经济发展的强烈

交易所高层论坛

Panel Discussion

需求。在大宗商品方面，现货生产流通已经充分国际化了，由此产生的对于期货市场国际化的需求也变得非常迫切。期货市场国际化是整个国家金融和资本市场国际化的重要组成部分，要在国家的统筹领导下积极开展。

从上期所来说，一方面积极探索，另一方面加紧进行各方面准备。

首先，积极探索。

第一，扩大品牌注册。为发挥定价影响力，反映中国供求因素，上期所这几年逐步加大了国际品牌注册工作。要参与上期所交割，必须通过上期所，并按照中国的标准注册，现在已经有很大国际重要品牌到上期所注册。

第二，成功推出保税交割业务。2011年8月份，首次完成了整个保税交割的全流通过程，从仓单的生成、注销、质押、交割、期转现，到进口、报关等环节，全部走通。保税交割至少有这几点好处：一是参与上期所交割的商品范围由过去必须完成进口报关以后的商品，扩展为上海保税区内的所有商品；二是缩小了上期所和境外交易所在相关品种上的价差；三是各方面关注度大大增加；四是使得保税区内货物信息能够充分透明地显示。

其次，我们还要扎扎实实地进行各方面的准备。

一是人才准备。从国际上招聘熟悉国际期货和现货交易的人才，同时积极培养员工，最近三年已陆续派出了近30名员工到境外学习。

二是技术准备。提升技术保障能力，要能够实现全球化交易。

三是加大研究和改革创新力度，在业务规则和管理机制方面与国际接轨。

祁斌：日本遭遇大地震和核泄漏以来，大宗商品受到非常大的冲击，但东京工业品交易所2011年的交易量却有所增加，请Tadashi Ezaki跟我们分享一下贵所的宝贵经验。



Tadashi Ezaki：从交易量来看，地震以后3、4月份下降了很多，主要原因是海外交易量的下降。但是，4月份以后交易量开始逐渐恢复，7、8月份交易量比较好。最近两个月交易量又有所下降，主要还是受欧洲债务危机的影响。所以，与其说是受到地震的影响，还不如说是受到世界经济的影响。

辩证看待大宗商品的金融属性

祁斌：刘总能不能跟我们分享一下对大宗商品金融属性的思考？



刘兴强：期货市场作为金融市场的一部分，其产品应该具有金融属性。怎么看大宗商品的金融属性？监管得当，就可以在推动国民经济和产业发展中起到很好的引导作用。但是，大宗商品的金融属性增大以后，产业界有一种担心——商品价格会不会脱离实体经济？同时，金融属性的

增强，会不会形成金融机构在定价方面的主导权，利润走向金融机构，最后变成实体经济越来越弱，金融机构对市场的影响力越来越大？

目前 20 多个上市品种中，有些金融属性较强，有些较差；有一些跟国际品种的联系较密切，有一些基本上没有联系。总体上看，与欧美市场相比，我国期货市场品种的金融属性较弱。

怎样使大宗商品的金融属性保持在比较健康、合理的水平，是需要我们研究、探索的。期货市场必须要有金融属性，但要通过法制的、监管的措施，使其保持适度的金融属性，只有这样才能更好地服务国民经济、产业经济。

逐步探索从“量”到“质”的提升

祁斌：中国期货市场发展得非常快，如何实现从“量”到“质”的提升，进而在更高层次上服务国民经济？

张凡：中国期货市场最近两年确实发展得比较迅速，监管部门提出从“量”的扩张向“质”的提升转变，是非常正确的。“质”实际上是指期货市场的功能发挥，“量”是其基础，有“量”不一定有“质”，但没有“量”一定没有“质”。

在中国期货市场的发展过程中，还是要让更多的投资者，特别是机构投资者参与进来，让产业客户利用市场进行套期保值和风险管理。没有量作为基础，市场功

能是发挥不了的。所以，在着重强调提高“质”的同时，还要扎扎实实地把市场做大，从“量”抓起。

祁斌：上海在建设国际金融中心，上期所是非常重要的组成部分，请问杨总在产品方面有什么考虑？

杨迈军：在更深的层次和更广的范围，为国民经济提供良好的风险管理服务是上期所不变的宗旨。

一个新的商品期货品种，会在一个新的产业、新的领域提供风险管理服务。2008 年金融危机时，有色行业和钢材行业都面临价格下跌的风险，但有色行业由于有期货市场提供风险管理服务，遭受的损失明显较少。因此，国务院做出决策，要求尽快推出钢材期货。2009 年，上期所成功推出了螺纹钢和线材期货，并发挥了很大作用。

今后，我们将继续在关系国计民生的重要期货品种方面创新，比如积极研究准备原油、铁矿石等品种。我们对这两个品种的国际依赖程度在逐渐提高，石油是国民经济的血液，钢铁是国民经济的筋骨，而铁矿石和钢铁工业密切相关。还有白银，我们对其准备工作比较充分，市场各方面的呼吁也很强烈，希望能够尽快推出。在更深层次上，比如提供更好风险管理服务的期权，我们也在积极研究、推进。■





对话二： 金融期货交易所的机遇与挑战

主持人

祁斌 中国证监会研究中心主任

嘉宾

张育军	上海证券交易所总经理
宋丽萍	深圳证券交易所总经理
朱玉辰	中国金融期货交易所总经理
李小加	香港交易及结算所有限公司集团行政总裁
Michael Peters	欧洲期货交易所执行董事
Fraser Cowie	伦敦国际金融期货交易所全球业务发展总裁

解读交易所未来战略规划

祁斌：在当前复杂的金融格局下——监管改革、去杠杆化、场外衍生品场内化、中央结算等，请各位老总谈谈自己交易所未来的战略和规划。

张育军：关于交易所的战略和规划，其实做好一件事情就全都解决了。什么事情？定位。不光是交易所的定位，在座各

位都有一个定位问题。定位解决了，所有事情就一目了然了。

关于交易所的定位，我有一个形象的比喻。交易所应当定位于国民经济的“丫鬟”，扮演一个“丫鬟”的角色。“丫鬟”有两个“婆婆”，“婆婆”伺候好了，我们的战略就清晰了。哪两个婆婆？第一个是实体经济。我们是为实体经济服务的，不能把自己看太大，关键看服务实体经济的能力、服务实体经济的渠道、服务实体经



济的效果；第二个是投资者。如果投资者在市场上不能很好地生存下来，交易所存在的意义也大大减少。

作为“丫鬟”，我们不能得罪这两个“婆婆”，同时还要把自己的事情做好，控制好风险。上交所的战略与这三件事情紧密相关：第一，不断拓展市场的功能与服务，从而更好地服务实体经济；第二，不断加强投资者的培养与教育；第三，认真抓好市场风险管理，为控制系统性、区域性、金融性风险服务。

朱玉辰：中金所的战略定位很清楚，就是服务和服从于资本市场的发展。所以，我们战略的第一步就是让上交所、深交所“高兴”，将来让港交所、欧洲期货交易所“高兴”。为现货市场配套衍生品是我们的职责。具体来说，中金所要把三件事情做好：

第一，维护好沪深 300 指数期货。我们就这么一棵独苗，得好好看着。有一句老话——“三岁看大”，现在股指期货不到两岁，还处于蹒跚学步的阶段。目前，他比较“健壮”、比较“可爱”，市场不冷不热，交易不急不快，各种指标都在一个很理性的状态，并朝着健康、规范的道路往前走。同时，“小孩子”是经不起灾病的，股指期货还处于起步和脆弱时期，要做好风险防范，避免出现系统性风险，让他结实实、健健康康地成长。

第二，在现有品种基础上，多打造几

个品种。一个孩子难养，要给他增加几个伙伴。在做好沪深 300 指数期货的同时，我们也做了一些规划和准备。在指数方面，研究了第二个指数——中证 500 指数，将来还要配套创业板指数，争取能够覆盖全市场。此外，还有其他一些分割指数，逐渐形成一个指数家族。

在利率期货方面，国债是很有价值的品种，中国国债余额 6.3 万亿，是很大的市场。国债期货能够促进国债在二级市场的活跃程度，对场内市场也是很好的呼应。还有外汇期货，NDF 在香港做得很活跃，将来如果成熟了，我们希望能够配套人民币兑外币的期货。

总之，中金所未来的产品线是比较丰富的，但需要一步一个脚印，成熟一个开发一个，开发一个成功一个，前面的产品为后面的产品开辟道路，并逐步演进。这条路走起来是很艰辛的，我们将本着沪深 300 的模式，在条件成熟的情况下逐步开发我们的产品线。

第三，发挥服务功能，为资本市场稳定贡献力量。

李小加：我们的定位一直很清楚，在香港 700 万人、1000 多平方公里的地方，我们是老大。但要去别的市场，我们谁也争不过。我们的故事很简单，就三个章节，每个章节都是围绕中国资本向外开放的大主题衍生出来的。



第一个章节是成为中国企业的海外融资中心。这一章节已经走了十七八年，从青岛啤酒上市一直到今天，2万亿到20几万亿的市值，已经非常成熟。在这一章节，中国已经成为世界第二大经济体，而其货币居然是完全封闭的，这是不可持续的，也是极不正常的现象。未来10年，世界第二大经济体的货币必然要走向国际化，没有什么人挡得住。

第二个章节刚刚翻开序幕。中国的货币市场是封闭的，汇率、利率没有完全放开，资本项下基本处于全面控制之下，而这些恰恰给香港和香港交易所带来实实在在的机会。中国想走向世界，世界想走进中国。在这两个趋势面前，双方又羞羞答答，不知道如何开口。此时，香港交易所可以把语言、逻辑、结构结合，把产品的切入点结合，找出真正能够发展的利率、汇率等一系列产品。从OTC场外清算开始，逐渐走向标准化合同。

第三个章节马上展开。在很多商品上，中国已经是世界上最大的生产者或者最大的消费者。同时，我们建立了蓬勃发展的商品期货市场。在中国期货市场发展壮大 的情况下，我们在很多方面可以发出自己的声音了。但规则不是想改就改得了的，我们必须在大规则之下找出能够发挥作用的地方，并把两者结合。这就和货币一样，会出现逻辑问题、语言问题、结构问题、产品问题、投资者问题。把两者的结合点找到了，就能



真正让中国走向世界，世界走进中国。对于香港交易所来说，我们不在乎火车去哪里，只在乎第一站在香港。

Michael Peters：一提到欧洲期货交易所，很多人认为是专门在欧洲做期货交易的。实际上，欧洲期货交易所不仅仅做欧洲的期货交易，还在其他国家和地区开展业务。虽然不受地域限制，但是又有很浓厚的地方特色，我们提供的产品大部分是在欧洲发生的。地域特点既是优势也是劣势，我们要好好协调这里面的关系。

全球化是一个不可逆转的趋势。三年前，欧洲期货交易所决定走出去，拓展更多境外业务。我们增加了美元资产，在美国开展了一系列部署和动作。国际化不仅包括进军美国市场，还包括进军其他市场。

进军的形式也是多样的，不仅通过投行涉足新市场，还通过其他形式开展海外业务。我们现在和亚洲交易所、韩国交易所以及很多其他交易所都有合作，真正把我们的交易平台从欧洲推出去。比如，经过我们的拓展，韩国交易所每天的交易量有了大幅提高。

一方面拓展海外业务，另一方面是创新。创新有很多重意义，比如可以把它结合到自身业务战略当中。在业务拓展时，交易上的延迟显然会阻碍全球化进程。所以在创新的时候，要真正能够提升交易速度，缩小延迟。

另外，在清算、合约管理方面，我们

也有加速空间。这些加速都要求我们想方设法地进行创新。在开发新工具、新方法时，需要真正考虑这个工具或方法在面临以毫秒为单位计算的交易量时会出现什么情况。我们要精心准备和筹划，不能冒失地启动创新。

除此之外，我们还积极学习各个金融行业的经验和教训，比如最近曼氏破产也为我们敲响了警钟。在产品组合布局方面，需要谨慎考虑客户情况，哪些是可清算的，哪些是不可清算的。同时，考虑哪些工作方法是有用的，哪些是无效的。针对产品，也需要做这样的清理。纯粹的场外交易一开始似乎非常成功，现在对于场外交易也要进行集中清算。

Fraser Cowie : 关于未来的计划或蓝图，我们目前正处于部署阶段，部署完成之后的效果有待市场的检测。我们刚刚完成新一轮重组，对于欧洲竞争情况有更好的了解。市场是有共性的，欧洲也好，美国也好，都有一些市场的共性存在。欧洲地区交易所之前的战略重点是西欧、美国，但是我们在完成重组之后，开始把目光不仅放在西欧、美国，同时也投向亚洲。

目前，由于欧债危机，欧洲在监管方面发生了翻天覆地的变化。这些变化对于我们来说是需要及时掌握，它们为标准化和非标准化产品提供了更详细的定义，如何进行管理也更清楚。要抱

着一个客观的态度去监管，不是说管得越多越好，什么时候应该适可而止是需要我们考虑的问题。

我们现在在纽约做一些产品和项目，这些产品和项目将不断完善我们的产品线。希望这种更完善的产品线可以让我们把风险防范得更好。做世界一流的交易所，是一种义务，也是一种荣幸。

祁斌：刚才张总讲到交易所是“丫鬟”，我想金融服务业应该都抱着这个态度，我们都是为实体经济服务的。作为国民经济非常重要的“丫鬟”，上交所的老总还有非常重要的话要说。



张育军：在“丫鬟”里面，日子过得最好的是港交所，“混血丫鬟”最招人喜欢，其次是中金所，“小丫鬟”年轻、漂亮，上交所和深交所是“老丫鬟”、“大丫鬟”。但“大丫鬟”也有“大丫鬟”的有利条件，比如有时候可以使唤一下“小丫鬟”。“小丫鬟”怎么服务“大丫鬟”是非常重要的事情。

做好国债期货，现货市场的交易化水平至关重要。80%的国债余额被商业银行持有，其中的80%又被四大行持有。如果国债期货只服务于四大行，服务于十几个商业银行，其功能就会扭曲。

国债期货顺利诞生的重要前提就是现货市场的进一步发展。所以我们呼吁财政部到两个交易所发行国债，现货做得顺畅，

交易所高层论坛

Panel Discussion

国债期货的推出才有前提条件。这也是股指期货成功的重要原因之一。因此，国债期货或其他期货品种上市一定要关注现货市场状况，只有现货市场顺畅运转，期货市场才能运转得更好，才能反过来更好地服务于实体经济的发展。

祁斌：按道理讲，上交所是“大丫鬟”，深交所是“二丫鬟”。但近年来“二丫鬟”发展得非常快，因为深交所服务的对象是中小企业。目前，中国存在着大量的富余资金，迫切需要分享经济的成长。深交所在这方面肯定有一些独特的思考。

宋丽萍：深交所将继续为中小创新型企业提供服务。比如债券，我们非常重视其现货市场的建设。中小企业集合债是为未上市公司设计的，当然已上市公司也可以使用。在已上市公司中，有一部分中小板和创业板上市公司资产负债率比较低，继续进行股权融资就有成本问题。因此，我们开辟了另一个渠道——转让服务，而不是集中交易的竞价服务。在此基础上，债券发行范围不再是公众，发行速度较快，各种行政审批有所简化。

目前，中小企业在各自领域的竞争非常激烈。激烈的竞争既带来困难，也带来机遇。如果竞争力强，正好是企业购并的好机会。为此，我们正在研究，也在向证监会反映，能不能提高这方面的审批速度，因为上市公司的透明度比较高。据我们调

查，80%的创业板上市公司对上下游企业有并购意向。

祁斌：当初研究推出股指期货的时候，最重要的目的是服务于“大丫鬟”，服务国民经济。现在，股指期货在维护资本市场的平稳运行和其他方面是否达到了预想的效果？

朱玉辰：“大丫鬟”在这里，我举手投足都要小心。西方有一个俗语，意思是当一个人跑得很快的时候，要想一想自己的灵魂能不能跟得上。衍生品发展得多快，走多远，都要跟着标的物市场。衍生品创新是市场达到一定高度，有需求，并在这个基础之上点把火。脱离了实体经济需要，单纯谈衍生品是没有“根儿”的，是走不远的。

股指期货运行到现在不到两年时间，还处于自我完善、自我成长的过程。从一年多的情况来看，也能够看出一点端倪，股指期货对证券市场发展还有一点启示性东西。

第一，实现资本市场做空机制，改变单边市，对整个大盘的稳定和估值起到了客观的平衡作用。股指期货不可能平抑每一波股价变动，但对于大市稳定，在大范围之内理性定价，起了重要作用。

第二，部分企业、机构开始利用股指期货保值、避险。用得最好的是证券公司，排在前几位的证券公司都是上市公司，他



们的年报和半年报都用大篇幅阐述如何利用股指期货保值、避险。

以中信证券为代表的一批大型证券公司利用股指期货做自营部分的保值、避险，并且做得很成功。目前，我们的交易量并不大，但已经可以满足中信证券 100 亿以上的股票自营的避险需求。重要券商带头以后，基金公司、对冲基金也纷纷进入市场。

第三，衍生品的发展有利于创新业务的开展。经过 20 多年的发展，我们的股市已有 20-30 万亿的市值，但是市场交易策略却非常单调——就两件事情，一是选股，二是选时。大部分策略仅限于波段式操作，低买高卖，没有什么策略可言。市场没有多少操作技术，同质化现象严重。散户和大户行为一样，基金也逃脱不了这种玩法。衍生品为市场引进一些操作技术，从加减法进入到乘除法，将来可能进入到微积分。衍生品增加了市场深度，个性化策略出现，同质化现象得到改变，投资者的选择也会不同。

量化投资、结构化投资、指数化投资、ETF 投资等在过去几年得到很大发展，很大原因在于场内有这样的产品了。有这样一个比例关系，场内有一个产品，场外就有十个产品，推广到银行理财就有 100 个产品。只有变成技术含量高、策略丰富的市场，这个市场才能上升一个高度，散户慢慢退出，机构投资者慢慢进来。

股票市场机构投资者进入的步伐将随

着产品线的丰富、市场高度的提高而逐渐加快。股指期货上市后，从华尔街来了大量人才，而各个机构做得比较好的都是从华尔街来的人才。大批人才在美国学习的基础上成为支撑国内金融发展的栋梁。他们陆陆续续回来，是因为国内有市场、有平台，有各种玩法，这是中国证券市场成长发展的一个重要方向。中金所将在产品发展当中支撑这样的进程，使得资本市场在深度和广度上有重大进展。

解构“金砖五国”交易所联盟

祁斌：港交所现在牵头“金砖五国”交易所联盟，以应对全球交易所合并浪潮和国际竞争，小加有什么想法？



李小加：港交所牵头成立了一个非常简单的产品联盟，包括来自巴西、俄罗斯、印度、南非、中国等五个国家的七个交易所。2012 年四月份，每个交易所将把自己的主体指数相互对挂，每一家都挂上其他六家的主体指数，并在对方指数基础上发展指数期货。下一阶段，可能做“金砖五国”金融股指，并在股指基础上做期货。短期内不一定做出特别大的产品，但对七个市场的投资者来说，有一个互相交流的过程。

香港交易所曾经是世界上市值最大的交易所。全球交易所兼并收购浪潮中，我们该怎么做？香港交易所既没有能量也没

交易所高层论坛

Panel Discussion

有能力，越大洋并购。关键的问题是要找出我们的价值，“混血丫鬟”要把“混血”的事情做好。

在过去这些年里，两驾马车拉动香港经济发展。实体经济背靠大陆 30 年的发展，货币政策又与美国挂钩。现在，欧洲几乎进入绝境，美国有着严重的结构性问题，长期来说是一个下滑趋势，而大陆也结束了用出口、投资“一美遮百丑”的时代。

香港是全世界最特殊的地方，一般国家或地区的 GDP 和上市公司的总值是 1:1 的关系，而香港是 1:13 的关系，一个小身体承载了巨大的资本市值。为什么？一国两制。2011 和 2012 年对于香港来说是非常困难的，但恰恰这又是时机最好的时候。在商品、金融方面，中国不得不进行国际化，而此时香港则可以大展身手。

如何看待未来发展前景？

祁斌：欧洲的朋友怎么看现在欧洲的金融形势？最近刚刚出台的 OTC 监管法则如何？

Michael Peters：首先看一下欧洲监管法的变化。法律已经设立好，到了直接执行和铺开的阶段。一个专门的组织机构将对场外交易进行监管，监管的内容包括场外交易资格（软资格和硬资格）的认定。



该机制将彻底改变场外交易结构，比如之前关于结算行和相应场外交易方面的监管是一起的，这就会产生很多漏洞，可现在新的场外交易机构的设立，使得管理更加公平和有效。

对于欧洲期货交易所来说，如何看待未来的前景呢？现在介绍一下三年计划里面的两个主要动作。

第一个动作是关于方法论。以前的准备金是拨备准备金，现在要把准备金的方式改变。我们向市场提供什么样的产品？产品组合的基础是什么？是打包成一个产品组合，还是以单一产品推向市场？产品对于我们的利润边际来说意味着什么？对于准备金要求来说意味着什么？我们都需要有更详细的思考。

另外一个动作是关于固定收入合约的结算。采用中央结算的方式处理固定收入合约，是从 9 月份就开始实施的。准备金手段的改变，除了场内交易，也适用于场外交易。对于每一个产品组合，我们都会根据其准备金要求展开详细结算，然后看资本应该如何运作才能获得最好的实际效果。除此之外，对于期权指数和期权指数合约，我们也要考虑其具体操作如何变得更加标准化。

Fraser Cowie：场外交易的中央结算已经是一个势在必行的变化。企业管理者把交易所看成解决问题的手段，而不是问题的制造者，这个态度对我们来说非常重

要。怎么样才能成为解决问题的手段，充分发挥交易所的作用？这就是我们接下来要考虑的问题。

我估计需要大概 3-4 年的时间真正落实、执行。这会涉及到很多方面，特别是需要不同利益主体的参与和配合。目前而言，我们需要等待法律发生实质的改变，美国也有类似的法律来规避一些套现、套利活动。

张育军：我刚才说了“丫鬟”，现在补充说一下“婆婆”。中国资本市场，包括期货市场，是一个散户市场，我们要认真关注投资者的生存状况。过去两年，我们引进了投资者适当性管理制度，效果不错。我们有必要全面检讨国内投资者生存状况，把投资者权益保护放在更高位置，进一步评估期货市场怎么恰当地全面引进投资者适当性管理制度。

我们不是为了交易而交易，只有更有



效地保护投资者权益，投资者才能更有效地、更好地在市场上生存下去，市场才能健康发展。



Michael Peters：业务增值确实能够吸引和留住更多客户，如果为客户提供更多的增值服务，我们就能够把市场做大。要提供更好的增值服务，可以从以下领域去考虑。



在清算方面，我们有专门的清算所，基本上为欧洲所有的清算提供服务。当新业务不断诞生的时候，新市场和原有市场之间的协同关系也很重要，新市场要迅速赶上原有市场。在市场建设方面还有很多事情要做，现在我们的主要任务就是把市场做得更规范。

关于交易管理，每个交易所都有自己的业务风格，但是要能够体现业务特点。交易所要重视基础设施建设，支撑交易量发展。■



本文根据会议讨论记录整理，略有删改，未经演讲嘉宾审阅

回归实体经济

——全球衍生品市场发展趋势展望

■ 玻尔扎诺大学经济学教授 Alfred Steinherr

今天早上我们有好几位嘉宾都提出了这样一个观点，就是实体经济和期货市场之间的关系。并且上交所的张总也提出一个比方，就是把做衍生品市场的认为是仆人，要服务于实体经济。

我倒不认为在经济当中有主仆之分，应该两者是同等重要的。

未来一段时间，经济还会继续保持低迷。欧洲和美国的经济复苏都还需要时间，而其他地区，像亚洲，还是比较好的，一定程度上冲淡了美欧危机对全球经济的负面影响。但不可否认，全球经济仍处于不景气的状态。

如何才能走出这一状态？非常重要的一点就是要辨清实体经济与衍生品市场之间的关系——这两者密不可分。

目前，两者的关系还不够紧密，但我们已非常高兴地看到人们已经越来越认识到这一点——实体经济不景气导致衍生品市场也不太景气。每一次金融危机都会市场中引起一些动荡，有些经济受到的负面影响较多，有些较少，这其中有一定的冲淡作用。

今天早上的讨论里面，很多嘉宾谈到了期货市场和宏观经济之间究竟是一个什么关系？换句话说，期货市场在多大程度上受到了实体经济不景气的影响？



我想，这个问题可能也是每一个交易所必须要思考的问题。

系统性风险及监管措施

在 2008 年和 2009 年时，由于受金融危机的影响，我们可以看到期货市场对实体经济产生的一些负面影响。每次金融危机和大规模财富损失后，作为危机深度研究的一部分，人们都会本能地寻找罪魁祸首，其中之一便是衍生品市场，尤其是 OTC（场外交易）部分。

虽然指责谁是导致危机的根本原因是一个可以理解的行为，但仅仅去指责是没有用的。特别是，当非要把危机归咎于某一个经济元素时，这个元素肯定不愿意接受。场外交易风险的相应管理是非常必要的，我早在 15 年前就谈过场外交易风险管理的问题。

目前，以名义成交额计算，OTC 市场早已遥遥领先，成为全球最大的金融市场。同时，行业集中度极高，前 20 家企业占据 90% 的市场份额。这意味着什么？就是这 20 家企业一旦有一家出现危机，比如说像雷曼兄弟那样的危机，整个金融市场就会受到影响和波及。如同那些在市场上失败的大交易商（如雷曼兄弟）所展示的巨大冲击，对手盘风险会将风险施加于整个金融部门。

如何从监管层面上规避这些过度集中的金融结构？

通常，监管层会优先采取三项措施：一是将场外交易引向清算和交易所，也就是转为场内交易；二是加强信用衍生品监管；三是禁止裸空，或者加强场外合约标准化管理等。

危机前后场内外市场发展趋势

刚刚谈到了经济危机所带来的影响，以及监管层一般会采取的应对措施。除此之外，还有哪些因素需要我们关注？

2006年12月至2008年6月，场外交易规模不断攀升，交易额达到672万亿美元，之后这一数字有所下降。然而，同期场内交易额所占比重相对较小，并且从2008年12月到2009年6月呈下降趋势，但降幅并不剧烈。

危机爆发后，场外交易出现反弹。这个反弹不是全盘反弹，而是部分行业的反弹，主要是市值比较高的合约。今天早上，有些嘉宾提到实体经济是经济的基础，在商品交易当中实体经济也是如此，可是，我们看到商品的实体交易是呈下降趋势的。

在经过一个局部的、短期的反弹之后，场外交易规模又开始下降，从2008年6月的672万亿美元下降到2010年6月的582万亿美元，但是2011年6月又增长至707万亿美元。

2009年6月至2011年6月，场内交易额从22.7万亿增长到30.1万亿美元。在同一时期内，虽然经济不景气，但不管是场外还是场内交易，其交易额都呈上升趋势。衍生品市场中的一个成长因素就是市值，市值好的话，它还会继续保持增长。

在衍生品市场当中很重要的一个元素就是利息。其实，利息跟实体经济没有什么直接关系，都是银行业提供的利率。也就是说，在衍生品市场和实体经济之间，利息具有相对独立的关系，衍生品市场未必一定会被实体经济的不景气拖后腿。

市场创新动力枯竭了？

对于交易所而言，总是要和监管层保持一致，看起来监管层约束着交易所的发展，但是实际上，回顾30多年来期货市场的发展历程，其在前后台一体化、风险管理，以及其他一些领域，都取得了很多成就。这些成就可能因国家不同而有所区别。

表1 2009-2011年衍生品市场发展情况

	2009年6月	2010年6月	2011年6月
OTC 总成交	594	582	707
总市值	25	25	20
外汇	48	53	65
利率	437	451	553
权益	6.5	6.3	6.8
商品	3.6	2.9	3.2
CDS	36	30	32
总市值	2.8	1.8	1.4
场内交易	22.7	22.3	30.1

资料来源：国际清算银行；单位：万亿美元

表 2 2006-2011 年场外和场内市场交易情况比较

	2006 年 12 月	2007 年 6 月	2007 年 12 月	2008 年 6 月	2008 年 12 月	2009 年 6 月	2010 年 6 月	2011 年 6 月
OTC	418	507	585	672	598	594	582	707
场内	18.6	19.7	21.2	21.7	24.7	22.7	22.3	30.1

资料来源：国际清算银行；单位：万亿美元

尽管大家都取得了一些成就（成就因本国经济规模不同在数额上亦不一样），都在进步，但是创新仍然是个必要因素，因为不创新、不做自我，就没有办法进步。

在不降低一些流程以及有效风险管理标准的前提下，整个行业可以做的事情还很多。就我估计，现在场外市场交易的 70%-80% 都可以转为中央对手交易，这样就可以更好地进行监管。同时，这些监管还会对场外市场产生标准化压力，使得场外交易逐渐转向场内，从而帮助交易所。

如果您现在在中国，从某种角度来讲，创新并不需要很多，因为很多还处于学习海外先进交易所经验的过程。即使是学习，也不容易，照搬都不一定搬得好，如果搬得好的话，就可以取得更好的结果。但是，总有一天，这种学习、引进将不能满足行业发展，必须要有自己的产品，要能够鼓起勇气探索创新，并承受失败的风险。

中国房地产市场衍生品的思考


在我看来，过去 10 年里，房地产市场在中国的发展速度是任何人都难以预见的。但现在的房地产市

场有可能处于泡沫破裂的边缘，这时候我们可以想一想与地产有关的金融产品。

房地产在多数国家都是最大的财富领域，且参与者众多。但标的物金额巨大，难以标准化，即便是 B-S 公式（期权定价模型）都无法应用其中，且交易成本较高。因此，建立房地产衍生品市场非常困难，但并非不可能。

美国和欧洲有一些经验，但是目前还没有取得太大的成功。鉴于中国房地产市场的巨大规模，与房地产相关的金融衍生产品的探索空间还是很大的。从某种角度来说，发展与房地产相关的金融衍生产品可以保护房地产产业的资产，尤其是可以在市场纠正措施采取之前防止泡沫的破裂，保证价格稳定。

怎样开展这项工作？

这需要较长的筹备期，现在就可以开始思考相关问题。比如，需要建立商业和住宅地产价格指数，并考虑一些地区差异，大城市可能跟二、三线城市不同；价格指数必须由有良好信誉的机构来发布；由于市场交易价格未必充分，因此需要具备良好信誉的机构来对地产进行估值等。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



大宗商品 价格风险管理的问题和挑战

■ 德勤中国有限公司财务咨询总监 袁先智

价值管理： 如何在不确定性环境下实现企业价值管理？

在企业管理过程中，成本控制非常重要，其前提就是内控管理。

一方面，内部控制监管法规要求严格。2008年6月28日，财政部、证监会、审计署、银监会和保监会等五部委联合发布了《企业内部控制基本规范》，这被视为中国版“萨班斯法案”。

配合以上规范，财政部还分批次发布了《企业内部控制评价指引》（征求意见稿）、《企业内部控制应用指引》（征求意见稿）和《企业内部控制审计指引》（征求意见稿）等文件。

另一方面，外部环境要求上市公司加强内控管理。如果企业在香港联交所上市，母公司需符合香港联交所《企业管治常规守则》中关于企业内部控制的相关规定。因此，公司应该建立和完善内部控制体系，从而实现企业价值的保值增值。

企业内控管理可以分为四步，即计划、对标、诊断和改进。

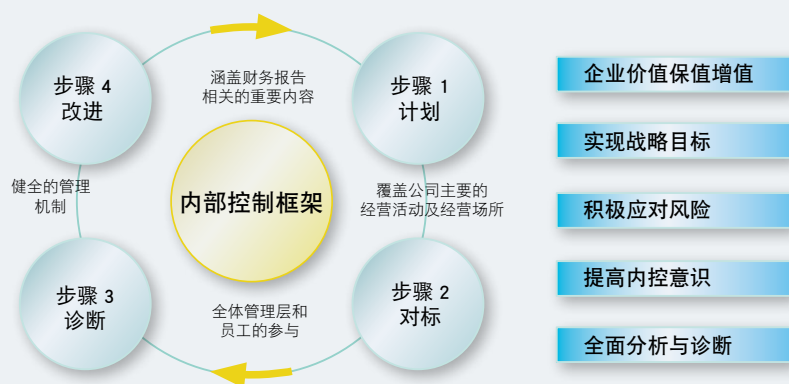
风险价值（VaR，Value at Risk）是指在特定的概率和时间间隔之内，用来预测投资组合最大可能损失的一个数量。

在当代金融风险管理中，一个最基本的出发点是利用风险价值，对所需管理的风险进行量化处理，然后建立科学的管理和监督机制，并对风险进行有效的分化和转移等。

风险价值概念广泛应用于银行、保险、证券市场的风险分析、预测和管理，通常基于历史风险因子估计（波动性和相关性）。风险价值模型的主要计算方法包括参数法（方差—协方差法）、历史模拟法和蒙特卡洛模拟法。

风险价值的特点是，以单一的数字对风险进行量化估计，这样更易于理解；能处理线性与非线性的风险暴露；能提供整合的单一风险值；能简单回答在给定置信区间里，“情况究竟可能有多糟糕？”

图 1 企业内部控制框架



借力于专业咨询机构

风险识别：

在不确定性环境下如何识别风险来源？

与利率风险、外汇风险相比，大宗商品风险要难得多、深得多、广得多。其风险来源至少包括三个方面：宏观因素、微观因素和金融因素。此外，还有一些其他因素。

以大宗商品铜为例，影响其价格的主要因素可从以下一些方面考虑。铜价主要由市场供需基本面决定，经济增长情况、生产成本等宏观和微观因素通过影响铜的需求和供给，对铜价产生影响；此外，铜所具有的金融属性使得铜价还受到金融市场中投机等因素的影响。

在确定风险来源后，就可以进行价格趋势预测了。以 WTI 原油为例，影响其价格的因素包括需求、供给、金融和其他因素。通过数据收集，我们找到 767 个指标，进一步筛选出 55 个变量，然后分别确定月度、季度、年度预测所需的变量，最后构建趋势分析模型。

通过趋势分析，我们能预测出商品价格是往下走、不变，还是往上走。

风险管理：

如何利用期货及衍生品工具实现企业的成本管理与价值管理（以天然气为例）？

首先，国际市场 LNG 挂钩指数的走势分析。

亚洲、欧洲和美国是世界三大主要天然气市场。亚太区的天然气贸易以 LNG 为主，不同于欧洲“管网为主，LNG 为辅”的模式。LNG 与管网运输相比，灵活性更高，另外，日韩等国天然气与石油的可替代性非常高。因此，LNG 的定价即以石油为指数，且等热值价格基本一致。“挂钩指数模型”实施过程基本上与 WTI 原油价格趋势分析一样，确定影响因素，筛选变量，构建多元回归模型。

其次，国内天然气市场价格承受力分析。第一，对某一区域市场的 LNG 需求变化趋势进行计量分析；第二，对区域市场各主要 LNG 用户的价格承受上限进行测算；第三，研究国际成熟市场，分析国内天然气价格改革的变化趋势和途径；第四，研究国内油价改革历程，识别促进改革的关键变量，测算变量的临界点，为未来国内 LNG 销售业务决策和安排提供参考。

最后，根据以上国内外情况分析，建立并完善 LNG 市场价格风险管理模型，并形成对冲策略和管理建议。

公允价值的挑战：

新国际会计准则中的公允价值介绍和对企业经营的影响

从金融危机开始到完结，美国制度和欧洲制度博弈的最终成果不是巴塞尔Ⅱ和巴塞尔Ⅲ，而是国际财务标准于 2011 年 4 月份出台了。金融危机加速了以英国为代表的欧洲财务标准和美国财务标准对公允价值的定义。公允价值是指在计量日，市场参与者在一项有序的交易中出售资产时愿意收取的价格，或者转移负债时愿意支付的价格。

从风险角度来说，衍生产品定价也要考虑公允价值。在金融危机之前，这个问题就已被提出。如果做了风险交易，比如未来三年风险公司要付给对方 50 万元，在做财务审核披露时，这 50 万元从财务披露的可靠性来说要打一个折扣。这是因为，风险公司今年可

以付钱，明年可以付钱，但是第三年可能会不付钱。

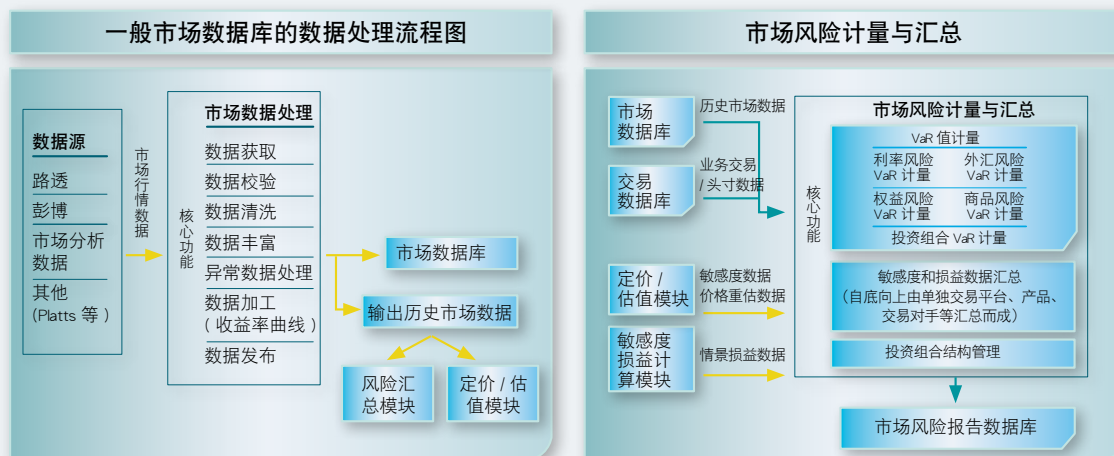
同时，还有一个新增风险，比如我们和风险公司做交易，而交易的标的却是第三方或第四方发出的产品，由第三方或第四方产生的风险就是新增风险。

公允价值计量假设公允价值债务计量的定价应当反映债务本身的不履行风险，以及包含但不限于单位实体本身的不履行风险。这就是公允价值计量的信用价值调整（CVA）。从这个角度来看，美国标准和英国标准对公允价值的定义达成了一致，这是业内十分重要的一件事。

由于市场上没有现成的价格，需要建立公允价值的计量模型。既然要建模型就要有模型的输入参数。

根据输入情况，参数分成三个层面，一是同等资产或债务在透明市场上的报价；二是层面一中提到的报价之外，一些其他直接或间接的数据输入；三是无法观测的因素与数据输入。公允价值层次给予在透明市场内具有同等资产和债务的报价最高优先级，而给予无法观测的因素最低优先级。■

图 2 市场价格风险计量与汇总流程



本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



非理性繁荣

——大宗商品运行新特点及长期趋势分析

■ 法兴银行亚太区商品策略分析师 Jeremy Friesen

宏观经济形势预测

美国经济一直处于“失速”状态，不能算是完全的衰退，但基本上没有什么太大的发展。

2012年，欧洲经济将会十分疲软，尤其是在上半年。目前，欧元区的主要问题是如何解决国家主权债务危机，欧洲央行可能会把债务货币化。希望能够通过这些风险问题的解决，制定一些财务方面的政策，从而避免未来相同问题的发生。未来，可能会有一些货币政策来帮助缓解现在的债务问题，货币化也将会是一个不可避免的过程，希望最终能够解决这些存在争议的问题。

中国是一个经济还在保持增长的国家，虽然中央政府要把GDP增速放缓，但即便是放缓，经济还是在不断上升。因此，中国更可能实现经济软着陆。中央政府也在采取一系列措施，尽量避免硬着陆。放缓的经济增

长对于中国来说，是个利好消息，这样就可以在2012年百分之百地走出经济危机。中国GDP哪怕只维持2%的增长，都可以顺利走出经济危机。

和中国相比，美国渡过经济危机将会更艰难一些。对于决策者来说，需要在控制经济危机、实现软着陆的同时，密切监控国内经济，特别是CPI指数的变化，留意通货膨胀。

经济增长 vs 通货膨胀

与2010年相比，2011年的通胀压力逐渐减小。对于决策者来说，经过一系列努力，包括中国央行在内的几乎所有央行，都开始放松货币政策。目前的劳动力成本要低于10年的平均水平。如果能够顺利渡过危机，避免通货膨胀的话，劳动力成本可能会有所上升。CPI

指数是需要密切关注的，如果物价上涨太快，通货膨胀就容易发生，同时原材料架构也需要监控。

如果救市政策有效，我们就可以摆脱熊市，进入牛市。美联储的政策还有改善空间，还有一些政策是可以抛出来用于救市的。如果决策层能够做一些有意识的引导，实体经济还可以有更好的复苏。现在美国的通胀压力虽然有所回落，但仍然还是比较高。

为了防止崩盘，决策层绞尽脑汁，想尽了办法。中国政府也采取了一系列救市措施，通过各种各样的政策，并在商品市场中调控。中国显然不想看到通胀的发生。中国遇到情况是“进”和“退”都要小心——如果过了，可能会导致通货膨胀，如果不够，又可能会导致经济硬着陆。

欧元走势成为主导

目前，欧元危机成为各类资产共同的主导因素，价格波动性和相关性均大幅增长。欧元危机推动资金流入和流出美元市场，受其影响，美元与商品的相关性大幅提高，能源及金属在过去两个动荡的月份中出现了最强的相关性。从长期来看，我们并不看好美元。

过去两个月，商品受宏观和欧元危机的共同驱动。本月开始，受自身基本面因素影响，商品表现略有分歧。年初至今，欧元（通过美元）危机影响了所有市场，包括股票和商品。

预计基本面因素将重新主导商品价格表现，尽管欧元危机近期仍继续主导。

原油：维持区间波动

公共和私人部门财政支出的双重降低，可能引发更为疲弱的经济增长。主要工业国家原油需求增长较慢，新兴市场需求将继续支撑增长。较慢的增长暗示着市场对于 OPEC 需求偏弱，OPEC 可用产能将保持稳定

或降低。中东和北非的动荡局面造成较高的财政支出，OPEC 很可能对油价设定较高的最低价格，以增加支持等级。

尽管利比亚原油快速恢复生产，但 OECD 原油库存已经低于最近 5 年的平均水平。发达及新兴市场馏分油（取暖油和柴油）的旺盛需求有助于炼厂开工，但是北海及非洲原油的减产削减了原油供应。

目前，WTI 原油仍受到运输限制。WTI 原油在美国中部，Brent 原油在英国沿海，这两个原油市场体现了全球对原油的需求走势。以前，它们有各自不同的分工，比如说 Brent 原油就像是一个供应中心。就原油质量而言，WTI 原油比 Brent 原油稍微好一点，价格差异不大。但是到了 2011 年，两种原油的价格差异开始变大。WTI 原油不再是全球经济或全球石油经济的标杆，其作用正在消退。

为什么会这样？

主要原因在于美国市场供需的冲击，现货市场的脱节造成 WTI 原油和 Brent 原油市场走势严重背离。而这一背离仍将维持数年，这是由于此前一直平衡的供需被打破，而美国中部地区原油运输的瓶颈将阻碍 WTI 原油向 Brent 原油收敛。

2008 年以后，美国对石油需求一直疲软，但它仍是最大的石油消费国。从供应角度看，加拿大油砂产量持续增加，因产地集中于中部地区，难以出口，只能输往美国中西部地区；此外，美国北达科他州页岩油产量近年来激增，同样供往中部地区。从需求角度看，美国石油需求基本持平，但全球需求持续攀升。

地理因素及基础设施（炼厂、管道）制约了市场间的均衡。但是，这一状态正在改变，连接墨西哥湾的轨道及管道正在铺设，但仍需时间。其结果就是，库欣（Cushing）库存相对于全美库存仍就高企。

主题演讲

Keynote Speech

最近，Seaway 管道有望于 2012 年第二季度实现逆向输油，每天将大约 15 万桶的原油从库欣输送到休斯敦炼油厂，2013 年管道容量还要扩大到每天 40 万桶。2012 年，WTI 原油与 Brent 原油价差均值或维持 6 美元 / 桶，并在 2017 年之前维持在 3 美元 / 桶的平均水平。

尽管不确定性因素仍然存在，但是原油现货基本面仍将维持偏紧状态，继而推动油价反弹。油价在 90 美元上方受到了较强的基本面支撑，成本对现货以及远期价格均有明显支撑。

然而，对于经济衰退的担忧仍将制约油价的上行。

铜：中国因素凸显

中国有一个很大的铜市场，但在资源结构上还是很缺铜。过去一个月里，中国的铜库存量在下降，进口大幅减少。中国正在去库存，这是一种明智的做法，主要是出于经济的考虑。

其实，中国在购买大宗商品的时候，还是比较精明的。中国在铜进口方面的举措将会对铜价产生重要影响。

黄金：牛市持续

债务危机在欧洲、美国和日本市场高居，造成了资产转向“避风港”，如德国、美国和日本政府债券。然而，这些资产虽然有名义的固定收入，也存在增加的外汇风险，但是相对于世界货币，各自的货币都有不稳定的过高估值。

攀升的美元阻碍了黄金价格，但是美元的归一化会形成黄金的牛市。在所述发达市场采取激进的货币政策，也可能通过广泛的货币贬值或最终通货膨胀实现黄金的牛市。

虽然政治决策艰难，债务货币化似乎必然能够援助所有发达国家困难的财政转变。欧洲央行减少利率，美联储可能在 2012 年初期推出 QE3 政策。同时，英国、日本和其他国家也将继续采取积极的货币政策。在这种欧元、美元及其他主要货币都不具有吸引力的情况下，黄金将走向牛市。此外，美联储及其他央行将继续支持债券市场，新兴市场国家央行对黄金的购买也将持续支撑黄金价格。

玉米：需求持续增长

目前，美国及全球玉米存储量低于历史水平。然而，市场对玉米的需求却很大，尤其是美国。近期，美国农业部提高了从中国、墨西哥和韩国进口玉米的预算，但希望有来自阿根廷和欧盟的出口竞争。同时，尽管价格上涨，但美国的饲料和乙醇对玉米的需求仍保持强劲。

总之，玉米正处于供不应求的状态。

小麦：短期价格下跌

十年来，全球小麦结存量达到最高。短期内，面对增长的全球供应，小麦价格将下跌。然而，增加的替代需求（因玉米价格上涨）将在未来保持供应和需求之间平衡。

大豆：持续价格下跌

大豆的市场变化不是非常激烈，影响价格的主要因素还是基本面。美国大豆大丰收，增加了存储量。同时，南美种植加速，全球大豆供应十分乐观。无论是对于中国，还是对于其他国家来说，在进口大豆方面，这都是一个好消息。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

中央对手方

——场外衍生品的结算机制

■ 芝加哥商业交易所总裁 Kim Taylor



与其他交易所不同，芝加哥商业交易所（CME）提供的产品几乎包罗万象，涉及到固定收益、期权、期货等等。在创新方面，CME 也不断向市场推出新产品。在资产管理当中，CME 主要关注那些成本效益比较高的产品。除此之外，还非常关注全球金融机构的进展和动态，从而发现对于客户来说的成长领域。

CME 拥有 24 小时不间断电子交易系统，在全球 85 个以上的国家和地区进行分销，是一家真正的全球化公司。

CME 的亚洲战略主要包括以下几个方面：提供行业领先的清算方案，以降低对手的信用风险，维护世界市场稳定；开发亚洲客户所需要的创新性标杆产品，并通过中央清算减少创新性标杆产品的风险；在全球范围内进行服务，以便配合亚洲交易的发展。

行业领先的清算业务

清算业务本身是一个高附加值的业务，对于市场来说具有非常高的防范风险的价值。CME 可以为全球客户提供中央清算业务，目前该业务的规模有 700 万美元，因此 CME 也被认为是非常可靠的第三方中介机构。如果没有这样的中介机构，有些人会觉得一些交易相对而言是没有保障的。

CME 的清算业务不仅具有成本效益，而且保障了客户的投资。

曼氏倒闭过程涉及到好几桩清算业务，由于不能做到成功清算，客户资金没有办法得到保障。如果存在一个可以提供清算业务的第三方中介机构，就可以为客户投资增加一道保障。目前，CME 清算业务不仅在美国进行，也在试图将业务范围拓展到海外，从而真正实现匹配全球化客户的需求。

CME 清算业务的优势主要体现在以下几个方面：在执行场外合约结算时，提供即时交易确认，交易双方不会面对信用风险威胁；更多市场参与者，更低交易费用和风险；更少资本投入（清算保证金）；增强市场及其参与者信心；设立每日结算价的远期曲线；通过组合保证金、对冲头寸等降低对抵押品的需求；提升交易透明度。

CME 拥有一套非常清晰且效率非常高的交易清算要求和流程。

风险管理理念

CME 清算业务具有一个非常主动的风险管理职能，并主要用于完成以下事项：风险早期检测、管理危机解决方案、发挥行业领导力、建立谨慎保护与稳

定的资源系统、积累经验以提升风险管理能力。

CME 非常注重了解客户，清楚客户的风险范围以及风险程度。通过压力测试及时发现清算成员出现的风险，以确保他们能够继续发展业务。此外，CME 还有一套担保措施，如果清算成员不能履约，则可以通过担保弥补所发生的损失。

风险管理是 CME 非常关注的核心工作。

首先，通过一套系统最大化地提升预警能力。同时，特别关注公司财务的不良或恶化情况，并采取必要的措施来避免情况进一步恶化，保证公司的安全运转。在 CME 强大和缜密的监控系统帮助下，很多公司回避了一些在运作过程中出现的问题。即使不能提前发现问题，也会积极处理危机，充分发挥行业领导力。

在曼氏申请破产之前，CME 和美国相关机构一起努力，转移他们的仓位，尽量减少曼氏破产带来的负面影响。虽然他们不是 CME 的直接客户，但他们的客户可能是 CME 的直接客户。CME 跟相关单位合作，提供

最大的担保和保证，使客户能够继续维持他们的仓位，而不是让他们的资金被一家企业的倒闭拖住。

风险管理系统

CME 有两个非常重要的金融保证金系统工具：一是履约保证金（Performance Bond），这是一种诚信保证金，用于弥补一种产品的最大潜在损失，通过预缴一些费用来防范财务风险；二是按照市值计价（Mark-to-market），逐日、实时评估一个企业的相关市值，防止系统中的债务积累。

通过协调使用，每天按市值计价和履约保证金计算两次，为 CME 及其清算会员提供强有力的防止清算损失的工具。同时，这些系统简化了 CME 的工作流程，降低了风险及成本。这主要是因为很多程序都是自动的，不会出现错误，而且成本极低。目前，CME 管理着超过 1000 亿美元的履约保证金，以及平均每天超过 50 亿美元按市值计价的资金。若一家公司不能支付按市值计

图 1 CME 清算系统交易过程

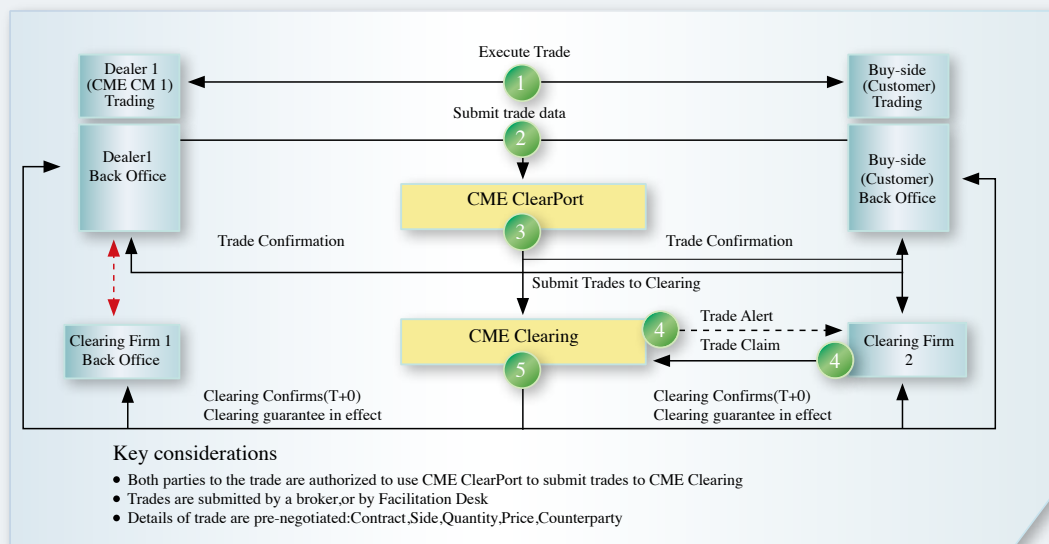


表 1 CME 抵押品类型

公认的抵押品类型	先进的抵押品项目—“生息设备”
◆ 现金	◆ 货币市场共同基金份额
◆ 政府债券	◆ 在指定的托管银行将有价证券转移至一个三方账户
◆ 政府机构证券	◆ 带利息的现金（美元）
◆ 美国股票	
◆ 货币市场基金	
◆ 信用证	
◆ 实物黄金	

价的资金，CME 将使用履约保证金以弥补损失。

CME 还采用了一个动态的、强健的风险管理系统，以监控并减少违约风险。这一系统包括：风险管理理念和文化、早期检测、每日风险监控、金融保证金维护、清算成员风险评估和每日两次按市值计价等。

强大的风险管理机制要有广为传播的风险管理理念和文化，无论是在公司内部还是在整个行业。有些问题的出现主要是由于公司本身防范风险的文化事实上已经不存在了，风险管理文化没有在普通员工和领导层里占据主导地位。

从市场角度看，要培育良好的风险管理文化，首先要帮助客户了解清算对手，让他们能够更明智地选取清算对手，降低风险。另外，在建立风险管理文化时，如果有一名清算成员违约，其他成员都有可能承受损失，所以大家就会主动维护清算体系的完整性。

财务保证金对于风险控制来说是非常重要的，CME 有三种不同的财务保证金结构。之所以设计这样的财务保证金结构，就是要尽可能地把违约风险控制到最低。当遇到违约情况时，能够很清楚地知道这一违约会牵涉到哪些方面，违约责任可以怎么样降到最低，

从而不会发生由于一个违约而导致全盘受损的情况。

抵押品与现金管理

抵押品管理职能对于行业的重要性正在不断上升，市场参与者不断寻找有效的、成本效益好的方式管理抵押品。CME 致力于与市场参与者合作以便提供创新的抵押品管理方案。

CME 对抵押品的管理相对而言是比较灵活的。

与全球其他交易所比较起来，CME 所允许的抵押品种类非常丰富。只要客户提供的抵押品能够带来相应保障，基本上就可以接受其作为抵押品。在遇到一些特殊情况时，便会对抵押品进行估值。

如果将抵押品放在市场中，是否值所约定的价值？CME 还有一系列政策以确保抵押品的丰富性，希望它们不过度地集中在某些类型上。

美国政府机构证券、股票、货币市场基金等都是 CME 能够接受的抵押品类型。

在场外交易方面，客户也希望能够拓宽抵押品种类，CME 目前也在做这方面的部署，希望可以尽可能地丰富抵押品的种类，特别是针对场外交易的抵押品种类。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



风险管理服务 与期货经纪公司的发展

■ 国际资产控股集团公司总裁、福四通集团公司总裁 Paul G. Anderson

国际资产控股集团公司（INTL）主要提供商品、货币和国际证券的交易以及顾问服务。这是一家以客户为中心的企业，提供各种产品用于管理风险和提高企业利润，其客户涉及几乎所有现货商品交易的生产商、交易商和最终客户，以及作为公司产品和服务最终客户的商业交易对手、政府和非政府组织、机构投资者、经纪人、商业银行和主要投资银行。

INTL 是一家在纳斯达克上市的公司，代码就是“INTL”。INTL 的业务包括商品顾问和交易公司——福四通（FCStone）集团，通过全球 30 个办事处服务超过 100 个国家的 10000 名主要商业客户。

INTL FCStone 情况介绍

独特能力。INTL FCStone 比较独特的能力主要体现在清算和执行、实物交易、OTC 和做市、咨询服务

等方面。过去 20 多年，INTL FCStone 的产品和服务都是基于客户需求和风险而提供的。

如何针对客户进行服务？INTL FCStone 有一整套风险咨询、清算、OTC、技能服务体系，能量化客户风险，并在比较不同选择基础上，为客户提供最好建议。INTL FCStone 的经验和能力使得其显示出与竞争对手不同的竞争实力，能够提供非常具体的，无论是利润还是风险方面的建议。

此外，INTL FCStone 非常了解市场，会根据历史数据、风险相关因素、区域发展情况等，为客户提供最合理的计划，并认真执行。不管是实物交易，还是 OTC、场内交易等，有时很简单的一个建议可能却是最好的建议。

INTL FCStone 在北美几乎所有交易所都有直接的市场，最近还成为了伦敦金属交易所的清算成员。而且，刚刚收购了曼氏的金属团队，增加了 50 位这方面的专

业人才，使其在风险防范以及专业知识方面的能力进一步提升。

客户和市场。INTL FCStone 的主要客户及其市场集中在农业、能源、林业、交通、再生能源等方面。在农业方面，拉丁美洲的市场已经纳入其发展计划，巴西、阿根廷发展得非常好，也使得这方面业务极大增长。

INTL 之前做过很多证券方面的业务，合并以后，INTL FCStone 这方面的实力也大大加强。在金属，尤其是稀有金属交易方面，2010 年做了很多交易，这也使得 INTL FCStone 跻身全球 500 强。此外，还提供全球货币的服务，可以在世界上任何一个地方为客户进行远程货币兑换。

使命、目标和愿景。INTL FCStone 的使命是为客户增加安全系数，目标是提供平台、工具、信息和策略以提高客户的盈利能力，愿景是成为世界领先的大宗商品风险管理公司。

风险管理教育。INTL FCStone 在风险管理教育方面做了很多工作，如为客户召开研讨会、开展一对一培训，同时还开展一些收费的培训项目，如集成风险管理计划（IRMP）。从 1997 年就开始的客户教育工作已经充分体现它的价值，非常多的客户参加过 IRMP 培训，公司也从课程中获得了丰厚的培训收入。

期货经纪商风险管理

风险类型。期货经纪商每天都面临着各种各样的风险——信用风险、市场风险、操作风险、法律风险、诉讼风险、清算风险、监管风险和人力资源风险等。

风险管理架构。风险管理工作是通过风险（信用）委员会开展的。委员会负责制定监督限制政策和程序，成员包括高管和各级别管理人员。委员会每月都会召开会议，就其职责进行讨论。

各风险部门负责日常风险管理。风险部门就是用来确保委员会制定的规章制度能够被真正地执行。

再有就是一线员工，每个员工都要遵照政策和程序工作。销售人员负责所有信用和过失风险，控制客户风险是第一道防线。销售人员的风险是非常值得关注的，如果销售人员没有很好的风险意识，很可能会遭遇信用或者经济损失。

教育。谈到风险管理，还有一个很重要的方面就是教育。教育是多维度的，包括对员工的教育——如培训相关政策、程序、监管和风险管理政策；对客户的教育——让客户对系统、平台、政策和预期有足够的了解。

竞争实力。提供增值关系的方法——紧密接触市场和风险咨询；专注于中间市场商业客户，同时为客户提供专业的培训和教育，提升其自我实力。不管是对于普通客户还是对于中间市场商业客户，以客户为中心，为客户需求提供解决方案，都能缩短与客户之间的距离。

除此之外，专业知识、集成商业模式、广泛业务覆盖等都是竞争实力的体现。

清算所显然为期货经纪公司提供了一种第三方保障。这相当于有一个中介为投资做担保，这个模式应该还会持续相当长的一段时间。所有公司的投资都是期望回报的，要在这个大背景中求胜，必须想办法保障和巩固投资回报。

从监管角度看，要了解监管机构的期望是什么，想法是什么。而监管机构也应该更好地了解市场，而不是专制地发出一些指令。

现在市场的波动性非常大，但是这些波动也带来了许多机遇。特别是在商品交易中，如果能够提升自身服务水平，期货经纪公司确实有很多机遇。对于期货经纪公司来说，未来是非常光明的。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

专业化服务：

期货公司发展战略与业务创新



编者按

面对全球经济一体化发展不断推进，经济体间相互影响不断增强，期货市场的功能发挥对规避实体经济复苏所带来的不确定性起到了重要作用。如何进一步推动全球期货行业发展，促进技术手段与业务创新成为广受关注的话题。

“期货公司高层论坛”邀请了包括交易所和对冲基金等在内的国际著名期货机构高管人员，结合当前行业发展、业务创新，畅谈各自观点并提出意见、建议。同时，就目前国际、国内发生的典型事件和期货市场发展趋势相互交换了看法。



主持人

胡俞越 北京工商大学证券期货研究所所长

嘉宾

Nick Ronalds 美国期货业协会（FIA）亚洲总裁
Kevin Chuah 英仕曼集团期货管理基金（AHL）高级投资经理
卢立正 台湾元大期货总经理
David Friedland 盈透集团亚洲总裁
Dean Owen 新际集团中国首席代表

胡俞越：这个环节讨论的主题是期货公司的发展战略和业务创新。国内期货市场长期以来只能做经纪业务，从今年开始将要开展投资咨询业务，2011 后很可能还要推出境外代理等业务。

我们就这几个问题进行讨论：一是期货公司的业务模式；二是期货公司的咨询业务；三是下一步中国期货公司将要走向国际市场，如何更好地迈向国际化？如何走出去？走出去我们可能会遇到什么样的挑战和机遇？

海内外业务模式“交锋”

Nick Ronald：大家下午好！我是 CME 首个亚洲代表，非常高兴能参加此次活动，中国期货市场通过 20 多年的发展，已经成为全世界最大、也是最活跃的期货



市场之一。对于如何打造世界一流的期货中介机构，我简单谈谈自身看法。

通过购买其他公司业务是进入一个市场最快的方式，如果期货中介机构通过并购扩展业务，必须考虑两个问题：一是如果由零做起，创建公司的成本会是多少；二是现有正待出售的业务的价值。同时，收购公司必须考虑合约问题，尽可能减少业务和客户流失的可能性。

对于一家期货经纪公司来说，如果讨好所有的客户，可能就不是一个好的经纪公司。如果想在经纪方面做得好，首先要决定关注哪一类客户，是大的商业客户还是专业的贸易公司，或者是零售企业。目标客户可能会影响你能够提供的关键性服务。所以，选择什么样的客户，就要提供相应的服务。

如果目标客户是大型商业客户，则须



期货公司高层论坛

Panel Discussion

提供很多高质量的市场调研。如果这个客户在期货市场上没有经验，你就必须是这方面的专家，能够帮助客户建立一个对冲头寸，建头寸后还要考虑怎样管理头寸，以及有没有其他方法。

如果说主要客户群是专业的贸易公司，这些贸易公司在市场上通过贸易来获取利益，那么，例如执行贸易计划、贸易合约，管理和监督风险方面的技术能力就非常重要。

如果零售客户为目标客户，那么要着重考虑违约风险。

经纪公司需要提供优良的交易系统，并且能够满足客户的特别需要。如果他们做对冲，那经纪公司的经纪商必须对现货市场有很清楚的了解和足够认识，才能给客户提供对冲仓位的服务。

有些客户喜欢做技术分析，他们喜欢看图表、数据等等，这就要求员工中必须有人具备或者有其他途径能确保为客户提供高质量的技术分析。

很多机构客户喜欢教育和培训方面的服务，他们需要了解如何交易一个产品，他们要知道如何进行保值，如何进行对冲，他们必须要知道风险。尽管客户可能是一个有很多经验的大企业，但他们总是会请新人，这些新人需要了解市场的运作方式。因此，我现在也在做教育和咨询的工作，来提供更多的教育培训工作，提供给不同的期货参与者。

期货行业是一个很复杂的行业，所以期货的经纪业务必须非常灵活，在提供服

务时要灵活应变，要能关注并提供客户所需要的服务，同时根据自己想要关注的客户群，提供客户所需要的精准服务。

所以，现在能在期货市场、期货行业上形成国际关系和联络网络是非常重要的，必须要知道能够信任的人，这些人可能其他国家。期货行业是一个全球化非常高的行业，我们用期货管理全球的风险，很多市场参与者都会利用到期货产品。



Kevin Chuah : 我们是伦敦的一家对冲基金公司，所管理的对冲基金规模约为 240 亿美元。我们面对的第一以及最重要的问题是对手盘风险，每一只对冲基金都要谨慎对待对手盘的风险，要检查交易公司的资产负债表，详细了解对方的财务状况，这是对冲基金公司最重要的一件事情。

除了对手方财务状况之外，在选择对手盘时也会参照对手的风险管理。如果这家企业将要和我们展开合作，并且从合作里面互相获取附加值，这就是高质量的业务模式。通过这个方式，我们资产合作的形式就可以真正发生。

所以在选客户时要彼此了解，既要了解自己的需求，也要了解对方的需求，看看双方的需求是否有合作空间。我今天简单跟大家提一下曼氏破产的问题，对手破产这种问题是没有办法百分之百回避的，但要看到预警机制的重要性。比如说可以有一个机制用来征集预警信号，例如通过股市的价格或者通过别的形式，总之在选

择了一个客户之后要持续关注这个客户，保证他优良的质量。

卢立正：我有三个主题需要讨论：一是业务模式；二是咨询服务；三是中国期货业走出去的方式。

我们先谈谈整个业务模式，要探讨这个问题前很重要的一点是要做什么，到底一家公司是什么都要做还是专做一种或几种业务，要先定位。弄清到底是要做一个非常专业、非常专精的期货商，还是什么都要做。

另外在整个架构方面，在内地有一个大家都挺有兴趣的业务——咨询服务。咨询服务在过去因为业务范围没有被核准的关系，不能够收取费用。现在核准了，可以收取费用，但是既有的客户习惯了不付费的服务方式，所以改变客户的固有理念非常重要。

我讲一个数据，在台湾元大期货的咨询服务是收钱的，且收入占整个台湾全部期货咨询服务公司所有收入的53%，为什么我们可以做到这个程度？

第一个层面就像各位目前接触到的，这些期货公司提供研究报告或者是有关市场的一些讯息，给客户之后你要收钱，别家也提供相同的服务，我觉得这方面肯定是比较困难的。那就要跳出这个思维到第二个层面。

第二个层面像元大期货在做的，我们提供很多的培训课程。当然初始时，初级班做培训课程的时候不收费，为什么？



因为要吸引客户，让他先了解你到底有什么能耐。上了初级班以后就要进阶了，进阶到中级班、高级班时我们肯定要收费了，消费最高的课程大概两个月时间，一个礼拜大概2-3次课程，我们收的费用为人民币12000元左右。

第三个阶段，我们又跳出前两个思维，大家应该听到过新的市场趋势，就是所谓的高频交易，还有与此类似的演算法交易。这些东西是比较年轻、比较新的东西，客户在接触时，可能这方面的专业知识不够、经验不足，我们必须针对客户的需要教他们怎么把心里想的、头脑里面可以赚钱的东西写成程序，把它放在程序里面，然后这些程序就可以制造出买卖信号。之后的第二个阶段肯定要通过期货公司来下单，这样不但你可以收到钱，还可以一鱼两吃。他自己去钓鱼，钓好的鱼分给你吃，这个方式是比较好的，我建议用这样的方式把咨询服务业务做好。

最后谈谈内地期货中介如何走出去的问题。首先，产品本身一定要好，优质的产品客户才会购买；其次是训练，要训练销售人员、业务人员、营业人员采用适当的方式说服客户购买产品并提供后续服务。金融业与其他行业不同，你卖给人家产品还要配套后续服务，比如我推荐客户怎样进场买一个产品，买了之后要告诉客户怎么出场，如果不告诉他怎么出场就会来一个死一个，客户群永远不会大，而且所有人都认为期货是赔钱的，关键要教客户如何赚钱；最后一个比较重要的是通路，

期货公司高层论坛

Panel Discussion

前面两个东西做好了，没有通路就没有地方卖。一定要有通路才能把产品卖出去。

David Friedland : 10 年前，一个亚洲的零售行业不太可能去策划它在欧洲的产品，但现在比较可能，因为意大利的债务会影响到很多国家，所以，现在管理风险的问题显得非常重要，对于零售业的专业公司来说，需要的不仅仅是对零售业掌握的技术，对各方面都要掌握很多的经验。

比如，要考虑到公司产品组合的情况。我们的客户不太管墨西哥或香港发生什么情况，但我们给他们所准备的情况、信息会让他们进一步掌握与此有关的内容，他们有计算机就可以了。

现在经纪公司的压力越来越大，因为他们要为客户提供全球化、个性化的产品。你要想参与全球化的过程，不管是建公司还是买公司，成本都非常大，且不光要考虑资金成本、技术成本，监管成本也很高，监管的成本是不能够被忽视的。

我们在管理或做中介时非常重要是客户资金管理，我们调研时不要不好意思问客户要资料，而是要不断地学习，不要认为你在业界混熟了就觉得什么都知道了，哪一天说不定搞得你措手不及。

我们在考虑到清算中介经纪的时候，必须要清楚知道客户面临的风险是什么，尤其是他是不是有多种资产，这方面希望大家都能够谨慎考虑，我们会有很多的系统实时保证交易的流动性，但并不是说所



有的客户都喜欢这些方式。我们有些大客户，在面临风险时可能有公司独特的需要，且每个公司也要不断升级自己公司的软件及系统和项目，因为现在的风险在不断变化，必须随时更新。

Dean Owen : 我是新际集团中国首席代表。我们有一个纯粹的经纪业务，纯粹靠经纪业务盈利。现在我们除了做经纪以外还会做一些咨询工作，中国有些企业也已经可以开始做咨询工作了，这是整个行业领先的地方。

我们认为所服务的都是优质客户，大部分情况下都觉得客户能够做出明智的决定。大部分时候我们会觉得客户比我们聪明，但我们的确会从旁进行辅助，我们也会提供一些培训。我们在培训方面是收费的，但这不是我们收入的主要来源。

一些国内中介公司有的已经具备全球视野，他们也在与全球的一些中介公司展开合作。如果你要白手起家，我认为最好先考虑在另外一个国家选择合作伙伴共同开展业务，在中国，有很多投资者在选择经纪公司时老是从价格来考虑，但是要注意，便宜不一定有好货。

这些交易的成本是很高的，比如包括交易所费用，这是不能讲价的，还有经纪费用，还有一不小心出错带来的成本。出错成本往往损失不小，甚至可能一下子就把整个经纪费用全吞掉了。

选择中介公司、经纪公司时，必须考虑这个公司是否有很好的全球连接网络，

且有自己解决问题的能力，能够很快处理你的单子。在考虑全球经纪公司时，你的客户可能在 20-30 个交易所进行交易，如果一个单子丢了，你必须马上找回单子，这个能力是非常关键的。

国外把风险分为执行和清算两种，有些执行风险在中国是不存在的。在中国，很多时候是客户自己执行他们的单子，如果出现了系统问题，由客户自己承担风险和成本。如果帮助客户在 LME、LMC 或其他市场执行海外的单子，你的经纪商必须要有 24 小时的实时工作系统。因为现在有越来越多类型的新单子，你必须培训你的员工，看一下能不能管理执行风险，而且要提高自律，减少交易风险。因为一旦出错的话，代价就可能极其惨痛。

多层面创新的具体建议

胡俞越：刚才前面五位嘉宾共同分享了他们在各自领域的管理经验，给了我们很有益的启示。其实归纳起来可以是两个字：创新。

创新包括业务创新，上面的内容对我们国内期货公司的业务创新、产品创新和组织创新都提供了非常好的借鉴。业务创新方面我们推出了咨询业务，可能下一步还要推出境外代理业务。

各位嘉宾能不能就刚才所说的几点创新，包括业务创新、产品创新和组织创新，就某一点提出更具体的意见和建议。



David Friedland：我们是一家交易商，有场内交易、场外交易，当业务越来越多样时，我们就意识到风险的管理越来越重要了，特别是要从制度上规范风险管理。如果风险管理做得不够好，很可能会遭受一些损失。

这种情况其实是个竞争局面，如果没有举措，而竞争对手比你先一步，你就被动了；如果竞争对手涉足了一个你没有涉足的领域，这对于你来说也是被动。所以，我们在前台做了高频率设备，来捕捉订单需求。大概在 1 毫秒的瞬间完成下单，这就是我们所说的教育和培训，不断地在软件和各方面提升和创新。



Kevin Chuah：我们也在做类似的创新，主要是通过研发实现的。我们做大量的研发，比如说关于交易模式我们做了很多研发，才最终确定每个产品的交易模式是什么。我们要了解前台、终端和后端之间的需求，才不会使设计出来的模式在某一阶段行不通。



Dean Owen：我补充一下，我们公司是以客户需求为导向的，客户有很多需求，可能我们的客户是全世界最难缠的客户，他们对技术的要求非常高。我们对客户高要求的技术都很认真对待，像在思科 300 多种路由器里面，哪一种最适用哪一种类型的业务，这些东西真的非常棘手。我们要选择最有效的服务器、最有效的路由器。

因为我们的客户要求很高，我们尊重

期货公司高层论坛

Panel Discussion

他们的要求，对自身技术的要求也很高，在选择路由器时基本上是越快越好，像连接欧洲和中国，我们一般要选择电信商。

Nick Ronald：我也想简单说一下，我们这个行业创新有什么特征？拿 CME 作例子，CME 在 1899 年成立，已有 112 年历史。这个交易板里面 95% 的交易量都是 1992 年之后引入的产品所带来的，也就是这二十年间带来的，这就是创新前沿的体现。

Dean Owen：目前期货公司国际化趋势已非常明显了，很多外资期货公司都在香港开始设立自己的分公司，例如永安期货有专门的境外业务拓展，也有针对中国设立的专门业务和产品。我想，我们应该谨慎进行，对于海外企业进入到中国应该需要谨慎、循序渐进地进行。

我们一般会先做一些实验性的项目，如果项目成功，我们才会全面推进我们在华的业务。现在我们看到中国批准了三家合资期货公司，所以前景应该是非常乐观的。但我们采取部署的时候却需要谨慎，走一步看一步，观察市场的变化。

中国的市场对外开放或者形成一个全球化市场将带来什么机遇？平台更大了。

通过全球化，我们的平台可能是两倍，甚至翻两番都有可能。所以在这里面不管客户有多复杂，他都可以通过全球化的部署来实现一毫秒就可以完成的跨境交易。所以，这对于我们来说是游戏平台变大了，

而且还可以不断拓展平台的范围。

除此之外，中国的期货公司这十几年实现了非常平稳的发展，没有发生像曼氏破产这样严重的案例或者重大动荡，基本上实现了稳定的向前发展，我觉得做得非常不错。所以我想接下来中国的市场和国际接轨以后，对大家应该都是好的，因为我们的市场确实变大了，可以更好地分享专业知识。例如当海外期货商进入中国市场时，本土公司可以帮助他们实现本地化。

曼氏全球破产的启示

胡俞越：下面请就曼氏全球的破产给期货行业、衍生品行业带来的警示谈谈各自观点。

卢立正：一个提示是，合作之前，要稍微思考一下你的上手方进行合作的期货商的财务状况如何，留心后不难发现，曼氏全球过去几年的盈利状况都是亏损。

当然，我们现在谈论这个问题是事后诸葛，已为时过晚。可回头去看，可以发现这一点值得我们以后更加小心。无论谁作为上手方或者下家，都需要知道与之进行交易的手方的财务状况，因为一旦发生风险，将在很多层面造成非常大的影响。

David Friedland：我们公司排名大概全球第 17 位，和很多公司不太一样，我们每天都有抵押品，因为期货市场是没有保险的，我们会提供尽量多的保障，但



的确还存在资金损失的问题。有时候这方面的情况报告不足，资金和信用都出现过一些问题。

曼氏的情况我不想做太多的猜测，说他们的资金情况是怎么样的，他们有没有挪用客户资金等等。当你看一个公司时，必须把资金和信用以及很多担保的东西分开，同时做谨慎的财务安排，谨慎地利用客户的资产。

Dean Owen：曼氏全球申请破产后，虽然少了一个期货经纪公司，但对于其他公司是一件好事，因为其他公司未来发展的时候可以汲取诸多教训。我们必须在行业里重新树立信心，这需要我们共同努力。

期货市场有很多投资者，我们必须让他们放心，让他们觉得把钱放在我

们这里是安全的。同时，你自己必须要清楚谁可能会触及这些资金，这些钱到底有多安全。

当然，在树立信心方面我们还有很多工作要做，曼氏破产对期货行业产生了非常大的负面影响，这的确是我们行业的污点，这个污点去掉了我觉得还是非常庆幸的，我们只能说是尽力在行业里重建信心，要做到这一点要不断提高透明度。



胡俞越：谢谢台上的各位嘉宾，由于时间关系我们讨论就到此为止。我们邀请到的这五位嘉宾他们都从不同的角度，从他们所服务机构的特点分享了他们的管理经验，我归纳起来就是四个字：创新、开放。

尽管我们在前进道路上危机四伏、困难重重，但是挡不住中国期货行业创新的步伐，也挡不住中国期货行业开放的步伐。■



本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

产品·技术·运作： 资产管理与衍生品业务研讨会



编者按

2011年12月4日上午，由中证期货承办的“产品·技术·运作——资产管理与衍生品业务研讨会”成功举行，国内外量化专家、资产管理专业人士就股指期货应用策略、期货产品设计、对冲基金发展趋势、量化投资等话题发表了主题演讲，并通过圆桌讨论的形式进行了深入交流和探讨。

抓住机遇苦练内功 培育专业的机构投资者

■ 中证期货执行副董事长 袁小文

中国期货市场经过 20 年的发展，已经成为国际期货市场上的一颗新星。无数只深蓝色的眼睛在注视着东方的期货明珠，他们对东方期货市场的快速发展感到惊讶，对中国期货市场的发展亦感到压力，但同时，他们又渴望参与中国期货市场，分享中国的成果。

专业化的市场需要专业的投资者

期货市场与证券市场等其他资本市场有一个最大的区别，就是它是一个小众市场，也是一个专业化程度非常高的市场。有一个通俗的比喻，期货市场好比是一把盐，不能当成饭来吃，但无论是西餐还是中餐的菜中，没有盐的菜都是没有味道的，期货期权作为所有投资组合的一个重要组成部分，不可或缺。

2010 年股指期货的上市将一批券商、公募基金、私募基金等机构投资者带入期货市场，改变了期货市场多年的投资者结构。目前，中国期货市场的特殊法人户已经达到 205 户，证券自营 45 户，证券集合 12 户，证券定向 99 户，基金专户 49 户，公募基金 25 只，资金规模近 140 亿。

虽然这些数字对一个市场来说的确还太小，但随着国债期货、中证 500 指数期货以及期权等产品陆续上市，中国期货市场的投资者结构必将发生质的变化，机构投资者为管理投资风险必将成为中国期货市场的主力军和永久居民。

技术浪潮将再次改变我们

未来的 20 年，技术进步对人类的影响是不可推测和度量的，技术创新正在推动金融市场的创新，期货市场也身在其中。今天，我们看到国际投行在大撒金钱进行技术升级和利用自动化的开发工具组建新式软件、程序，不断演变数学公式，和运用比人脑快千倍的速度来模



拟交易者对市场的想法和看法。他们用计算机寻找交易者过去不可能考虑的市场间价格相关性，用一套复杂的交易组合发明人脑无法察觉的策略。这些高技术含量的交易工具和策略，为国际大行带来了巨额的财富。

今天，中国期货市场已经出现一批精英，他们顺应程序化设计的新浪潮，正在探索适合中国期货市场的交易模式和盈利模式，并取得了一些经验，也尝到了甜头。但我们仍要清醒地看到，在利用衍生品工具进行资产管理，进行多元化投资，进行量化分析、风险管理方面，我们还有很长的路要走。但是我坚信，这场论坛将是我们美好期望的开始。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

积极探索股指期货交易策略和产品设计模式

■ 富国基金基金经理 王保合



2010年4月20日，中国证监会发布《关于证券投资基金参与股指期货的指引》，对公募基金参与股指期货的比例以及投资目的都做了明确的规定，规定公募基金参与资产管理以套期保值为主要目的，要求多头股指期货不能超过10%，空头不能超过20%。

引起公募基金最大关注的是，允许专户类产品投资股指期货，但

对投资的目的和投资比例都没有做出明确限制。这项政策，对基金公司研究股指期货以及参与股指期货的专户类产品的开发，提供了很大的动力。

运用套期保值 管理市场风险

套期保值是股指期货一种主要的投资应用模式，其目的是让组合风险最小化。我们可以用股指期货的杠杆，使组合的 β 做一个快速的调整，当市场快速调整时，用股指期货的高流动性迅速建仓，提高组合的 β 。

我们还可以利用期货做空，实现这样的方式当然需要有比较好的择时能力。还有 α 转移策略，对冲市场的 β ，体现基金公司和基金行业在选股方面的能力。

我们可以看到，股指期货二级市场的名义市值远远超过股票市场的名义市值，你可以利用股指期货的高流动性实现建仓，如果需要减仓的也可以迅速减仓，这就是“期货先行、现货后行”的投资策略。

如果从更加本质的角度来说，我们可以说股指期货的套期保值实现了 α 和 β 的分离。为什么这样说？在以前没有股指期货时，基金经理面临一个很大的矛盾，就是构建一个组合后，虽然组合跑赢了市场，但由于构建组合需要持仓，所以面临市场的一定 β ，无法实现 α 和 β 的分离。虽然实现了5%的超额收益，但如果市场跌了10%，他仍然为负收益，没有办法体现出基金经理在单向领域的能力。

股指期货出来以后就可以实现这样的方式，也就是说，对于选股能力强的基金经理可以构建一个组合，利用股指期货把 β 对冲掉，体现出他的选股能力。

还有择时能力。能力强的基金经理可以用股指期货暴露风险头寸，实现他的择时能力。

在选股能力和择时能力分离之后，应该说基金公司更有了发挥专业投资能力专长的地方。未来股指期货的运用主要在专户产品方面，因为专户产品可以做到完全对冲。

实践套利交易 实现稳定收益

套利交易主要分为期现套利和价差套利。期现套利是机构投资者当期现价差可以覆盖套利成本时，通过买入现货、卖出期货实现套利。因为目前中国的融资融券成本比较高，所以买入期货、卖空现货的套利方式还无法实现。

股指期货推出一年半以来，我们可以看到期现套利已经基本消失。在香港股指期货推出以后，期现套利存在了 2-3 年的时间，但中国只出现了半年，为什么？

中国金融期货交易所成立以后，各机构投资者都纷纷开发自己的套利系统。股指期货推出以后，各家公司在实践中实现自己的套利，经过半年时间中国的期现套利就不存在了，现在的基差维持在 6-8 个点的水平，无法克服冲击成本和交易成本。

价差交易分为跨期价差交易、市场间价差交易和跨品种价差交易。两个不同交割月份的期货合约之间的价差有统一历史规律，如果偏离达到或超过历史平均水平时，我们就可以做这方面的价差交易。

市场间价差交易，指的是不同交易所同一商品、同一交割月，就像是沪铜和伦铜，利用上海交易所和伦敦交易所的同一品种做这方面的价差交易。还有跨品种之间的交易，同一交易所不同品种，比如说农产品之间，大豆和玉米之间做这方面的交易。

如果我们对期现套利和价差套利做划分，我们认为期现套利是风险更小的套利机会，所以它的存在时间非常短。价差交易是有风险的交易，我们的投资人都知道，什么可以带来收益？只有你承受风险的时候才能获得收益，所以目前价差交易在市场上还是有机会的，大家可以从这方面寻找一些机会。

谨慎投机交易 开发新型模式

基金公司基于宏观研究和分析，对 CPI、GDP、M2 做预测，进行基本面的判断股市的走势，进行投机交易。其特点是频率较低，需要很强的择时能力，这在国外的 CTA 经常使用。基于技术指标的程序化交易，交易频率相对较高，包括日内交易等。

还有高频交易。根据国外的统计，高频交易达到 100%-200% 的水平，下浮比例是达到 20% 以上的水平，这是我们跟国外的 CTA 了解的一些情况。目前，关于基金公司基于技术标准的程序化交易无法实现，为什么？

这是因为我们现在使用的系统是恒生交易系统，基金公司做了非常严格的风控，每下一笔单都有一个事前风控，交易的时候还有交易风控，两道风控以后，交易时间已达 40 秒，这样的交易系统没有办法做技术方面的高频交易，所以我们也在试图开发这样的系统，我们公司目前有了初步的设想。

借鉴海外经验 积极加快发展

美国共同基金在股指期货方面的运用可以总结为以下几点：一是历史悠久，从 1982 年美国推出第一只股指期货之后，美国的共同基金就使用这一衍生品交易；二是应用广；三是品种多，他们投资涉及的品种不仅包括股指期货，还包括一些利率衍生品。

下面看一看具体数字。美国 1996 年的一个调查报告显示，在统计的收入型、成长型、小盘股以及积极成长型等 675 只基金中，140 只使用衍生产品，比例占到 20%。从投资目的来看，在 140 只基金中套保占了 64 家，比例达到 45.7%；投机达到 12 只，达 8.6%；套保及投机 2 个都在做，有 6.4% 的比例。他们使用的衍生工具包括期货、期权、利率衍生产品。

晨星 2006 年考察了美国市场中 3 年基金业绩排名前十的公司，其中大盘基金参与达到 53%，中盘基金参

与达到 60%，小盘基金参与达到 23%，可以说，表现比较好的基金参与股指期货的力度，或者说参与衍生产品交易的力度更大一些，衍生产品更大程度上给他们带来了正向的交易贡献。

在香港市场上参与股指期货的投资者主要以机构为主，并且呈现了逐年增加趋势，自营交易、外国机构投资者和本地交易投资者等三类投资者加起来的交易量达到了接近市场交易量 90% 的水平。

机构投资者主要集中在以套期保值为目的的交易上。我们可以看到，套利占比比较高的，相应机构投资者在交易份额中也会比较多。

从整个香港的情况来看，机构投资者在参与市场过程中，主要采取的是套期保值的策略。从交易量变动情况可以明显看到，虽然套期保值占不到绝对比例，仍然是投机交易量更大，但是逐年套期保值所占的比例已经开始呈增长趋势，随着以后的机构投资者不断增加，这个比例也会不断扩张。特别是现在的内地，很多专户投资在慢慢涌入过程中，这个趋势的上涨将非常明显。

加强策略研究 探索交易模式

股指期货在基金管理中两个功能，一是控制组合 Beta 值，可以调整我们的风险暴露水平，这需要你有择时能力。如果你有择时能力可以用这种方式获取非常好的投资收益。在这方面也有一些先例，像现在 CTA 做的有一部分就是做长期的趋势判断，然后获取收益。

二是改变投资规模，以股指期货改变投资规模是充分利用股指期货具有杠杆多空头的易操作性和低廉的交易费用，如果基金看多后市就可以使用这样的方式，另外它有很好的流动性。

具体方式总结如下：

一是解决择时和选股的冲突。股指期货的出现实现

了择时和选股的分离，让投资者各显其能。

二是改变资产配置。主要是利用股指期货的高流动性，基金想出售股票，可以卖空股指期货，来避免抛出股票对市场的冲击，也就是期货先行。

三是应对现金流出。沪深 300 股指期货大多数都是机构投资者，如果面临很大的赎回，或者预期到很大的赎回，就可以先用期货，因为指数基金是减小跟踪误差为主要目的的。在海外养老基金他们也经常使用股指期货作为现金管理，因为养老基金、分红基金经常面临现金流向外分红，我们的养老金可以一部分配置股指期货，一部分配置债券产品，债券产品为投资者提供分红工具，股指期货是利用杠杆方式，让投资者分享股票增长。

四是保本基金。主要采用第三方担保，使用股指期货 + 固定收益的方式，股指期货保证基本收益，实现保本，然后通过期权复制策略获取潜在的超额收益，而机构投资者用股票复制期权，这个成本非常高。

五是 alpha 基金。alpha 基金利用股指期货空头将基金的系统性风险完全消除，体现基金的选股能力。

前面是国外共同基金使用股指期货的经验，我们在国内有哪些策略？大概可以分成公募基金和基金专户两种方式。一是利用股指期货进行现金管理，节省成本，减少市场冲击，提高基金业绩；二是用股指期货设计保本产品，比过去的保本产品更加灵活，成本更加低，投资者的保障更高。

另外是专户产品策略：一是 alpha 投资策略，设计能够提供绝对收益的市场中性量化投资专户，市场上有些公募基金公司已经在做了，我想这个领域是未来基金公司发展重新拉开差距的领域；二是进行期现套利和跨期套利，目前期现套利和跨期套利成本不高，但现在高频交易无法进行，需要重新开发系统。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

对冲基金发展新趋势

■ 嘉泰新兴资本管理有限公司首席执行官 张一清

关于对冲基金发展的趋势，我主要从三个方面来谈。一是另类投资的发展；二是对冲基金的发展；三是介绍一下具体措施，CTA 的投资策略。

中国另类投资的新发展

另类投资在国内有很大的发展，目前最大的发展领域在私募股权方面。私募股权比较适应现在经济发展的节奏，其实，私募股权已不叫私募股权，现在我们异化叫 PE，或者产业投资基金、股权投资基金。

另类代表着一种新类型，代表着一种创造，交易对象和管理资产类别越来越广泛。股指期货、融资融券的推出，使得中国对冲基金发展到了一个新起点。衍生工具的推出使得绝对回报产生的可能性越来越强，而且，我相信追求绝对回报也会成为投资界的新亮点。

私募股权和对冲基金两种方式，我认为对冲基金更适合一般的



投资者。如果投资 PE，PE 是 8-10 年的周期，过去的好时光不太可能实现了，2-3 年做一个 IPO 就退出，这种好事不太可能存在了。

我已经给投资者提出忠告，要注意中国的 PE，因为融资融券的推出、各种退市制度的推出，会让上市本身不再成为一种资源。

此种情况下，现在的 PE 投资已经进入一个大泡沫阶段。如果你现在以 10 倍甚至十几倍的 PE 价格进去，5 年、10 年以后以同样的 PE 出来已经很不错了，这是我个人的观点。

在我看来，中国的另类投资未来发展的新趋势是全球性投资，利用世界经济与中国经济周期的差异，寻求资产配置多样化。在特定的领域要寻求战略性投资机会，如商品期货，并且丰富和完善面向个人和机构投资者的产品线。

中国另类投资的发展需要更加的规范，从实践来看，无论从投资人、中介机构，包括律师等等，总体来讲缺乏规范性。

主题演讲

Keynote Speech

下一步如果要推动产业的发展，我们要注重整个风控的管理，还有 IT 基础设施建设，我不知道现在多少阳光私募的 IT 有热备、冷备，有多少有备份，多少个私募基金都是用自己的 PC，如果机器坏了怎么办？整个后台建设需要规范，服务提供商在这方面都需要提高。

对冲基金发展的重要特征

对冲基金是什么？和其他基金有什么区别？

我认为主要有三点：第一，投资者不一样。因为对冲基金投资者应该是定向的，所谓合格投资者。在美国，如果作为个人的你，有 100 万资产、年收入 20 万以上，就可以作为合格投资者。投资时需要签证书，表明你是合格投资者。因为投资者的不一样，造成监管方式会不一样。一般的监管方式对中小投资者要进行保护，但对对冲基金的投资者是合格的、高净值投资者，所以他所需要的保护较少。

第二，对冲基金使用的工具不同。对冲基金可以使用最原始的工具，也可以使用最新创意的工具、衍生工具，但不一定非要使用衍生工具。一般可以做空，可以使用杠杆，由此，管理费一般比共同基金要高。美国的共同基金管理费从 20 点到 1%，最多到 1.5%，对冲基金则从 1% 至 2%，高的有 3.5%，甚至 5%，那是最高的。还有所谓的业绩分成。从这点来讲，目前国内所谓的阳光私募从费率上很像对冲基金。

第三，对冲基金有多种策略。从风格上来讲，可以做全球宏观，也可以做带方向性的判断，如做多、做空，事件驱动策略也有很多，还有一个是做相对价值，我认为相对价值是属于低风险的策略，其实做法就是发现一个相对做多、做空，找到一个切入点，你正好能够赚取利差。当然还有期货、CTA。

从投资市场来讲，可以做股票、固定收益、大宗商品、外汇等等；从市场的暴露度来看，有单向方向，无论做

多也好，做空也好，还有一种是所谓的市场中性。市场中性是和市场相对价格相对应的，市场中性可以通过做空股指期货。

再补充一点，即使做市场中性的时候用股指期货来做，还需要做很多的风控。因为股指期货有其风险特征，在做多时，股票组合里面必须把风险做多部分的组合风险特征和股指期货的风险特征相匹配，否则很难对冲。所谓对冲 β ，需要对冲很多的风险特征。做对冲基金一般都做市场中性，把风险对冲完了就是市场中性了。

对冲基金发展的新趋势

对冲基金行业这几年发生了很多事情，尤其是 2008 年金融危机以后，这些事件对整个市场带来很大的冲击。冲击以后，整个行业正在发生变化，以前只要说我是对冲基金就有人给你钱，你现在说你是，已经没有人给你钱。现在对资本运行提出了更高的要求。杠杆使用率也在降低，我们知道，长期资本投资公司倒台也好，雷曼倒台也好，都是杠杆率太高了。

接下来谈谈对冲基金行业的重大教训。

一个是麦道夫，麦道夫的教训就是名人也不可信。如果要找管理人，管理人的要求非常高，透明度也非常重要，雷曼破产以后给这个行业带来很大的冲击，国内的华安基金公司也被莫名其妙卷进去。长期资本投资公司是做数学模型出身的，现在他们有一个人是我们的同事，他们做了很多公式，但交易时有人拍脑袋，但是拍错了。

CTA 投资策略的发展

CTA 是历史最悠久的对冲基金使用的策略和工具。CTA 的好处是业绩记录很长，大家一直都在用，而且有人做得很好。业绩好在哪里呢？与其他策略几乎没有相关性，具有很好的流动性。

首先讲一下资产规模。可以看到资产规模在 2001 年、

2002 年以后得到很大的发展，为什么？其实可以想到这么几点，一是全球化，二是信息化。互联网的发展是从 2000 年开始的，当时铺了很多光纤，其实那时候才真正地全球信息化，它与信息化紧密相关；还有一点是流动性泛滥，2000 年以后所谓的互联网开始之后流动性泛滥，格林斯潘大发钱，使得这个行业大规模花钱。

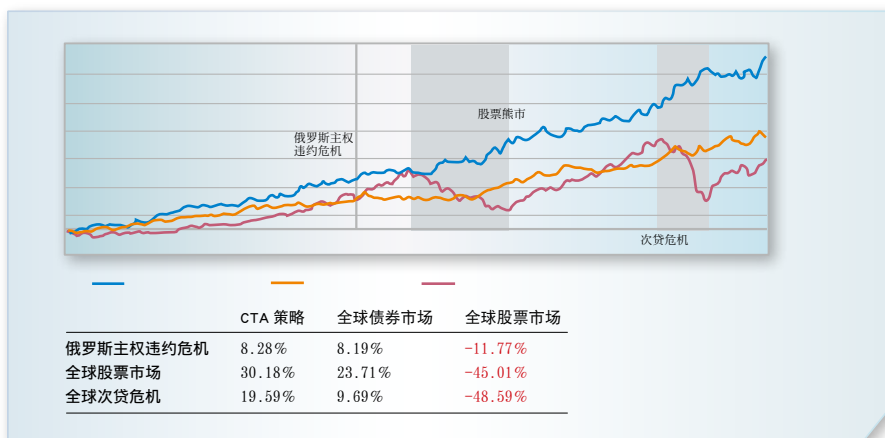
从下图可以看看 CTA 业绩，尤其是看灰色的两个档是股灾。股票大跌的时候，一是 1998 年，这是很窄的，股市跌了 11%，二是熊市，就是互联网泡沫破灭的时候，股市跌了 45%，三是 2008 年次贷危机发生的时候，每一次全球股票跌了很多以后，CTA 策略都挣了钱，这是对您的保护，您的投资需要一个资产配置，这个配置是什么？你什么时候需要钱？钱多的时候不需要钱，是你没有钱的时候才需要钱，这个策略给你提供了一个非常好的资产配置的保障。

CTA 的实现过程有几种，一是方向型的，单个方向

你看好什么东西？过去多少年你看好铜，以后几年你不看好铜，这都是策略。但每个单次的方向判断错误都给你带来影响，可以找一个系统型的，找相对价值。像我们的做法，通过量化的做法，利用系统模型寻找全球机会，全球可交易的 CTA 有一百多种，把一百多种乘以一百多种做一个列表，你看相关方式是什么，找到你能相信的策略，相信的组合，可以找到有足够多的回报可以去做。像我们的做法是通过整个程序化、量化的，24 小时可以监控全球所有 CTA 的市场，寻找一些机会。

因为总体的 CTA 策略有一个很好的广度，可用的产品工具非常多，而且是全球性的，具有非常好的流动性和透明度，作为资产配置非常适合。因为股票市场和世界经济波动有关，在波动情况下能够获得一个独立的回报来源，它的要求非常高，这个行业的进入门槛很高，要把全球的数据收集起来，全球的数据都能够处理，处理能力要非常强。■

图 1 CTA 策略与全球股市 / 债市的投资回报率比较（1990 年 1 月 -2010 年 12 月）



本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

专业的投资需要专业的投资者

■ 美国期货法专家、Winton Capital法律顾问 Patricia Gillman



美国管理期货基金的发展验证了期货市场的价值，专业的市场应该由专业的管理人来管理。

管理期货也是我们平常所说的CTA，管理期货市场早期成长很慢，在80年代中期，全球管理期货才10亿美元规模；到2004年，达到1000亿美元，增长了100倍；再到2011年中期，则达到了2910亿美元。

需求促进专业投资者产生

管理期货市场的发展也是期货行业本身成熟的过程。我们首先看一看1975年。1975

年美国期货交易委员会（CFTC）成立，那时候期货行业基本默默无闻，交易量非常低，而且主要是交易农产品。

当时期货市场的景象是，中间商和交易员都在拼命地挥挥手臂，大家都觉得不能理解，觉得这个市场可能属于波动性很高、很难有投资价值的市场。当时，大家对股票市场的理解比较多，但觉得期货市场波动性很大、风险太高。由于不是专业的投资人帮助管理投资，当时市场中90%的投资交易者都亏钱，并关闭了他们的账户。

这些投资者主要是哪种类型？主要是小的投资者。当时，交易所要求5000美元以上才能投资期货，5000美元是最低的门槛，所以很多投资者把5000美元放进来，最后亏了很多钱。后来由纽约的中间商和银行发起，如J.P.Morgan、摩根士丹利、美林证券等，开始做期货投资组合，把钱聚起来，让一些比较专业的投资人管理。那时候，从投资方的角度看，大部分都是小投资人，机构投资者不允许进入这个市场。当时的美国，机构投资者连股票市场都不能做。

市场的发展需要专业的投资者

我们看一下现在的投资者是什么人？虽然还是有一些期货投资计划对应小的投资人，但最大的投资者在国外的期货基金市场都是机构投资者，包括主权基金、养老金、教育机构的基金，还有基金会，以及高净值的个人。为什么发展变化这么快呢？我自己认为有以下6点原因：

一是因为期货品种增加了很多，现有的外汇、债券、股指，这些品种本身是投资人本来比较熟悉的，增加了期货这个投资途径，原来你只可以直接投资，但现在可以通过期货的方法来投资。

二是从数量显示，期货投资和股市有非常低的关联度，如果你把一部分资产分散到期货投资，就可以降低投资组合的波动率，降低投资风险。

三是股票市场本身的波动幅度像期货市场一样越来越大，更需要风险管理的工具。

四是期货基金的收费大大降低，最早的时候期货基金收 7% 的管理费，还有的是 15%，这是非常高的，现在已降到 1%-2% 的管理费，还有 15%-20% 的业绩费。

五是期货交易的成本降低了，80 年代时一个合约要 80 美元的交易费用，现在有的已只要 5 美元。

六是从监管的层面来看，完善的监管制度极大地促进了这个行业的发展，美国 CFTC 要求 CTA 或 CPO 在 CFTC 进行注册，有很多信息披露的要求，这些信息披露包括他们在任何时间的仓位，投资了什么东西。

随着行业的不断发展，资产管理方也不断地发现，显然，作为期货市场的投资人，把钱放在 CTA 管理，比他自己管理往往业绩好很多，就像其他市场一样，用专业的人做专业的事情，往往结果好很多。

严格的注册管理促进 CTA 的发展

美国 CFTC 对 CTA 的注册管理非常重要，有力地保障了投资者的利益，促进了 CTA 行业的规范发展。现在中国也考虑做 CTA 的注册，可以参照一下，看看美国有什么要求。

一是给别人提供的建议包括期货、期权，或者是互换合同的交易；二是必须以盈利为目的，提供建议是可以获取报酬的；三是需要有 15 个客户以上，一个投资计划只算一个客户。

通过注册这种途径，CFTC 对 CTA 进行规范地管理，而其中信息披露的部分对行业的发展影响是最大的。作为一名律师，我给大家解释一下法律的名词，中文叫做

重要信息的披露，什么是重要信息？投资人认为这些要素是影响他在投资市场做投资决策的信息称为重要信息。

我认为以下五个重要信息的披露对期货市场的发展有重大影响：

一是 CPO 或者 CTA 的主要成员是必须要申报的，而且主要人员的背景是什么？有没有犯罪记录，有没有不好的前科，以及他们前 5 年做了什么，这些都需要申报。

二是投资管理期货的风险要素有哪些？哪些事件对投资组合造成重大的负面影响。你的投资策略是什么？具体在投资组合里面要投资哪些标的？

三是投资组合的投资策略及投资计划，可以包括的非常具体，每个 CTA 或者 CPO 都有不一样的东西。比如是进行技术交易的，还是做基本面分析的？是一个黑匣子？还是有很多人为的干预？这个策略的基础是什么？

四是究竟怎么收费，收多少？

五是投资策略过去的表现，CFTC 要求 5 年的历史记录做对比，但美国证监会没有要求资产管理人提供这个业绩数据。

总结而言，我觉得在美国期货基金管理的市场上，资产管理人提供更高的透明度，对推动这个市场的发展起了非常积极的作用。你的策略是什么？你投资什么？具体的交易秘密不一定说，但你要提供很大的透明度，这是从 80 年代 CFTC 就开始要求注册申报，之后美国期货业协会也提出了很多要求。

机构投资人对期货市场的发展起到了很大的推动作用，因为信息透明以后，很多机构投资者才会投资 CTA，所以要为机构投资者提供很高的信息透明度。由于提供这样的透明度，使一个本来默默无闻的期货市场成长为现在机构投资人的投资组合里面非常大的一部分资产配置，不光是机构投资人，还有高净值的投资人，期待这个趋势会继续下去。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

产品的创新 需要投资策略的不断创新

■ 中证期货金融工程部负责人 陈伟刚

现在公募基金市场对于未来投资策略的选择、投资产品的选择已经到了一个变革的阶段。目前，市场中广泛运用的，或者目前 49 个公募基金专户大部分都在使用期股对冲或 α 的策略。

α 是不是代表着收益？我持疑问的态度。我们的观点主要是在国内的工具性条件下，因为目前只能做正向 α ，长期来看， α 策略的绩效很难跑过优秀的公募基金，这样的产品不具有足够的创新性。

市场机遇来自对冲市场波动率

国内股票市场的创新性明显高于欧美市场，所以我们捕捉到的还是动量，在动量层面是不是已经脱离了 β 层面？这个存在疑问。在产品发行过程中有一个较大的亮点就是定向增发套利的阳光私募发行得非常好，虽然已经发生了 30%-40% 的回撤为什么还能发行？

我个人感觉是因为 2010 年第四季度和 2011 年第一季度的市场下跌过程中，定向增发套利的产品还可以获得 30%-40% 的回报能力，这种绝对收益让它具有生命力。



我们对于下一轮产品创新或策略应用的深化认识主要是这样的：市场中急需收益率水平高，盈利能力脱离市场方向的个性化策略，这种机遇我们认为来自于 β 领域。也就是说，我们不再做多或者做空，也不是对冲市场风险，而是对冲市场波动率。

从我们积累的经验看，这主要包括 6 种策略，分别是公募基金的策略，核心驱动力是选股 + 择时；二是期现套利或跨期套利，是理论定价驱动的，而不是量化、高频、拼速度的跨期套利；三是 α ，基于我们的选股能力，这里所说的 α 是量化驱动的 α 。

接下来是相对比较看重的三类，一是 β 对冲，我们对于两个期货品种的对冲；二是 β 追踪，我们广泛追逐 β 对基准点的偏离，全面做市场波动率的时候我们捕捉局部波动率的机会；三是高频策略，目前国内有不少人在做，效益都很不错。

交易标的、策略与杠杆

从风险收益的视角来看，我们把风险视为回撤。我们会考虑这个问题——面临的最大的回撤在交易第

一天开始出现，我能不能承受得了？所以，我们对于风险的认识主要从回撤角度来看。在决定策略和交易对象的情况下，我们运用不同的杠杆来交易，我们发现杠杆越大，收益和回撤会被同步放大。

在既定杠杆情况下，同时做 10 个期货品种，我们发现有些品种收益高，有些收益低。如果说我们把杠杆和交易标的确定以后，拿 10 个策略做同一个品种，发现不同策略之间有不同的绩效差异。

如何在这样的维度里找到一个平衡点？

我们是这样看待的。我们在确立交易标的的情况下，用基准杠杆测出我们的回撤，基准杠杆在国内是 15% 的保证金比率，或者 6 倍杠杆。我们通过杠杆的调整，如果回撤很小，只有 2%，可以把杠杆加大，然后提升到可接受的范围，也可以把杠杆压制，做基准杠杆的 1/10，把回撤压到可以接受的范围。

在策略选择的过程中，最重要的是考虑一个外推性问题，也就是说策略拟合过程中我们运用了多少个参数数量？如果运用参数过多，有些 α 策略会用几十个参数，虽然横截面的参数是弱参数，但也会影响外推性。

简单的方法度量市场交易机会

这里有一个简单的例子，比较一下股指期货上市以后在期货市场中的位置。

从振幅的角度来讲，更多呈现一个日内振幅的特点。日内振幅仅次于橡胶，隔夜的上升幅度是所有品种最小的。从绝对振幅对比，从 2009 年 4 月 19 日到 2011 年 11 月末，整个振幅在一年多时间是 50%，商品期货有些出现了 100% 的振幅，而且商品呈现了冲上去再下来的过程，也就是说这个振幅是倍增的。

从流动性角度来讲，股指期货成交金额在所有品种中仅次于橡胶，从持仓金额的角度对比，大概有 10 个

左右的商品期货品种，持仓金额比股指大。这意味着我们在商品上有与股指一样的机会，在配置上有足够的标的配置我们的 CTA 策略。

我们用只有一个参数的基准策略度量市场机会，特别强调在度量市场机会方法的简单性，如果说简单的方法就可以捕捉到品种的机会，那就意味着这个品种上所蕴含的机会比较丰富。

组合策略投资的逻辑

如果说未来的机会会在哪个品种，我个人认为无法预测。我们用各种方法，什么方法最好？我们也无法预测，既然没有办法预测就做覆盖。如果用年度横截面来做，我们可以发现分布是零散的。如果从品种和时间，我们考虑每个品种在不同的时间上可以接受的点，比如说 2010 年的品种是好的，它的分布也是一个零散的。

实际上，总体来讲，这种追踪的方法在不同品种的收益率其实和波幅的平方成正比，如果这个波幅大，一个品种的收益可以弥补 6、7 个品种微小的亏损，所以把波动的手段框在我的网里面，可以获得大概率的盈利。

非高频时间框架下的回撤压力是很强的，从品种的分化来看，不同品种曲线的差距非常大。但这样的均衡位置或平均的位置往往是我们可以接受的。我们在做这样的产品时会强调这样的东西，一个是客观化的驱动逻辑。另外一个自动化的执行方式，上百个交易单元，我们很难想象人手可以完成。

还有，策略要有足够的适应性和外推性，我们的前提是运用核心策略做品种组合一定能够盈利，再在品种上做一些修正和适应性方法。另外还要有与策略匹配的指令速度，我知道国内很多基金公司做期现套利和 α 的时候，一个指令从推出去到回来需要 2 分钟的时间，这对策略的影响非常大。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



量化投资的关键在于模型的建立

■ Analytic Investors 高级投资分析师 丁专鑫

量化投资是国际上一种重要且普遍的投资方式，在国内也开始了这方面的尝试。在海量数据下如何建立模型，是量化投资的关键所在，也是大家最为关注的问题。

数据的处理是建模的关键一步

股票市场、期货市场的数据，以及整个金融市场都是海量数据，一只股票每时每刻都有成交价格，都有成交序列，在每个时间段，几千只股票、几千只期货品种有一个价值图。这里有两个面，一是时间序列，一是横断面。所以价格成为了面板数据，这是一个变量。

另外一个变量是数据库，做空、做多又有数据库，还有内部人买卖数据又有一个数据库，有很多、很多数据库。这时候怎么处理这些数

据？这里应该注意什么问题？这就是计量经济，或者统计学在金融市场的应用，以及方式方法和需要研究的对象。

首先是价格数据，还有股票特征数据，包括盈利、销售等等，第一是数据库的问题，哪些数据放在数据库里。比如宏观经济数据，通常会用到。数据库有这么多数据，下一步就得建原始信号，比如说价值性投资里的市盈率，这都是非常粗糙的信号，没有对行业、时间序列做一个调整。

下面是我觉得关键的一步——怎么把粗糙的信号处理成正态化、标准化，如何调剂一下，使得它比较符合统计方面、计量经济方面的特性，又能够与经济理论、金融理论配套。我们在美国建模的研究部门，基本上就是这两步，这两步是最重要的东西。

大家都知道三因子模型，还有四因子模型，这些东西可能会把所有的因子剔除掉，在剩余的部分寻找 α 。前提是你认为这个市场之所以激动人心，是因为你可以做一做预测研究。我们做股票、做期货，你要得到比别人的回报更好，最关键的地方就是怎么做预测。

25年前，我从上海交大毕业后到上海市政府经济预测处做预测。刚进去的时候，市长就要求我们预测上海市明年工业增长多少？我是1984年进来，1985年上海市工业增长3.4%，那时候用一些非常简单的模型，做信息回归，我给处长三个值，中心大概是6.7%的样子，1987年，上限是7%，下限是6.5%。数据拿出去以后我跟处长讨论2天，告诉他我怎么做。市计委说第二年最多3%，后来我们做了很多人认为

大胆的预测，后来出来就是 6.6%，你可以说这是运气，也可以说数量化的分析方法在某种程度之下还是有它的优势。

股市波动具有长记忆特征

股市回报率几乎没有自相关性，很难用过去预测将来。把标普 500 指数拿过来除一下回报率，除一下相关系数基本上都是 0。今天和明天，今天和昨天，今天和 100 天之前基本上都是 0，不超过这个区间都是非常随机的东西。但是，股市回报率的绝对值具有很强的自相关性，股市波动具有长记忆特征。

如果两个随机变量 X 和 Y ，回报率的绝对值有一个正相关性。这个现象是 100 天，然后是 2500 天，有 10 年的正相关。我的导师写过一篇文章，他没有发现这个现象，我第一次发现有这个现象，第一次理论的东西在实际当中发现这样的现象。

文章发表以后我们检验了个别标的股票，还检验了指数、外汇，都发现有这种现象，这也可以检验不同的国家、地区。我看到天津大学的教授在研究时也发现有这种现象。所以可以说，这是放之四海而皆准的真理，我现在还没有听到哪个金融或股票市场没有这种现象。

在计量模型的建造过程中，可能不一定有真正的模型，假如你建立的模型不能产生这种现象，你的模型可能就是错的。

股票的变动难以用因子全部解释

不同的股票有不同的异方差，方差都不一样。有时候股票市场波动很小，有时候很大。在满足统计要求之前需要做很多的数据处理，需要处理异方差，需要处理

怎么调整，与实际的历史数据怎么调整，这个地方讲究就比较多。

我们认为无论做什么，都无法把股票的全部变动表示出来，这也是为什么金融市场聚集了这么多能人。我在圣地亚哥读书的时候，有物理系非线性研究所的教授做了一个模型，号称对于所有的时间序列，大概八个因子就可以把变动解释出来。

把标普 500 指数拿来试试看，看 8 个因子之后，还有 20% 的东西无法解释了，股票市场的数据有它的独立性，我们处理的时候有很多讲究。

这样一个模型做了以后，所谓前面的部分就是我们预测的 α ，这个地方是 α 的因子回报率，恼人的地方、讨厌的地方，我们做投资决策之前，因子回报率是不知道的，因子回报率也是随机的。

比如，价格抽样我赌一赌，把 1000 个股票的业绩表现排队从大到小。这是美国的 1000 指数，排队下来可以看到，那些每一个时期都是正的部分，完全是随机过程。平均值是一个正值，所以你累积起来就是一个正值。对于股市可能 2-3 年没有什么回报，完全会这样，所以有时候投资者很难有这种耐性。

对于因子选股模型，数据怎么处理非常重要，我们刚才看了几个因子，经过处理以后把几个因子合成起来，就可以得到一个重要因子。它的回报率仍然不可能每个时间都是正的，但比刚才的风险小得多。

在这里想提醒大家一点，这个东西做期货也是有用的，在美国有一套理论，他们在 1989 年写过一篇文章，叫做主动性投资的基本定律，你投资之后得到一个回报，有 100 亿，把回报率加起来平均一下，这个值除以回报率的方差，他们用的一个公式就叫做基本定律。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



主持人

罗家俊

中证期货首席策略顾问

嘉宾

邓晓立

保尔森基金高级副总裁

章飙

国泰君安证券资产管理公司总裁

左畅

德邦证券资产管理部总经理

王保合

富国基金公司基金经理

张一清

嘉泰新兴资本管理有限公司

首席执行官

丁专鑫

Analytic Inverstors 高级投资分析师

陈伟刚

中证期货金融工程部负责人

左畅：专业创造价值

专业创造价值，对资产管理者来说有什么样的机遇？

衍生品的最大功能是管理风险，应该先管理波动率，在这个基础上才能创造更多的价值，这一点专业投资者有很多的机会。新兴的管理机构的管理机会在哪里？在新的竞争格局当中，新兴的管理机构用传统的产品很难获得认同，至少我们在管理产品中遇到这样的问题。后来我们用差异化的产品和追求绝对收益汇报的产品获得投资者的信任。在做的过程中有两点要特别注意，一是量力而行，二是循序渐进。

章飙：怎么获得绝对收益？

资产管理行业做什么事？资产管理行业是“奴才”，要帮“主子”，就是有钱的那些人达成他们的目标。“奴才”如何达成“主子”的目标？首先要理解目标。

“主子”的需求被我们异化了，我们把很多老百姓的钱都赶到了风险最高的股票、基金。我现在理解“主子”想干嘛？想拿绝对收益。存银行活期和定期的钱，它的回报率都不是指数，都是一年期定期或活期存款。我们的所有经典理论都跟指数比，怎么做绝对收益？衍生品可能是思路之一。

邓晓立：永远想着对冲

任何一个东西我们买进来首先要想着怎么对冲？我买中信证券我会想买什么东西来对冲中信证券，如果中信证券跌了，让波动更小一点。保尔森基金会做事件驱动，如利用并购、子公司的分离、公司的破产进行投资。另外，公司有债、股票，有最高级的银行借款，但是之间的债券价值和股票价格不一定能够真实反映，所以会做股票价格，如果利息很高就购买股票，大概事件驱动型有很多具体的东西，但我想说一句，我们永远想着对冲，永远用一些衍生品对冲我的风险。

张一清： α 和 β 可以分开

其实用衍生品还可以分开 α 和 β ，投资里面有市场影响叫做 β ，超越市场的部分叫做 α ， α 和 β 可以分开，怎么使用呢？大家可以想中国市场、欧洲市场、美国市场，大家最看好哪个市场？有没有方法既投美国市场，又投中国市场，这就是所谓 α 和 β 分开。

可以买 SP500 指数，得到美国市场的回报。同时投一个以中国为基础的对冲基金，纯的 β ，把 α 打掉。中国市场比较容易得到 α ，因为市场的有效性不高，这就是 α 和 β 分开的概念。可以通过不同的方式，从全球视野看投资。

丁专鑫：使用正确的模型非常重要


我们讲风险模型，因为有很多机构用了不准确的风险模型，然后做出了错误决策，如有很多人把杠杆用得很大。没有杠杆的时候市场最大上升 30%，你看着好像挺好，但你现在使用了 5 个杠杆，最低的时候 20%，最坏的时候变成负的 100%，你就完蛋了。

用错误的理论导出来的东西，跟杠杆控制是完全不对的，怎么使用正确的模型是非常重要的。另外我的意思是说，在英文里头叫做对赌，你赌输了是最大的风险。你用另外一个风险与此完全无关，这是非常荒唐的东西，美国的基金公司都用标准的风险模型。

王保合：风险把握后就不再是风险

我们做多因子模型，风险这个东西你把握了之后就不再是风险，如果这个东西没有把握，对它未来的表现、未来的波动没有把握，这个东西就是风险。有很多人在市场上说，大小盘是不是风险？有些人做模型，认为小盘股可以做很多，有一个小盘股因子。其实反过来说，经过较长时间来看，小盘股也没有明显的跑赢大盘股，如果你把握不住小盘股的波动，就是一个风险。再一个什么样的风险？什么样的 α ，那是看你有没有把握收益，不是你短期把握就掌握了收益，应该是长期的。

陈伟刚：期货驱动的逻辑

对于期货驱动的逻辑往往有几个特点：第一，做后验市的，我们做大量的挖掘，然后寻找出我们认为可能的、简单的在逻辑上行得通的方法做测试；第二，我们对于波动率的想法，不是把波动率最小化，而是先在一个大的杠杆下，或者说市场的基准杠杆下看一下收益究竟有多高，回撤有多大；第三，我们对交易速度和自动化程度的追求，这可能与股票策略有一定的区别，也就是说我们的策略对速度非常敏感，我们从各个角度优化交易速度；第四，还有自动化的观点，我们认为自动化在纪律，还有可容忍的复杂度上，优势非常大。

本文根据嘉宾讨论记录整理，略有删改，未经演讲人审阅

机遇·合作·共赢： 中外期货行业高层交流会



编者按

2011年12月4日上午，由中国国际期货承办的“机遇·合作·共赢——中外期货行业高层交流会”成功举行，来自境内外期货交易所和期货公司的代表就期货交易所产品创新与最新规则变化、曼氏破产对全球期货市场的影响、中外期货行业发展合作前景与现存问题等议题进行广泛而深入的探讨。



主持人

张明华 中国中期有限公司董事总经理

嘉宾

Julien Le Noble	CME 集团董事总经理
Fraser Cowie	伦敦国际金融交易所执行董事
Ito	东京谷物交易所执行官
俞泰硕	香港交易所平台发展与企业策略部高级总监
张晓刚	中国金融期货交易所研发部负责人
William Purpura	大湖国际有限公司常务董事兼 COMEX 理事
陈贝尔	RJO 高级副总裁
Jeremy Goldwyn	苏克敦亚洲区总执行
沙石	巴克莱亚洲有限公司董事
David Strachan	摩根大通董事总经理
Dean Owen	新际集团中国首席代表
陈冬华	中国国际期货总经理
Paul G. Anderson	国际资产控股集团公司总裁、福四通集团公司总裁
Nick Ronalds	美国期货业协会亚洲总裁
姚广	银河期货总经理
姜昌武	五矿期货总经理
Joseph Koehney	美国交易系统和数据供应商亚太区总监

话题一 期货交易所产品创新与最新规则变化

Julien Le Noble : 全球金融市场上的产品呈现出多样化发展的态势, 品种越来越丰富。总结 CME 的发展经验, 我想特别强调一下产品创新的重要性。

CME 的业务之所以能持续发展壮大, 很重要的一个原因是一直坚持不懈地为客户提供创新产品。十年间, CME 共向市场推出了上千种新产品, 仅通过 CPOT



平台推出的新产品合约金额，就达 20 亿美元。2010 年，新产品的交易量占 CME 交易量的 10%。这些数据表明，创新已经成为 CME 业务发展的催化剂，不断深化其与新、老客户之间的合作。

产品创新一方面依赖于自行研发，另一方面，CME 也积极与其他交易所合作，推出各类新产品，如境外交易产品等。在推出新产品前，CME 会重点考虑该产品的交易和结算渠道是否通畅，并重点关注该产品能否持续发展。

未来十至十五年，CME 还将继续推动产品创新。将利用嵌入技术，使清算系统自动监控和管理信用风险和市场风险；同时，将进一步利用技术手段，使交易更加实时。

大家在讨论时，可以超越交易所产品创新的视角，探讨一下期货公司与银行等金融机构有哪些合作机会，并深入讨论产品创新、技术创新、清算机制创新的重要性，以及市场准入对于产品创新的重要意义。

Fraser Cowie：纽约泛欧交易所集团 NYSE Euronext 旗下有四家衍生品交易所，每个月大概有 1 亿手的交易量，基本相当于中国三家交易所的总量。

为了更好地进入市场，赢得竞争地位，纽约泛欧交易所集团十分注重创新。在欧洲，我们交易一些短期的金融衍生品，同时也交易大宗商品，如咖啡、糖、大麦等。作为全球第三大交易所，我们设计了大量的风险管理工具。

纽约泛欧交易所集团即将与德交所合并。合并后的交易所将成为全世界最大的金融衍生品交易所，每天的交易量将达到约 2000 万手。

虽然泛欧交易所集团在欧洲和美国已占据大量市场份额，但在亚洲的发展刚刚起步。目前，泛欧交易所集团正积极进行中国市场开发，我们已在香港、新加坡、东京等地设立了办事处，以便为中国大陆市场提供专门服务。希望在今后，泛欧交易所集团能与亚洲的交易所开展更为深入的合作，进行更多的产品创新，利用广阔的交易平台吸引更多客户。

Ito：日本刚宣布东京证券交易所与大阪交易所将于 2013 年完成合并，合并后的交易所将变更名称，设立证券部门和衍生品部门等，发展成为功能全面的交易所。这一合并主要是为了应对激烈的竞争，特别是应对技术创新方面的挑战。

政府官员认为，两家交易所的合并是积极的。在交易所集团的共同领导下，金融市场能够更好地发挥功能。为此，政府也将出台一系列鼓励合并的政策。

2011 年 1 月份，东京谷物交易所启用了新的平台。该平台延长了交易所的运营时间——从早 8 点至晚 10 点，为全球投资者便捷地入场交易，提供了更多可能性。

俞泰硕：中国目前正处于期货市场发展的关键时期。一方面，中国迫切需要发展国内市场；另一方面，迫切希望进军国际市场。为了发展好国内和国际两个市场，中国的金融机构必须进行创新。

香港地区为中国企业创新发展国内和海外市场提供了很好的平台，它能够为大陆企业融通海外资金和海外企业募集大陆资金提供良好的渠道。不过，虽然香港已经发展成为人民币离岸结算中心，但在“人民币国际化”方面，仍面临诸多限制。未来，香港能否发挥中国期货市场国际化发展的平台作用，关键要看中央的决策者、看人民币国际化能够发展到怎样的程度。

张晓刚：刚才的嘉宾提到了人民币产品开发。2010 年以来，新兴市场的外汇产品交易十分活跃，特别是印度的卢比。我想请教一下 CME 和香港交易所同行，发达市场与新兴市场的外汇产品有怎样的差别？为什么新兴市场外汇产品的交易量在短时间内达到了很高的水平？

Julien Le Noble：外汇交易产品之所以在新兴市场发展得较快，是受到了以下因素的影响：

其一，新兴市场在推出新产品前，进行了深入的风险管理分析，使新产品能够较好地适应新兴市场的交易环境；

其二，新兴市场在推出新合约前，进行了充分的市场调研，并确定该产品具有相当的市场吸引力；

其三，新产品具有一定的地方特色，能够满足新兴市场中特定客户的需求，同时在交易形式上有一定的灵活性，更易被客户接受。

不过，交易量激增，也可能是受到了投机因素的影响。同时，在新兴市场中，政府也是参与市场的重要主体，它们的行为也会影响市场参与者，这也可能是促使新兴市场外汇产品交易量激增的重要因素。

俞泰硕：为什么一些新兴国家的外汇产品有如此大的交易量？获得了如此大的成功？很可能是因为新产品的发展受到了政策鼓励。

新兴市场的货币一般受到较为严格的监管，印度的卢比与中国的人民币一样，都不能自由兑换。在这样的条件下，新兴市场成了一个相对封闭的市场。为了保证外汇产品能够在相对封闭的市场中实现充分交易，政府往往会主动推出一系列的鼓励政策。

此外，在新兴国家，外汇产品的交易成本低廉，也能够吸引投资者，提升交易量。例如印度交易所推出的外汇产品合约，一般名义价值很小，税负较低，吸引了很多散户入场交易，扩大了交易量。

话题二 曼氏破产对全球期货市场的影响

William Purpura：我在期货市场从业有 35 年，做过交易员、经纪商、经纪公司的总裁，在很多期货委员会当过委员。35 年里，我目睹了期货市场的诸多动荡和起伏，这还是我第一次见到分离基金系统受到损害。在 90 年代末，美国的分离基金系统出现问题时，其影响范围相对有限。但这一次，连客户的资金都流失了，可能会影响到期货行业的声誉，使客户对经纪公司、场内交易员失去信心。

曼氏事件发生前，我们普遍认为，投资于美国 FCM 的保本基金应该很安全。但曼氏事件发生后，大家普遍开始担心客户资金。我们必须说服客户，我们的精算人员能够确保风险控制，我们的财务运营非常稳健，能够确保客户的资金安全。同时，我们也更加关注自有资金的安全，关注整个保本基金体系的实际运作。

虽然曼氏事件造成了很大影响，但是我认为，曼氏事件只是孤立事件，我们只能责备在事件中操作不当或管理不当的个人，而不应去责备整个保本基金系统。事件发生后，我仍然有信心对投资者说，如果您将钱放在美国本土，是很安全的。同时，我觉得业界应当呼吁，曼氏事件并不涉及系统性的问题，不应当将该事件政治化，更不应因该事件过度监管。

陈贝尔：曼氏事件后，金融监管环境将发生两个方面的变化：一是监管机构将制定新的监管规则。CFTC 近期可能出台一系列有关 FCM 投资方向的新规定；二是监管机构将加大监管力度。比如将提高检查的频率，力求不放过任何微小的监管漏洞。

顺应监管环境的变化，期货公司本身将会进行一系列调整。一是调整投资方向，更加谨慎地做出投资决策；二是提供更多的附加值服务。曼氏事件后，期货公司管理的资金将大幅减少，由此减少利

息收入，这将促使其提供更多的附加值服务，以获得足够多的盈利；三是调整发展方向。曼氏事件使业界认识到，名字、规模、是否上市都不重要，重要的是成为客户需要的公司。RJO 就是这样的公司，通过满足客户需求保有了品牌价值，存续了一百年。

曼氏事件令人心痛。不过我要强调，我认同 William Purpura 先生的看法，此事件仅为特例，它不涉及系统性的问题。虽然曼氏事件造成了不利影响，但在经济高速发展的背景下，期货行业仍有很多发展机会。希望与在座同仁通力合作，尽快将国际期货史上最沉重的一页翻过去，迎接更加美好的明天。



Jeremy Goldwyn : 可以预见，曼氏事件后，全球商品期货市场的监管环境将发生变化。各国的监管机构，将互相学习，更新监管方法。这要求期货公司进一步适应期货市场监管环境的变化。

曼氏事件也可能会影响期货市场全球化的进程，使很多人推迟“走出去”战略。不过也应当认识到，与期货行业多年发展相比，发展了仅三十多天的曼氏事件并不足挂齿，我们不应夸大曼氏事件对期货市场发展的影响。

曼氏事件还可能影响市场参与者的投资策略和审慎程度。曼氏事件后，一些客户要求将保本基金转换为非保本基金，并要求期货公司加强财务信息披露。可以预见，为了降低风险，客户在未来挑选期货公司时，会比以往更加挑剔，会避免风险过于集中，与更多的对手方交易。

曼氏事件后，一些在场外交易的产品转向场内。过去十天，纽交所在中国的各地组织路演，推销一些原本在场外交易的金属产品。

除了曼氏事件带来的一系列变化外，期货市场发展的一个重要趋势是，高频交易的迅速发展。高频交易经历了全球化的发展历程。在中国，虽然很多交易都还算不上高频交易，充其量只能算自动化交易，但是通过程序设计实现套利交易等，已在中国逐步发展成为一种潮流和趋势，这与西方市场的整体发展趋势相吻合。

沙石 : 虽然曼氏事件看似偶然事件，但其有一定的必然性。从市场结构和行业竞争格局等角度，我想谈一下对该事件的看法。

最近十年，随着期货市场的高速发展，期货行业的竞争日益激烈。这主要体现在两个方面：一方面，出现了交易所的公司化发展趋势和交易所的并购潮流；另一方面，出现了期货公司全球化的发展趋势。

日益激烈的竞争还打破了既有的市场结构。一方面，期货公司不再按照自身和客户特点，选择服务于特定的客户群。原本服务于大型机构投资者的大型期货经纪公司，现在也会服务于中小型的机构投资者，甚至服务于一些较大的个人投资者。而原本服务于中小型机构投资者的中型期货经纪公司，现在也可能服务个人投资者。

另一方面，期货公司提供的产品也日趋多元化。原本专业型的经纪公司，如专门提供有关金属合约的经纪服务公司，现在也提供有关金融和农产品合约的金融服务。而原本侧重提供金融产品经纪服务的经纪公司，现在也提供有关大宗商品合约的经纪服务。

市场结构被打破后，期货公司之间的竞争更加激烈。为了争夺客户，它们不惜增大技术和服务投入，弱化风险管理，压低手续费，放松客户接受标准，以争夺更多的客户。

这一激烈的竞争态势显然为曼氏事件埋下了伏笔。为了打造“全球性投资银行”，曼氏进行了大量的人员招聘和产品服务扩张。随后的金融危机使它们承担了巨大的经营压力，这促使它们不得不压低手续费，放松风险管理要求。从这个角度来分析，曼氏事件确实具有一定的必然性。

不过，风险事件也未必是坏事。它在一定程度上能够促使行业的理性回归，促使所有的金融机构重新思考自身定位，考虑如何在保证一定利润水平的条件下加强管理和风险控制。

理性回归包含两方面的内容：一是从监管角度来看，加强期货市场的风险监控和处置，构建投资者保护机制；二是从FCM自身来看，更加严格地建立和执行风险控制制度和合规制度，更加及时地监控客户风险及对手方风险，根据自身优势和特点建立稳健的发展模式，做自己最为熟悉和最为擅长的事情。

Jeremy Goldwyn：不一定非得增加风险容忍度才能赚更多的钱。这个世界上存在既赚钱又能保持竞争力的方法。苏克敦之所以在大中华地区取得很不错的业务成绩，是因为具有专业知识、服务质量和客户关系。

话题三 期货公司如何建立自己的商业模式？

David Strachan：摩根大通自1979年开始创业和经营。目前，我们与亚洲的很多交易所开展了合作。2010年，摩根大通亚洲市场的业务收入大约占公司业务收入总额的25%。

未来，摩根大通公司的业务收入依赖两大支柱：一是利率产品收入。在美国、印度等金融衍生品市场，利率产品发展迅速，交易频繁。在未来，摩根大通利率产品收入占比将不断提高，可能会提高至9%；

二是通过“互挂交易”，实现交叉销售获得的收入。摩根大通与许多交易所都有“互挂交易”方面的合作。

期货公司建立自己的商业模式，首先应关注这一模式在将来能够覆盖多大的市场？如果进军国际市场，就要考虑这一模式能实现什么价值？

在此，我想特别强调一下错误控制。人们都不喜欢错误或误差，但在执行期货合约和进行清算时，人为的错误或误差又无可避免。这就要求期货公司在制定规则和标准时，应适当地容忍“人为错误”。同时，还应当强调错误的流程控制。流程应当能保持信息通畅，确保员工一旦发现错误，就及时上报经理，并根据错误的实际情况管理头寸。

产品组合方面，曼氏公司显然是不够成功的例子。我认为，在为客户提供产品前，应当考虑客户的持仓量是否合适，考虑对手盘的风险，考虑客户的资金保护。同时，通过合约明晰交易双方的责任。

现在，全球市场对风险管理的需求日益增强。作为 FCM，摩根大通与其他竞争伙伴一样，在构建商业模式时，会充分考虑风险管理。过去五年，摩根大通内部的风险管理团队——三个主要地区的 17 个工作人员，每天跟踪评估风险，甚至是一日多次评估风险，分析公司日间高频交易的情况，以实时了解客户及自身的风险暴露水平。

摩根大通也会随时关注清算所的风险，特别是为场外交易提供清算服务的清算所风险，并随时监控保证金。摩根大通还会通过模拟各类场景，进行压力测试，并应用电子平台为客户“量身定做”风险汇总表，以科学地统计风险暴露水平。

合规同样重要。摩根大通会随时学习最新的法律规则，应用国际先进期货公司的最佳实践做法。为了确保合规，摩根大通制定了一套完整的内部行为准则，构建了专门的合规和风险管理团队，每年开展大量员工的培训。

曼氏事件后，监管机构将制定新的监管规则，加大监管力度，这都将使期货公司面临更多挑战。摩根大通希望与在座同仁一起，积极应对挑战，为在未来获得更大的发展做出更多努力。

Dean Owen : CME 集团在过去的十年创造了一千个新产品，数目惊人。中国的四家交易所，过去的十年推出了二十七个产品。之所以会存在这一差异，是因为西方的很多交易所都是上市公司，它们的首要目标是盈利，为股东带来利益，而非服务于经济发展。为了实现盈利目标，它们必须追求大的交易量。与之不同，中国的交易所受到了政府的监督和管理，它们的首要目标是服务于经济发展，保护投资者，最大限度地降低系统风险。

我觉得，相对比较，中国的做法可能更好。

昨天与会专家提到，中国大陆的期货公司正面临全球化的发展机遇，一些期货公司正尝试“走出去”，并在尝试向台湾地区的同行学习国际化的经验，在香港等地区设立了办事处。我认为，期货公司进军国际市场，不宜选择收购国外期货公司的模式，而是应当考虑与国外期货行业建立合作关系，通过合作伙伴打开各国交易所的交易和清算渠道。



俞泰硕：与国际期货市场规则接轨是国际化的前提。在中国企业“走出去”之前，立法者应当制定国际化的制度规则。这些规则要特别考虑，如何确保我国的监管机构和法院对境外机构的管辖权？如何保障本土投资者和本土公司的利益？如何构建国际化的商业模式，使境内外的市场主体能够平等、放心地合作？

同时，中国的企业要学习和掌握国际期货市场规则，要了解不同国家有关境内外投资的差异化规定、了解境外机构破产的法律适用问题、了解不同国家的客户保护规则等。

话题四 中外期货行业发展合作前景与现存问题

陈冬华：我主要想讲四个关键词：

第一个关键词是量变到质变。2011 年是中国期货市场由量的扩张向质的提升发展的关键一年。从量变到质变的角度来看，中国期货市场成交额从 2000 年的 1.6 万亿元，发展到 2010 年的 308 万亿元，增长了近 200 倍。这意味着中国期货市场将为中国期货行业带来重大的发展机遇。

第二个关键词是创新。一是期货经纪业务创新。迄今为止，已有 46 家期货公司获得了投资咨询业务资格；二是境外业务代理。目前已进入试点筹备阶段；三是资产管理业务。2011 年，公募基金专户理财已经获得了从事商品期货的行政许可，而信托公司也获得了从事股指期货业务的行政许可；四是交易手段创新，如算法交易、程序化交易等；五是兼并重组。中期合并珠江期货在 11 月 21 日刚刚获批，合并后公司的注册资本金是 10 亿元人民币，营业网点扩大至 50 个，客户资产 70 多亿人民

币,员工超过 1000 人。值得一提的是,近两年的兼并重组变得越来越市场化,已经不是完全“大吃小”的合并,而是“强强联合”的合并。

第三个关键词是战略。中国的期货公司在近二十年的发展过程中,面对的监管环境比较严格,业务模式也相对单一。2011 年后,期货市场已经由量变向质变发展,推出了很多的创新业务。面对这样的市场环境,所有的期货公司都应当考虑,公司的发展之路在哪里?

2002 年至 2008 年,以交易量、交易额等指标评价,中国国际期货公司连续七年获得全国第一。自 2009 年开始以综合指标评价,中国国际期货公司也是连续三年获得最高评分。2011 年后,面对跨越式的发展机会,我们在考虑三年后的中期如何能够领先于期货行业,保持行业第一。

首先,要解决人才匮乏的问题。一方面,要注重自身的人才培养;另一方面,还要注重人才引进。要实施人才发展战略,对于现在要用的人才,近期要用的人才,未来要用的人才,有一个统筹考虑。

其次,要提供有尊严的服务。就是在客户面前,不要“低三下四”,要成长为行业专家,使客户在某种程度上“有求于我”,与客户形成一种互惠互利的关系。

再次,要构建技术平台。要想把期货公司做优做强,要想在未来的发展过程中在行业立足直至取得领先地位,就要解决一些技术平台问题。如,在管理网点逐渐增多的情况下,如何落实内部控制制度?如何构建内部交流平台,实现信息互通?如何更好地为客户提供服务?

最后,还要考虑风险控制。中国的期货公司在很大程度上依赖经验控制风险。如何通过技术突破提供风险预警服务,仍然是目前亟待解决的问题。在这一方面,应当积极地借鉴成熟市场的先进经验。

最后一个关键词是震惊。对于曼氏事件,我感到了震惊。以前期货市场的很多类似风险事件,都能很快地得到平稳解决。早些年从事境外期货交易,我们得到的印象是,欧美的期货公司在经营方面不会有任何问题。我曾经问过一些客户,如果公司没了怎么办。他们都拍拍脑袋说这怎么可能,在美国这绝无可能。但现在曼氏事件发生了。

启示也好,反思也好,大家给出了很多看法。我认为,现在要做的是确保中国媒体的正面宣传。要促使中国媒体尽快公布事情真相,积极引导舆论,说明该事件仅仅是一个特例,其对于整个期货市场的发展没有负面影响。在中国期货市场“走出去”的关键时期,尤其应当确保该事件不会对中国的对外开放形成过多的负面影响。

Paul Anderson:理解曼氏事件并不难。这一事件之所以发生,是因为曼氏固有的商业模式被打破了。如果一家公司的产品或服务的价格被压得很低,它的资金存到银行只能获得微薄的利息,它将无法盈利。为了盈利,它不得不偏离自己的核心业务,承担超出其负担能力的运营风险,最终造成悲剧事件。

曼氏事件,将会为期货市场带来一定冲击。首先,信贷机构、大的商业机构在为客户提供杠杆融资时,会变得更加谨慎。其次,客户在投资前,会更加关注资金的安全。最后,期货公司面临的监管将更加严格,交易所、基金公司、客户的资金将实现更加严格的分离。

决定 FC STONE 成功的一个重要因素是公司会为客户提供各类培训，使客户有能力自行识别和管理风险。无论在什么市场，无论在哪个行业，无论在哪一地区，一家公司都应与客户共同成长，共同积累经验和提升技术水平。

张明华：在二十多年间，中国的期货市场飞速发展。但目前来看，发展水平仍相当于西方期货市场三十年前的发展水平。未来，中西方期货公司能够进行怎样的合作？

Nick Ronald：近些年，随着国际化程度的不断加深，中国的期货公司对于国际市场的参与度逐步提升。在这样的背景下，中国的期货公司越来越需要了解国际市场，了解国际市场的交易技术、交易规则，如资金管理、客户保护等方面的规则。

中国的期货公司不能仅仅了解理论知识。在没有实践经验和人力资源保障的情况下，即使掌握了理论知识，也很难保障后台的运营安全。中国的期货公司应当深入和系统地了解国际市场。它们必须了解如何按照国际期货市场的交易规则参与交易，如何在国际市场盈利，如何评估和控制国际期货市场的风险。

特别是，它们应当了解在国际期货市场出现剧烈波动时，取消交易的具体流程是什么，而不能等到事后才发现它们的头寸已经被别人平掉了。

与国外机构开展合作作为中国的公司进军国际市场提供了捷径。最近一家亚洲的证券公司向我们咨询，在美国设立期货公司最好的途径是什么？我们就向这家公司介绍了一些潜在卖家，并告诉这家公司如何在美国“白手起家”建立一个期货公司。

我们还会受托承担一些公司外包的客户培训和教育职能。通过为客户提供最好的金融课程，我们的培训使客户了解期权等新型金融工具的产品特性，了解对冲、套期保值等投资策略，以更好地参与市场。

至 2020 年，中国发展成为“全球金融中心”的目标不难实现。但为了实现这一目标，中国应当与一些国家建立战略合作关系，获得必要的智力支持。同时，还应当保证中国的期货市场有灵活的“进入”和“退出”机制，使中国的期货公司有机会与一些世界一流的期货公司展开竞争，在竞争中学习。

姚广：曼氏事件能够引发有关期货公司发展定位的思索。作为一个独立的法人实体，中国的期货公司应该如何进行市场定位？其合理的业务范围是什么？合理的收益是什么？对于股东的合理回报是什么？

我认为，每一行业都应有利润的合理范围。如果一家公司的盈利超越了这一行业利润的合理范围，很可能就是其经营者采取了一些不太正常的操作方法，使公司面临的风险超越了行业本身所能承担的风险。

姜昌武：2011年，随着中期并购珠江、中证并购新华，国内期货行业拉开了新一轮并购重组的序幕。不过，目前业界并非完全对并购持赞同的看法，一些人对并购不以为然，一些股东并不情愿参与并购。

我认为，中国的期货公司应当积极参与并购。谁先去做，谁在未来的发展过程中就能占得先机。具体而言，我对并购有四点看法：

一是并购重组“应该做”。目前中国的期货公司规模小，集中度低，通过并购重组能够发挥规模效应，防止恶性竞争，提高公司抗风险和提供专业服务的能力。同时，来自国际市场的经验也告诉我们，并购是期货公司做大做强的重要途径。

二是并购重组“有奖励”。中国证监会对于并购重组是否支持？答案是肯定的。对于参与并购重组的公司，监管部门在创新业务试点等方面给予优先的政策支持。这好比是进行一个走路比赛，监管部门会给走在最前面的那些人发一辆自行车。那些人骑了一段时间，还是在最前面，监管部门会给他们发一辆摩托车。这说明监管政策决定了，如果不参与并购重组，一直是小公司，就可能永远跟不上，永远没机会。

三是股东的意愿和能力决定了并购重组是否可行。在竞价交易的模式下，股东仅有并购的意愿是不够的，还必须有并购的能力。与其他公司一起竞价交易，股东至少要有两、三个亿的资金。在未来，并购的成本将越来越高。

四是并购重组后，要实现“1+1>2”的效应，实现双赢或多赢。不仅要选择合适的对象进行科学评估，还要兼顾各方利益，尽量缩短磨合期，实现优势互补，以便在业务开发、市场拓展、研发客户服务等方面实现整合，显示强大的实力和活力。特别的，还要留住人才、吸引人才。

中国的期货市场已经进入由量变向质变突破发展的重大机遇期。期货公司积极参与并购重组顺应市场潮流，是把握发展先机的重要战略举措。唯有如此，中国的期货公司才有可能在未来的国际市场竞争中占据一席之地。

张明华：姜总主要谈了国内并购，并没有涉及国际并购。我觉得国际并购应该也是一个潮流和趋势，如何在全球发掘一些高质量的合作伙伴，如何进行国际并购等议题值得我们进一步思索。

话题五 程序化交易在期货资产管理中的应用

姚广：据一些海外朋友们介绍，我们的一些合作伙伴，在美国市场 70% 以上的交易都与程序化交易有关。

在我的印象中，自 2003 年起，就开始有人在中国的期货市场进行程序化交易。最近几年，特别是沪深 300 指数上市后，中国期货市场程序化交易的数量显著提升。作为国内第一家合资期货公司，

银河期货 2010 年程序化交易的数量约占客户成交总量的 5%。在 2011 年，这一数字有所提升，但速度比较缓慢。熟悉国内期货市场的人应该知道，这与 2010 年底推出的监管政策有很大关系。

程序化交易之所以受到期货市场的推崇，主要有三点原因：

第一，这与金融期货的上市有很大关系。股指期货的上市吸引了更多机构投资者参与衍生品交易，他们更青睐量化策略投资，由此提升了程序化交易占比。

第二，这与技术平台的有效构建有很大关系。如在股指期货上市前，上海期货交易所完善了交易平台，为程序化交易的有效应用，确立了必要的基础。


第三，这与金融市场的投资者趋于成熟有关。通过持续参与市场交易，特别是经历了近几年市场的大幅波动，投资者已经逐步认识到程序化交易的好处。

当然，在国内，程序化交易的发展还面临诸多亟待澄清的问题。例如，是应将程序化交易者视为纯粹的市场投机者，还是应将其视为能够创造市场流动性的交易群体？如果将程序化交易单纯地视为“投机”，认为其可能会对“交易所系统造成冲击”，那么这一交易模式将很难得到业界认同并获得发展。

程序化交易在我国刚刚起步，我们对于这一交易模式的发言权还相当有限。希望今天的国际同行和前辈能够为我们提供一些建议，使我们的监管部门能够更加深入地认识这一交易模式的积极作用。

Joseph Koehney:我以前做电子交易，现在做技术供应商，所以有机会见证交易从交易池交易，到电子交易，再到程序化交易的流变。目前，从事程序化交易的都是金融工程师。与传统从事交易池交易的交易者不同，这些金融工程师都受过专门培训。

美国、欧洲的交易所已经普遍认可程序化交易具有为市场提供更多流动性的功能。不过，程序化交易可能为亚洲，特别是中国带来更多的挑战。如何对程序化交易进行有效监管将成为中国证监会面临的一个重要课题。同时，亚洲市场还必须考虑程序化交易可能带来的一系列风险。如市场竞争将无法实现完全的公平、市场面临更多的操纵风险、市场将承担更多的运营成本等。

在引入程序化交易前，还应当全面地衡量各项成本，以便选择合理的途径。如果准备购买技术，必须特别注意技术供应商是否有全球网络，能否提供全面、可靠和便捷的服务。如果准备自行设计，必须考虑系统所能够容纳的交易规模，考虑系统的延展性和全球连接成本等。

本文根据会议讨论记录整理，略有删改，未经演讲嘉宾审阅

大会掠影



1. 深圳证券交易所欢迎晚宴
2. 南华期货：南华之夜主题晚宴
3. 中粮期货：中粮红洒冷餐会
4. 新湖期货：友谊·沟通·美食——早餐会



《阿尔山之美》

陆倩 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资 0711 — L0173 号