



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2012年第3期/总第27期

(内部资料 免费交流)

第六届中国期货分析师论坛

创新 · 服务 · 提升
——与企业共同成长

主论坛 >p5

商品期货分论坛 >p26

金融期货分论坛 >p42

机构与衍生品分论坛 >p54

金融工程分论坛 >p68

期货投资咨询业务研讨会
>p80

境外衍生品应用与分析研
讨会 >p92

金融机构风险管理产品研
讨会 >p102

www.cfachina.org



大会掠影



1. 忙碌而有序的会议注册中心
2. 金融软件展示区
3. 参会代表体验最新交易软件
4. 参会代表在“期货分析师交流长廊”内深入交流



在市场规模经历近些年的大幅增长后，我国期货市场的品种创新和业务创新均进入全新的发展阶段。一方面，原油、国债等具有战略意义的大宗商品和金融期货品种正在积极筹备；另一方面，期货公司资产管理、境外代理试点等业务也在积极研究。

期货市场的国际化步伐明显加快，期货公司作为信息中介、交易中介、风险管理中介的定位与发展路径，亦日渐清晰。

值此行业创新之年，第六届中国期货分析师论坛于4月21日至22日在美丽的西子湖畔成功举行。本届论坛以“创新·服务·提升——与企业共成长”为主题，邀请了监管部门领导、行业内外专家和境内外相关人士就相互关心的话题展开了热烈讨论。

在4月22日上午的主论坛上，监管部门领导和知名经济学家对我国期货行业发展政策和宏观经济形势展开了深入解读，同时，境内外期货交易所高管在圆桌讨论环节，围绕期货市场的创新发展进行了探讨。

除主论坛外，本届论坛还召开了商品期货、金融期货、机构与衍生品和金融工程4个分论坛。同时，为了对有关话题进行充分沟通和交流，本届论坛还组织了期货投资咨询业务研讨会、境外衍生品应用与分析研讨会和金融机构风险管理产品研讨会等3个专题会议。

论坛上，各界专家、学者齐聚一堂，积极研判中国经济发展方向，深入剖析期货行业热点，探讨多元创新服务模式，在提升期货分析师素质、推动期货投资咨询业务开展、促进期货公司服务实体经济等方面建言献策，起到了积极而重要的作用。

本届论坛由中国期货业协会主办，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和浙江期货行业协会协办，南华期货、永安期货、中国国际期货、浙商期货、海通期货、广发期货和中大期货等七家业内知名期货公司共同承办。另外，本届论坛还得到了欧洲期货交易所、芝加哥商业交易所、新加坡交易所和香港商品交易所等多家海外交易所以及国内外相关机构的特别赞助。

本期杂志以专刊形式对论坛的文字和图片材料进行了整理、汇集，以向各位读者全面展现论坛盛况。■



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 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 0712-L0173 号
设计制作 北京永行传媒广告有限公司

* 本出版物为双月出版。
* 本出版物发表的文章均系作者个人观点，并不代表本出版物的看法。
* 本出版物文章未经允许，不得转载。

05 第六届中国期货分析师论坛

开幕致辞

06 提升专业服务水平 服务实体经济发展 刘志超

10 加强分析研究 推动期货行业发展 冯博

主题演讲

13 复杂国际环境下的中国经济 陈兴动

圆桌论坛

17 创新提升服务



26 商品期货分论坛

主题演讲

27 中国石油政策及其对石油市场的影响 邓郁松

30 全球主要原油期货市场运行格局与特点 黄杰夫

32 中国钢铁市场发展及展望 袁仁军

34 中国农产品市场发展及展望 蔡萍

圆桌讨论

37 大宗商品市场格局变化与趋势展望

42 金融期货分论坛

主题演讲

43 中国债券市场现状与发展探讨 周浩

46 国债期货交易策略运用 臧大年

48 期权投资交易策略：随盘势调整和风控 陈松男

圆桌讨论

50 金融深化与金融期货市场创新





54 机构与衍生品分论坛

主题演讲

- 55 机构衍生产品设计思路与案例分析 欧阳辉
- 58 基金公司期货专户理财产品的设计与管理 刘震
- 61 Beta 动量对冲套利策略设计 邹功达

圆桌讨论

- 63 衍生工具与机构投资策略



92 境外衍生品应用与分析研讨会

主题演讲

- 93 CFTC 最新监管规则变化及应对措施 马伟宜
- 94 怎样成为一名合格的市场分析师 李小悦
- 95 期货分析师的知识结构与专业素质 段文斌
- 96 与期货分析相关的几个争议性问题 吴剑剑
- 97 境外固定收益衍生商品运用方式与策略 卢展辉

互动讨论

- 98 境外优秀期货分析师成长之路

68 金融工程分论坛

主题演讲

- 69 现代金融工程在投资组合的新发展 陈宏政
- 72 从相对收益走向绝对收益 丁鹏
- 74 现代金融工程在对冲基金的作用 郭剑光

圆桌讨论

- 76 金融工程的理论和实践问题探讨

102 金融机构风险管理产品研讨会

主题演讲

- 103 当前全球黄金市场分析与风险控制 张炳南
- 105 利用期货工具管理信贷风险的探索与实践 周思阳
- 108 期货类信托产品的开发与管理 李松哲

互动讨论

- 110 衍生工具在金融机构风险管理与理财产品开发中的应用

80 期货投资咨询业务研讨会

主题演讲

- 81 如何开展风险管理咨询 袁先智
- 83 商品期货咨询业务探讨 冯利臣
- 85 咨询业务服务三农的成功案例 孙彤

互动讨论

- 87 咨询业务商业模式与产品研发





2012

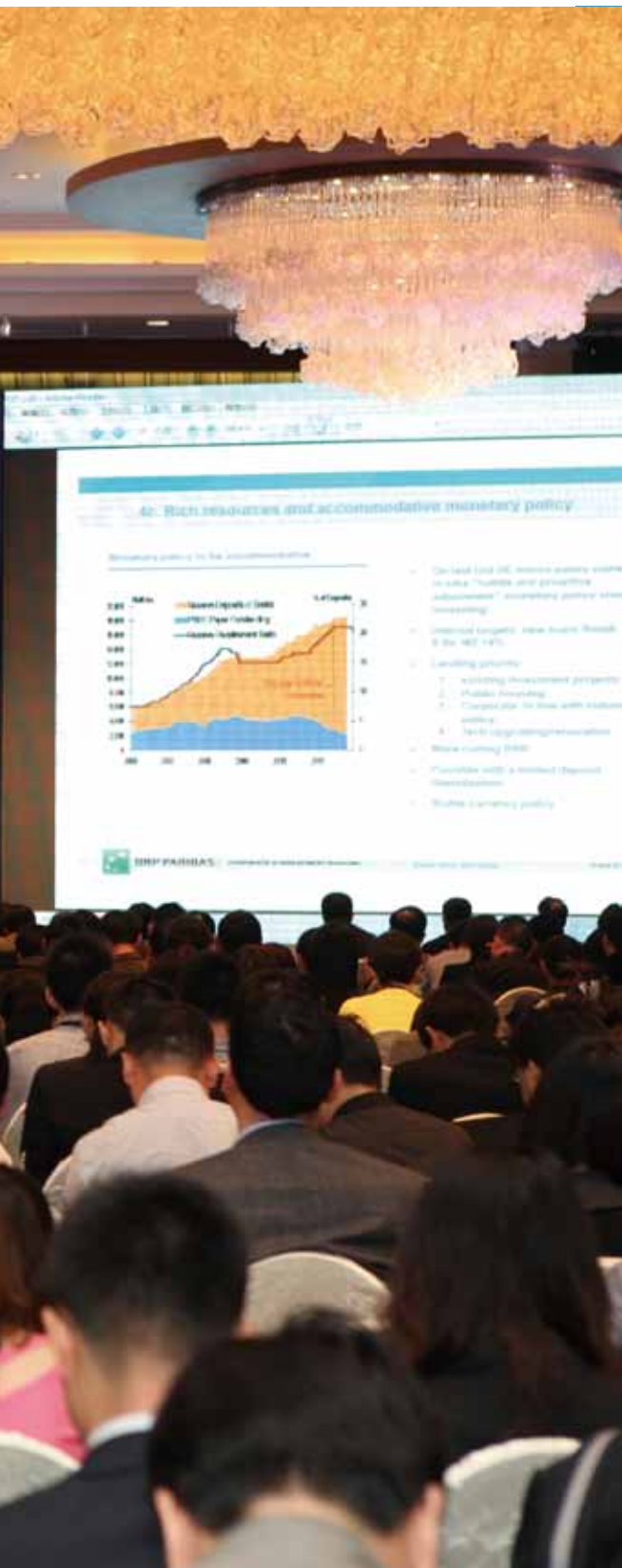
第六届
中国期货分析师论坛

主论坛： 创新·服务·提升 ——与企业共同成长

编者按

2012年4月22日，第六届中国期货分析师论坛在杭州黄龙饭店盛大召开。在上午的主论坛上，中国期货业协会会长刘志超和中国证监会期货二部副主任冯博热情致辞，法国巴黎证券（亚洲）董事总经理陈兴动做了题为“复杂环境下的中国经济”的主题演讲。

此外，主论坛还安排了以“创新提升服务”为主题的圆桌讨论。圆桌讨论分为两个半场，来自境内、外期货交易所的高管们就交易所创新发展思路 and 方向、期货市场国际化和分析师成长之路等话题，进行了深入探讨。





提升专业服务水平 服务实体经济发展

■ 中国期货业协会会长 刘志超

首先，请允许我代表中国期货业协会对参加“第六届中国期货分析师论坛”的朋友们表示热烈的欢迎和衷心的感谢！

近年来，我国期货市场的经济功能和战略价值日益得到社会各界的广泛认可和重视，加快期货市场的改革开放和创新发展，进一步增强期货市场服务国民经济发展全局的能力，已经成为社会各界的广泛共识。

去年以来，铅、焦炭和甲醇合约成功上市，国债、原油、白银等新品种紧张筹备，期货投资咨询业务顺利推出，期货资产管理、境外期货代理、仓单抵押、期货公司上市等创新业务和政策加快研究酝酿，期货市场服务实体经济的手段和工具日益丰富，都为期货行业的创新发展创造了更好的环境。

作为期货市场服务实体经济发展的桥梁和纽带，期货公司一定要树立“大处着眼，小处着手”的发展理念，既要有战略意识、大局意识、责任意识，也要贴近企业、贴近产业、贴近实际，真正发挥期货公司在服务实体经济方面的重要作用。

具体而言：

一是牢牢把握服务实体经济发展的根本方向，从服务加快经济发展方式转变和期货市场长远发展的战略高度出发，不断深化对服务实体经济发展的认识和理解，提高服务实体经济，特别是“三农”和中小企业的主动性和责任意识。

温家宝总理在全国金融工作会议上指出：“金融是现代经济的核心。金融发展的根基是实体经济，离开了实体经济，金融就会成为无源之水、无本之木。各类金融机构都必须牢固树立服务实体经济的指导思想，全面提高服务实体经济的质量和水平，实现金融与实体经济的共生共荣。”

近年来，我国期货市场基础性制度不断完善，产品与业务创新步伐加快，市场功能得到进一步发挥，市场发展焕发出勃勃生机。期货市场的快速发展得益于实体经济的快速发展和巨大需求，同时也得益于我们始终把握虚拟经济服务实体经济的基本定位。

当前，我国正处于加快经济发展方式转变的重要阶段。从外部环境看，全球经济复苏面临着诸多不确定因素。欧债危机放慢了实体经济复苏的脚步，金融市场依旧动荡不安，大宗商品市场波动频繁剧烈。

作为世界经济的重要组成部分，我国难以独善其身。从国内经济形势看，经济社会发展中存在的不平衡、不稳定和不可持续的问题依然

十分严重，特别是基础原材料需求量大、对外依存度高、资源紧张的局面难以在短期内消除。这不仅对加快“转方式、调结构”提出了迫切要求，也对加强风险管理、争取国际话语权、保障经济安全提出了强烈需求。

当前，实体经济对于风险管理的需求仍然处于高成长和高潜伏的状态，期货公司开拓和服务现货产业客户具有广阔的空间。

近些年，我国能源、金属、农产品等大宗商品的生产和消费量以及进口贸易量一直高居世界前列，商品价格受国际、国内经济不确定性因素的影响越来越大。许多企业，特别是中小企业和涉农企业深受价格剧烈波动的困扰，对于利用期货市场价格信息指导生产经营和利用套期保值工具对冲风险的需求巨大，需要期货公司及时提供差异化、个性化和专业化的风险管理服务。

同时，经济金融全球化和我国对外开放的加速，也需要期货公司发挥信息传导和风险管理作用，提升我国期货市场在全球大宗商品市场的话语权，服务我国经济和企业参与全球竞争。

期货公司作为期货市场服务实体经济的重要载体，应该在服务实体经济方面发挥独特的作用。要充分认识到实体经济需求的重要性和紧迫性，切实将期货公司的眼前利益与长远发展有机结合起来，将期货公司的经济效益与社会责任有机结合，将创新发展与实体经济的健康发展有机结合。

期货公司创新发展潜力巨大，服务实体经济义不容辞而且大有可为。

二是紧紧抓住我国期货市场深化改革开放的有利时机，以客户需求为导向，明确期货公司中介服务定位，着力提升专业化服务能力，将期货市场服务实体经济发展落到实处。

当前，期货市场的作用日益得到社会各界的

广泛认可和重视，深化期货市场改革开放，破除体制机制障碍，推进市场创新和科学发展已经成为社会共识，为期货市场的改革发展创造了良好的外部环境。

同时，牢固树立期货公司的创新主体地位，创造有利于期货公司差异化和专业化发展的政策环境和创新机制，充分激发期货公司创新活力，提升期货公司专业服务能力，也已经成为行业重要的政策导向。这些都为从根本上改变期货行业的金融生态，加速推进期货公司创新发展和做优做强提供了难得的机遇。

但是，我们也应该清醒地认识到，面对新形势、新机遇、新挑战，期货公司还存在战略定位不清晰和专业服务能力不足的问题。因此，期货公司要站在服务实体经济发展需要、促进经济结构转型升级的战略高度，以多样化的实体经济需求为依托，以客户需求为导向，根据自身不同背景、不同规模、不同地域和不同专业的优势，在明确以中介业务为核心、以服务实体经济为目标的基础上，抓紧开展产品创新、服务创新和管理创新，为实体产业提供差异化的金融服务。

首先，期货公司服务产业的关键在于“期现结合”。

期货不是“空中楼阁”，期货公司应在如何把期货交易所的标准化产品与现货产业客户的个性化需求有机结合方面发挥特殊作用。

期货公司对现货产业链的研究深度直接决定了服务实体企业的效果。只有脚踏实地、扎扎实实地了解现货产业，深入一线进行实地调研，才能真正准确理解和把握实体企业的需求，才能设计出符合市场需求的风险管理产品，才能针对不同产业、不同企业提供专业化、精细化的配套支持服务。

期货公司要主动根据客户需求进行创新，引

导企业有效利用期货市场价格发现和套期保值功能提高经营管理水平，优化结构调整和资源配置，真正把期货市场服务实体经济的工作做深、做细、做实。

其次，期货公司服务产业的重点是中小企业和涉农企业。

我国有成千上万的中小企业和涉农企业，它们对于价格信息和风险管理有着急切的需求，但是由于受到专业能力、经营成本等各种因素制约，无法有效利用期货及衍生工具，迫切需要期货公司提供专业化的服务。

期货公司应根据中小企业和涉农企业的特点，在信息咨询、风险管理、制度设计、实物交割等方面，为客户提供专业化、个性化的风险管理服务，帮助产业客户合理规避现货风险敞口带来的经营风险，为企业建立规范有效的风险管理体系和培养专业人才提供服务。

第三，期货公司服务产业的途径在于创新。随着投资咨询、资产管理、境外代理等新业务的酝酿和推出，期货公司在提供个性化、高附加值的创新产品和服务方面有了更多的工具和手段。期货公司要突破传统思维和竞争模式，加大对符合产业客户需求的新产品的开发力度。同时，也要及时进行管理制度创新，增强公司内外部资源的整合能力，为各类企业提供期现结合的、专业化的风险管理创新产品和配套服务。

三是牢固树立“人才是第一资源”的指导思想，认真贯彻落实证券期货行业人才发展规划，加快推进期货行业人才队伍建设，为全面提升期货行业服务实体经济水平提供有力保障。

近些年来，随着我国期货市场的快速发展和实体经济对期货行业服务能力需求的不断提高，期货行业人才瓶颈的问题越来越突出。这是市场发展过程中的问题，也只能在市场发展

过程中逐步解决。因此，抓好期货行业人才队伍建设，为期货市场服务实体经济发展提供有力的人才保障和人力支持已经成为当务之急。

期货行业要按照证监会最近公布的《中国证券期货行业人才队伍建设发展规划（2011—2020）》的要求，进一步加大行业人才培养力度，通过各种渠道、各种方式，协调好社会各界力量，抓紧建设一支具有较高专业水平、研究能力和职业道德的专业人才队伍，不断适应实体企业的需要，为逐步提升我国期货市场的国际竞争力奠定坚实基础。

下一步，协会将按照规划的有关要求，在人才培养方面着力开展以下几个方面的工作：

一是通过建立境内外培训基地，着力培养具备国际化、专业化素质的行业领军人才和高级管理人才；二是分阶段、分层次推进建立期货专业人才培养管理机制，建立规范有效的人才认证与评价体系，促进专业化人才的培养；三是积极打造期货、教育、研究“产学研”联盟，加强行业后备人才的培养；四是针对行业特点和市场需求，利用多种方式、多种渠道，加快经营管理、研究分析、市场营销、风险管理、信息技术和交易等各类急需人才的培养；五是适应市场发展需要，开展现货企业与机构相关人员的培养，提升现货企业利用期货工具的能力。

期货分析师作为期货行业人才队伍中的一个重要群体，在期货公司创新发展和提供专业化风险管理服务方面扮演着重要的角色。

期货分析师是期货高端人才成长的阶梯，是市场信息的收集者、加工者和传播者，是产品开发设计的核心，是服务实体产业客户的主要力量。分析师队伍水平的高低，在一定程度上决定了期货公司的中介服务能力。期货分析师不仅应当具有良好的职业道德和专业素质，还应该具有较强的战



略思维能力、宏观把握能力和全球视野，特别是要能够深刻理解现货产业链的运作模式和需求。

高度重视和抓紧期货分析师队伍建设，对于提升行业人才队伍素质和专业服务能力具有重要意义。目前，协会正在加紧研究构建分级分类的期货分析师评价和培训体系。我们希望通过加快期货分析师职业素质和专业水平的提升，不断提高整个行业的人才素质和期货公司的专业服务能力，更好地在实体经济转变发展方式过程中发挥好风险管理的作用。

各位来宾、各位朋友，期货市场在各方的关注和支持下迎来了良好的发展机遇，既承载着光荣的历史使命，也面临着诸多严峻的挑战。我衷心地希望业界同仁抓住当前难得的机遇，共同开创期货行业发展的新局面。同时，我也希望参加本届论坛的业内外同仁，利用好期货分析师论坛这一难得的平台，充分沟通、互相学习、共同提高。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



加强分析研究 推动期货行业发展

■ 中国证监会期货二部副主任 冯 博

当前，我国经济和市场形势面临着新的发展机遇和挑战，以服务国民经济为目标的期货行业正在发生巨大的变化，加强行业研究分析能力，是实现期货行业由量变到质变的基础和关键。因此，一年一度的中国期货分析师论坛的重要性日益提升。今天，我从发展的角度讲两个方面的意见，供论坛参考。

市场与行业发展思路

今年初全国证券期货监管工作会议上，姜洋同志明确要求：2012年我国期货市场发展要牢牢把握服务实体经济这一要求，进一步发挥好期货市场在我国经济发展中的积极作用，加快推进改革创新，提升期货监管水平，努力在服务实体经济上实现新突破。

要从战略上高度重视期货公司的发展问题，积极推动期货公司业务创新，努力建设与我国实体经济和市场发展水平相匹配的期货中介机构服务体系，着力提升期货公司研究分析和专业服务能力。

今年，我国期货市场和行业的创新将有近十类。

市场创新重点有三类：

一是原油期货。原油期货对保护我国在国际贸易中的经济利益和维护国家能源安全具有重要的战略意义。原油期货具有国际化程度较高的特点,与其他商品期货相比,具有重大差异。从某种意义上来说,为其他商品期货市场的国际化做出了很重要的探索。

二是国债期货。国债期货是当前全球交易量最大、应用最为广泛的金融衍生产品。股指期货的成功运行为国债期货的上市创造了良好的市场环境。当前,我国上市国债期货的市场条件已基本具备。

三是其他商品。如白银、焦炭等正在积极准备。同时,我们正在积极探索期货市场服务“三农”的模式和服务中小企业的基本机制。

从期货行业的角度看,有 6-7 项重要的创新可能在 2012 年推出。

一是境外期货经纪业务和客户资产管理业务,今年将重点破题。

二是仓单质押。目前,我们正在积极研究

优质期货公司将可能开展仓单质押和直接贸易等创新业务。这类业务的核心就是用期货的基本方式、以产业的语言,为产业服务。在这里我不多说,但是我想这是一个重点。

三是代理发行基金。我们正在积极研究期货公司代理发行基金。目前,我国期货公司的客户数量已经达到 164 万,且与股票客户不重合。大家知道,银行等大型金融机构都是以发行基金为基础打造出新型理财平台,而期货公司凭借其专业特点,从发行基金开始,有可能创造出独具特色的理财平台。

四是兼并重组和发行上市。支持期货公司做优做强是我们的一贯政策。去年,中国国际期货合并珠江期货、中证期货合并新华期货,在市场上产生良好反应。对于并购,我们在分类监管评价中给予鼓励。

另外,截至 2011 年末,有十余家期货公司财务指标达到主板上市条件,今后将有更多期货公司达到上市条件。支持期货公司公开发行上市,将利于期货公司做优做强、完善治理结构和防范风险。



五是扩大对外开放。从今年行业发展角度看，扩大期货行业对外开放是不可或缺的重要组成部分。原油期货的推出和期货公司业务的拓展，都需要加强期货行业的对外开放步伐。对期货公司的引进来和走出去，我们正在积极研究政策，适时将予以公布。

我们今年创新步伐将会非常的快。

提升行业研究分析能力

期货公司是连接客户和交易所的桥梁和纽带，期货市场的发展与创新必须通过期货公司才能实现，而期货公司发展的关键是加强以分析师制度为核心的研究分析能力。我谈三个观点，供论坛讨论。

第一，期货行业分析师制度的发展应坚持正确的理念。从理论角度看，期货市场研究对套保者、投机者和套利者都应加强服务，三个群体中任何一个缺乏和失衡，都会导致期货市场功能难以发挥。当前我们应牢牢把握期货市场服务实体经济这一根本要求，使三类市场参与者均衡发展，纠正以往过度倾向于投机群体的现象。

第二，期货分析师的专业化进程将呈现快速发展的趋势，这一趋势与期货公司的快速发展趋势一致。随着期货品种和期货公司业务范围的扩展，期货公司的专业化将成为发展趋势。

可以预见的是，期货分析师的多少和质量将成为期货公司的核心竞争力。那些拥有众多高水平分析师的期货公司将成为具有较强竞争能力的综合性公司，获得巨大的发展空间；拥有某一领域高端分析师群体的期货公司将成为专业化公司，获得充足的生存空间。

第三，积极探索适合期货分析师发展的新机制。前几天，在我们深入基层的调研中，许多客户集中反映期货公司服务的层次和质量难以满足产业需求。关键问题之一是，期货公司没有足够好的分析师，这反映出实体经济对期货行业加快培养分析师队伍的客观需求。


期货行业应探索适合分析师发展的新机制：

一是选择具有行业优秀水平的分析师，并向社会公布，便于产业客户找到他们。希望大家和我们共同探讨出一条选择分析师、宣传分析师、运用分析师的道路，从而更好地为产业经济服务。

二是以优秀分析师为核心，构建行业分析师队伍，形成有利于行业发展，有利于服务国民经济的研究群体。

刚才我讲了，市场参与者分三个方面，三方不可或缺。服务产业客户、服务套保客户，这是核心。但是，它们也需要有大量的交易对手，这就是投机客户。所以，我建议分析师在这三个方面都要予以关注。但是，出发点和核心还是服务国民经济、服务产业。如果没有产业，市场做得再大、交易量再多，也达不到我们的核心目标。

三是形成尊重优秀人才的行业文化。应该说，分析师代表着期货行业研究分析的能力和水平。我建议各公司，乃至整个行业，形成尊重高端人才的文化。其中有一条重点，就是要激励机制，包括将来的分析师评选，应该从保护、培育和建设分析师队伍的角度予以考虑。

通过我们的共同努力，相信期货行业的分析师们将为我国期货市场 and 经济建设做出更大贡献。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



复杂国际环境下的中国经济

■ 法国巴黎证券（亚洲）有限公司董事总经理兼首席经济师 陈兴动

今年是我进入资本市场的第十九个年头了。1993 年我加入这个行业，算起来时间过得很快，今年已是 2012 年。我跟在座的诸位是同行，也是分析师，只不过我过去面对的更多是国外投资者。

在这差不多二十年左右的时间里，我对资本市场的理解，大概可以分为三块。商业银行是盎格鲁萨克逊的文化，投资银行是犹太的文化，今天我们所谈论的期货，特别是衍生品工具这一块，我感觉跟法国的文化联系非常密切。1998 年法国巴黎银行收购了百富勤之后，我加入了巴黎银行，所以对他们的理解更加深刻一些。

我做经济学家三十多年，走过了很多地方，遇到了很多挑战。很多投资者说：“你们经济学家有用吗？听完了你们的讲话不解渴，但又缺不了经济学家。”这里有一个笑话。

国际金融风暴爆发之后，有两个美国投资者，觉得没事情可做，就去度假，飞热气球去了。大概飞到墨西哥上空时，迷失了方向。他们看到地上有两个人在走，其中一个投资者就问地上的人，“你能告诉我在什么地方吗？”地上的人说，“你在热气球上。”

另外一个在热气球上的投资者说，“这个人肯定是经济学家，有三个标准可以判断：第一，他是用绝对的语气回答你；第二，当他说出答案时，没有丝毫犹豫；第三，他的话对我们一点帮助都没有。”



但是，我觉得经济学家还是有用的。

我的命题作文是“复杂国际环境下的中国经济”，今天我要讲的信息很简单、很明了，但是又很重要。

中国是世界的中心

我刚刚在美国、日本，路演了一圈回来，感觉到中国经济对世界越来越重要，全世界的投资银行家、基金经理都在看中国。这次路演回来的感受跟大家分享一下，尽管不是刚刚发现的。

第一，不了解中国，就不了解世界，中国现在是世界的中心。

第二，了解中国经济的关键是“从上到下”。我们过去在全球做路演时，经过很多发达国家，他们看一个市场基本都是“从下到上”，从微观到宏观。而中国都是先讲方向，再讲宏观，再讲微观。

第三，中国宏观经济探讨的是“可能是什么”，而不是“应该是什么”。从政策角度讲，中国应该往哪里走，但是从市场角度讲，更多地是判断可能会发生什么，基金经理和投资者只能从“可能”中赚钱，而不是从“应该”中赚钱。

第四，要判断政策制定者对形势的判断，中国

所面对的政策选择有多少。所以，这始终是我们围绕客户要讲清楚的，这就是难点。

第五，了解中国经济政策的走势是困难的。我们发现，尽管中国现在不断开放、透明，政策的透明度不断上升，但是很多信息还不完善。

最后一点，世界央行的行长在中国，货币政策的影响是非常巨大的。

增速较快、动力不足

从一季度中国经济数据来看，中国经济仍然保持了8.1%的增长，增速较快，没有超出大多数人的预期。但是，中国目前的经济增长的动力，在我看来，是不足的。经过人大确定的今年的增长目标是7.5%。大家都知道，多年以来国家决定的增长目标都不是目标，而是底线。这个7.5%是不应该突破的，而应该是8%以上的增长。从这一点上来讲，动力是不足的。

增长动能加速

如果动力不足，今后中国经济是加速还是放慢呢？在我看来，中国经济增长的动能在加速。

我在美国走了12个城市，进了几十个基金管理公司。我发现投资者对中国的看法，基本上分两种。对冲基金对中国经济未来走势的看法变得越来越悲观，他们认为中国出现硬着陆，不是一个“可能、不可能”的问题，而是一个不可避免的问题。主要原因是去年四季度他们太过乐观了。

而作为买方的投资者，对于中国经济增长的认识基于两点，一是中国经济增长放慢不可避免，因为中国需要调整，我认为这比较现实；二是中国经济应该会逐渐地走出来。

目前，中国经济的增长遇到了四个比较大的挑战，或者说四个问题，并造成一季度经济增长速度放缓。

第一，外部因素，出口增长下降到 20% 以下。

第二，滞后影响，宏观政策调整之后，其影响并没有完全表现出来，还有后续影响，比如地方融资平台的问题。

第三，宏观政策执行过程中，有关部门还有些迟疑。特别是在总结 2008-2009 年中国所采取的史无前例的宏观宽松政策所导致的一系列经济后果时，中国经济的增长一定要恢复依靠自主增长的动力，而不应该依靠宏观政策的刺激。我认为在政策执行上还没有回到正常运行的轨道上来。

第四，地方换届对于政策决策和经济运行的影响。我在青岛、福建、浙江和广东做过一些调查，特别是回到老家福建，跟当地市领导谈论的时候，发现在换届过程当中许多原来想做的事情都暂时慢了下来。

国际经济稳定向好

从目前来看，国际经济处于一种稳定向好的态势。

从美国经济来看，应该说是比较大的改进。我这次在美国去了 12 个城市，跟各方面的人都在交流，包括出租车司机、开商务车的司机、我的同行、酒店经理、饭馆老板、坐在飞机上的人，他们都认为美国经济的确比 3-6 个月之前有很好的改进，很多人回去工作了。

从指标上也可以看出失业情况有了很明显改进，房地产情况也有改进。好是好起来了，但经济学家似乎还说不清楚好在什么地方，怎么个好法，可以持续多久。正因为如此，美联储目前还是继续保持宽松的货币政策。美联储造成的印象是什么？是让消费者继续认为美联储还有机会推出 QE3，尽管市场对 QE3 的预期不那么大了，但是美国人是判断至少还有 60% 的可能第三季度推出 QE3。

再看一看欧洲的情况，当新的欧洲央行行长德拉吉上任之后，就推出了长期再融资安排，并使得

欧洲金融市场总体上有了重大改进。所有的商业银行，得到了 2011 年 12 月份和 2012 年 2 月份两笔大的长期再融资，金融市场基本上比较稳定。

但是，目前的这种稳定也存在不确定性。除了希腊以外，其他各个国家的十年期的国债都大规模下降。欧洲经济会怎么样？法国总统大选等都为欧洲未来走势留下了不确定因素。如果萨科奇继续得到总统大位，法德之间的团结会继续向前；如果是奥朗德，可能是在三个问号后继续加三个问号，全世界对于欧洲信心的建立要花更长时间。

中国能不能帮助欧洲走出来？最近我听到了一个说法，欧洲的公司在过去的三十年帮助中国经济快速增长，中国也应该有义务、有责任帮助欧洲走出现在的困境。当然，欧洲人到中国来，帮助中国经济增长，是利用中国市场挣钱的。要想中国帮助欧洲，也要有利益。

危机、危机，危险和机会是结合在一起的。现在来讲，不同的人到欧洲，可能会进入第二轮探底。我觉得基本上可以做出判断，欧洲远没有走出困境，欧洲经济远没有到底，只能通过不断地在无奈当中寻找下一个底。

新一轮经济改革开启

地方政府换届，特别是市级及以下地方领导的换届已经基本完成。就我对中国的调研和了解来看，地方政府领导班子一旦确定，他们的基本思想就会回到经济增长上来。

在我看来，他们面临了三个压力：一是要创造就业机会；二是要保证财政收入；三是要做政绩，而经济增长就是他们最重要的政绩之一。在这三个压力之下，我觉得地方政府会重新聚焦经济增长，动力会不断增强。

从 3 月 28 日国务院批准温州金融改革方案之后，可以看到一系列相关规则和政策的推出。我认为中

国经济进入到了新一轮的改革，或者说是金融改革已经开启。

最近的宏观政策已经变得越来越明朗。特别是上个礼拜五，国务院召开经济形势分析会之后，得出了几点非常重要的结论：保持出口增长的稳定，推动消费的增长，但重要的是，保持固定资产投资的合理增长。

投资怎么上去？归纳起来就是八个方面的投资需要加强：第一条是保证在建的重大工程；第二条是推动“十二五”规划当中的重大项目；第三条是农村和西部地区的基础设施投资；第四条是城市的市政建设；第五条是铁路；第六条是节能减排；第七条是生产能力布局到中西部；第八条是保证地方融资平台融资的、有现金流的项目的资金供给。

根据国务院的要求，货币政策要保持经济稳定、快速增长，控制金融风险 and 通胀，但更加重要的是要保证实体经济对资金的合理需求。

在这种要求下，中国人民银行在上周三、四答新华社记者问时，就有几个重要的表示：一是信贷规模要适当增长，要有针对性地保证实体经济增长；二是要推动直接融资，提到了企业债，特别是中小企业的企业债的发展；三是要加强流动性管理，要用公开市场操作，通过存款准备金率、央票的变动，保证市场流动性。

国务院进一步提出，在保证出口问题上，一是对于出口企业的资金供给，二是提高和改进出口企业的增值税返还，三是改进出口市场，开发新兴市场。

房地产市场不会崩溃

经济增长最大的风险，不是出口，不是消费，而是投资。投资在中国经济增长当中是有缺口的，目前的情况来看是 3%-4% 左右。缺口集中在什么地

方，它的决定权在哪里？在房地产市场。

现在大家对房地产市场比较纠结，从宏观的国家层面，基本上看不到目前所谓的房地产价格调控政策会完全终结。本届政府不会，下一届政府上台后也不会马上取消。房地产价格调控政策，至少会持续到 2013 年中期，甚至是 2013 年年末。

房地产开发商和地方政府在严控状态下已经受不了了，甚至包括上海这样的城市，都希望找出一些迂回的办法，来消化房地产调控政策的影响。地方政府的压力应该是很大的。在这种情况下，随着时间的推移，我想会找到一条中间道路。我认为目前有两种办法。

第一，把房地产调控政策逐渐缩小至其中的一小部分。房地产基本上包括保障性住宅、普通性住宅和高档住宅。未来的调控政策可能只限于高档住宅。保障性住房现在是大力推动，普通性住宅现在已经基本放松；第二，把所谓的刚需放开，只控制投机和投资需求。

很多人是担心房地产崩溃，我认为房地产不会崩溃。

中国经济不会硬着陆

我觉得中国不会出现硬着陆。如果硬着陆，后果是不可想象的。但是，中国经济保持高增长时，增速还是会下降的。

总结一下我的观点。今年一季度中国经济增长不错，但增长动力不够。从去年四季度到今年一季度的经济增长放慢了。但由于出口、政策执行、地方换届等因素的改进，中国经济增长的动力在加速。

我估计到七、八月时，中国人就不再讨论经济增长会不会出现硬着陆的问题。中国经济的增长应该是在 8.5% 以上，我预计超出 8.5% 的概率要远远大于低于 8.5% 的概率。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

创新提升服务

上半场 主持人



罗旭峰
南华期货有限公司总经理

上半场 嘉宾



褚袂海
上海期货交易所
副总经理



朱丽红
大连商品交易所
副总经理



张静
郑州商品交易所
总经理助理



胡政
中国金融期货交易所
副总经理

发展创新思路 and 方向

罗旭峰：春江水暖鸭先知。本届分析师论坛呈现出与以往不同的气氛，相比往年，这一届的参会人员要多得多。我们也更加愿意与交易所加强交流，从郭树清主席提出的发展创新步伐来看，交易所是非常重要的一个环节。自上任以来，郭主席强调创新的重要价值，鼓励金融机构围绕服务实体经济开展创新。首先，我想请台上的四位老总谈一谈这两年交易所发展创新的思路和方向。

褚袂海：创新是任何一件事情发展的原动力，创新和发

展是密切相关的。特别是对于中国经济来说，从计划经济到市场经济，再从内陆经济到全球经济，必然是一个从原有模式走向创新的过程。期货市场也只有创新才能更好地发展，才能更好地为实体经济服务，才能与中国经济发展相结合。

张静：对于郑商所来说，今后一两年的创新路径是能够扎根于、服务于实体经济，推动品种创新、业务创新和技术创新。

品种创新方面，我们是这样考虑的。玻璃期货现在已通过立项，正在预审，希望尽快推出。已立项的还有油菜籽和油菜粕期货，也希望这两个品种能在较短时间内推出。



同时，目前正在紧锣密鼓调研和设计的土豆期货，还不确定能不能推出。土豆期货和以往的期货品种有比较大的区别，在设计上也需要创新。另外，我们近两年还在研究动力煤、尿素、商品指数、期权等品种。

业务创新方面，针对已经开展的活动，创新服务渠道，并加强与企业的沟通，特别关注中、小、微型企业在金融服务、现货服务上的难点问题。

制度创新方面，总结现有制度，并在此基础上进行创新，特别是在交割方式上，比如计价点的期货交割。

技术创新方面，用新技术、新方法、新设备，打造更安全、高效的技术平台。

朱丽红：每个行业创新都非常重要。今年开始，我们已深刻感受到期货行业的创新步伐，从证监会到期货交易所，再到期货公司，都加入到了创新的行列。

从行业发展、市场结构来讲，期货交易所是市场组织者，也是行业自律监管者。实际上，对于产品创新、制度创新和技术创新来说，交易所都发挥了非常重要的作用。在创新的大浪潮里面，交易所应该知道自己的责任，引领行业发展的步伐，加大创新力度。

从大商所情况看，主要是围绕新品种、新工具和新系统进行创新。大连地处东北，大商所要依托东北粮食生产基地和老工业基地的优势，面向全国，走向世界，推动期货市场的发展。

胡政：中金所是公司性质的交易所，其他三家期货交易所合起来的股份占到总股份的60%，股东怎么创新我们就怎么创新吧。

中金所是一个非常年轻的交易所，我们希望能在所有的创新方面做一些尝试。同时，我们是公司制的交易所，希望在公司服务、发展活力方面走在前面，为我们的股东做一些尝试。

刚才几位老总也讲了，期货市场的创新无外乎就是产品创新、技术创新、制度创新。从产品创新来看，中金所目前只上市了一个沪深300股指期货产品。但是，我们的产品线应该包括证券类、利率类、汇率类的衍生产品，我们正在积极突破，尤其是在今年行业创新势头非常强的形势下。

在制度创新方面，作为公司制交易所，我们要以创新的思维更好地为市场服务，让投资者和期货机构能够在市场中得到更好的发展。至于技术创新，我本人是技术背景，而且两天之前，刚从美国、欧洲转了一圈回来，我发现全球期货市场技术创新力度非常大，很多东西可以向国际市场学习。

个性化业务和活动

罗旭峰：我们知道中金所是一个没有物理场地的交易所，对于技术的依赖度更高。创新包括产品创新、制度创新和技术创新，在创新思路方面，每家交易所都有不同的想法。

上期所在推动期货市场对外开放方面有很多举措，如保税交割，最近跟港交所又签了备忘录。我想先请褚总谈一谈上期所今后在对外开放方面会有哪些新的动作？

褚晓海：从对外开放角度来说，上期所一直在努力。期货市场最后一定是一个国际性市场，特别是商品期货，它们的流通具有非常大的国际特性。中国已经成为大宗商品消费最多的国家之一，不管是有色金属、黑色金属，还是能源

产品,这些产品的生产和消费必然是全球性的。期货市场是为实体经济服务的,但如何服务,摆在了市场上每一个人的面前,也包括交易所的面前。

上期所在 2007 年就把有色金属注册品牌完全国际化了。境外的企业要在上期所注册品牌的话,都要严格按照上期所的标准,并通过实地考察、产品质量体系稳定性论证和检验等。

2010 年以前,所有交割的产品都是完税的。非完税产品怎么办?境外产品怎么办?从 2010 年开始,上期所试点了期货保税交割业务。2011 年以来,保税交割业务运行情况较好,走通了所有环节。

这一突破在商品期货国际化方面走出了坚实的一步,也为其他方面的突破打下了基础。目前,上期所正在积极研究国际性交易平台。

我们首先要跟境外的期货交易所对标。要利用过去的经验、积累的基础,发挥我们的长处。同时,也要看到自身的短板。在成本、效率等方面如何适应全球化,规章制度、各方面政策、人员的全球化安排等,都需要对标。

我们一家交易所对标是不行的,需要在座的各位一起,特别是分析师们。如何从中国的视角看全球产业发展?如何使产业与金融相结合,与财政政策、货币政策相结合?这就涉及到期货公司和交易所一起打通国际化链条。

上期所愿意跟各位一起探讨,在当前实体经济迫切需要期货市场国际化的背景下,共同设计有效的、风险可控的、设计大胆的、研究丰富的、论证严密的、执行很严格的国际化思路和步骤。

罗旭峰:在争夺全球商品定价权的过程中,上期所的保税交割无疑迈出了非常坚实的一步。整个期货市场是为实体经济、产业经济服务的,过程中,每个交易所都有不同做法。据我所知,郑商所的“三业活动”一直做得非常出色,“点基地”和“面基地”取得了非常好的效果。我想请张总谈一谈郑商所今年在服务产业方面的进一步举措。

张静:我们是从 2009 年开始做“三业活动”的,就是“走进产业、贴近行业、服务企业”。实际上是设计了一系列体系

和指标,把公司和交易所为产业、企业做的所有工作列了出来,并提出比较详细要求——做到哪一步、哪一项,能够得到多少分,得到交易所怎样的服务。

截至 2011 年底,至少举办了 480 场活动,数万人参与。今年,我们对活动做了较大修改,增加了一些内容,特别是增加了如何为产业链的龙头企业、中型企业、小微企业提供支持。做得更细,包括了信息服务等方面,而且更加有针对性。

今年我们有几项重点工作。

第一,服务三农的系列活动,结合郑商所的产品,在一些现货企业,特别是农产品优势地区进行系列巡讲和宣传活动,有千人培训计划,还有协会会员万人计划的实施。

第二,全面梳理交易规则,从而更加适应现货市场和企业。同时,也会考虑小微企业如何利用期货市场,加深期货市场和现货市场的融合,提高企业参与的广度和深度。

第三,点基地和面基地。点基地指行业龙头企业,面基地指在优势地区由行业协会和监管机构共同签署协议,提供比较广泛的升值服务。点面结合吧。

第四,继续办好高端会议和论坛,在各个层面提高期货市场的社会认知度。此外,在期现融合方面,就企业参与期货市场的难点进行逐项分析。

罗旭峰:一年 480 场活动,几万人受训,的确非常多。我们需要这样一种精神去推动交易所乃至整个期货市场为实体经济服务。

3 月 21 日,最新公布的《东北振兴计划》明确提出支持大商所拓展服务功能、完善品种交易体系、加快建设亚洲重要的期货交易中心。我想请问朱总,对这项规划,大商所有什么具体举措?

朱丽红:2007 年以来,针对东北地区的规划大都提到了大商所。大商所地处东北,从建设到发展都依托了东北优势。东北地区是粮食主产区,也是老工业基地,农业资源、林业资源、矿业资源都非常丰富。

大商所未来落实国家有关要求和规划,都会依托地区优势来开发新产品。我想产品应该是为产业服务、地区服

务的一个依托。这些产品既具有地区优势,同时也在中国经济发展中占据重要地位。无论是粮食,还是矿产资源,都影响国计民生,并在国际市场上占有非常重要的地位。我们几乎是全球最大的大宗商品进口国、消费国和生产国。大商所开发产品的任务非常繁重,我们会依托产业优势,集中开发相关品种。

刚才谈到对外开放,这些产品在国际上很有影响力,既要争夺话语权,又要争夺定价权。我们会围绕这些产品开展制度创新,面向全国,走向世界。

最后,金融创新是依托于人才的,我们正在跟省委省政府、市委市政府探讨如何在人才队伍吸引和培养上下工夫。

罗旭峰:既要争夺话语权,又要争夺定价权。朱总给我们很大信心。

今年,大家非常关注中金所快速增长。我注意到上周四股指期货交易额占到全市场交易额的 50% 以上。这是个非常重要的信号,说明金融期货的社会认同度在快速提升,参与度也在快速增加。我想请教一下胡总,中金所现在的游戏规则处于一种相对比较苛刻的状况,未来有没有可能实施一些政策的松绑,或者说是其他的一些创新?

胡政:我分管交易所的交易,上周四我在国外出差时交易量都比较大。

从中金所的发展来看,在两年的交易中,我们很高兴地看到股指期货交易呈现出非常好的稳定态势。

第一,整体运行平稳,没有出现什么问题。交易量和持仓量保持比较好的比例。尤其是去年三季度以来,持仓量大幅增加,持仓量跟交易量的比值更加趋于合理。当然跟国际市场的差距还很大,这可能是中国特色。但是,从整个市场来看,还是比较平稳的。

第二,机构投资者参与非常积极,并开始在中发挥作用,促进股指期货市场功能的发挥。目前,证券公司、基金公司、信托公司等各种机构投资者都开始逐步参与。

第三,市场紧跟现货,价格走势跟沪深 300 指数的联系非常密切。

在两年的发展过程中,为了保证平稳起步,交易所采取了比较谨慎的态度。事实表明,这种管理模式是比较稳妥的。接下来,我们会努力服务市场,使监管措施更加符合市场实际,在过去两年的运行基础之上做一些改进和完善,更好为市场发展服务。

除此之外,我想回应一下产品创新。当前,国债期货已经开始仿真交易。前两天,我去欧洲参加世界交易所联合会,期间也讲到了国债期货仿真交易,人家马上回了一句——“别忘了你们的股指期货可是仿真仿了四年”。

目前,各方面的环境都非常好,我们会加紧努力,尽可能地加快步伐,推进产品创新,尤其是国债期货和沪深 300 股指期货。

寄语中国期货市场

罗旭峰:胡总的智慧在圈内向来是比较出名的。最后,我想请四位老总用一句话来概括期货市场创新的愿景。

胡政:当前是中国期货市场发展的最好时期。本人从 1992 年开始从事期货方面的工作,在这二十年中,经历了许多风风雨雨,但是在不断成长。今后,将面临许多新挑战,同时也有许多新机遇。携 20 年的沉淀和积累,中国期货市场的明天会更好!

朱丽红:希望我们未来的职业生涯能够赶上中国期货市场最辉煌的时代。

张静:从某种意义上讲,今年或今后一两年、两三年,将是中国期货市场的“创新之年”。很多东西已经不能适应市场发展,我们需要这样的“创新之年”。

褚剑海:让我们把地球变成一个村,变成一个期货的村。

罗旭峰:非常感谢四位老总在论坛环节给我的支持,希望 2012 年开始起步的中国期货市场会更加美好!

下半场 主持人



胡俞越

北京工商大学证券期货研究所所长

下半场 嘉宾



倪元忠

欧洲期货交易所
资深副总裁



张英华

芝加哥商业交易所集团
高级总监



王宇锦

香港商品交易所
大中华区董事总经理



简佩玉

新加坡交易所
高级副总裁

建言中国期货市场国际化

胡俞越：很高兴主持这个环节，前面环节是国内四家期货交易所老总的圆桌，现在是四位国际期货交易所老总的圆桌论坛。这几位老总外表看其实都是华人，感觉非常亲切，也体现了中国期货市场的国际化，或说是国际期货市场的中国化。

前面五届分析师论坛我也参加了，今天的会场让我很出乎预料，昨天的专题会议我都挤不进去。我并不是业内人士，但我研究了20年期货市场，参加这个论坛非常兴奋、非常激动。

今天上午几位领导的致辞、经济学家的演讲和国内四家期货交易所老总的讨论很丰富。接下来的圆桌论坛

是不是就讨论中国期货市场的国际化，来点“干货”，请各位老总对境外代理业务提供一些建议和想法。另外，除了“走出去”，还有“引进来”，也想听听各位老总的意见和建议。

首先请欧交所的倪元忠先生，从品种结构看，欧交所跟中国期货市场的联系不是很密切，能不能谈一谈您个人的看法？

倪元忠：欧交所主要交易产品有11个资产类别，1700多种产品，主要集中在金融类契约。对中国来说，目前主要是商品期货，未来几年会加大金融产品的开发力度，从股指期货到利率期货、外汇期货，包括期权，产品的广度和深度会逐步加大。对于我们这些以金融期货为主的交易

所来说,以前没有办法参与,今后肯定会更加广泛地参与,合作空间非常大。

历史是没有办法重演的,但是大家过去走过的路还是可以参考。商品期货要服务实体经济,金融期货同样也有很多需求,不管是套期保值,还是其他操作层面。随着中国市场的逐步开放,我相信金融期货将会有很大的发展空间。我们非常期待,全球其他期货交易所也非常期待。

胡俞越:国内的分析师和投资者最熟悉的国际期货市场就是芝加哥商业交易所(CME)集团。CME有四个赫赫有名的交易所,首推就是大家最熟悉、接触也最多的是芝加哥期货交易所(CBOT),另外还芝加哥商品交易所(CME)、纽约商业交易所(NYMEX)和纽约商品交易所(COMEX)。下面听听张先生的建议。

张英华:我们的产品在中国不是很陌生,因为有30余家央企允许使用CME集团的产品进行套期保值,我们对市场有很大的期望。

如何协助中国期货市场“走出去”?主要是开展市场教育。中国期货品种数量与我们相比还是差一点,我们有几千种不同的产品,而且我们有期权。我们将着重协助中国投资者更快地了解我们的产品,去做进一步的风险管理,降低成本,提升效率,从而达到服务实体经济的目的。

如何协助国际投资者“走进来”?很多客户都十分有兴趣加入中国期货市场,特别是金属市场、钢铁市场。每天都听到不同的客户说,十分有兴趣进入中国期货市场,但是不知道怎么做。

目前,中国期货市场的发展着重于创新。怎样通过期货市场的创新,实现金融的改革,进一步服务实体经济?中国的大宗商品需求在国际上都是数一数二的。如何增加中国对国际大宗商品价格的影响力?

中国期货市场是十分活跃的,虽然只有二十多种产品,但交易量已经达到世界领先的位置。为什么中国期货市场

没有在亚洲,甚至是世界的大宗商品定价过程中形成影响力?很大原因是中国期货市场还是完全封闭型的市场,着重于国内投资者对于价格的判断。如果真要达到服务实体经济的目的,引进国际投资者十分重要。

国际化不光是国内投资者要了解国际市场,国际投资者也要了解国内市场,对法律、交易平台都要了解。通过国际和国内交易所的合作和交流,确实可以更有效率地达到这两个目的。

胡俞越:新加坡交易所是亚太地区最早建立的期货交易所,1999年改制之后又成立了新的交易所。我曾经评价新加坡交易所是“侵略性”很强的交易所,大概是2006年中国要推出股指期货时,就被新加坡交易所抢先一步。新加坡交易所上市的几乎所有品种跟新加坡本身都没太大关系。新加坡交易所为什么能够成为一个国际性且具有竞争力和创新活力的交易所?它与中国的交易所之间,可以形成哪些竞争、合作的关系?

简佩玉:我们的业务在1984年就开始了,当时的新加坡国际金融交易所开发了第一只衍生产品,是亚洲第一家衍生品交易所。

之所以我们会以客户群作为产品导向,是因为我们的客户群都是国际化的。我们一开始就是以国际化导向来设计产品,致力于做亚洲的门户。我们走向国际化的第一步是跟芝加哥商品交易所做了一笔交易,联合推出欧洲美元利率期货的头寸冲销系统,能够在两个市场进行24小时的风险冲销。当时的期货市场都是有交易场地的,不像现在的电子化,没有人能够站在交易场地上24小时。然而,通过两个市场就可以达到差不多24小时的风险管理。

我们的产品主要是亚洲地区的股指期货,覆盖了超过80%的亚洲经济体。我们不针对哪个国家,有新加坡的指数期货、中国的指数期货,也有印度的指数期货。这不是竞争,而是为国际化的客户群提供一个他们得不到的交易平台。一站式交易平台对他们来说是比较便利的。新加

中国期货分析师论坛

CHINA FUTURES ANALYST FORUM 2012

提升——与企业共成长

IMPROVEMENT — GROW WITH THE CORPORATE

主办：中国期货业协会
China Futures Association



坡交易所相当于一个交易地点，让他们能够在这里做他们需要的风险管理。

胡俞越：两个交易所在不同时区上市相同品种，相互之间建立对冲体系，这个是非常重要的创新，对于中国期货市场也是非常有启发的。

前面三家交易所都是相对比较老牌的交易所，香港商品交易所显得非常“年轻”，下面有请王小姐谈一谈她的意见。

王宇锦：刚刚胡教授讲到了“引进来、走出去”，我想

这是内地期货行业 20 年来为之苦苦思索，努力尝试，并不断付出代价，获取心得的目标。

我 1998 年开始介入期货行业，当时是给伦敦金属交易所 001 号会员 AMT 做首席代表。那时内地的外盘期货应该是禁止的。我亲历了证监会颁发境外期货牌照，2006 年在 CEPA 协议下六家内地期货公司在香港设立分支机构。

香港商品交易所是非常年轻的，去年 5 月 18 日才刚刚开始上市两个贵金属品种用于测试。我们会在创新过程中紧扣内地，在产品 and 交易模式方面会有所突破。

接下来，我们会推出以人民币报价、美元结算的产品，

推进针对内地期货市场上交易比较活跃的产品的期权研发。在交易模式方面，我们会针对期货产品的下单种类，以及交易模式方面的单一性，开展一些创新。

香港商品交易所虽然是一个年轻的交易所，但主题是很明确，就是紧扣内地，配合内地期货市场的发展，大家共同进步。

各有所长的境外期货交易所

胡俞越：欧洲主权债务危机还在进一步蔓延，欧交所 在欧债危机中起到怎样的化解风险的作用？

姚元忠：两年来，欧交所跟亚洲的交易所进行了很具体的合作，也取得了巨大的成功，特别是在与韩国期货交易所的合作方面。我们和其他交易所之间是竞争与合作的关系，彼此能够拓展，把力量整合起来。另外，我们也与新加坡、孟买的交易所合作。

对于欧债危机，交易所本身就是风险转移的场所，欧交所 2003 年就推出了对冲市场集中对手方的交易结算模式。

我们的结算会员和非结算会员可以和我们签订三方契约，如果非结算会员在市场上的部位达到一定数额，我们会负责通知他们。这样一来，客户比较好地控制住了风险，也可以做到及时揭露风险信息。

我们还保持非结算会员在结算会员所开立的账户独立性，非结算会员的交易部位、保证金以及其他担保品由签订三方契约独立出来。这是在去年 10 月底曼氏倒闭时，我们针对欧债危机推出的服务。

胡俞越：CME 集团是世界上综合性最强的交易所，上市品种最为丰富。2008 年以后，除了为场内服务，还为场外衍生品提供结算服务。请张先生介绍一下这方面的情况。此外，中国期货市场和 CME 集团联系最紧密，如果中国期货市场进一步“走出去”——境外代理业务开放，CME 集团有怎样的服务计划？

张英华：美国金融改革法案强调对场外金融衍生品的严格监管，同时也表示了对场内期货交易，特别是中央清算的认可。这就为我们这种综合性交易所提供了很好的机会，做我们的长项——创新。创新不但包括产品创新、制度创新，还有技术创新。

大概从去年 10 月开始，我们就推出了场外衍生品清算服务，很多客户开始陆续使用这一服务，大概有 5000 亿的场外清算规模。另外，很多投资者在交易所做利率期货，我们就把场内、场外的利率产品归结到一起，进行交叉的保证金对冲，降低交易成本。

我们对中国期货市场有很高的期望，我们在亚洲的办公室有四十多人，除了新加坡外，刚刚设立了香港办公室，主要是为了服务中国的客户。目前，中国期货市场的发展方向是好的，但具体规则还没有出来。在中国期货市场国际化进程中，我们可以扮演很重要的角色。

胡俞越：新加坡交易所的国际化程度很高，同时新加坡不仅是金融中心，也是贸易中心。请简小姐介绍一下新加坡交易所在服务现货市场方面有哪些具体举措。

简佩玉：新加坡交易所所有商品期货和场外远期产品，如何处理与现货价格的关系？我们在选择、考量、设计产品时，会参考现货市场指标，有没有一个标的可以用来作为结算价。

新加坡是贸易中心，云集了很多商品交易公司，现货交易量很大。针对橡胶的场外远期产品，我们就尝试用现货交割的方式，到了交割日就用现货交割，现货和远期产品价格得到了统一。针对铜、铁、铝、锌等金属产品，我们也运用了世界公认的工业定价基准作为结算价。在这样的情况下，我们能够确保期货价格不会离现货价格太远。

胡俞越：香港商品交易所很“年轻”，上市的品种基本上能跟内地进行有效对接。香港还有一家老牌交易所，跟深交所历史差不多，这就是香港交易所。你们之间是怎样的一个竞争合作关系？

王宇锦：很多人问过这个问题，我们最初成立时，都被认为是香港交易所。我们很开心，香港交易所从规模和历史上都比我们大得多、悠久得多。但是，香港从来就没有一个本地的商品期货交易所。谈到金融中心，香港一定要有一个商品期货的平台。

在这样的大背景下，香港特区政府，包括相关监管机构，发挥了很大的协调作用，让我们拿到了批准证书。内地商品期货市场非常巨大，从目前上市的二十多个品种的交易量就能看出来。我们之间是良性竞争。我们希望在接下来的发展过程中抓住商品期货市场中的每一个商机，做好商品期货。

中国期货分析师成长之路

胡俞越：由于时间关系，台上几位嘉宾的讨论告一段落。最后，我想请台上的嘉宾回答两个问题。第一，对中国期货市场国际化有什么期待？第二，对中国的年轻期货分析师，有什么忠告和建议？

王宇锦：做期货、做投资的都说 40 多岁就要退休，这样算的话我已经有了一半的职业生涯。在我的前半段职业生涯中，我看到了伦敦金属交易所做得很成功，我希望在下半段职业生涯中，可以见证中国期货行业走出来，我们也愿意提供帮助。

我本人和我所在的交易所，一直与很多中国期货分析师有着非常频繁的接触。我的忠告就是——眼光放远一点，视野放开阔一点。我知道很多期货分析师在国内期货公司的地位，不如在国际大型期货公司的地位高，但你们一定要把眼光放远一点，期货分析师是期货行业不可或缺的非常重要的一环。我祝你们好运！

简佩玉：我们对中国期货市场有着非常高的期待，中国在商品期货方面做得非常好，现在正在开发金融期货。虽然在金融期货方面还有很多空白点，但我对中国期货市场很有

信心，可以把这个市场做得很大，今后可能是全世界最大的交易场所。期待能够早点开放，然后研发更多市场需要的产品。

对于年轻的分析师，我觉得他们的工作好辛苦。有这么多种，增长速度又这么快，吸收资料、研究加工、传播，真的需要很高的智力和很大的决心。忠告是希望中国期货分析师能够参加不同国家和地区的培训，也欢迎到新加坡来。

张英华：我们的电子交易系统是在 1992 年推出的，是交易所的重大创新，是革命性的创新，为今后工作铺下了很好基础。我们之后跟 CBOT 合作，也是因为这个系统而达成的。中国期货市场是我们另外一个重要的革命性创新目标，一定要与中国的交易所合作，才能真正成为国际金融衍生品的平台。这是我们对中国期货市场的期望。

我觉得金融衍生品市场是很特别的市场，除了股票指数之外，大宗商品、利率等基本上都是国际化的市场。我觉得分析师今后也要创新，从而成为一个国际性金融专才。

倪元忠：对于国际化的中国期货市场，肯定会有很大的发展机会，在座的各位不要错过这个机会。人生很少有这样的机会，一定要把握，否则十年后再回首，是很无奈的。

对于分析师来说，有那么多发展机会，那么多品种推出来，那么多市场参与者需要你们提供的非常完备、翔实的报告。这是历史上绝少的机会！

胡俞越：谢谢台上的几位嘉宾。我今天客串主持人，也想说几句话。全球经济和中国经济都处在下行的通道，下行本身就是风险，避险需求在增加，同时对于期货市场来说也是其发展的一个非常重要的机遇。

在座的年轻分析师们，我有这样一个期待，国际上有非常知名的考试 CFA (Chartered Financial Analyst, 特许金融分析师)，中国期货业协会的英文缩写也是 CFA (China Futures Association)，我希望中国式 CFA (特许金融分析师) 的含金量不断提高。☐

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

分论坛一： 商品期货分论坛



编者按

2012年4月22日下午，由中期货承办的商品期货分论坛成功举行。来自政府部门、境外期货交易所和现货企业的领导、专家，分别就原油、钢材和农产品市场发展形势做了主题演讲。除主题演讲外，论坛还组织了以“大宗商品市场格局变化与趋势展望”为主题的圆桌讨论，讨论嘉宾和现场观众进行了热烈互动。

中国石油政策 及其对石油市场的影响

■ 国务院发展研究中心市场经济研究所副所长 邓郁松

我们谈了很多年原油期货，每年都有很多期待，但却迟迟没有推出来，障碍在哪里？今天上午，有些嘉宾谈到原油期货还是很有希望推出的。我想重点谈三方面内容：首先对行业政策做一个简要梳理；然后介绍石油市场的特点；最后重新回到期货这个层面，看一看国际原油期货产生的背景，以及国内如果推出原油期货的话，大概会有几种选择。

中国石油政策的主要内容

对上游勘探开发的市场准入管理，有几个规范性的文件——《矿产资源法》、《矿产资源勘查区块登记管理办法》和《矿产资源开采登记管理办法》等。《矿产资源开采登记管理办法》做出了对石油、天然气的特殊规定，如果申请勘查石油、天然气，需要提交设立石油公司的文件或者相应证明。

从原油角度看，我们既可以在国内生产，也可以从国际市场上进口。原油进口大概分为国营贸易和非国营



贸易，国营贸易的进口量是可以自由增长的，而非国营贸易的进口量，根据WTO承诺，每年有15%的增长量。

自20世纪90年代以来，我们对石油炼制行业，特别是对炼油厂设立，有非常严格的规定。建立一家炼油厂并没有想像中那么简单，需要经过很多审核程序，才可能最终得到批准。

有一个文件对整个炼油行业，包括对原油资源配置的影响非常大——《关于清理整顿小炼油厂和规范原油成品油流通秩序的意见》（国办发〔1999〕38号）。1998年，石油石化行业改革重组，市场秩序相对混乱，在此背景下，这一文件的出台实际上想解决几个问题：一是石油炼制行业产能过剩和布局不合理；二是一些大中型国有炼油厂侵吞市场的情况；三是环境保护方面的问题。

具体措施为：一是取缔非法采油点；二是取缔非法炼油活动；三是在石油炼制体制改革，石油集团和石化集团生产的原油、中国海洋石油总公司国内销售的原油

我们一定要关注石油定价机制对期货市场的影响。从国内情况看，到目前为止，至少在成品定价方面仍然实行政府指导价，而不是市场化定价。所有期货品种的推出一定是以市场化定价作为基础，如果要推出石油期货也要以此为基础。

油、中国新星石油公司和地方油田生产的原油，以及进口的原油，全部由国家统一配置，不得自行销售。

按照 WTO 承诺，我国成品油零售和批发市场已先后于 2004 年 12 月 11 日和 2006 年 12 月 11 日全面开放。同时，商务部对《成品油市场管理暂行办法》进行了修改完善，并制定了《原油市场管理办法》。原油经营也实行许可制度，最重要的两条，一是有原油勘探开发生产能力，二是有进口资格。

到目前为止，原油定价是根据 1998 年的《原油、成品油价格改革方案》。该定价机制可以简单概括为四个方面：一是石油天然气集团公司和石化集团公司之间购销的原油价格由双方协商确定；二是购销双方协商的基本原则是，国内陆上原油运达炼厂的成本与进口原油到厂成本基本相当；三是购销双方结算价格（不含税）由原油基准价格和贴水（或升水）两部分构成；四是国内原油分为轻质油、中质油 I、中质油 II、重质油四类。

我们从 1998 年就开始进行原油和成品油定价机制改革，目前仍然在讨论怎么样完善成品油定价机制。成品油定价机制改革面临两个问题：一是定价机制自身需要进一步完善；二

是定价机制是否得到有效执行。

石油政策对石油市场的影响

整个石油产业链的相关政策，对市场的运行产生了深远影响。经过 1998 年一系列改革，石油市场秩序得到了明显好转，不管是在上游勘探开发领域，还是在中游炼制环节、下游分销或者批发零售环节。

石油市场的上游实行相对严格的准入机制。从勘探开发来看，目前为止就是中石油、中石化、中海油和地方石油企业。它们基本涵盖了我国所有勘探区块的石油生产。

从炼制环节来看，炼厂数量比较多。到目前为止，全部炼厂数超过两百家，其中地方炼厂数超过一百家；原油加工能力超过 6 亿吨，其中地方炼油企业的加工能力超过 1 亿吨。

从生产环节来看，主要集中在三大国有石油公司——中石油、中石化和中海油。从成品油批发零售来看，竞争很充分，特别是在加油站方面，民营企业占有一半的数量。

从原油生产和进口到成品油生产和进口，再到终端销售，我们看到越往下游竞争越充分。

从流通层面来说，国内石油市场与国际石油市场有着非常紧密的联系，石油进口依存度超过

50%。从进口渠道和进口主体角度来看，石油行业和其他行业存在很大差异。

发展石油期货需关注的问题

从国际石油期货发展历程来看，成功推出石油期货有三方面的条件：一是要有石油现货市场；二是现货价格合约被广泛使用；三是要有规避价格风险的需求。

从1860年石油行业起步至今，国际石油价格最稳定的一段时期是1945年到1970年。在石油工业发展之初，石油价格波动非常大，甚至远大于今天。为什么1945年之后那段时期石油价格非常稳定？这和当时的市场结构和定价机制有很大关系。当时的定价机制是由跨国公司所主导的标价，在标价阶段，价格是相对稳定的，固定价格合约占主导地位。

到20世纪60年代，欧佩克成立，同时由于中东一些产油国逐步对石油工业实行国有化政策，跨国公司陆续退出，价格出现很大变化，并过渡到欧佩克标价阶段，但是固定价格合约还是占主导地位。

70年代慢慢出现一个所谓的现货市场，以固定价格合约为主导，签订的合同是“固定数量、确定价格”。这一现货市场仅仅是一些公司之间调剂油品余缺的市场，交易量很少，不超过全球市场贸易的5%。但是，石油公司从产油国退出后，现货市场交易量开始增加，市场影响力逐渐增大。

1973年石油危机发生后，业内人士发现现货市场价格变化远大于固定价格变化，且现货价格受供给领域冲击的反应更加明显。慢慢地，一些贸易商就开始采用现货价格合约，从而取代传统的固定价格合约。在采用现货价格合约的情况下，长期合同仍然有价值，但是长期合同不再规定价格，只规定数量。原有的固定价格合约所占比例越来越小，现货价格合约开始成为主导。

在现货价格合约成为主要形式后，交易双方都面临着未来价格的不确定性，从而自然而然地产生了规避价格风险的需求。在这种情况下，美国于80年代

推出石油期货才成为可能。70年代伦敦交易所也试图推出原油期货，但没成功，原因就在于没有现货市场基础。

一旦现货价格合约成为主导形式之后，大家就希望找到一种更领先的指标，来帮助确定现货价格，这时期货价格的优势就体现出来了。很显然，那些交易量大、流动性好、被市场认可的期货价格合约，对现货市场的影响逐渐增强，大宗商品价格越来越具有金融属性，参与定价的主体已经发生了一定变化。

如果要推出中国的石油期货，毫无疑问，必须要有一个市场化程度相对较高的市场。这一市场大致可以分为原油市场和成品油市场。从目前来看，国内原油的市场化程度有待提高；成品油市场主体相对较多，但可能同样受制于上游产业。如果想推出原油期货，必须要进一步解决原油的市场化问题；如果想推出成品油期货，同样需要解决成品油的市场化问题。

当然，还有第三种选择——不以国内的原油作为标的，而以国际的原油作为标的，这样就不需要按照现有政策。因此，从市场发育层面来看，我们推出石油期货时有三个选择：国内的原油、国内的成品油和国际的原油，不同选择下需要解决不同政策层面和市场层面的问题。

我们一定要关注石油定价机制对期货市场的影响。从国内情况看，到目前为止，至少在成品定价方面仍然实行政府指导价，而不是市场化定价。所有期货品种的推出一定是以市场化定价作为基础，如果要推出石油期货也要以此为基础。

国际大宗商品市场和国内市场的联系越来越紧密。怎样看待中国大宗商品市场的发展？怎样逐步推出一些大宗商品期货，从而更好地服务于实体经济？解决这个问题仍然需要从市场、价格、监管等几个层面考虑。一旦条件具备了，相应品种的推出就会水到渠成；然而，如果相应的政策，或者市场化还没有达到一定程度，那么我们对这个市场的期待就仍然需要继续。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

全球主要原油期货市场运行格局与特点

■ 洲际交易所董事总经理 黄杰夫



我想主要对目前国际石油定价的基本格局，特别是在金融危机之后出现的一些新变化，做一些简单介绍和分析。

洲际交易所成立时间比较短，2000年成立，目前在纽交所上市，市值90到100亿美金。

目前，我们在全球有五个清算所、四个期货交易所、两个场外交易市场，分布在美国、加拿大和欧洲。我们的农产品期货较多。

欧洲清算所成立于2008年，目前主要从事结算、风险控制等业务，保证金规模在143亿。监管部门既包括英国的FSA、英格兰银行，也包括美国的CFTC。

2006年，我们成功推出WTI原油电子交易合约，是全球唯一一家既交易布伦特原油又交易WTI原油的交易所。

石油市场驱动因素

大家给了石油很多属性，对国民经济的影响、在GDP中的重要地位，还有地缘政治因素，分析师在

考察石油发展动态时必须关注。

布伦特原油很重要的特点是可以海上自由贸易、自由运输。国际性石油定价标杆不可以出现运输上的瓶颈。三年来，北海布伦特原油第一次运到中国。如果交通运输出现阻碍，国际油价再低也运输不到中国，这样的标杆对中国乃至亚洲没太大意义。

从分析师角度来看，库存很重要。目前的石油库存，从全球来看，维持在50到55天。石油价格对信息高度敏感，有风吹草动油价就会做出反应。石油价格与美元负相关，这是一般来讲，当然不是永远负相关。做石油的人一定要看到美元的影响。另外，顺周期、宏观因素、通货膨胀等也是石油市场的驱动因素。

基准石油约束因素

基准为不同质量的原油提供了统一的定价方案。550多种原油标准，有多少可以作为价格基准？产量最多的？阿拉伯轻质原油？乌拉尔石油？伊朗重油？都不是。为何产量120万桶/天的布伦特原油和产量35万桶/天的WTI原油为全球产量多达600到850万桶/天的原油定价？这两种等级的原油有何独特之处？

在我们看来，首先，石油基准应该是整个行业认可的参考点，公开、透明并且重要；其次，基准产品化。虽然品类比较重、比较轻，或者含硫量比较多、比较少，但定价相对性或者说差价具有相对的稳定性。另外，作为

一个标杆，石油产业链能不能用其进行有效套期保值也很重要，这是要通过几十年的市场运作才能真正体现出来的功能。当然，价格也是要透明的。

石油定价标杆

投资的、对冲的、产业链上套保的，以及操盘手，不同类型的人需要在全世界范围内进行运作。

第一，石油标杆要能够总体上反映全球的供需结构，比如，如果布伦特原油供给增加，同时亚洲需求旺盛，那么要可以进行跨市套利。

第二，石油标杆的展期收益要稳定，并且为正收益。

第三，石油价格发现不光是原油本身，还包括炼油厂等环节。国际上越来越通行的做法，不是给成品油直接定价，而是以原油差价的方式对成品油定价。所以，石油定价标杆要可以在全球范围内进行跨市套利，同时在跨市套利过程中，不可以有任何基础设施运输方面的障碍。

在过去十年或者雷曼倒闭之后的三年中，布伦特原油作为石油定价全球标杆，最重要的几个特点：一是流动性相当好；二是与其他品类原油的定价关系相对稳定；三是在成品油定价方面有相互推拉的稳定的相关性；四是作为交易标的能够在全球流动。

大概有四点决定石油标杆是不是有国际参考价值，我们在分析的时候要重点关注一下。

第一点，原油有没有国际代表性，不管是重质的还是轻质的，一定要有国际代表性；第二点，能够真实反映整个石油产业链上实体经济的利润和运作情况；第三点，与其他品类石油的差价相对稳定，如果不稳定，别人定价就会很难。最后一点，整个行业的采纳率要高，这个采纳是很多年交易出来的，而不是政府指定必须使用。

布伦特和 WTI 原油特点

布伦特原油的全球石油定价标杆地位的确立，与其交易量和持仓量不断增加有很密切的相关。

国内有些专家问我，即便现在布伦特原油一天有 120

万桶的产量，如果开采完了怎么办？之前很多权威机构预测 2012 年北海布伦特石油产量会低于 100 万桶，现在不仅没有低于 100 万桶，还到了 120 万桶。是什么原因？开采技术发生了革命性变化，技术的革命带来了产量的持续供给。


另外，从布伦特 BFOE 总体产量来看，目前已经是 WTI 标的物的 3 到 4 倍，是迪拜的 1.5 倍。在整个石油贸易链中，有 60 艘大船保证运输。布伦特选择实物交易，从 2008 年到今年年初，现货和期货在交割月份的差价不超过 1%，能够反映出实体经济的情况，这也是一个标杆必须具备的素质。

关于美国的标杆 WTI 原油，现有管线的改向——原来是南向北，现在是北向南，从美国中部向墨西哥湾、路易斯安那炼油厂运输，这些基础设施的瓶颈，我认为不是 2013 或者 2014 年就能立刻解决的。从价格曲线来看，包括布伦特在内的很多国际石油都与迪拜有一个相对平和、稳定的价差关系，而美国的标杆 WTI 却出现了重大错位。

传统意义上说，中东的石油都出口到美国，美国依赖中东的石油。但是，现在的情况变了，加拿大的石油从北向南运到美国，相当一部分也储存在库欣交割库。分析师非常关注页岩气革命，现在更多谈到的是页岩油。

给大家举个例子，18 个月以前，在美国北卡罗来纳州德克萨斯南部开采页岩油的油井不超过 100 个，但现在超过 3000 个。这么大的产量在美国历史上是没有的，这个时候如果石油交易商进行套保，会影响传统套保企业或者传统石油交易企业进行 WTI 原油交易。这些变化都是以前没有发生过的。

柴油的重要作用

在全球原油定价中，中间馏分物价格对原油的反向推拉是整个石油定价链条中非常重要的组成部分。大家在看原油价格走向时，一定要看柴油（中间馏分物），柴油加上航空油和加热油占一桶油的 40% 以上。汽油需求绝对下降使得其在美国整体产业链上的重要性下降，相反，柴油的重要性在上升。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

中国钢铁市场发展及展望

■ 浙江物产国际集团董事长 袁仁军

铁矿石价格易上难下

铁矿石定价在这几年始终都是舆论的焦点，从一年一次定价，慢慢变成季度定价，到现在基本上是每天定价、指数定价。我们在定价过程中的话语权越来越小，原因在什么地方？

一方面，国际大宗原材料贸易集团的垄断程度不断上升。另一方面，铁矿石输出国对资源稀缺性的认识不断提高。特别是东南亚国家，国内基础设施建设还没有完成，矿石资源在其经济发展过程中也是需要的。此外，资源输出国政府还通过税收对资源收入进行再分配，资源税比较高。

目前我国钢材供大于求，但铁矿石的供求关系并没有像钢材现货那样好，某种角度来讲还偏紧。当矿山跟钢厂进行价格博弈时，很多原因导致矿山话语权的提升。铁矿石放在码头上一个月、两个月没有问题，但是钢厂的高炉能停一个月、两个月吗？

一天都停不起。

根据我们之前的基本测算，GDP 增加 10%，对钢材的需求也会增加 5% 到 10%。目前，在拉动我国 GDP 增长的三驾马车中，出口的贡献已变成负数，只剩下内需——消费和投资。消费是系统性工程，没有这么快拉动起来，那就要



靠投资。适度投资还是要保证的，对于铁矿石的需求，绝对量上还是会增加。此外，目前各个国家都在考虑怎样通过货币手段解决经济问题，通胀的趋势是明显的。

综合以上因素，我们总体感觉整个上游矿价易上难下。

钢厂兼并重组困难重重

很多年前，有一个政策叫总量控制，当时是 1 亿吨钢。但是，现在加上民营企业，10 亿吨钢的产能都有了。原因是钢厂的所有制结构越来越多元化，有外企、央企、地方企业，还有民营企业、股份制企业。另外，钢厂的盈利手段也越来越多样化，有些钢厂正在向权益矿山资源迈进。

今年上半年，唐山钢厂的产能扩张速度很快。据我了解，大部分是一个人作为股东老板在办钢厂，所以就会产生一种想法：面对行业的兼并重组，首先要做大，大了才有话语权，小了就很麻烦。目前，唐山很多钢厂的规模都很大。

尽管现在钢材景气度非常差，前段时间已经用“全行业亏损”来形容了，但很多钢厂还是开足马力生产。原因很简单，停下来就意味着认输出局。在这样的格局下，产业集中度的提高一定是非常血淋淋的过程。

中国钢材生产行业集中度的提高，是一场持久战和消耗战，要通过淘汰赛来实现。股东诉求不同，现代企业制度的法人治理结构不同，因而很难做到国外理性的兼并重组。在这样的情况下，价格在刚性成本附近波动，只有现金流是负数，才可能停止生产。

流通企业加速洗牌

在钢材流通行业中，大大小小的流通商二十万家左右，与钢厂的比例大概是 1：2000，一个钢厂就对应两千个流通商。但是，从去年下半年开始，有很多流通商，特别是华东地区的流通商选择退出。流通商退出的门槛跟钢厂不一样，很多流通商，特别是民营老板，只有一辆好车、一个像样的门面或者办公室，退出很容易。

在流通领域，经营环境规范化程度和行业集中度提高的速度会比钢厂快。这两年将经历钢材流通行业加速洗牌的过程，不可能有二十万家流通商摆在那里。

从未来趋势来看，中国钢材流通行业必然会走向美国、日本目前的模式。钢材流通行业实际上是传统大宗原材料行业，它的发展并不像高科技行业那样具有颠覆性，不能通过科技创新及以后的产品更新来替代，它的流通业态和方式最多通过信息化和企业运行管理水平的提高变得更加高效。

发达国家钢材流通商的存在形式，基本上都是综合服务商。美国钢材服务中心实际上是一个行业，可能是由几千家企业组成的，并提供很多种服务，比如剪切加工服务、经营服务、其他个性化加工服务。这是行业的发展趋势，不可能再是皮包公司，靠一些人脉关系，左手进、右手出。

如果说十年前钢厂的发展模式是横向发展，生产规模从 1 亿吨变成 10 亿吨，那么接下的这几年，钢厂的发展模式一定是纵向发展，从产业链源头延伸到产业链末端。这样就会挤压流通商的空间，而流通商只有成为综合服务商才不会被替代。

终端消费需求减少

房地产行业关系到社会稳定和民生。房地产调控是要把投机需求、投资需求扼杀掉，从而满足刚性居住需求。房地产行业周期比较长，从土地拿下来到楼盘建好，短的要两三年，长的要三五年、十来年。尽管目前看不出整体钢材需求明显下降的趋势，但是不排除一年、两年以后需求会下降。此外，基础建设和汽车行业需求也不理想。

当然也可以反向思维一下，国家看到这么一个基本面摆在那里，要保持稳中求进，肯定也会采取措施。


钢材期货任重道远

目前，我国期货市场推出了两个钢材期货品种——螺纹钢和线材。线材期货成交量较低，螺纹钢期货基本上变成钢材的价格指数。到交割月时，螺纹钢期货的现货影响体现得更加充分。

产业链的四个方面——矿商、钢厂、流通商和终端消费，都对螺纹钢期货有不同程度的参与。当然还有投资商、金融资本的参与。由于钢材期货推出时间不长，从业人员经验不够丰富，以及认识上的一些限制，产业链上的企业对钢材期货的参与程度不高。

国有企业，特别是央企，对期货交易的管控很严，决策流程较长，可操作性较差，从而造成了参与程度不高。流通行业也有参与，但在参与过程中，对套保的理解有些偏差。

从长期来看，钢材的金融属性肯定会越来越强，一定会像有色一样越来越成熟。

对于期货分析师，我也提点建议。做期货分析时，可能要分析全球、国内宏观经济，甚至其他期货品种的影响。但是，现货的背景因素也要考虑得更加多一些。我有时候也在网上看分析师写的文章，大多数分析师还是从虚拟经济、宏观经济、技术图形角度分析价格走势，对行业基本面的分析较少，容易出现偏离。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

中国农产品市场发展展望

■ 农业部市场与经济信息司运行监控处处长 蔡 萍



中国农产品市场格局

第一，粮食。我国去年粮食产量是 11424 亿斤，已连续 8 年到现在，连续 5 年达到 10000 亿斤以上。大米的常年消费量是 2800 多亿斤，小麦是 2300 多亿斤，玉米是 3400 多亿斤。从整个消费结构来看，主粮品种是大米和小麦，大米的消费量占全部消费量的 32%，小麦占 28%。

总的来说，我国粮食产量基本上稳定在 10000 亿斤以上，每年的净进口量大概在 100 多亿斤。自 2004 年粮食流通体制改革开始，购销市场放开以后，我国粮食库存一直稳定增加，粮食自给率达到 95%，因而不用担心粮食的未来生产。

第二，棉花。我国棉花种植面积常年在 7500 万亩，产量基本在 650 万吨左右。我国棉花常年进口量基本上在两三百万吨，其中，2010 年的进口量是 237 万吨，2011 年是 356.6 万吨。

世界棉花产量基本在 2400-2500 万吨，我国的产量占世界的不到 1/3。我国棉花消费量在 1000 万吨左右，占世界的 40%。实际上，我国棉花的贸易依存度大概是 1/3，这主要

是因为我国耕地资源有限，首先要保证吃的问题，穿的问题就靠进口。

第三，油料。我国常年油料产量在 3300 万吨左右，食用油消费总量是 2500 万吨。现在主要进口的是大豆，还有一部分菜籽油和棕榈油。我国油料的自给率是 30%，绝大部分靠进口，还是因为耕地的矛盾，种小麦就不能种油菜籽。在这种情况下，我们起码要把国内自给率稳定住，不能再降低了。如果再降低的话，国内油料库存没有了，在国际油料价格上涨的情况下，我们就没有办法调控国内市场，并可能受制于人。

第四，食糖。这几年，我国食糖产量都稳定在 1100 万吨。以前我国食糖的进口量基本上是十几万吨，这两年进口量比较大，去年一下子超过进口配额，达到 200 万吨。这主要跟我国食糖消费量增长较快有关。最近几年，我国食糖年人均消费量是 11 公斤，与世界水平相比还是较低。

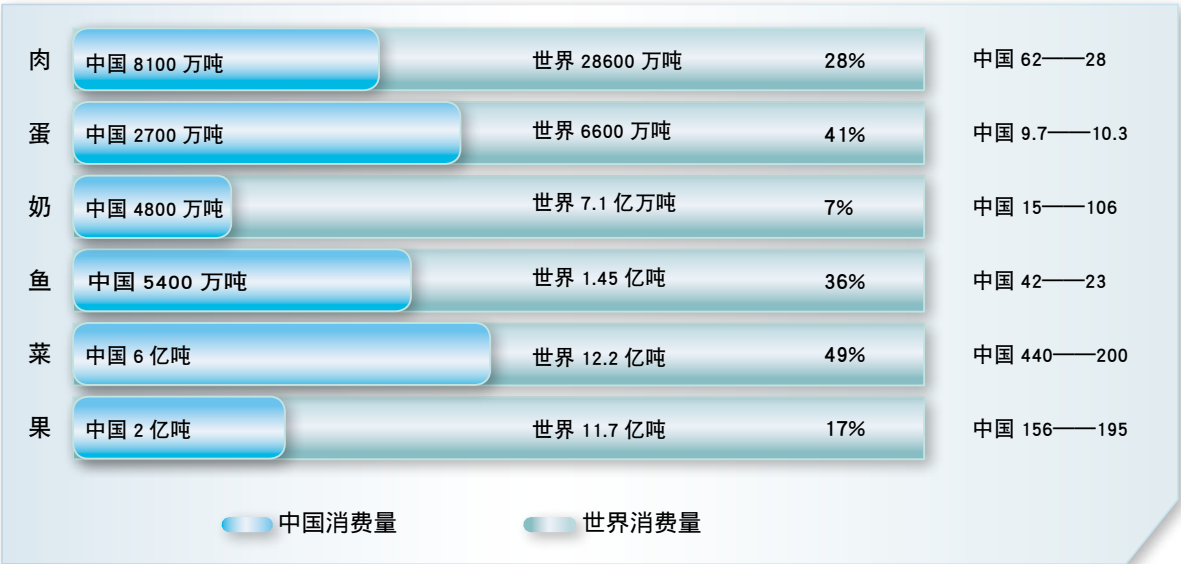
第五，蔬菜和水果。我国蔬菜和水果每年出口 1500 万吨，创汇 140 亿美元。水产品顺差 90 多亿美元，畜产品逆差 70 多亿美元。

总体上看，我国粮食基本上能够自给，棉花的贸易依存度大概在 30%，油料的贸易依存度达到 60% 以上，“菜篮子”基本上是自给自足，进出口量比较小。

价格政策“三分法”

改革开放以来，1978 年农产品市场放开，1985 年多数农产品走向市场，2004 年粮食收购市场放开，取消最低保

图 1 中国“菜篮子”消费情况



护价，标志着我国农产品市场已经完全进入市场经济的轨道。

为了保护农民利益，使他们能够继续安心种植生产，当时提出了补贴政策，有粮食直补和良种补贴，还有农机补贴和农资综合直补。近几年，补贴范围不断扩大，由农业扩大到畜牧业，并且补贴额度也在增加。

2000 年以来，国家深化农产品税费改革，并于 2006 年取消了四项税收——农业税、特产税、屠宰税和牧场税。

价格支持政策。2004 年放开市场以来，实行了稻谷最低收购价，然后是小麦最低收购价。最低收购价政策主要针对大宗农产品，对供需短缺的品种实行最低收购价。随后，陆续又出台了棉花临时收储政策、食糖临时收储政策等。

另外，还针对粮油、生猪大县实行财政奖补政策。在流通领域，实行绿色通道政策；取消批发市场两费，用地、税费优惠。在购销领域，一是储备、吞吐调节制度；二是顺价销售政策，收购价格上涨时市场零售价格肯定也会涨。在进出口贸易方面，实行配额、关税管理制度。总体上看，农产品的税费水平其实还是比较低的。

我国目前的宏观价格政策可以称之为“三分法”。对关系国计民生的口粮，通过最低收购价来调控市场。对关系国计民生的大宗农产品——棉花、食油、食糖、猪肉等，采取临时收储和预案调控。对鲜活农产品，通过市场自动调节、自行发展。

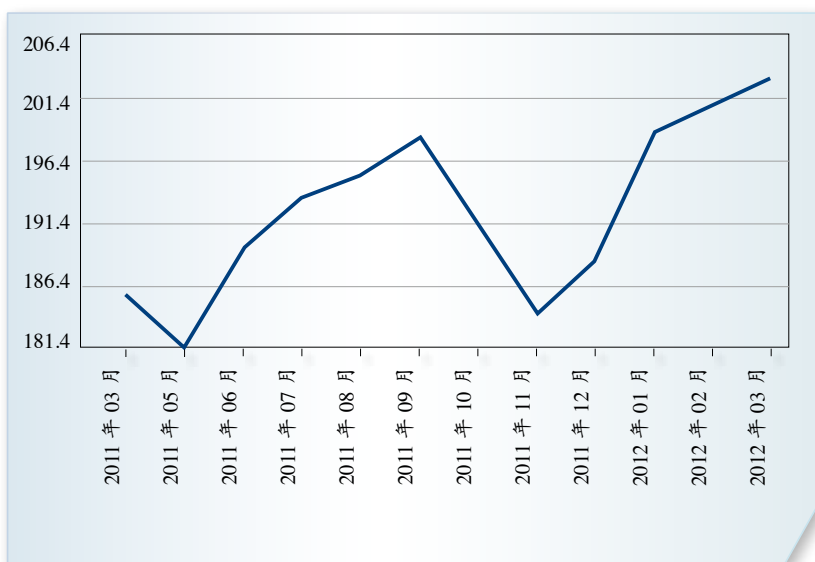
当前农产品价格水平不高

农产品价格比较重要，因为其事关两头，一头连着农民，一头连着城市消费者。价格涨时，影响城市消费者的生活水平；跌时，影响农民的收入。上至党中央、国务院，下至普通老百姓，都很关心农产品价格波动。

目前农产品价格到底是高还是不高？我们认为农产品价格总体上是不高的。从 2000-2012 年农产品批发价格总指数的变化可以看出，十多年来农产品批发价格才上涨 10%。

我在坐出租车的时候，北京的出租车司机对我说，1997、1998 年时，没人愿意种地。那时玉米价格是七毛五，去年玉米价格在北京是九毛五。这么多年来，玉米价格才涨了两毛钱，而工人工资涨了多少，这个实在是不合理。

图 2 2000-2012 年农产品批发价格总指数



金融危机以来，国内农产品价格的波动幅度比国际农产品价格的波动幅度要小。特别是在金融危机期间，国际农产品价格过山车式地变化，而国内农产品有最低收购价，还有临时收储政策和其他宏观调控政策。

农产品现货市场的波动小于期货市场的波动，现货市场还是相对稳定的。

我们觉得农产品已经结束了其廉价时代，价格正在理性回归。2003-2011年，粮食总成本以9.3%的速度递增，而农产品价格，不论是最低收购价格，还是市场价格，都没有成本上涨得快。最近几年，劳动力成本增长较高、较快，耕地资源也相对稀缺。农产品价格的合理、正常上涨，可以使农民愿意种地，不因为生产资料价格上涨而不去种地。什么是合理的价格？就是农民能种地的价格。

我们测算了一下，其实粮食价格上涨1%，才推动CPI上涨0.3%。而反过来，非农产品价格上涨对农产品价格的影响可能更大。我觉得不应该把CPI上涨的原因都归结为农产品价格上涨。

农产品价格将稳步上升

我国粮食库存比较充足，国家也比较重视粮食生产，还有最低收购价格保护，今后总的趋势还是稳步上升。水果和蔬菜还是季节性波动。

虽然总体蔬菜价格今年一直没有下降，但是根茎类蔬菜还是有所下降的。蔬菜价格有一个波动规律，基本上是春节以后的三、四月份开始降，六、七月份达到最低，八月份又开始涨，并达到最高。

虽然猪肉价格一直在下降，但是我们估计不会出现以前的那种暴跌。猪肉价格为什么会大起大落？主要是由于散养和规模养殖的比例正在调整当中，再加上疾病、气候等因素影响，所以波动比较大。目前，生猪规模养殖户差不多占到50%。

牛羊肉价格总体上将稳步上升，主要是因为存栏实际上是减少的，这跟草原禁牧以及退耕还草有关，同时从其他国家进口也比较难。

棉、油、糖的价格走势基本上是跟国际市场同步的。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



大宗商品市场 格局变化与趋势展望

主持人

高 辉 中大期货研究院院长

嘉宾

邓郁松	国务院发展研究中心市场研究所副所长
黄杰夫	洲际交易所董事总经理
袁仁军	浙江物产国际集团董事长
蔡庆贤	东海粮油工业有限公司
杜培荣	中大国际副总经理

大宗商品金融化趋势增强

高辉：商品期货市场发展到今天，参与者越来越多，包括现货企业、私募基金、个人投资者等来自不同领域的投资者都在进入市场。商品期货市场的属性在发生变化，特别是金融属性在不断增强。下面请几位嘉宾谈一谈商品期货市场金融化与市场参与结构的变化情况。

黄杰夫：布伦特原油金融化了么？程度有多

高？说几个简单的数字，在能源板块，50%以上的市场参与者来自产业链，25%左右是为产业链服务的一流金融机构，剩下的20%多可能是做市商、对冲基金、流动性提供商。

养老金、ETF等进入大宗商品期货市场后，为市场提供了流动性。产业链上的机构和客户在进行套保时，需要交易对手、流动性。而大型基金在某种程度上充当了这一对手，他们从资产配置角度出发，有比较稳定的持仓。

翻开美国历史教科书，上世纪五、六十年代

圆桌讨论

Panel Discussion

或者再远一点，芝加哥粮食期货价格涨了，老百姓上街游行；跌了，农民上街游行。期货市场无非就是价格发现，本身是一个传导者，保证价格公开、公正、透明，也就没有游行的必要了。市场参与者对期货价格发现功能的认识不断深入，市场逐渐成熟。洲际交易所基本上没有散户，都是有抗风险或者管理风险能力的机构参与。

邓郁松：期货市场本身是对原有定价机制的根本性颠覆。以前是供需双方定价，有了期货市场后，行业内的、从事宏观研究的、投机的和行业外的人士都可以参与定价，从而把更多信息引入定价过程。原来更多关注短期定价信息，但是当金融界人士进来后，则在大的层面上，从中长期角度看待价格变化。

期货市场的重大变化在于整个定价者构成发生了重大变化，这种变化有利于引入更多信息，有利于价格发现。如果某个商品的价格在中短期内发生变化，一定会对其未来供给产生影响，从而有利于其中长期价格的稳定。一旦有新的期货品种推出，就意味着该品种原有定价机制的转变，所有市场人士，包括分析师，都将面临更大挑战。

期货分析师任重道远

高辉：不同行业对于分析师都有不同要求，下面请各位嘉宾谈谈对分析师的要求。分析师要注意哪些方面？企业需要什么样的分析师？

蔡庆贤：我跟大家一样，是来自于第一线的分析师。作为一名产业分析师，如何服务产业经济？如果作为买方，分析师所提出的建议能够使企业平均采购成本低于社会平均成本，那么我就

认为是有价值的。而作为投资者、投机者，建仓成本应该低于社会平均成本。

我国对大豆进口的依存度是75%-80%，接下来会更高。如果分析师能够把国际上便宜的大豆弄到国内，让国民享受优惠，我认为他们就是成功的。在座各位，包括我自己，大家一起努力。

袁仁军：期货价格和行业平均成本对比，实际上是很关键的因素。站在我们的角度，在目前整个钢材行业供大于求的前提下，怎么分析价格走势？我觉得行业因素占比非常大。在通胀趋势下，刚性成本不断上移，同时钢厂产能过剩，使得钢材价格在刚性成本附近波动。

分析师如果能把整个现货产业链的成本结构分析出来，基本上就可以搞清楚钢材期货价格趋势了。如果分析螺纹钢期货，要更多关注行业供需情况、成本结构。

随着基金等金融资本的参与，商品期货金融属性的渗透和挖掘是一个必然趋势。站在行业的角度，一旦金融资本进来以后，会出现哪些影响，这是我们要关注的。分析师不能简单地考虑宏观经济格局的变化，要更多关注行业演变过程，分析参与者结构变化带来的影响。

杜培荣：农产品市场的门槛比较低，参与者各种各样。现在农产品市场格局发生了很大变化，有国有、民营的。在期现结合方面，农产品企业也吃过苦头。期货市场建立初期，国有企业在期货市场上出现很大亏损。现在，国有企业一般不能做期货投资。一些大型集团，像中粮，会成立专门的期货部门，不是下属所有企业都可以操作期货。参与期货的农产品企业中，民营企业偏多。民营投机商们对于技术面的要求高一些，基本面的研究不是很深，也不



需要分析师提供一对一的服务。

以前我也看过很多期货公司报告，总体感觉理论偏多，没有深入下去，报告很多都是雷同的，没有自己的个性或者观点。现在，企业需要分析师提供一对一的服务，报告必须要有鲜明的观点。比如，对于现货企业来说，他们需要很明确的观点，应该买还是卖，不能把资料罗列起来。

当然如果要给出鲜明的观点，对分析师业务水平的要求就更高，需要和现货企业接触，深入研究现货的一些做法，只有这样才能给出准确的结论。分析研究要实实在在地深入下去，真实了解现货企业的做法。如果仅仅把各个渠道公布的

数据罗列起来，然后得出一个结论，这样的分析报告不会有太大的吸引力。

邓郁松：实际上我们是同行，都是做研究的。任何一个行业都有所谓的工具、方法或者规律，对于做研究的来说，背后会有哪些工具？可以复制的规律在哪里？这是值得我们探寻的。在以往的研究中，我有一些体会。

第一，做研究时一定要回顾30年、100年的历史，有历史纬度才有周期变化，有周期变化才能找到其背后的内在规律。就像我们回头看中国经济高速增长的30年，如果看的文献足够多，会发现不只中国，很多国家都经历了较长时间的

圆桌讨论

Panel Discussion

增长，然后就可以去研究背后的规律了。做好研究，可能第一位的是要去找这个规律，怎么找，一定要有对历史比较长时间的了解。

第二，在掌握一般规律的基础上，将行业的特殊性和一般规律相结合。每个人所从事的工作内容差异很大，有些人关心短期，有些人关心中长期，而短期和中长期的规律是有差异的。从中长期角度看短期，容易看得清楚；从短期看中长期，往往看得糊涂。

第三，随着信息技术的发展，我们都面临着信息甄别的问题。我们所看到的信息中，50%是完全没有任何意义的，30%会产生误导甚至是错误的，有价值的信息不超过20%。怎样在浩如烟海的资料中找到真正有价值的信息是比较考验人的。

第四，研究工作充满了不确定性，怎样在不确定性中找到确定性的结论也是值得我们深思的。比如，农产品价格会受到天气的影响，石油价格会受到伊朗核问题的影响，可是我们没办法既成为气候学家，又成为政治学家。但是，我们要知道如果某些事情发生了，就一定会出现什么样的结果。

第五，要对一个行业或者产品跟踪足够长时间。对某一行业有过正确的判断，也有过错误的判断，这对研究分析水平的提高是非常有帮助的。一旦对某一行业做透之后，再做其他行业、其他产品，整个方法论的掌握要快得多。专一、敬业是做好研究的重要基础条件。

黄杰夫：海外和国内没有太多区别，要分析一个行业，肯定要对其进行钻研。前几年，有一个国内期货公司在棉花方面把握得非常好，就是因为他们的分析师深入到棉企、棉农中间，在基层扎扎实实地调研。

目前，国内期货公司的分析师面临着很多机

会。在国外，衍生品交易都是投行在做，但是国内的投行现在只能做证券，不能直接做期货。总而言之，现在客户有需求，就看大家能不能做出方案。我觉得差异化竞争最终还要落脚在基础知识、行业了解等方面，并且可能是团队的概念，不光是个人。

现场精彩提问回放

提问：我来自现货企业，对期货也比较熟悉，主要做铅的套保。现在遇到了一些具体问题，还请帮我解决。我们两年之内卖到国外2000吨铅。对于远期合约，国内没有更多的交易量；三四个月的合约，内部部门可以对冲部分；半年后的合约，目前还找不到对冲渠道。我们也在找国外有贸易背景的供货商，看他们能不能通过国外的套保工具对冲。

黄杰夫：我觉得这个案例并不复杂，是一个典型的OTC交易。国外一般投行都有能力为你量身订作一个解决方案，他们通过各种方式和你产生交易，风险敞口在其他方面对冲。我前两年和一位老总聊天，他说他有时候不敢在期货交易所，包括国内期货交易所套保，因为标准合约不能覆盖生产、进口周期，从而需要投行量身订作一个方案来覆盖。

提问：目前，中国正在研究推出石油相关期货品种，ICE有什么看法？对ICE有什么影响？

黄杰夫：我们一直跟中国相关部门保持着学术方面的沟通和交流。石油定价在国际上有相关性。石油期货和其他期货品种不一样，它的上市将对中国整个期货行业产生非常重大的影响。

提问：会议期间，我听到最多的就是让期货分析师学习现货。对于现货来说，我们都是“半路出家”，这是不是在以我们的弱项攻你们的强项？另外，近几年我听到一些套期保值亏损数额巨大，不知道这个问题怎么解决？

袁仁军：我们希望分析师对现货的了解更加深刻，原因很简单，现货从业人员对大宗商品金融属性的研究和技术分析的研究是很薄弱的。你们是专职的分析师，不光要有理论上的理解和认识，对于个别商品的现货背景，如果能有很好的了解，你们分析出来的东西对于我们来说就会更有价值。

为什么有那么多套保是亏损的？这恰恰和要求分析师了解现货是同样的道理。现货从业者看到的是自己所在行业的情况，对宏观走势、技术面的研究较少。此外，期货交易有可能是亏损的，但是和现货交易结合起来就是赚钱的了。

我觉得中国期货投资咨询业务的发展空间很大，整个分析师队伍还有很大的提升空间。如果分析师提出的解决方案确实有利于企业的发展，那么大家的身价很快就会提上去。

蔡庆贤：寸有所长，尺有所短。基本面分析应该从原因出发，技术分析应该从结果出发。分析师的要求非常高，包括他的基础知识、心理素质等。如果分析师既懂得技术分析，又有产业背景，了解现货，那么分析问题就会更加全面。


提问：我遇到一个比较棘手的问题，客户经常会说：“准确率这么高，你自己做不做交易？”分析师究竟应不应该做交易？我认为一个好的交

易员是一个好的分析师，但好的分析师不一定是一个好的交易员。在做研究过程中，我对团队有一个要求，就是客观性，但是一旦参与了交易，就会对信息进行下意识的筛选。

高辉：有关期货投资咨询业务的管理办法明确规定，期货分析师应该客观、独立、公正地给出分析建议。把期货投资咨询业务做好了，才有可能升格到资产管理业务。从期货分析师到基金经理，这有一个过程。目前，期货分析师所处的是投资咨询阶段，可以从投资策略、交易策略的角度向客户提供建议。将来随着创新业务的推出，比如CTA，期货分析师可以到交易层面，从而真正实现分析和交易的一体化。

提问：我对中国上市原油期货还是比较悲观的。另外，原油期货非常复杂，不仅具有商品属性，还有金融属性、政治属性。对于一个分析师团队来说，要研究这么复杂的品种是比较困难的，能不能给我们提供一个正确的思路。

黄杰夫：石油产业并没有那么神秘，这里面有很多共性的东西可以遵循，关键要了解国际石油价格是怎么发现的。知道国际石油定价的基本规律后，就可以感觉到什么是石油的高价和低价。

我本人也是中国农业大学期货MBA兼职教授，从个人和学者的角度来讲，十全十美的东西是没有的，等到十全十美了再做，永远做不好。不要把好的东西和十全十美的东西当成敌人一样对立起来。在现有基础下，经过国际、国内专家论证，先把原油期货做起来，然后再慢慢改变现状，允许竞争，允许开放。 

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

分论坛二： 金融期货分论坛



编者按

2012年4月22日下午，由海通期货承办的金融期货分论坛成功举行。来自证券评估公司、高等院校和境外期货交易所的债券及衍生品方面的专家学者，就国债期货、期权投资等话题做了主题演讲。此外，论坛还组织了以“金融深化与金融期货市场创新”为主题的圆桌讨论，讨论嘉宾和现场观众进行了热烈互动。

中国债券市场现状与发展探讨

■ 中诚信证券评估有限公司总裁 周 浩

发展历程

1981年，中国恢复国债发行，结束了既无内债也无外债的历史；1987年，国务院颁布企业债券发行规定，施行双重审批、额度式的管理；1990年，交易所市场相继设立，债券市场有了一个公开交易的场所；1995年，著名的“327”国债期货事件，导致商业银行陆续从交易所债券市场中撤离；1997年，银行间债券市场设立，与交易所市场形成两个相互独立、分割的市场。

还有个标志性事件是2005年推出的短期融资券，极大的促进了中国债券市场的发展，我们称之为中国债券市场的元年。

1981至2005这24年，债券市场是一段计划经济的历史，除了审批上是审核制模式，发行的主体也非常狭窄，而且要强制性担保，还不能由社会机构担保，需要商业银行等大型金融机构担保。

短期融资券的推出，打破了原先的审批流程，发



行的主体也没有很强的限制，且担保不再是强制性担保，也不需金融机构担保；资金的投向也没有明确的约束。

这样的几条突破之后，市场的反应非常强烈，情绪急剧膨胀。

2007年《公司债券发行试点办法》颁布后，形成了现在债券市场的主要格局，就是央行、发改委、中国证监会三个部委分别监管债券的发行。

市场现状

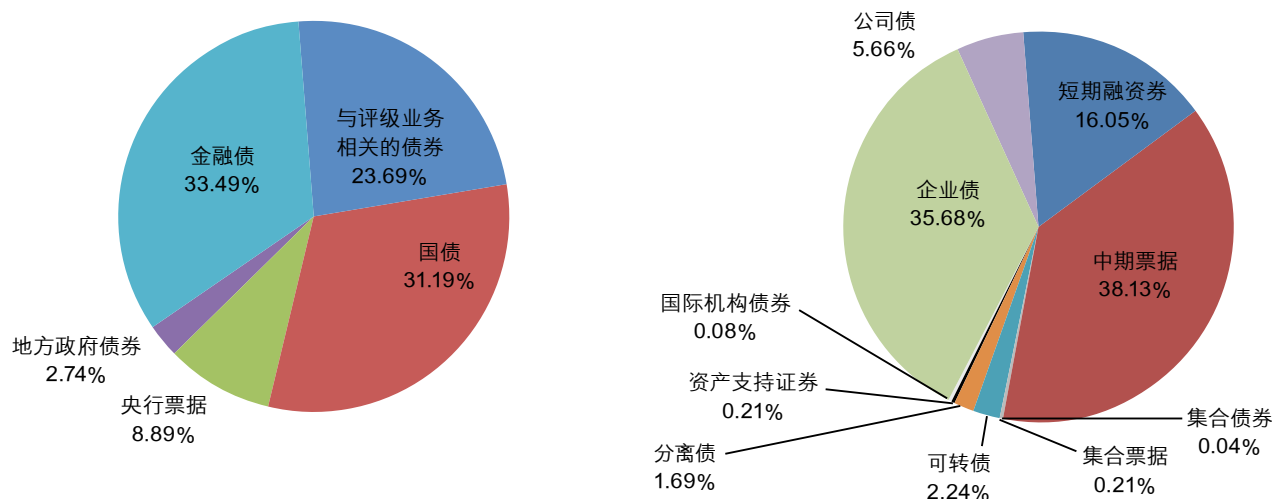
2011年底，中国债券市场存量已突破20万亿，主要品种包括国债、央票和政策性银行债，三者一共占70%多的比重，还有20%多是评级业务相关的债券。规模最大的是中期票据，其次是企业债，再次是非政策性银行的企业债。

目前，中国的债券市场已经形成了银行间、交易所和商业银行柜台市场三个基本子市场的统一分层体系。

主题演讲

Keynote Speech

图 1 中国债券市场存量结构 (截至 2011 年末)



其中，银行间市场占很大比重，交易所市场则在 2011 年有了较大增长，但存量上的比重仍然很小，仅 1.64%。

商业银行、保险公司和基金是债券市场的主力投资机构。这几年投资者结构发生了很大变化，以前商业银行占据主要地位，最高时达 90%。

主要品种

中国债券市场的品种，除央票和国债外，主要包括八个：公司债、可转换债、可交换债、分离交易可转债、短券、中期票据、中小企业集合票据和企业债等。其中有几个是无效的，包括可交换债，这个品种一直没有推出来。分离交易债分开之后是债和认股权，认股权的投机性太强，被证监会叫停后也再没有推出。

公司债、可转换债等主要品种在审批、流程上比过去简单很多，评完级后，一个多月左右就可以把债发出来，这在过去是不可想象的，审批速度现在已大大提高。

在发行条件中最为重要的是，发行规模与发行主体上一个年度净资产的 40% 挂钩。这样的标准导致的情况是，没有商业银行和券商愿意为 5 亿以下的债券承销，没有 600 万的承销收费，券商和银行是不接的。

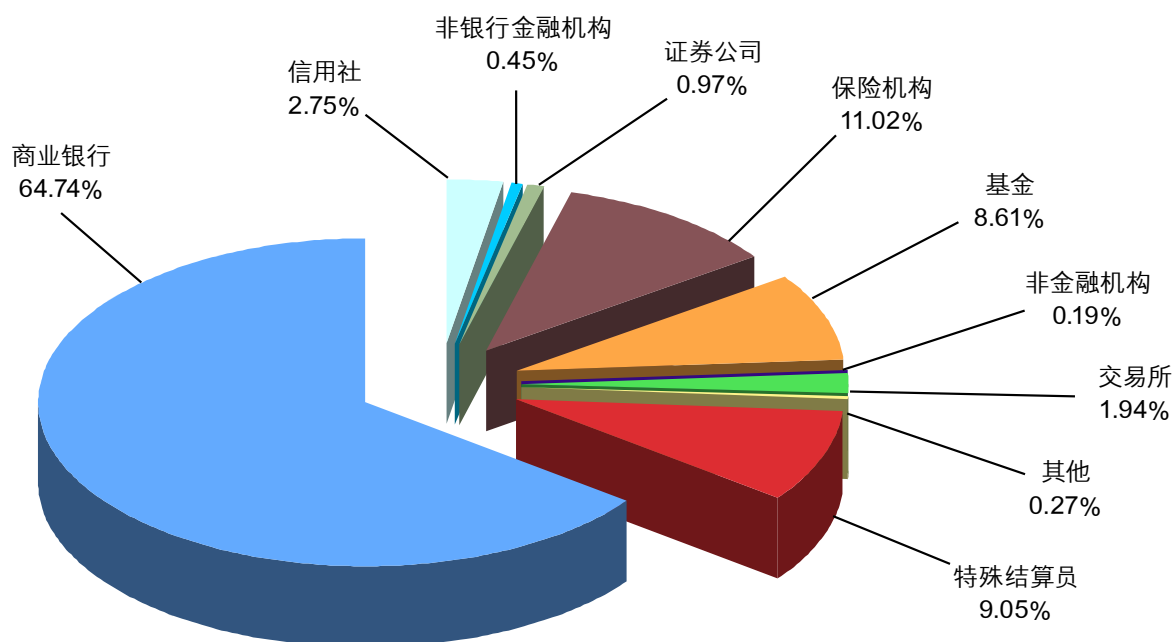
反过来倒推，发行规模至少 5 个亿的话，发行的资产不能低于 13 个亿。过去我们在证监会主体市场上看到的平均发行规模是 24 亿左右，倒推企业的规模就是 50 亿以上。从这方面看，中小企业实际上还是被排斥在债券市场以外。

资产证券化是成熟市场上很重要的品种，1992 年就已推出试点，但并不是系统化的安排。中国资产证券化的元年是 2005 年，国务院、银监会和证监会都推出了相关的规定。截至 2012 年 4 月，银行间与交易所市场累计发行的资产证券化产品数量分别为 49 只和 43 只。

结构与问题

从级别分布来看，各品种债券的债项级别主要集

图 2 中国债券市场主要券种投资者结构 (截至 2011 年 12 月底)



中在 AAA~AA 之间，市场上缺少信用等级偏低或者盈利能力偏弱的公司发行债券。大家可能觉得有问题，机构评级都那么高，但事实情况是只有优质债才可以发行、可以卖出去。

从发行主体来看：截至 2011 年末，公司债、企业债、中票市场累计发行主体数量分别为 141 家、610 家和 481 家，其中公司债发行主体数量占整个 A 股、B 股上市公司的比重仅为 5.68%，发展仍然较慢。

目前，证监会在准备推高收益债、私募债。媒体上说是垃圾债，实际上就是这个债，在银监会也没有问题。在当前市场结构下，受各方约束，完善债券市

场的体系实际上是个系统性工程，不是某个点上突破就可以解决。另外就是容忍度，监管的风险容忍度太低了，1995 年暂停国债期货的交易一直到现在，在这样的环境下谁敢出一点问题？这个风险性事件如果出在现在，就是投资者结构失衡。

总的来看，在现有市场结构和监管体制下，中国的债券市场是个几乎没有风险的市场。投资方向上，如果有所差异的话，国有和国有控股企业发行的次高级信用级别的债券，会获得一个相对安全的高收益。

最后，关注中国债券市场的流动性，现在是一对一的询价、交易机制，根本不活跃。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

国债期货交易策略运用

■ 欧洲期货交易所资深顾问 臧大年

欧交所利率衍生品概述

欧洲期货交易所 (Eurex) 的利率衍生品种 (EIRD) 分为长期和短期两类, 长期的为固定收益类衍生品 (FID), 包括固定收益类期货和固定收益类期货期权; 短期的为货币市场衍生品种 (MMD), 包括 1 月期欧元隔夜平均利率指数期货 (1-Month EONIA Futures)、3 月期欧元银行间同业拆借利率期货 (3-Month EURIBOR Futures) 和 3 月期欧元银行间同业拆借利率期货期权 (Options on 3-Month EURIBOR Futures)。其中, 3 月期欧元银行间同业拆借利率期货在全世界的交易量是数一数二。

Eurex 的长期债券衍生品品种即国内通常所指的国债期货, 主要包括了以德国、意大利、瑞士和法国所发行的国债为标的的债券期货 (见下表)。其中, 有 2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期的德国国债期货、2.5 年期和 10 年期的意大利国债期货和 10 年期的瑞士国债期货。

股指与国债期货的差异

国债期货与股指期货首先不同的是交割方面。股指期货



采用现金交割, 而国债期货是实物交割。在交割日, 国债期货的卖方需要将债券交割给买方, 如果是 10 年期的, 就得提供一个 10 年期的债券, 差一天都是违约。但是, 严格用这个限制的话, 用来交割的债券, 这个量会变得很小, 所以一般是采用实物交割的同时, 会开放一个范围。

以 10 年期的德国国债期货为例,

如果要求只能 10 年期的券才能交割, 这个要求太严, 所以放宽为到期收益率 8.5% 或是 10.5%, 或是符合 8.5%-10.5% 的券, 这时价格需要做调整, 多退少补, 这里有个转换的比例。

从基差来看, 等于现货价减去期货价, 股指期货的基差为现货价的指数减去期货交易的点数; 而国债期货的基差为现货价格减去期货价格乘以转换比例。

从持有成本看, 股指期货视现金股利或股票股利来定, 国债期货则为每日利息所得和每日融资利息成本。

国债期货还有一个不同, 交割时要选择最有利的交割券 (cheapest-to-deliver bond), 即投资报酬率最高的一个。

表 1 Eurex 国债期货品种

Contract	Country	Product ID	Term Yrs	Coupon	Currency	Delivery Window Yrs	Opt.
Euro-Schatz Futures German Federal Treasury notes (Bundesschatzanweisungen)	Germany	FGBS	2	6%	EUR	1.75 to 2.25	OGBS
Euro-Bobl Futures 5-year Federal notes (Bundesobligationen)	Germany	FGBM	5	6%	EUR	4.50 to 5.50	OGBM
Euro-Bund Futures	Germany	FGBL	10	6%	EUR	8.50 to 10.50	OGBL
Euro-Buxl ® Futures	Germany	FGBX	30	4%	EUR	24.00 to 35.00	
ST Euro-BTP Futures 2010/10/18, non-triple A	Italy	FBTS	2.5	6%	EUR	2.00 to 3.25	
LT Euro-BTP Futures Republic of Italy (Buoni del Tesoro Poliennali) 2009/9/14, non-triple A	Italy	FBTP	10	6%	EUR	8.50 to 11.00	
CONF Futures	Swiss	CONF	10	6%	CHF	8.00 to 13.00	

国债期货交易策略


国债期货的交易策略主要分为投机交易、套利交易、避险交易、价差交易以及资产组合的运用。从投机来看，比较简单，看多就买进，看跌就卖出。

一般拥有国债现货的投资者都会搭配期货，或者是 3 月搭配 9 月，或者是搭配 6 月，我们说的两条腿，左边可能是现货，右边是期货，或者说可以是期权，但是月份是不同的。

国债期货的套利交易包括期货、现货套利和隐含波动率

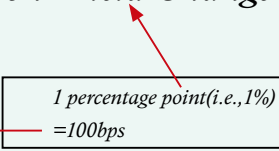
套利。在套利时，其实就是卖高，买低，现货期货的比是 1:CF (期货乘以转换比例)，这是与股指期货不同的重要一点。

在避险交易时，需要衡量利率的风险，一般使用 DVO1 (dollar value of a bp) 的公式，其中 Duration 是指久期，BP 是指 0.00001，意思就是国债价格变动的百分比等于调整的久期乘以收益率的变动。

在避险的时候，很多人非常重视 β 的计算，实际上还有比这个 β 更重要的，那就是市场的长期趋势，在《一个投机者的告白》这本书中有非常详细精彩的介绍。

■ 小贴士：DVO1 计算公式

$$\begin{aligned}
 \text{Percent Price Change} &= \text{Modified Duration} \times \text{Yield Change} \\
 DVO1 &\approx \frac{(\text{Duration}/100) \times \text{Market Value}}{100} \\
 &\approx \frac{(\text{Duration}/100) \times (\text{Face Amount}/100) \times \text{Full Price}}{100}
 \end{aligned}$$



本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

期权投资交易策略： 随盘势调整和风控

■ 上海交通大学高级金融学院教授 陈松男



目前，中国的金融期货只有股指期货，不久的将来一定会推出期权。基础的期权分为看涨期权和看跌期权，但期权不是只有这两种，其实还有几百种，为什么最后要有金融工程，就是因为这个原因。

金融工程的本身，就是不断创新，是科学和艺术的结合。

买进看涨期权的四种盘势

从过往的盘势来看，看涨期权适用于下列四种情况：一是看多标的股格局，并获取高报酬率；二是增加现有投资组合的报酬率，并控制风险；三是捕捉买进股票的适当时机；四是避免失去良机。

不管是看涨还是看跌期权，都有个概率的交易，其实从投资组合来讲，就是追求 β 。如果沪深 300 指数在 2650 点位，可以从技术分析或者其他分析判断，能够往上突破 2660 点的话，就进入。但是，如果当前你的资金还没有到位，等你的资金到位的时候，股

票可能已经是往上涨了，为了避免这一点，锁定这个价格就可以通过购买看涨期权来解决。

盘势变动的调整策略

盘势变动时的调整策略目的是降低风险保持获利的空间。一般来讲，当买进看涨期权后，标的股价可能上升或下跌，

应如何修正调整看涨期权策略？具体如下：

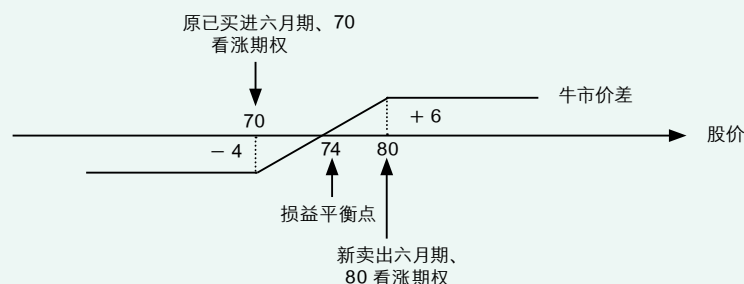
若日后标的股价下跌而无回调上升的时候，投资人应轧平出售原已买进的看涨期权，当然可实现设定停损点，降低损失。

若日后标的股价上升，一般投资人可以获利了结。但也不一定要立即了结，尚有其他可行的修正调整策略，也许可获利更多，但是当然并没有永远是最好的调整策略。某种调整策略在某种情况下是最佳策略（获利最多），但在另一种情况下又会是不好的策略。

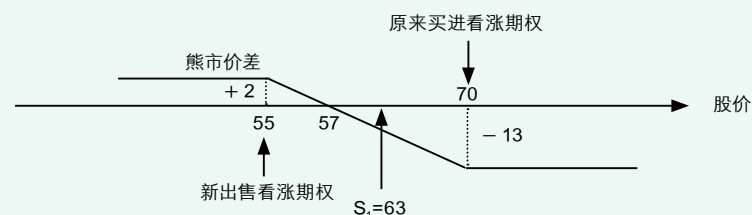
一般来讲有以下四种策略，通过例子具体讲述：

假设投资标的股价价格是 68，买进 6 个月期 70 看涨

■ 图 1 牛市价差到期损益



■ 图 2 熊市价差到期损益




期权权利金支出 8。当日后标的股上升至 78，则 6 个月 70 看涨期权价格 =14，6 个月 80 看涨期权价格 =4。

这时可行的调整策略有：一是获利了结，将 6 个月 70 看涨期权出售获得 14，利润 6 (=14-8)；二是不管它（不获利了结），持续持有；第三种就是往上调整。除了出售该 6 个月看涨期权获利 6 外（已回收 8 元成本），再以 6 元中的 4 元买进 6 个月 80 看涨期权（支付 4 元），尚结余 2 元。不管怎样，至少有 2 元的获利。若股价再度上升，则获利更多；第四种是转换成牛市价差策略，即出售 6 个月 80 看涨期权，加上持有原有的 6 个月 70 看涨期权，损益的情况如图 1。

股价下跌的防卫策略

自买进看涨期权后，若标的股价下跌，当然可以结束部位，降低损失，但也可依当时标的股的前景，采用两种不同的策略来控制亏损的风险，并会有获利的机会。

第一种是若标的股价下跌只是短暂的格局，日后有可能再度回升，则可将原来买进看涨期权策略转换成牛市价差。一方面可降低权利金损失的可能性，另一方面股价反弹时又可获利；第二种是若标的股下跌不是短暂现象，而是成为空头格局，则可将原来买进看涨期权策略转化为熊市价差策略，即出售一个新的看涨期权，如图 2。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



金融深化与金融期货市场创新

主持人

姚 弘 海通期货财富中心总经理

嘉宾

徐 凌	海通期货总经理
姒元忠	欧洲期货交易所亚太区资深副总裁
臧大年	欧洲期货交易所资深顾问
陈松男	上海交通大学高级金融学院教授
周 浩	中诚信证券评估有限公司总裁
李慕春	中国金融期货交易所结算部副总监

新形势下期货市场的发展

姚弘：郭树清主席上任以后，股指期货发展非常快，这个形势跟徐总2005年进期货时有很大不同，在面临期货市场大发展机遇的情况下，作为券商系的海通期货做了什么样的准备，制订了怎样的战略措施？

徐凌：郭树清主席上任后，明显的思路、动作以及整个指导思想都有了很深刻的变化，从期货公司的层面也感受到了。

我个人的体会有两点：一是为了让风险管理工具更

加全覆盖，让衍生品的对冲覆盖到整个现货市场，加快了创新的步伐。大宗商品除煤油、原油之外，其他的基本都推出了，金融期货这一块比较滞后，但发展的速度没想到这么快，今年可能会上国债，其次就是大盘期权，期权原来估计会更慢一点，但中金所也是紧锣密鼓。

第二个感觉比较大的是期货公司的经营范围和创新上。过去谈投资咨询，现在是境外代理和资产管理。作为期货从业人员，面对这样大的机遇和变化，既感到高兴，又感到压力。跟欧交所做了很多的合作准备，特别是在国债期货的普及、培训和教育上，做了大量

的工作；在原油的培训上，也做了一些工作。

姚弘：股指期货推出已整整两年，从中金所的体会上看，从推出初期到现在有了什么样的变化？有什么样的考虑？

李慕春：中金所的股指期货上市整整两周年，发生了很大的变化：一是持仓量稳步增长，今年基本上是6万手以上，成交持仓比上市初期10多倍，现在是50-60倍，质量明显提高；二是市场效率明显提升，在上市的初期还有套利交易的机会，去年以来我们看到套利很难赚钱，非常的困难，这个基差率已经接近欧美市场的水平；三是市场的深度不断加强，机构投资者大量入市，股指期货的功能发挥得空间越来越大。

国债期货推出意义深远

姚弘：国债期货的上市，对我们国内的期货行业，或者说期货市场的意义大概是怎样的？大家各方面的认识是怎样的？

周浩：中国债券市场的结构很单调，跟期货市场有很大差异。一对一的询价交易机制，使得债券现阶段的活跃度不高，流动性存在很大问题。如兴业银行想卖一个券，就找到了民生银行接这个券，在盘上看到了这个价格，如果是浦发银行想卖这个券的话，就找不到交易对手，没有办法成交。

交易所的系统里面交易的话，可以看到100手、200手，几百手的交易量，机构投资者根本进不去。国债期货的交易是连续的交易，会带动现在债券的交易活跃度，对于改善中国债券市场的投资结构能起到很好的作用。

弼元忠：国债期货的推出，对于市场会有一些结构性的改变，主要分以下几个层次：一是从整个市场来看，

广度和深度都会增加，机构法人的比例势必提高；二是从金融期货来讲，国债期货交易量将会占据重要比例，从欧洲交易所来看大概30%的交易量是在利率期货这一块；三是从市场的参与者来看，特别是期货经纪商，需要跟法人机构进行很好的对接，人员的素质，系统的软件都需要相应的提升；四是随着产品种类的快速的推出，对于从业人员，其实是充满着很多的机会和挑战，有着非常好的舞台去发挥。

李慕春：从国债期货的两大功能来讲，目前债券市场上有很强的避险需求，缺乏一个很好的做空工具。从宏观来说，目前这个市场有一级发行市场，二级交易市场，却没有三级风险管理市场。然后就是价格发现，发现未来国债的价格，国债本身就是跟利率相关的，是连续的透明的价格，这个可能是现货市场一对一的询价交易所无法达到的。

国债期货更是一个机构投资者为主的市场，如果没有专业的背景，很强的技术水平，是做不好的。我们在合约设计中也会更加贴近现货市场，以发挥期货功能的原则来进行产品设计。机构投资者为主的市场，我认为期货公司要发挥更大的作用，避险的策略、套利的策略，是以技术见长的产品。

徐凌：国债期货的推出是带动机构投资者进入市场的一个很好契机。现货投资者的构成决定了期货投资者的构成。我们5年期国债交易是3万多个亿，64%都是集中在商业银行手里，其次就是保险公司，第三才是基金和券商。这四类机构，可能是今后国债期货主要的参与者。

国债期货上市之后，能不能促进现货流动性，还有待于市场的观察。现在国债期货推出，是以机构投资者为主的一个市场，应该说会比较平稳，这是我对国债期货上市的一个基本的判断。

臧大年：现货和期货的关系，用很简单的日常生活

圆桌讨论

Panel Discussion

来比喻，就是期货是谜面，现货是谜底。

期货是谜面，到期结算，现货在交割的时候就是谜底。现货市场很多的东西要弄得很清楚，如国债市场的发行量一定要够，一定要有足够的流通，这是整个的国债期货以来发展能否顺畅的关键。

陈松男：国债期货根本上是利率期货，严格来讲中国利率没有自由化。国债期货推出以后，我想利率应该会日益波动起来，如果波动幅度特别小的话，国债期货的推出就很难达到预期的效果。国债期货反映的这个利率准不准确，利率的自由化是非常重要的，国债期货的量要扩大的话，也会受此影响。

如果国债期货所反映出来的利率不准确，那么利用国债期货进行风控也会出现很多问题。

再下来，将来会有国债期权推出，期权本身也是一个利率的产品，但跟国债有不同的地方。国债期货的风险收益是不同的，是直线的关系，而有利率期权的时候，在真正的有金融创新的时候，会把这个受益人变成其他的人，今后的金融创新也是卡在利率的自由化上。

从对我们中国整个债券市场的发展来看，利率自由化是非常重要的。只有自由化，国债期货才能蓬勃的发展，国债期货反映出来的利率才是真正的无风险利率。利率不自由化的话，价格的发现功能，避险的功能都无法达到我们预期的效果。在利率方面，我想一定是会逐步的放松。如果真正放松，利率期货和期权的交易市场，绝对不会输于股指期货和期权的交易。

姚弘：按照中金所的调研结果，目前大的银行和公司等机构，在国债期货上市之后，他们的真正需求点在哪几个方面？

李慕春：我们走访了很多的机构，目前应该说从这个点上来看，虽然一年期的存款利率有上限和下限，但债券市场的交易价格是市场形成的。实际上，无论

是商业银行还是证券、基金、保险，他们都有着真实的避险需求，尤其是我们的债券发债量越来越大，银行的持债量也非常的大。一点的波动，损失的风险是很高的，也是非常的需要国债期货这个避险工具。

另外，对于机构来说，国债期货的推出，丰富了他们的交易模式，交易策略和盈利模式。目前是比较单一的，简单的低买高卖的模式，有了国债期货之后，就有了一些新的模式，是多元化的策略，可以做出一些多元化的产品。然后根据他们的风险和收益不同的需求，来交给客户。应该说这更加有利于我们的机构投资者，通过多元化交易，提升证券期货公司的交易水平和灵活度。

国债期货的交易策略探讨

姚弘：感谢刚才几位嘉宾的精彩演讲，对于国债期货推出的深层分析，并不是单纯的推出了一个新的品种的概念，背后会推动中国的金融改革。国债期货这个产品在国外已经很成熟，想请欧交所和陈老师这边谈谈，国外在国债方面的参与机构，主要会运用哪些策略做这方面的交易？

倪元忠：就国外来看，国债和相关的期货期权，都做了很多年，主要的市场参与者都是法人机构，不管是银行、保险公司和信托公司，还是私募基金等等都是国债期货交易很重要的参与者。

举例子来讲，欧交所最近推出了意大利国债期货，上周也推了法国的公债期货。作为一种比较复杂的、比较专业的交易品种来说，我去美国，说机构参与者是95%，在法国说是92.3%左右，机构法人肯定是一个比较重要的参与者。

无论是避险、套期保值还是价差、套利、基差等等，或者是调整其他的投资组合上的运作，这些都是牵涉了很多基础专业的东西。基本上臧老师讲的，就代表了真正市场上操作的东西。针对这些东西大家可以更加深入的了解，你越去了解这样东西，就越清楚，



它真的是比较适合机构法人客户去参与的市场。

臧大年：我做一点补充，其实在亚洲我们往往看跟金融相关的书或者材料，很多人都用散户和法人参与这个市场的比例来衡量一个市场发展的成熟度。我觉得个指标不能说不对，但是我要说的是背景，跟经济体或者是这个国家的退休制度有关的背景。因为退休制度的实施，一直涉及到和退休有关的基金等等。亚洲的很多国家，现在也在做，像国内已经开始社会保险了，但是欧美在 100 年前就有了。

我要讲一下台湾的经验，不见得有参考性。台湾的法人机构在使用衍生产品的时候，实际上并不多，让大家很失望，有很多的原因。这跟很多机构的高级主管有关。像台湾的金融界，金融界的高阶主管都 50 来岁，这些人很优秀，不能说他们不优秀，但当他们在比较年轻的时候，衍生商品从来没有听过，期货期权对他们很陌生的。亚洲会碰到这样的问题，碰到一个很陌生的东西，就会很排斥。而且在衡量这个利弊得失的时候，尤其如此。所以说主管的机构会很保守，机构的管理层也会很保守。

陈松男：我补充一下交易策略，其实这方面的交易是比较多的。6 个月期和 3 个月期合约，就存在一个合理价差的问题。通过价差的不合理，机构可以做国债期货的套利，像美国的 5 年期、10 年期的国债期货其实都可以做套利。

在衍生产品的处理方面，因为衍生产品的风控跟现货的风控是完全不一样的，最简单的来说，风险的参数都要考虑到里面。我想学习台湾的话，一定要另外设立一个部门专门做，把期货期权当做现货来交易是不行的，做现货的人这个思路很难转过来的。在训练人员时一定要年轻化、专业化。

在发展金融期货和期权的时候，一定要注意风控。我知道台湾宝来风控部门都是年轻人，而且是金融系毕业就去了风控部门，金融硕士没有这个理论训练也不行。

金融创新需要不断的做工作，才能保有这个利润部位。一般不到三年，现在的交易策略就不赚钱了，你的交易策略一定是每年都要更新、升级。比如说摩根史丹利，研究的部门就是有几十人，搞 IT 的就是一百多人，IT 对金融工程是非常的重要。■

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

分论坛三： 机构与衍生品分论坛



编者按

2012年4月22日下午，由广发期货承办的机构与衍生品分论坛成功举行。来自银行、基金和期货公司专家学者，分别就机构衍生产品、专户理财产品和Beta动量对冲套利策略等内容发表了主题演讲。此外，论坛还组织了以“衍生工具与机构投资策略”为主题的圆桌讨论，讨论嘉宾和参会代表就衍生品在中国及世界投资领域的应用等话题展开热烈讨论。

机构衍生产品设计思路与案例分析

■ 瑞士银行固定收益、大宗商品与货币业务部董事总经理 欧阳辉



2005 年我加入雷曼兄弟公司，刚进入时最早接触的产品是 MBS，即房屋抵押债券，它把没有流动性的银行贷款变成流动性资产，最后形成了巨大的市场。很多的 MBS 都是由次贷资产组成，虽然这些贷款估值很好，但当 2008 年爆发次贷危机时，由于资产之间相关性大幅提高，造成了很大风险。这是一个宝贵的经验。

另一个经验教训是 CDO，把很多公司的债券放在一起，可以通过买保险（CDS）规避风险，这种产品只面对机构投资者，个人不能参与。为了使个人投资者进入市场，雷曼兄弟创造了迷你债券产品。但不幸的是，当时我们没有想到交易风险，销售人员只会告诉投资者迷你债券利率很高，却很少提及产品本身固有的风险，甚至当时就连我们自己都没有想到风险的问题。

产品设计倾向投资者需求

我们从金融危机里学到了很多东西：一是相关性，把很多东西放在一个组合里面就分散风险了，但其实平

时没有风险时可以分散风险，真正有风险时不一定能够分散风险；二是交易性，像瑞士银行、高盛银行，要考虑交易量。现在做产品和以前不一样，而且现在越来越难做。以前的产品只要设计出来够高的收益率，就有人买，现在情况不同，很多客人对产品设计和风险问得很仔细。

还有一个跟以前不一样，以前我们是主动型的，现在是被动型，客户需要什么我们就提供什么。

当推出一个产品之前，你一定要问这个产品受哪些因素影响，我们首先要看被动投资会有哪些风险。

第一是到底我们要做什么事情，即 PSAA 的配置。多样化的配置包括股票、商品、固定收益等资产。在美国，资产配置种类包含股票、大宗商品、国债、现金等。

我们找到这些信号，它们对这些资产要有预测性，每一个资产我们找两个信号，两个信号不是对所有的资产，如果这个模型不稳定就不做了。一般资产之间要进行互相分析，信号之间不要重复太多。

下一步做一个权重，大概是 20%、30%、50%，

没有期货这个产品, 90% 国内做的理财产品都是不可能实现的, 交易成本太高。我们做任何一个产品首先想到有没有期货, 因为期货产品交易率很高, 所以所有的东西都在于期货, 不用什么 ETF, 因为那个交易成本太高, 我们也不会去买基金。

这是我们自己的一个贡献。资产配置里面一般没有这一步, 有很多的模型都有信号, 这是我们的感性, 是学校老师很久以前就做的, 1995-1996 年就做的。

第二, 我们做的是控制波动率, 金融危机之前我们不做这个事情, 现在要控制波动率, 即使模型很好也不行, 波动率在 8%。即使信号、模型不是很好, 但将风险控制得不能太大也可以。

还有一个跟以前不一样, 2008 年以前产品设计不是很透明, 现在都很透明。

最重要的一点是和今天会议有关的, 就是期货, 可以说没有期货这个产品, 90% 国内做的理财产品都是不可能实现的, 交易成本太高。我们做任何一个产品首先想到有没有期货, 因为期货产品交易率很高, 所以所有的东西都在于期货, 不用什么 ETF, 因为那个交易成本太高, 我们也不会去买基金。我们讲的股票、债券、现金全部是期货。

目前我们表现得很好, 我们用从 1991 年开始到 1997 年 5 月之前的数据来测试这个模型, 1997 年以前 PSAA 策略的超额收益为 18.1%, 波动率为 12.7%, 假设是 100 块钱的期货, 波动率是 10%, 如果要调到 5%, 100 块钱加 5 块钱就行了, 这就是期货好的地方, 投资形式很灵活。

假设没有信号, 就是被动投资, 我们知道被动

投资风险比较大, 假设没有相关策略, 有可能最高点跌到最低点。

宏观信号预测功能

我们首先看国债, 美国国债市场收益波动率较低, 而台湾的保险公司要求 6% 的年化收益率, 所以只投资国债达不到收益要求, 收益率太低, 如果有国债期货工具, 只要放大期货投资比例就可以达到目标。

大宗商品价格涨波动率在 30% 左右, 相对较高。尤其是假设对市场没有任何看法, 无法判断大宗商品走势, 但如果知道大宗商品可能涨, 下跌就选择买空。如果自己没有判断, 相对来说跌幅、波动小更好一点。如果希望有一个信号能够作参考, 可以跟我们做资产配置。

接下来我们分析股票, 以美国股票为例, 美国在 20 年代末发生了经济萧条。假设股票持有很长时间, 1927 年开始投资 1 美元到标准普尔 500 指数上, 到 2011 年 12 月底该投资价值 1351 美元 (含股利), 相当于 9% 的复合年化收益率, 总的来说收益还是不错的, 但是波动率很大。

如果债权投资、股权投资、大宗商品投资, 假设没有什么信号、没有什么观点, 相对来说风险还是比较大的。这当然是我们为什么要设宏观信号, 这也是资产配置的问题。假设没有宏观信号,

模型不稳定；假设有宏观信号，模型就稳定。

信号就是宏观的政策，最有名的宏观信号就是信贷标准。美国决定利息政策一年讨论6次，但在6次会议之前会做点事情。他们在开会前会做一个调查，问银行几个问题——你这个季度的信贷标准和上一个季度比，是大大提高了还是提高了？这是两个问题。还有是不是大大降低了，或者是降低了。

我们发现这对股票市场还是蛮有用的。为什么要问这些问题？问利息不就行了吗？实际上不是这样。

信贷标准在2008年以前很低，我有个朋友在美国买房子时，他就问我怎么去买房子？我说你有现金没有，他说没有现金，他到银行贷款就贷给他了，他没有签证就能贷到款。但现在是不可能的。

假设以前你们有一个美国社会保险卡，有一个绿色的东西把你号码写进去，你凭这个卡就可以贷款，现在不行了，现在的信贷标准提高了。信贷标准越高，说明企业贷款、个人贷款量可能要减少，这对经济有很大的影响。

投资信号指导资产配置

我们找信号的标准是，从1990到2011年底都有数据，而且有效，我们每年都要看一下是否有效？信号是不是稳定？而且还要知道这个信号的意义如何解释？我们通过统计数学可以找出信号，并对资产进行假设性。假如不知道信号的意义，我们也不好解释，这也有可能出问题。一般来说需要两三个标准慢慢来做，做完之后开始建立模型。

股票资产基准指数选择美国标普500指数；大宗商品包括原油和黄金，但是商品均投资期货，现货储存成本较高；固定收益类为10年期国债；现金基准指数则用2年期国债表示。

确定资产后，每一个资产找一两个信号，信号重复性不要太高，重复性太高模型不稳定。由于存在交易成本，资产配置每个月做一次，不是每天都做，做了以后我就一个月不做了。但月底交易存在一些问题，假设12月31号过节了，交易流动性会受到影响，所以提前7、8个交易日做，这时交易成本不是很高，期货交易成本更低，根据事先设定的权重和历年资产价格，每月做一次资产配置。

投资效果回溯良好

从回溯测试表现来看，我们从1997年5月1号开始，到2011年12月底，收益率是18%左右，最大跌幅14.5%。标普500最大跌幅60%左右，从最高点到最低点，其实风险还是蛮大的。如果有信号之后，就没有降到那个程度。你看原油最高可以跌79%，最高点到低点可以跌这么多，黄金最低点还不错，最低跌到30-40%。

我们去看一看对冲基金指数，对冲基金指数是所有对冲加起来的指数，有可能每天做交易，有可能每个月做交易，超额收益率1.2%，波动率大概4.1%，夏普比率0.3左右。

我们也做了一些稳定测试，从1995年开始，我们做了最近五年、最近三年的测试。我们希望这个模型稳定一些，结果表明最近三年、五年、七年相对比较稳定。观察每年收益率，每年总的来看还可以，基本上收益都是正的，没有负的，这一点比其他品种表现要好。

我们后面讲宏观信号到底起了什么作用？在2008年和1997年两次金融风暴中起了作用没有？在2011年资产泡沫中起了作用没有？信号在进行资产配置中起了很大作用，至少减少了损失，有信号比没有信号要好，这样在做出判断前，可以找到一些依据。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

基金公司期货专户理财产品的 设计与 管理

■ 易方达基金指数与量化投资部总经理 刘 震



今天讲的题目是对冲时代，这有一个渊源。2008 年我成立了一个对冲基金，每次见朋友，朋友都问我你是做什么？我说是做对冲基金的，后来怎么都解释不清楚，于是我就写了一个 PPT，即中国投资的对冲时代。

目前宏观经济的情况非常严峻，如果你看 2008 年严峻，2009 年、2010 年、2011 年都严峻，无论什么情况市场都看不清楚。后来有一个规律，只要是前两个月上涨，大家会对市场充满信心，如果前两个月跌总觉得还是要保守。

传统投资方式蕴含很大风险

从宏观分析来看，“好经济，烂股市”使大家觉得困惑。我一个朋友做股票，首先观察市场，觉得哪只股票不错就买进，但到最后套住了。当价格掉下来可能在很低的位置卖出，追涨杀跌的方式很难赚到钱。中国市

场里，追涨杀跌不只是散户才有，机构投资者也经常如此操作。

长期持有的方式跟运气有一定关系。

以美国纳斯达克 100 指数为例，2000 年互联网泡沫时高达 5000 点，至今只有 2200 点，12 年缩水 55%。日本日经 225 指数，

1989 年最高位时达 38900 点，至今只有 9100 点，22 年缩水 75%。中国 A 股上证指数，2008 年达 6000 点，现在只有 2400 点，也缩水了 50%。

价值投资没有人反对，关键问题是什么是价值？大家说便宜的就是价值，便宜的东西就是好的东西吗？好的公司就是好的股票吗？坏的公司就是坏的股票吗？

其实好，讲的是公司如何好，那么这跟股票有什么关联？问大家一个问题，苹果是不是一家很好的公司？是很好的股票吗？将来我们不知道。从现在看，曾经很出色的诺基亚，的确现在做得不怎么样，这就

是坏的股票吗？不一定。价值投资难就在于做起来难，最难的是真正有价值的股票，真金都没人要，所以价值投资是很难的事情。

风险对于投资的重大意义

下行波动性本身不是风险，而是对风险的度量，是一个度而不是风险本身。我们为什么要风险的度量？在衡量投资产品时，大家都不希望看到风险，但风险最小就是最好的产品吗？也不是。银行存款风险小，但收益不够高。收益最高就是好的产品吗？收益高的产品，风险也大。

金融学有投资性价比，即收益除以风险。这个时候需要有个度，没有度没法进行量化。

比如都是投资1万块钱，投资1万的国债风险是1万块钱吗？不是，大概就是那么几百块钱，因为国债风险非常小，也就是利率波动风险。如果你投资1万块钱股票，你有可能跌到5000块，掉50%。实际上投资者对风险有感性的认识，没有理性的认识，在金融学上衡量产品，最重要的就是性价比，用最小的风险创造更大的收益。

A股目前有私募基金、公募基金两种不同的投资形式，公募基金是相对收益产品，但是跟风险相比，都差不多在0.6-0.8左右，为什么？关键是你参与的市场就像玩老虎机一样，老虎机就像A股市场。怎么样可以提高性价比？为什么大家觉得投资是非常不确定的事情，我买了股票、期货之后就面对这个问题。

不同的性价比会产生不同的收益。什么叫相对收益产品、什么叫绝对收益产品？这对期货来说可能是一个新的概念。在座的各位有没有希望相对收益产品？就是市场涨我帮你少挣一点钱，市场跌我帮你少跌一点钱，其实，我想在座的各位没有想要相对收益产品，无论市场涨落我都想要挣钱。

绝对收益产品就一定是绝对挣钱吗？绝对收益产品跟相对收益产品区别在于什么？就在于投资性

价比。1以下是相对收益产品，1以上是绝对收益产品，这其实就叫对冲基金。

对冲基金提高收益性价比

易方达在2010年底筹备了第一只对冲基金，其中要感谢广发期货的支持，当时我们是合作伙伴，一直在一起合作。我们的策略有两个特点，一是市场中性，就是用股指期货对冲市场风险，大家说如果这样，钱从哪赚的？钱主要是对冲策略赚来的，就是所谓的套利。

举个例子，今天我们在杭州，大家在杭州买个鸡蛋，如果杭州的鸡蛋跟上海的鸡蛋价钱差太多会有人去套利，因为有套利所以市场是比较成熟的市场，也就是所谓的有效市场。我们说市场不有效，就意味着产品在不同的地方价格不一样。

中国期货市场从交易量来讲，已经是世界上最大的交易市场，流动性非常好。根据统计，合约规模占整个世界的51%。期货给大家的印象是风险比较大，杠杆比较高，实际上市场有CTA策略，也就是系统性的操作策略。它的收益跟市场是有关联的，市场好、坏时，都可以达到比较好的性价比进行赚钱。

CTA策略目前在市场上有大概3000亿资产。CTA策略能够提供绝对收益，能够给机构提供一些多元化的过程，在金融行业中的重要性越来越高。

关键是CTA策略是怎么做出来的？实际上CTA的策略可以用期权的方式来复制，可以买一个看多期权，再买一个看空期权，只要市场涨你就会赚钱，市场跌看空期权也会赚钱，那什么时候亏钱？市场不涨不跌你就会亏钱。实际上期货跟踪策略就像买一个动态的形式，随着股价变化不停在变，在市场有趋势时赚钱，没趋势时亏钱。

基金公司的专户有6个亿，我们现在采取的期货策略还没有应用，因为特殊法人的资格还不

中国期货市场从交易量来讲，已经是世界上最大的交易市场，流动性非常好。根据统计，合约规模占整个世界的 51%。期货给大家的印象是风险比较大，杠杆比较高，实际上市场有 CTA 策略，也就是系统性的操作策略。它的收益跟市场是有关联的，市场好、坏时，都可以达到比较好的性价比进行赚钱。

可以开，跟证监会领导交流的结果今年晚一点的时候会有。我觉得将来有很大的前途，中国的商品市场非常大，大家对绝对收益兴趣非常高，这给高端收益比较确定的绝对工具，这个市场非常大，我想在座的大家一起来努力来推进这个事情。

我在 2010 年股指期货推出时，跟大家讲对冲基金，有一个老总说对冲基金好，这个东西先进但只听说过没见过，一年收益多少呢？

我说一年挣到 10-15%，他说这个听起来不高，他去年买股票挣了 60%，2009 年市场还不错，很多人挣了钱，60% 是还不错。

他说你这个给保底吗？我说证监会让我们保底我们也不敢。他说赚这么点钱还不给保底真不可思议。

他说你这个跑得赢大盘吗？跑不赢大盘。他说为什么你这个还要卖？还要收 20% 提成？我 1995 年就开始做基金，但当时愣是回答不上来，其实，对冲基金第一个特点是要赚钱，第二个特点是收益跟市场没关联，所谓市场中性。

我们大家都知道公募基金、私募基金投资性价比在 0.6-0.8 左右，如果把每年丢钱概率放在一张表上看，如果投资性价比是 0.6-0.8，也就是 30 年丢一次钱，大家点点自己的理财产品，股票产品基本上 3-4 年丢一次钱。

我们要把风险降下来，收益也跟着下来，但是投资性价比上去了。对冲基金性价比在 1 以上，

持续 1 以上也不容易，年化亏损率 10%，意味着 10 年丢一次钱，这也就有了投资确定性，有的投资确定性以后，虽然你不赚钱，你不保底，你照样可以收 20% 的提成。

如果今天我们搞一个对冲基金，我们就去卖黄金的 ETF，黄金 ETF 在过去表现很好，我们收 20% 的提成，各位敢买吗？不敢，因为未来 10 年不知道会不会涨。

大家说你这样讲，我们听说的对冲基金都是高风险、高收益，你怎么讲低风险、低收益呢？国际成熟市场大家听到的对冲基金也都是高杠杆，觉得都是风险很大的东西，实际上对冲基金和杠杆是孪生兄弟，当你把风险降低之后，投资性价比高了，但是杠杆风险就放大了，风险跟收益的比值没有变，但是杠杆有个费用，把费用要去掉。

对冲基金是高性价比的，在任何市场上都可以给你提供资产的配置。由于时间原因，我跟大家介绍一下试作的结构。

我们 2007 年开始运作，到 2011 年应该有 6.1% 的收益。另外我没有杠杆，你给我 1 个亿，我对冲掉期货，实际上有效杠杆只有 0.7。对冲基金虽然只有短短的运作经验，其实优势已经体现了，是可以确定赚钱的工具。

对冲基金下一步的发展是什么？第一要提高收益，第二要增加杠杆，增加杠杆要从财务上、策略上操作。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

Beta动量对冲套利策略设计

■ 广发期货研究总监 邹功达

我今天讲的题目是 **Beta 动量对冲套利策略设计**，我们的产品现在已经运用了，产品情况跟大家介绍一下。从历史回溯表现看，交易总天数为 418 天，产品资金规模是 3 个亿，本金收益是 33% 左右，最大的回撤低于 6%。

产品实盘表现良好

从 2010 年 4 月 16 号开始，到 2011 年 12 月 16 号，大概 1 年 8 个月的时间，最大回撤 6% 以下，最大回撤时间是 20 天。我们看一下具体统计数字，刚刚讲的是累计收益概念达到 33%，年化收益是 20% 左右，调整年化收益是 18%，夏普比率是 19%，信息比是 2.63。

下面看月度表现，从 2010 年 4 月到 2011 年 7 月，除了 2011 年 1 月和 4 月亏损外，其他月份都盈利。我们也对比了一些熊市和牛市的表現，熊市时表现比股指好一些，牛市时比股指表现更好。

刚刚讲的是历史回溯，这个产品实盘表现怎么样？时间段从 2011 年 3 月 14 号开始，到 2011 年 12 月 31 号结束，实盘资金额度 5500 万，累计收益 13%，年化收益 17%，预期年收益 15%-20% 之间，波动率很小，大概是 4.25%，最大的回撤只有 -1.74%，最大回撤时间是 4 天。

对冲策略产品实盘表现二：实盘时间段 2012 年 2

月 28 日至 2012 年 3 月 19 日，实盘资金额度 2000 万，累计收益 2.75%，年化收益率达到 41%，和我们的模型比，这一段表现是最好的。波动率低于 1%，最大回撤也只有 -0.97%，最大回撤天数是 3 天。

从实际收益率表现来看，每日实盘收益率保持向上增长趋势，表现及稳定性均好于沪深 300 指数的每日收益率。

设计思想与原理

这是刚才实盘的表现，下面讲一下产品设计的原理，利用的对冲策略，买多股票卖空股指。最后投资收益可以分解为组合超额收益、期现价差收益，还有就是移仓收益。

刚才讲了相对收益，我们看这样一个组合，包括 α 收益的超额收益有 35%，但如果股指下跌就得不到 35%。如果能把指数的下跌风险对冲掉，就可以拿到这部分收益，所以投资组合收益要分解。

分解后，对冲思想就出来了。我们做的是股



从对冲产品角度来讲，风险还是有的，对冲产品绝对收益不等于绝对跑赢市场。从历史表现来看，在牛市时，收益低于股票的收益，市场快涨时不一定跑得过市场，这也就是绝对收益产品本身的特征。

票和股指综合对冲之后，有一个系统收益，系统收益和本身组合的 β 相关，代表是指数收益倍数的相对超额收益。另外通过对冲后，我们用股指期货对冲基准收益代表的风险，即指数部分的风险，我们把原来的相对收益率分离出来，所以相对收益和绝对收益能够拿得到。

现在的产品采用量化方法选股并配合量化指标体系。量化指标体系含了六大类指标：宏观指标、资金指标、技术指标、期货特色指标、市场风格指标和金融市场指标，我们用六个指标来判断股指期货的强弱。

我们根据时间来预测准确度大概 70% 左右。预测之后，我选择对冲的比例，如果我预测下一天股指期货走势是强势的话， β 改变期现组合，调整对冲头寸，使其敞口控制在市值套保与完全套保之间，即能对冲一部分系统性风险又获取比 β 获取的收益高的收益。

下面讲 Beta 动量对冲策略思想与原理。把 α 和 β 进行分离，刚才讲的六大类指标，正为净多信号，负为净空信号。如果六大指标显示都是强的，每一个指标都从负值变为正值，六类指标在这种情况下是强是弱，如果加的数越大，接下来预期的股指走势就越强，我放的强度就越大，

β 敞口越大。这块 β 强，如果信号指数是 +3、+4、+5，则 β 敞口固定值是 0.4，如果指标加起来是负的，那就完全没有强势了， β 敞口固定值变为 0。

广发期货发展研究中心底下有一个量化投资组，总共有四个部门，具体开发产品是宏观策略部下属的组。我们整个广发投资咨询产品序列一共是六大类， β 对冲是套保套利类，也是我们重点推的期货投资咨询产品。

现在我们产品本身已经完全实现量化，第一阶段建仓，是从中证 800 股票里面选择 120 只确定股票组合，选取前 90 只为建仓标的；第二阶段是调仓，日调仓依据指标系统动态监测，确定组合敞口的调整值，进行 β 敞口调整。周换仓，以周为时间敞口，调整模型参数，重新筛选股票组合，每周五和下周一调仓。

从对冲产品角度来讲，风险还是有的，对冲产品绝对收益不等于绝对跑赢市场。从历史表现来看，在牛市时，收益低于股票的收益，市场快涨时不一定跑得过市场，这也就是绝对收益产品本身的特征。另外我们在实际操作时还包含其他风险，如基差与价差的风险、流动性风险、保证金风险、头寸暴露风险。☐

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



衍生工具与机构投资策略

主持人

郑亚男 广发期货研究中心

嘉宾

欧阳辉	瑞士银行固定收益、大宗商品与货币业务部董事总经理
刘震	易方达基金指数与量化投资部总经理
Bas van der Reijt	Kokomo Capital 首席运营官
罗军	广发证券发展研究中心首席分析师兼金融工程组组长
高子剑	东方证券金融工程首席分析师
陈定	泛金投资总经理
黄邵隆	广发期货研究中心高级研究员

衍生品操作模式与人才配置

欧阳辉：我们公司有一些高端客户，还有就是资产管理公司、投资银行，对他们来说我们的配置是很全面的。从我自己的经验来说，专门有一个CAA，专门给他们提供很多的服务，提供一些策略。我举个例子，我们讨论的客户，包括有苹果的股票，到底要买还是要卖？我们最后得出一个结论，假如你是美国客户，你获得一年以上那就赚钱，假如一年以下你就等一等，因为苹果马上盈利就要公布了，

这样的服务我们很全面、很细致，但不一定每次都对。

人员配置，做产品要有量化的经验、知识，交易最重要的是风险管理，假设不管理，银行风险非常大。以前都是开玩笑，害人如害己，如果我们自己风险做得不好那也不好，这是全方位的。

高子剑：做衍生品的操作模式及配置，最终的目标是争取获利，能赚钱的操作模式就可以做，但赚钱模式在衍生品里面非常多。人才配置应该尽可能多元化一些，有时这一群人同质性太高，全都做股票出身，

圆桌讨论

Panel Discussion



他们在想事情时难免有时会有缺陷，所以人才配置多元性我觉得非常重要。

黄绍隆：最主要的是要有前台和后台的关系，比如说前台做开发，把软件实现出来；后台是做策略研究，提供一些策略思想，给你支持的策略，这两者也可以结合。在这个团队里面，比如说具备计算机语言的开发软件肯定是要的，另外基本的研究人员也是需要的，这是从投资角度来说一些团队配置方面的东西。

陈定：我觉得做投资者需要有两项能力：一是收集信息的能力；二是处理信息的能力。我们这边做的私募，可能会有一些另类的考虑，包括编程领域，

在虚拟空间收集到更多信息。

举个例子，我们现在尝试做资产分析，去监控市场情绪，这一点我觉得需要一些力度去探索。特别是在中国市场，如果看宏观基本面、流动性因素，前面很难用量化指标捕捉，为什么？中国没有独立的央行。这几方面的因素时间尺度不一样，可能半年、一个季度就公布一下数字。还有就是流动性，目前没掌握非常好的答案，公认的标准是什么。我们现在被迫做短线，做市场情绪，我们内部的配置人员也体现在这方面，包括模型的构建，怎么通过市场数据去找到市场的描述，通过新的数据找到合适的市场。

Bas van der Reijt：我们公司是做高频交易的，

在中国可能还不是非常的常见，所以很难定义说什么样的人才是我们需要的，我最喜欢的人才还是做电子工程的，因为他们有很深厚的数学基础，而且会编程。

罗军：我们的专户也是私募的业务开展模式。以上几位嘉宾都介绍了相关的策略，这对机构投资者来说都是绝对回报，绝对回报就是 α 策略，还有就是 β 策略。我们团队在这一块也做了很多东西，包括定增，包括另类的试点。

至于人员，刚才几位嘉宾就专业、学术、背景等方面谈得比较多。我们跟很多机构沟通过，这两年培养投研的人员非常少，经过这两年的培训下来，在市场这边，营销经理专业背景不具备这一块的素质，有时候在推广产品时比较吃力，需要基金经理承担比较大的营销任务。

衍生品是新的业务，我们深刻体会到，包括中后台的人员、合规人员，他们的理念停留在单边，所以制约业务的发展。我们也开玩笑地说，最应该受投资者教育的应该是高管，只要打通这些环节之后，业务拓展方面效率会更高。

刘震：其实我们做的东西跟做科学研究没有任何区别，只是对象不是物理，是投资市场。在中国投资是一个理念、一种信仰，但还没有到宗教的程度。金融市场是科学的，我们用科学的方法去解决问题，我们关注经济的基本面，实际上都有它自己的规律，我们现在不了解，不代表我们将来不了解。我们不但要找聪明的、对数字比较敏感的人，更要有一些比较广泛的兴趣。

对我们这个行业来说，是需要去创造的，我们做的所有的策略需要比别人超前一点，这样才能赚钱。实际上你并不需要做得最好，只要把对手超过就行了。最后需要有激情，不论做什么事情，如果只是工作就没有意义了。

现场精彩提问回放

提问：论坛的名字是机构与衍生品分论坛，我想这几年政府部门也好，期货公司也好，都不遗余力在开发机构投资者，从效果来讲，应该说还是不太尽人意。我想不管是哪位嘉宾，就这个问题给我们提点建议，您觉得这个问题在政策层面，还是下面的努力能够有一些改进？

刘震：是这样的，因为我们现在看到成熟的市场机构投资者占比比较大，散户比较小。但什么是机构投资者？散户钱多了就是机构吗？机构钱少了就是散户了吗？

我记得有一天去保险公司，我问他们在做什么？在择时？他说我每天看看报纸、看看电视就择时了。机构投资者意味着什么？我也在反思，我现在知道一点，机构投资者是为别人看钱，赚钱不是第一，能交待是第一，机构投资者永远是比较保守。保险公司愿意买我们的专户，对他们来说收益要求其实不高，每年大概也就 5-6% 的收益，关键是不能丢钱，而且钱很多。

陈定：我补充一点，这里面因素复杂，一方面受到政策的限制，另一方面我担心国债期货会造成投资者分割的局面，现在散户或者个人投资者不让进入市场，国债交易在银行业交易市场和交易所市场是割裂的，刚才你提到的问题在国债期货上变得更严重。

提问：我来自浙江，圈子里面有很多朋友这两年找不到合适的投资产品。浙江这边有太多资金，通过什么样的方式能让场外的资金进来？有没有合适的方法？这样对金融市场是非常有利的。

Bas van der Reijt：这是一个很难的问题，我们公司现在也在想办法进入中国的市场。因为在过去的两年中市场有不同程度的下降，最好的学习方

圆桌讨论

Panel Discussion

法就是亏钱，现在很好的方式并不是说我们买进股票等着它涨，这已经不是很好的模式了，这些散户应该自我教育，通过亏钱可能可以得到一些经验，我们公司也在积极想要向大陆来提供对冲的产品。

黄绍隆：我们有策略的机构想要去找资金，让有资金的人信任我们，其实对冲资金在国外只对两种人：一是高净值者；二是高素质者。

高净值者愿意把钱交给我们，高素质的人能够理解对冲的理念，知道风险在哪里。我们国家处于各种基金的发展阶段，中国基金还是起步阶段，国外成熟的基金也在 90 年代慢慢开始被大家认可，其实国内也在进行思想的变革。如果我们能慢慢经历这样的过程，才能有更多的投资者来做这个事情。毕竟像大的机构投资者要进来这个市场，会受到很多的限制。比如说交易量的限制，这些方面都要经历一个过程。

提问：机构衍生产品对冲操作有哪些风险？

欧阳辉：对个人的风险，像交易品，这我自己也没有理解，就是交易对手的风险，这个风险 2008 年以前没有想到。

刘震：其实我想把这个问题展开一点，第一是对风险的认识；第二是对风险的防范。对风险的认识，有点像看后视镜来开车一样，风险是什么东西？知道的风险其实都不是风险，不知道的风险才是真正的风险。我们以前从来不知道美国方面掉得这么快，真正的风险是你所看不到的。

黄绍隆：我从遇到过的实际情况来说一下对冲操作里面的风险。我自己也比较担心的几个点，第一是波动率的风险，这个东西你没办法控制它。比如说最近这个阶段，前一段时间大行猛涨，指数涨时大盘不涨，

这时你买一堆你肯定是要亏钱的，这里面涉及到相关性、还有波动率的风险。我们辅导客户，或者看到资产变化的时候，波动率太大很难让客户安心，不像基金、或者产品有封闭期。我觉得波动率风险是让我们比较忧心的，现在还没有想明白如何控制它。

二是信号方面的风险，我们有很多研究，我们国内市场上去抓绝对 α 法收益，收益并不是很高。当获取 α 法收益的时候赚取一部分 β 的收益，这可能是择时的问题，包括陈总说的市场指标，你对市场进行一个判断，也要承担一个风险。

Bas van der Reijt：对冲的风险在哪里？这是一个很难的问题，我觉得最大的问题就是做了错误的对冲，但这实际上经常发生，因为很多对冲基金他们用一些统计上的概念来做对冲。比如他们用一些股票，可能相关性比较高。这个问题主要是说越来越多的人不停的在做这个事情，不停的复制，不停的做对冲，问题就是让市场出现一个异常，所有的人都要去有同样的仓位，这就造成很大的问题，可能所有的人都承担一样的风险。

当我们建立模型时，都是基于统计的概念，对于流动性风险，我们认为这是非常重要的，我们公司一般都不会放很长的时间，我们都是短期投资。但对一些大的投资者来说，可能会有一些大问题。所以这些大的机构应该对流动性风险有一定的意识，必须要较保守，而且对杠杆的运用需要非常的小心。

罗军：我理解刚才几位嘉宾谈的，一是市场风险；二是流动性风险。事实上风险是个很广的概念，有些策略包含风险很大，需要格外小心，一旦系统发生了一些事情只能对冲，做一些切换。包括怎么建模型？怎么部署模型？这也是我们在操作过程之中及时反馈，或者提前在制度的设计流程上需要考虑的一些问题。

陈定：首先我觉得不是量化，期货一开始做套

保时，首先要看美国原油的分布、产区，整个机理市场结构变化了。我们切身的体会风险，整个市场轮回转换，如果还是那种对冲肯定会有偏差，不是完完全全用统计模型，用量化来告诉你是否对冲套保，一定要加强自己的判断，这个判断根市场的情绪变化是有关系的。

高子剑：资金控管是一个最好的方式，基金机构在大幅亏损时，都出现没有办法预知的事情，实际上都是没钱了，如果钱够，能够熬过去，可以想办法赚更多的钱。我们做量化、对冲，数学是万能的，我只要数学算出来就行了，到后来不去关注市场，做我们这行的人，每天要写这个大盘是涨还是跌，如果没有预测好，那我们计算就不准确了。

欧阳辉：每次想想亚洲的金融风暴，每次都是跟固定收益有关系。刚才各位嘉宾讲得非常好，就是流动性风险，如果没有流动性风险很多事情不会发生。像 AIG 的倒闭，假如没有流动性风险，AIG 就不会倒闭。

提问：金融危机发生时，产品太复杂了很多人不理解，让很多人吃大亏，我当时在想，很多精英和专家用很高深的东西进行欺骗，我在期货方面涉及不多，觉得都很吃力，但我觉得也很诱惑，如果要跟客户推销可能更吃力，当然可能诱惑更大。

有几个问题：第一，绝对收益产品，因为我们都知道风险收益同在；第二，我听到量化也好、策略也好，已经迅速在圈子里形成一种风气、风潮，且我看到所有的都是正收益，那市场谁在赔钱？

刘震：我上次在香港开会，香港证监会一名人

员说，觉得现在的金融衍生品和金融创新已经太多，以后所有的金融衍生品在两页纸里面解释不了，就不可以卖。然后我就起来说，各位手里都有手机，谁可以用两页纸解释这个手机从哪里来的？包括我们的话筒，包括飞机怎么飞起来的。

所以说复杂并不是问题，我们生活很复杂但也带来很多优势，为什么大家对金融的复杂会有那么的反感。大家对金融产品的反感主要是什么？刚刚我们跟大家讲的风险，风险不都是坏事情，如果天下没有风险就没有收益，金融产品之所以有收益就是因为不确定，这实际上是金融产品自己本身的定义。所以回答你的问题就是，复杂不是问题，问题是投资是不确定的。投资之所以可以赚钱，就是因为它不确定。

提问：你们平时在做产品设计时，如何将哲学的理念涉及到产品当中，最经常用的是哪些哲学理念？

刘震：一般来讲，以前我们在大学的时候，凡是让女孩子很敬佩我的时候，都是学点哲学。在金融市场里面的人都非常聪明，亏钱、赚钱都有他们自己的原因。实际上中国市场大家追涨杀跌是有原因的，像保险公司追涨杀跌，考核指标一年 10% 的收益，你怎么办？又不能长期持有，你只做波段，大部分波段不好做，所以那就硬着头皮做。

金融市场是非常有效、理智的市场，大家讲的不理智，并不是因为不理智，是因为你不在里面。刚才讲的有人挣钱、有人亏钱，你知道市场超额收益加起来是多少？加起来是 0，超额收益就是在座的各位总有一半的人比平均的人低一点，超额就是有的人赚钱、有的人亏钱，聪明的人赚钱，笨的人亏钱，市场上需要有人亏钱、有人赚钱。每个人都想赚钱，在竞争过程中实际是提高了整个金融效益。☐

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

分论坛四： 金融工程分论坛



编者按

2012年4月22日下午，由中国国际期货承办的金融工程分论坛成功举行。来自证券公司、期货公司和高等院校的专家学者就金融工程领域的热点话题做了主题演讲。除主题演讲外，论坛还组织了以“金融工程理论与实践问题探讨”为主题的圆桌讨论，讨论嘉宾和现场观众就共同关心的话题进行了深入探讨。

现代金融工程在投资组合的新发展

■ 台湾台证期货投资总监 陈宏政

从对冲基金的昨日跟今日开始看起，大致可以分为趋势型跟套利型，最有名的是老虎基金跟 LTCM (美国长期资本管理公司)，老虎基金发展非常快。LTCM 由非常多的专家和诺贝尔得奖者创立的基金，但这样的基金在大风浪里淹没了。

为什么淹没？以前的风控理论其实不够严谨，遇到比较大的风浪就不能生存下去了。

Long-Short 逐渐退出舞台

现在对冲基金较多的是 Long-Short 模式。如果做趋势型的人，其实会更喜欢 Long-Short 这种方式，一边去放空，一边去做多，因为它的趋势更稳定。

另外一种就是组合型基金，其组成都是绩效比较好的基金或者经理人，他把这些人集合起来之后，如果能够用更好的风控、更好的投资组合，所做出来的结果，会比单纯的 CPA 更好。

说实在的，没有人可以确保你的基金、客户永远不会沉没，很难保证。但如果说你今天能够把这些人招到你的麾下，然后组合在一起，他们所做出来的绩效会比他们个人的绩效更好。在组合基金这一块来说，对冲基金也是占了比较大的份额。

另外像市场中性这一块，在 90 年代非常流行，套利是最稳定的，放开杠杆之后获利是最好的，但是如果不如预期的话，输是 2 倍在输，像这种市场套利冒的风险是很大的。

中立的套利现在已经变少了。我们来看一下，这些热门品种给我们的启发，Long-Short 这种东西是一个趋势操作者

可以考虑的品种。如果是组合基金的话，他注重的是投资组合的技术，它的风控技术是最重要的，操作技术反而不是最重要的。像这种 GLOBAL 型的基金重点在于分散品种，降低系统风险。最近几年这种基金获利是最好的。

三个层次构建计量模型

如果是组合基金的话，其实有一个很严密的风控跟很复杂的计算。套利更是分分秒秒都用到的。我们看计量交易层次，很多人有误解。以我的了解，我觉得这个计量分成三个层次，第一是建模的层次，包括组织、风控的建模。再就是建立策略，策略这一部分就是我们一般人所做的一些策略交易，这些策略交易就是出讯号，然后盘中风控。第三个是交易的层次，买卖点的控制、流动性控制、实时资料的获取。

第一部分建模。很多论文都会提到怎么样建模，怎样建模降低它的风险。建策略的部分，这是一般人所为的，在这里面其实也有很多误区，有些人认为我在建策略时，如果



主题演讲

Keynote Speech

能一年赚到 60%，他认为这辈子衣食无忧。这类的东西本身是由你的策略去追逐行情，但行情是会变的，当行情变时，你的策略是不是能够跟行情契合。如果不能契合的话，你的策略立刻就亏损掉了，而且亏损速度会非常快。

如果你的模型建好以后，不是很稳定，大概在一个月内的模型就完蛋了，非常快。所以我常常听到很多人说模型建好之后，很不幸碰到某种行情，所以完蛋了。

通过软件构建交易系统

一个好的交易程序要注意两件事情，一是系统绩效的显著水准。常常有人说现在的绩效很好，但实际运作好不好？不一定。反过来想，如果系统本来就不好，然后运作下去会突然变好吗？更不会。我们第一个要求系统的绩效高于一个水准。

第二是自由度的问题，自由度不要太高，有时候因为行情复杂，所以会变得非常高，如果自由度不高的话，就会稳定。

我 1989 年就涉足到程序交易，对此有一些思考。

第一，复杂的东西未必是好的，这里有两派争论。有一派认为，模型越简单效果越好；另外一派认为策略没有超过一千行，没有办法把策略都包进去。到底哪一派是对的？我认为策略本身不太可能百分之百完美，因为你不太可能去思考所有情况，所以你必须要有风险控制和投资组合方面的思考。

这里我提出一个观念，所谓高原参数的观念，什么叫高原参数？举个例子，比方说用均线系统，我发现 5、6、7、8 日不错，还有 30 日不错，你就发现高原在 5、6、7、8，这里面可能 6、7 日均线最好。

反正绩效最好的这些参数，集合在一起就是参数高原，这些参数高原有很多人的看法，认为就要选参数高原里面的参数。实际上根据我的一些测试、一些经验，我觉得这个观念不太对，因为你选择参数高原的前提假设是你的参数是在慢慢移动的，你选参数高原是没有用的。

一般市场上较常见的讯号策略是 TRADESTATION、MULTICHART，或者中金恒铭。如果今天没有软件的话，没有办法积累经验，经验可能永远是这里一块、那里一块。

应该说程序交易跟人工交易差别在哪里？程序交易比人工交易好吗？好在哪里？

我的感觉是说，以交易的细腻程度来讲，人工交易绝对超过程序交易。但是程序交易好的地方在于减少错误。就像我们这个讯号一样，我们前面一个阶段建模以后，这三个阶段能不能串在一起？能在一起，就能积累每个阶段经验的。很可惜，大概只有软件的策略，建模那一块虽然有，但是大部分是国外的；下单那一块也是国外的，其实下单也可以写程序。我用过国外的一个软件，那个时候特别贵，一个月 4 万块人民币租金，下单也是可以写策略的。

如果说金融工程整个要能够形成一个规模的话，软件的部分其实是很重要的，这些部分是我们积累经验的基础。

风险指标提高资产配置有效性

我们再来看下一个阶段——风险控制。风险的意义是在于损失控制，控制的对象是资产。我提出的风控观念是控制损失，而不是风险。另外风控之所以没办法完全实现，主要是因为很多投资者不能接受在获利时无法得到全额利润，也就是无法接受控制风险是支付保险费用的观念。

其实风险控制就是在付保费。假设行情涨了一千点，我如果是做股指，这一波行情能够赚 8 成就很厉害了，剩下 2 成到哪里去了，付保险费去了。这个方式很难让一般的客户接受。

一般客户都说，今天指数涨了 1000 点，你最好给我赚 2000 点，如果用杠杆是有可能的，但杠杆下去之后，你的风险控制得住吗？如果不用杠杆的话，真的不太可能，指数涨了 1000 点，你要赚 1000 点。我没有办法指数涨 1000 点，赚 1000 点。我说万一指数涨了 20%，你能赚 5% 以内。

接下来看风险的深度，一般人对于风险、资产的操作，只关心报酬率和输多少。比方说基金一般只关心这两件事情，报酬率是一阶，变异数（方差）是二阶，除了这两个之外你还要关心三阶（偏态）和四阶（峰度）动差。任何一个统计量，你至少都要了解四阶，如果了解不到四阶的话，对你来讲是很危险的，尤其是风险这个变量，你特别要研究的

更清楚。所以在国外有很多对风险的研究有一个新的名词，叫做风险的风险。我去研究风险的风险，那就是研究到高阶动差。

我们接下来看一下风险的指标：一类是方差跟标准差；第二类是 Hurst 指数；第三类是收益率下方风险的计量指标，包括单边离差的均值等。风险指标里面的方差是最容易了解的，主要衡量我们资产波动的情况，Hurst 指数，有两个变量，一个变量是 H 变量这个变量如果大于 0.5 的话代表不是随机游走，而是有偏的。

另外一个叫做基因算法，这个基因算法跟计算机类似，我大学本科是念计算机的，研究生才读金融，我读本科的时候有接触过这个东西，后来我又接触到这个东西，非常有意思，这个给各位做参考。

基因算法会找出资产波动的基因，基因其实是它的变动的因子。我把这个基因用算法找到后，就知道这段行情变动的原因是什么，每段权重是多少，知道这个之后，可以去复制这个行情，复制出来后，可以跟它原有的行情做比对，可以看到复制出来的东西和原本的东西相似度有多高，我认为相似度在 80% 以下的是无法掌握的行情。而在 80% 以上，找到的基因基本是对的，我就可以找到将来的走势，我就知道将来是会输还是会赢，我就可以做很好的投资组合配置。

资产配置的方法

因此后来我们就有很多的新的理论产生出来，我们当初在做 CTA 也好，对冲基金也好，有这几个步骤：第一个是筛选操作成员，策略模型上架程序、筛选品种、分散模块、分散时间框，客户下方风险和获利，运算风险值、波动率、相关系数等，这个是我们的几个步骤。

策略上架有一个完备的程序，即使策略很好，除了历史绩效测试之外，你还要做未来测试。先做行情然后做测试的，那时是模拟 10 万次，那个时候电脑不好，一次模拟一天。然后还要做交易前的测试，假设你模拟 OK 了，然后我还要摆一个月。通过这四个程序，我们才让你上架。

我们刚刚讲过我们的风控是基于一些算法里面的方式，有了这个方式我可以预测客户将来的绩效，可以做投资组合。投资组合用 Markowitz。传统的 Markowitz 组合配置的都是最好的配置，但如果今天配置，配置出来的投资组合，其实是上一次最好的投资组合，而不是这一次最好的。


做这样一个事情的时候，我们会考虑到 Markowitz 的一些缺点，尤其是它的运算太复杂了，后来我们改了很多，因为它原本的理论都是以年为单位的，我们必须控制到日，所以我们要改成日为单位，做完日之后，在运算上有些缺陷，后来就改成周，后来就变成用周来做。

Markowitz 还有一个问题，每一次求解的答案都会差很多。如果说我这一次配置跟上一次配置差很多，就代表现在的配置是错的，因为你现在配置是上一季最好的，但下一季不知道，而且差很多。如果真的有做过 Markowitz 的人，你应该知道，它的配置，不要说某一周，即使是以每一季来做的话，也会差很多。

如果说我今天希望我的配置是这一季最好的，而不是上一季最好的，我们把 Markowitz 原有的一些思想理论，再配合上我们比较有前瞻性的风控，它就可以达到我们刚刚所说的目的。

Markowitz 是一个效率组成，这个曲线就是我们最好的解码，或者像 Elton 所说的，我们可以把 Markowitz 画成一个图，Markowitz 的效率是 0.83 左右，它的 Return 为大概是 17 左右。

动态投资组织，它更新时间的配置周期有两个，当然它有固定的配置时间，也有变动的配置时间，第一个是我们预测它某个经理人亏损，第二个是波动率即将发生改变。波动我们没有考虑在里面，后来我们把波动考虑在内。

我们最后的结论是，先找出适合的操作人跟投资品种，然后再依照这个品种找出合适的策略跟风控模型，我们还要去检验策略是否退化，投资组合必须以风控为基础，成为动态投资组合才能真正发挥效用。因此我们结论是“策略 + 风控 + 投资组合”才是最好的。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

从相对收益走向绝对收益

■ 东方证券资深分析师 丁 鹏



今天给大家介绍的题目是“从相对收益走向绝对收益”，我更多从宏观策略的层面介绍中国未来资产管理的一些发展。

全球资产管理向量化交易趋势发展

先看一下目前国内各种资产管理公司的一些困境，资产管理公司，包括公募基金、私募基金、券商自营/资产管理、保险资金等。

困境一，收益率不稳定；困境二，完全受制于强势渠道；困境三，内幕消息老鼠仓屡禁不止。

传统的投资方式，我认为几个缺陷。第一，赌小概率事件，这种只有少数人可以成功；第二，人性的弱点，巴菲特要消除人性的弱点，如果能够被消除的就不是弱点了，人性是不变的；第三，基金经理精力有限，他所能覆盖的股票、期货，能覆盖的品种是有限的，很多的机会是不可能完全被掌握的；第四，粗放式交易，对于小资金的期货来说还没有这样的问题，但是对于大股票的操作来说影响很大。

分析国际的资产管理公司现状，全球最大的资产管理公司是巴克莱。目前全球最赚钱的对冲基金是Bridgewater，并已经成为最赚钱的对冲基金。过去20年收益率最高的基金是大奖章资金，年净回报超过35%。过去三年，高盛旗下的量化对冲规模增长了一倍。

量化投资的学科体系

为什么量化投资有这样的优点？量化投资是以数据为基础，以策略模型为核心，以程序化交易为手段，以追求绝对收益为目标的投资方法。传统的投资更接近于中医，更需要人的经验。所以说西医为什么会成为主流，西医是科学，中医是艺术。

优点一，赌大概率事件，以组合对冲为主，以模型为工具，尽可能控制风险，获得长期收益；优点二，克服人性的弱点；优点三，精力无限，监控全市场、全产品、全周期；优点四，精细化交易。量化投资是投资由艺术走向科学的方式。

从资产管理角度讲，绝对收益是未来趋势。穷人要搏命、富人要稳定。高净值客户不喜欢高风险策略，银行理财8万亿，保险资金3.7万亿，基金2万亿，期货几千亿。无论是公募基金，还是其他理财产品，

都是要绝对收益。绝对收益的核心策略就是量化投资。投资者希望获得持续稳健的绝对收益，资产管理公司需要降低人力资源成本、迅速扩大规模。对监管层也是一个好消息，杜绝了内幕消息，也杜绝了老鼠仓。从这三个层面来讲，量化投资符合了最广大人民群众的根本利益。

量化对冲是绝对收益核心策略

绝对收益指的是风险非常小的方式。我们来看一下量化投资的主要理论是人工智能、数据挖掘、小波分析等。华尔街90%的基金采用量化分析的方法，美国市场70%交易量由算法交易实现的，量化基金产品从2001年开始每年管理份额实现20%的增长。随着中国衍生品时代的到来，量化投资必然会成为主流的投资理念和分析理论，这是一个历史趋势。

实现绝对收益有两大类，高频交易策略和流动性回扣，即同时买卖股票赚取佣金返还。比如说我有一只股票，我30块钱买一股，以30块钱卖出，我是没有赚钱的，但交易所会返还你一部分，因为我提供了流动性。国内对高频交易有规则，提高手续费，禁止返佣。真正的高频交易是利用市场结构的缺陷来赚钱，国内的严格监管，使得高频交易有风险。

量化对冲的科学体系

主要的量化对冲策略，一般我们把它分为六大类，阿尔法套利、股指期货套利、商品期货套利、统计套利、另类套利。正向阿尔法，构建多头股票组合，同时做空股指期货。反向阿尔法，构建空头股票组合，同时做多股指期货。核心策略是量化选股模型。代表产品是Pure Alpha。

无风险套利目前只有股指期货套利，去年股指期货套利只有7%，大家看不上眼，任何一个套利要看背后的风险，真正做交易的会知道，作为一个策略最看重的是最大回撤，超过10%，客户会感觉不安全，超过

20%，客户一定给你打电话。如果你是给客户做资产管理，收益率稳定性一定要最高。保本产品现在大家非常喜欢，现在从银行拿贷款，可能有6%的利息，即无风险收益，如果两个无风险收益有差的话，就一个绝对的收益。

统计套利是利用证券价格的历史规律。大家知道中国石油和中国石化，当中国石油拉升时，中国石化接着拉升，这中间有统计套利机会。实际上统计套利有很多，上证50指数跟深圳300指数套利等，这样的机会很多。策略核心有协整模型和主成分模型。现在融券的价格太高了，以后的机会肯定会很多。

期权套利我非常喜欢，期权套利国内没有。期货风险和收益是对称的，你会赚取5倍，但会失去5倍的本金。哪怕我只用10%的资金操作，一旦反向波动50%，我本金会损失掉50%。期权不一样，我最多损失10%。一开始损失就确定了，理论上杠杆上是可以无限大的。期权可以构建各种各样的套利，包括股票期权套利等。

算法交易指的是通过使用计算机程序来发出交易指令的方法。我预测在未来一段时间内大概的成交量是多还是少，多我就多下几个单子，少就少下几个单子。其他还有另类套利，是指利用市场的缺陷进行一些特顺场合套利策略。主要包括封闭式基金套利、并购套利、ETF套利、LOF套利等。

对冲交易系统结构需要有相应的交易系统，包括历史的数据分析、历史行情数据，历史的高频数据、实时数据。当真正交易的时候，如何确信按收盘价买入，所以必须要有历史的分析数据，然后形成固定的套路才可以赢得市场。

最后我们得出结论，从中国资产管理的趋势来看，绝对收益将是中国未来的主流趋势。量化对冲策略是实现绝对收益的核心策略，也是一个真正能够支持大资金的策略，要支持十亿级、百亿级这样的资金，必须要通过量化策略，量化投资在中国的前途无量。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

现代金融工程在对冲基金的作用

■ 中央财经大学金融研究所副所长 郭剑光

这次讲的主题来自于国际金融学的前沿思想。需要说明的一点，业界关于术语没有完全统一，指令有多种叫法，如订单、报单、订单簿，即报单库。

用报单库来交易，首先问题是在大的概率上做出正确的判断。由于资金规模不一样，交易频率和交易周期不一样，有的是基于年操作，有的基于半年、有的3个月，所以做出的推断也不一样。我做出的推断包含价格信息、成交量信息，还有成交前的报单信息。我们提出这样一个问题，是否可以在价格变化前分析当前的限价报单数据得到一些结果。经过我们的分析，答案是肯定的。

问题的关键是，如何在给定的报单库状态下对价格变化的条件概率和限价报单成交的条件概率做出估计，对报单库、报单流等市场信息如何建模是这类策略的基础，策略的建模核心是对于提交指令成交的概率做估测。我国报单库的成交机制遵循价格优先，然后是时间优先。

报单库和报单流下面是买价一、买价二、买价三，上面是卖价一、卖价二、卖价三，所有的队列都有撤单机制。卖价和买价之间有市场的中间价。这样一个队



列，用数学模型去描述是一个非常典型的排队模型，我们可以把订单库上的订单看成队列，每一个报价位置都可以看成一个队列窗口，每一个限价报单都可以看成是一个排队的请求，然后市价报单可以看成是对窗口请求的服务。

估测时间是排队论中的重要问题

这里有两个非常重要的窗口，即最优报买价和最优报卖价。如果你想插队的话，只能报出最优价格。这里有两个非常重要的时间需要估测。一是评估提交最优卖价或者最优买价之后的限价报单后，排在你前面的订单要多长时间成交完，而且成交并不意味着获利，获利还要最优报卖价和最优买价的变动；第二个时间，是排在你后面的报单需要多长时间能够成交。这是非常典型的应用数学里面的排队论问题。

排队论中非常常见的问题是估测时间，根据历史数据在统计上估算市价报单以多大的速度可以到达，及排在你后面的报价单多快的速度会被消化掉，排在你前面的订单多快速度会被消化掉。如果我们自己不选择撤销报单的话，排在我们前面的策略有两个重要的参数。因

为排在我们前面的报单也有可能被撤销，所以要估测对比速度。还要估测排在我们后面的报单，根据价格优先原则，它只有可能被撤单。等我们的策略订单成交完后，排在我后面的订单也会被成交。

仅评估买价的参数是不行的，还要看最优卖价的参数，即对手队列的报单参数，包括被离队的速度，还有就是我们自身撤单离队的速度，这是决定对手报价上升的力量和对手报价价格上升的速度。

模型建立的三点假设

这方面的研究是最近 5 到 10 年间非常重要的发展方向，下面是我列出的一些文献。刚才研究的原始思想来自于 Rama 的论文，他当时所使用的是东京交易所和纳斯达克股票的数据。我们用的是大商所 2011 年到 2012 年的数据。我们拿到的 Level2 数据是一条一条的记录，每一条都是一个事件，我们要做一些预处理，通过报单库数据，发现每一个事件是什么事件。但分析需要基于以下几个重要假设。

假设一，我们相信终端软件上报单库记录的就是大商所撮合系统主机上的报单库，因为我们大众投资者不知道大商所向公众发布的是增量数据还是快照数据，我们相信终端软件如实复制了大商所的主机信息。

假设二，每一条成交记录表示一次市价报单的到达。其方向由成交记录中的平均成交价格来指示，如果大于前一条记录上的最优买卖价的中间价，则认市价买报单，反之亦然。

假设三，每一条报单库记录相对于前一条报单库记录在最优报价上的报单变化大于成交量，则有一次最优保价上的撤单，反之则有一次最优报价上的报单提交；非最优报价上的报单增加或减少表示一次报单提交或撤销。这是对于数据的一些预处理。

基于这些数据的基础上，我们可以建立模型。刚才讲到队列，队列有几个重要的参数，第一是限价订单的到达率，好比研究银行排队的队伍，要估计未来 1 秒钟


会有多少新的客户到来。经验表明，交易的时候都希望尽可能在最优价上成交，离最优的报买价距离远的报卖价报单的到达速度比较慢，距离近的到达率比较快；第二是市价报单到达速度和撤单速度。限价到达速度和报价到达速度不同，市价到达依赖于报单量，报单量越大速度越快。

策略在金融建模中的具体应用

在状态发现变化情况下，我们可以做出相关策略。中间价概率是排在前面的订单被成交，排在后面的订单没有被成交，对手的订单被成交的概率，我们可用经验数据分析。除此以外，中间价概率估测完以后，我们还要估测策略成交概率。策略提交的订单被成交的概率，这也是一个概率分布。

平仓有两种情景，一种是有获利的平仓，一种是止损。只要报买价比我们提交订单的时候报卖价的价格高了，立刻可以获利平仓。而我们提交完订单以后的报买价经过了这段时间还和报买价相同，并且这个时候报买价的订单已经衰减为一个单位的时候，这个时候要立刻提交止损指令。

最后是 L&L 分析，每一轮交易的盈亏概率分布。可以看到这个策略大概 50% 概率是赔掉一个单位的，30% 的概率是可以赚到一个单位。如果获到的数据更丰富的话，可以获得更大的概率。

最后补充几点，关于策略的不足和模型的可能拓展。我们假设买价报单和卖价报单是对称的，但事实上买订单和卖订单的到达率可能不同，撤单率也不同。还有时间问题，到达率不能随时间而改变。一些大宗商品交易，可能一组价格位置上的报单流到达或撤销高度相关，如果报单流不独立，模型就存在缺陷。此外还有卖价趋势性和相关性，交易策略适应性和交易策略对价格影响的问题，以及检验策略的盈利性的时候，没有区分样本内和样本外的数据的问题。这些不足还有待各位业界同仁们去思考和改进。 

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



金融工程的理论和实践问题探讨

主持人

王红英

瑞士银行固定收益、大宗商品与货币业务部董事总经理

嘉宾

陈冬华

中国国际期货公司总裁

陈宏政

台湾台证期货投资总监

丁 鹏

东方证券资深分析师

郭剑光

中央财经大学金融研究所副所长

宋楚平

中期研究院金融工程部总监

隋东明

永安期货研究院院长

境外金融工程应用经验

王红英：股指期货等金融衍生品上市之后，量化分析成为分析师必不可少的技能之一。很多研究员对于量化研究理解非常简单，真正的定价模式显然更为复杂。未来的金融工程到底有什么样的特点，本身是什么样的模式，在量化投资、策略设计和产品的推广上起了什么作用，这些问题需要进一步明确。欧美、日本、台湾等对金融工程应用是一种程序化的模式，在国内推广制度化交易和量化交易，市场定位是怎样的？

陈宏政：我这几年在台湾一直在摸索，资产

配置不确定性是目前面临的最大问题。现在国外有一些新的资产管理模式，他先去建立一些CTA绩效的资料库，然后去预测这些CTA的绩效。然后再根据绩效形成投资组合，这些投资组合的熬过非常好。

王红英：在应用方面，国外有许多趋势策略和高频策略，开展算法交易时会碰到哪些问题？

陈宏政：交易的速度是一个很重要的问题。台湾做高频交易的人很多，但会发现上一秒交易出去，下一秒还没回来，但是下一秒我已经下两单了。我在国内碰到的是报价延迟的问题，在台湾碰到的是

回报延迟的问题， 这些问题对高频交易相当重要。

陈冬华： 我觉得国内还处于一种静态的状态。一是设计问题， 包括数据传送、 IT 的建设、 风险方面等。 我曾经看到一个数据， 程序化交易 95% 是亏损的， 这跟我们整个系统做的不深有直接的关系。 我们做研究时， 可以综合性的考虑背后策略实现 IT 数据的稳定性， 包括模式参数的设计， 这是分析师需要注意的一点。

丁鹏： 策略设计取决于将来的规划。比如说 10 亿资金可以获得 10% 的收益， 是 1000 万资金可以获得 100% 的收益， 这是完全不一样。 我们更多考虑一些中长线的阿尔法策略， 对市场有冲击的东西。

一开始做策略的时候就需要思考策略将来的客户是谁。 走向财务自由时候， 必须借助外力， 仅靠自己的资金， 是很难做到的事情。 可能资产管理是必由之路， 巴菲特没有钱之前也是用别人的钱去做， 你要考虑你的策略是给谁用的， 这样你就会考虑出发点的是什么， 大概能放到多大的杠杆， 然后才是它的细节问题， 它的参数怎么设定， 它的参数怎么优化， 是不是需要优化。

金融工程人才培养模式

王红英： 投资过程经历了从简单的静态量化策略走向动态的策略。 这个时候经验起到了很大的作用， 2007 年高点以后， 很多人不愿意放手， 那个时候认为还能到 8800 点、 一万点。 那时我们没有股指期货， 当时可以用对冲的方式来解决这个问题。 我们很多人做量化， 其实也就是初中水平， 这种低层次水平即所谓加减算法， 并不是金融水平。 这里面有自我成长、 自我发展， 我们金融工程人才在国内是怎么样的培育的？ 金融

工程在国内的发展是什么样的情况？

郭剑光： 金融工程在教育界和学术界引进很早。90 年代末， 一些科学类的专业， 比如数学、 计算机或者管理工程， 已经陆陆续续有学者在引进了。 真正在国内到本科教育展开是 2002 年、 2003 年以后， 教育部设置了这样一个学科以后才大规模的开展。 我们界定的金融工程是用金融的方法去研究问题。 我们国内并不落后， 因为大量的人才进入到金融行业， 甚至很多金融分析师并不是学金融出身的。 从教育意义上金融工程并不落后， 真正落后的地方是金融工程产业化、 工业化。

王红英： 我们金融工程商学院入学的水平已经超过了清华、 北大， 功底非常扎实。 我们国家金融工程的理论在 90 年代引进了， 这十几年得到了长足的进步， 南开大学在深圳有金融工程研究院， 基本上到大二银行都预定完了， 我们学金融工程的学生非常抢手。 在理论非常扎实的基础上， 应用就成为问题， 你学的是西方的理论， 中国有中国的特色。 其实在私募这个圈里， 我们看到各种各样的赚钱盈利的方法， 但是我们发现稳定因素比较重要， 金融工程解决的问题就是你的稳定性和盈利。

隋东明： 程序化交易、 量化投资与金融工程不是一个概念， 金融工程范围更大。 我们研究院设有金融工程部、 程序化交流部以及高级衍生品部， 高级衍生品部就是期权。

刚才王院长讲程序化交易方面我们取得了很大成绩， 但说实话我们没取得什么成绩。 我认为中国有好多好的程序化策略， 我们只是不会编程， 2007 年我们在北大招了一些人。 现在金融工程金融院加起来就十几个人， 程序化团队不到十个人。 我觉得首先要打好基础， 搞模型如果没有基础的话都是白做。

圆桌讨论

Panel Discussion

比如你在基础平台上编了一些模型，当条件触发的时候，10秒钟没反应，你怎么去这样的平台上干事情。我们在这方面花了很大的力量，搞了一个平台，我相信比用国外的一些系统好的多。因为这个系统有很多中国人，你让他改就可以改，要让外国人很难。

编程人员有了、平台也有了，我们反应时间测下来是40毫秒，而且我们的订单系统非常好。现在遇到一个问题，策略呢？策略在社会上去招募，很多人都跟我合作，结果我发现一个实质性的问题，市面上没有好策略，我们把好策略实现以后，问客户这是你的策略吗？你现在有问题吗，他说没问题，你们编的太好了，他说对不起，我不太想用我的策略了，因为这个策略赔钱。说明什么呢？中国的程序化在策略编制方面还是非常幼稚的阶段。

大家要一起来孕育这个市场，市场很幼稚，需要我们孕育。我个人认为，大家要做的这个程序化交易一定要在好的平台上逐步的建立，万万不能在不好的平台上开始造楼，造到一半造不下去了，因为有的系统反应时间很长，程序编制人员回去之后要跟老板讲，要我在沙滩上干活不行。作为研究院院长，我肯定是要长期做下去的，我的平台肯定是要搭好的。

实际上，我感觉我的团队对程序化交易的理解还太年轻，我相信大家也很年轻。我在期货公司就两个半人，然后编制一个模型，然后就宣传用，这不太容易实现。但是我相信经过多年的努力，大家会走到比较好的阶段，比如说接近美国人或者超越美国人，但是有一个长期的过程。

此外，我们还要编制一些武器，就是一些工具。比如说原来市场上是有这样一个情况，中午是不能撤单的，必须开盘以后撤。大家知道日本的橡胶在中午交易的，你要设计一些方法吃掉这些没有撤掉的卖单，这是一个工具，这个工具大家可以去想。有的研究者研究到这种程度，说我的计算机的时间跟交易所开盘时间不是一个点，差1秒、差0.5秒，有的人甚至把天文台的人找来，我要在开盘的时间把这个单子放进去等。

量化投资主要量化两个方面，基本面量化和技术分

析量化。所谓基本面量化，比如巨无霸指数，你把你们国家汉堡包价格扔到这个公式里面去，这边得出的结论，货币汇率是高估了还是低估了，这个是基本面量化，我们的研究员很难做到。我们中国的技术分析能力非常差，所以大家在不懂技术分析的情况下去做技术分析量化也是悲剧，这个功夫还是比较深的。

基本面分析、技术分析都是判断型，量化基本面、量化技术分析，就成了量化投资了。这个概念搞清楚之后，实际上西蒙斯是搞技术量化的，搞基本面量化的人很少。我感觉量化的路更长，我感觉中国对金融工程的运用，程序化的普及，还有量化投资方面，都是处于极为初级的阶段。实际上我们还在进入，有些人是搞思想，有些人是做统计，现在挖掘数据的工作非常艰辛，要大量的抓数据，高频数据拉出来分析，分析之后做成模型，我大致说这么多。

王红英：我们现在设计了很多策略、收益的产品，我们现在这个市场还是非常浮躁的。大家推出了很多产品，有一家公司今年计划推出17种产品，去年收益还是负的百分之二十几，我说你们怎么去处理这些客户。他说我两手准备，一方面我战斗，我跟客户解释，另一方面我再去开发新的客户。其实我很质疑这个，包括你对产品的自信。其实还是产品背后的一些逻辑、一些思想、一些理论还不扎实。

我发现一个模型，模型介绍说你给我一万，我给你一辈子富贵。我问这个人以前干嘛，他以前在农村，他没有这个经验。今年我在南开深圳金融工程学院重新学习，因为市场结构变了，知识结构肯定也要变。技术在更大程度上来讲是一种态度，可能很多人是出去忽悠，一出问题，手机就关机了。在业界里一旦你的名声坏了一点点，基本上这个行业你不要干了。

我们在座的很多研究员、期货公司，其实你们可以参考我们的模式来做。声明一点，这是非盈利性的，我们想搞一个所谓的量化投资俱乐部。越做我觉得压力越大，所以我还要回去再学一学。在这里面我把我们比较




务实的一些学习方式给大家做一个分享，我们想请中期研究院金融工程部宋楚平总监给大家做一个简单的分享。

宋楚平：我们现在在做的一件事情，内部成立了一个量化俱乐部。在做的过程中，压力也挺大的，我们想一起来合作。现在来成立一个量化俱乐部，加强量化这一块已经是迫于眉睫的事情了，在我们期货这一块做的是最多的是价格分析，而现在到了工程阶段。高端的财务人不是要求利润越多越好，而是在一定的利润下风险稳定。

另外，新产品的推出越来越快，包括现在的期权，或者是期货，价格预测效果越来越差，采用一系列的量化分析方法才可能做出更好的选择。我们量化这边的人才其实挺紧缺的，因为金融工程是非常庞大的体系，是金融学、数学、计算机等各个科学的集合体，我们在某一个方面比较好，但是其他方面比较薄弱，我们可以进行合作。

现场精彩提问回放

提问：我做实际交易的过程当中，做资金分配风险的管理，过程当中，即使我的策略不是特别优秀，如果动态调整能做的比较好，也能够做到非常好的收益。在研究的过程当中，我在时间和精力的分配能不能使策略研究和风控各占一半。

陈宏政：关于这个问题，我碰到的问题跟你一样，我记得在1989年做这件事情之后，我在第二年就开始碰到这样的问题。在策略本身的获利部分，我在1995年到现在为止几乎没有什么改变，大概就是停在那里。这15年来我就是做风控的东西，获利进步非常少，我相信你将来碰到的情况或者走的路大概跟我差不多。甚至于一个好的风控可以把差的模型拿出来的赚钱，是这样说的，我想可以解答你的问题。 

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

研讨会一： 期货投资咨询业务研讨会



编者按

2012年4月21日下午，由浙商期货承办的期货投资咨询业务研讨会成功举行。来自境内外知名咨询公司和行业信息网站的专家学者，分别就各自领域咨询业务发展模式和成功案例等内容发表了主题演讲。此外，研讨会还组织了以“咨询业务商业模式与产品研发”为主题的互动讨论，讨论嘉宾和参会代表就期货投资咨询业务发展现状、其他行业咨询业务成功经验等话题进行了深入交流和探讨。

如何开展风险管理咨询

■ 德勤中国有限公司财务咨询总监 袁先智

咨询业务的三个层面

期货的功能之一是套期保值，为实体经济服务、为三农服务。今年3月初我收到了一个关于管理咨询的电话，这是一个非常复杂的问题，因为中国的管理咨询和西方不同。

咨询可分为三个层面，第一个层面是概念层面，西方的概念层面是提出解决方案，这是高层次的咨询，可以收取费用，但在中国不能收取费用；第二个层面是从业务实施的角度提出可实施的解决方案；第三个层面是支持项目实现所需要的定性（风险管理政策）和定量的工具（交易系统、基本的持续定价和风险计量工作）。

当具体开始项目时，第一和第二层面我们可以提供，第三个层面我们难以解决，之后还要提供后续服务，由专门人员负责持续管理。

我们做浦发银行项目，把定价模型等全部做好后，还有一个后续服务。银监会到目前为止还没有公布通过风险管理标准的银行名单，在这种情况下，我们有义务做好后续服务。中国所有银行的风险管理项目都没有完结，风险管理项目何时截止要等到中国银监会公布达标结果。

与西方的达标准不同，银行的项目其实很简单，需要银监会达标通过，但这条标准不能写进工作内容里面。我们有后续服务的概念，后续的时间成本很大，但是没有相关的咨询费。



我们认为提出解决方案是一个敲门砖，可以显示出专业能力，不论银监会是否批准，我要把它做好。你可能没有能力建立模型，但是在什么情况下你必须要建立模型，期货行业建立模型比银行行业要难，更难的是保险行业，最难的可能是能源行业。

建立了模型和系统，然后解决逻辑问题。我们每做一个项目就是一本，这个基本上是在技术层面的角度。在中国做项目很难，客户会提出跟项目有关系或没有关系

的各种需求。但是如果咨询公司的人走了怎么办，如果银监会整改了怎么办，这个从2005年到现在银监会已经整改了三次，现在又全部回到我们来做。

国内风险咨询业务层次各异

第一种情况例如徽商银行、长沙银行。长沙银行已经设立了前台、后台风险管理，中台没有风险管理，需要做中台。长沙银行没有中台，如果具有了中台的风险管理功能，基本上前台和后台发生风险的可能性比较小。中台的风险和定价的难度很大，我们做的最多的是风险咨询。

第二种情况例如工商银行。他们有前台、中台风险管理流程，但缺少后台相关流程，他们提出要加强定价功能和风

咨询可分为三个层面，第一个层面是概念层面，西方的概念层面是提出解决方案，这是高层次的咨询，可以收取费用，但在中国不能收取费用；第二个层面是从业务实施的角度提出可实施的解决方案；第三个层面是支持项目实施所需要的定性和定量的工具。

险管理的相关功能，同时最好可以把前台进行完善。

第三种情况是前、中、后台都没有。金融危机发生后，我们发现中国的银行最基本的交易都没有。前台的功能可归纳为管理和最基本的接口；中台是计量功能和风险计量功能；后台非常粗糙的财务数据。我相信中国的期货行业也应该考虑这个事情。

我们在期货行业里面做了一些研究与工作，发现目前期货行业里面有三种情况。第一种情况是要锁定成本，第二种是希望得到基本的收益，第三种是希望买低卖高，除了第三种外，第一种和第二种可归纳为套期保值。但中国教育把这个翻译成套期保值是不对的。它本身不是套期保值，套期保值只是对冲的结果之一。

构建价格曲线面临不确定性

期货里面最核心的东西是什么？我们把期货叫做远期产品价格曲线的间隙，这是一切的基础，如果没有这个概念其他都无从谈起，这个是一切的核心，也是最难的事情。

期货行业咨询为什么比银行业难，因为期货行业不是完全遵循金融系统里面的定价原理。比如说黄金，当建立曲线的时候，有了期货市场，有了远期的期货价格信息，建立价格曲线可以通过金融行业标准的金融工程模型完成。然而很多情况下没有期货市场的价格参考，这种情况下价格曲线的建立不是简单的金融工程，因为涉及到很多宏观、微观的因素在里面。

另外一种情况，我用能源行业举例。当没有期货价格，在市场里面找不到任何参考价格信息，需要用宏观、微观价

格信号建立一个价格预测系统。能源行业是期货行业的一部分，而期货行业特别是能源行业往往显示出投机倒把的一面。今天早上杭州宣布可能会停电，原因是能源不够。我们认为这是地区价格风险，在金融行业里面不存在这种风险。

当做趋势分析时，你可以分析成千个指标，分析有可能对超前价格信息的影响因素。如果做交易员，每当你发现原油是往上走，价格趋势可以影响远期和期权的价格，这里面我跟大家分享的是我们实际是怎样做的。我们做的是 WTI（西德克萨斯轻质原油期货），我们在 2005 年到 2010 年跟中海油合作。我们做的价格趋势分析，在 95% 的情况下是对的。如果做咨询业务，对最基本的价格曲线分析不能泛泛而谈。结论往往是大概往上走、大概往下走，有时客户要求我们的分析不应该是大概，应该是确定的。但我们的结论绝对不是准确的，因为如果是绝对准确的，就不存在市场风险了。

我们经常讲金融本土接轨，我提出本土化的三大特征：第一点你能不能开放源代码；第二点负责没有完整的文档，我希望期货行业咨询不能这么走，中国的产品非常复杂，中国的很多产品是西方没有的；第三点是团队有没有国际标准，我认为目前还没有。

8 年前我们在欧洲和北美做过系统，我们系统至少是能够满足 123 条标准，Quantrisk 系统满足本土化的三大特征。中国的问题很糟糕而且不可思议，但是中国实体经济需要这个东西。后面的东西我不讲了，因为是很专业性的东西，我们的风险管理系统中国的金融机构几乎全部都在用。总之，风险管理需要支持每一个模块，如何实现它非常关键，因为目前还没有完全实现。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

商品期货咨询业务探讨

■ 中国玉米网总经理 冯利臣

今天我主要与在座嘉宾共同分享一下我本人近些年具体开展信息服务工作的一些体会。由于时间和能力有限，我本人只研究玉米一个品种。在期货行业里，可能一个分析师会同时会研究很多个品种，但我们的研究队伍一共包括 40 个人，目前只研究玉米一个品种，而且发现还有很多问题有待进一步研究与学习。

从咨询收入状况来看，去年网站管理咨询的收入已经达到 2.6 亿，与其他开展咨询业务的网站相比，我们的收入可能稍微高一些。

咨询的目的是追求利润

对行业把握的准确性和深度对开展期货投资咨询业务十分重要。在与企业开展交流时，我们学到了很多，对于业务开展帮助明显。

创办网站伊始，我在做咨询的时候有人问过我一个，创办玉米网做咨询服务到底为了什么？

创办网站之前，我在国有企业工作过一段时间，结合我以前的经历和现在的咨询工作，我学会了一件重要的事情，这就是讲真话。在那之前我没有讲真话，我说搞咨询是为了为农业事业做一点贡献，之后我回去仔细考虑了一下，其实我做咨询、做网站就是为了两个字——赚钱。

给企业做服务、做咨询、做管理的时候，最终目的就是赚钱，只有客户赚钱了我才能赚钱，只有客户赚钱我才有收入，只有客户赚钱了我才有咨询费，跟

我合作只有一条路——赚钱。

因为我做网站、做咨询，不赚钱什么事干不了，说了多少、发表多少文章，最终你还是为了赚钱。大家想不想赚钱？肯定都想，因为钱不是万能的，但是没有钱是万万不能的。

开展咨询业务的五点体会

开展咨询业务的体会可分为五点。一是信息价值、价值信息；二是做细研究，做精客户；三是市场产品，营销产品；四是接受社会平均利润；五是只有合作伙伴，没有竞争对手。

玉米基本面的信息都是放开的，客户真正需要的不是这个信息。大家都能看到的信息是没有价值的，我们在新闻联播看到的信息是无价值的信息，拿着新闻联播给客户做建议没有任何用，因为大家都知道。

去年中央电视台采访我，问我对玉米的看法。因为要上新闻联播，我一定要重视，我回家把市场材料准备成精华要点，但媒体告诉我只能说他们选定的其中三条，不能超出这三条。我问什么时候播，他说最快周一播，对投资人来讲这些信息叫价值信息。因为这个



主题演讲

Keynote Speech

新闻要在头条播，所以当天晚上新闻没播，期货价格没有下来，我告诉最有价值的客户可以做空了，这就是信息的价值。

我们做信息，做出信息价值，而且这种价值一定是第一手资料，现在我们的信息报价点全部是3000多点。各地区凡是有玉米的地方，我都会做很多种工作，做信息一定要低调，如果我们天天去宣传自己的信息员是谁、谁是我的客户，最后信息肯定没有价值了。

第二是做细研究、做精客户。在做研究的时候，一定要把产业链研究透。投资咨询业务推出后，有客户找我把产业链梳理一下，我说不用多，只要认真真做一件事情、研究一个品种就够了。玉米品种我做了20年，其他品种我都没研究。其他人问我说冯总小麦品种怎么看，我说对不起，我没有研究。

做好宏观结构的梳理、做好产业的实例、做好供需结构的梳理。这样你研究其他品种都可以，你只有研究通了，你才能给客户做好服务。

我研究的企业一直是做产业的最底层，我研究完之后，再拿到期货市场中用。不是所有的客户都是我都要服务的，我一定要做产业梳理，梳理到最后只有10个客户，我也不会去开发更多的客户，因为我的能力、精力是有限的，我的网站有5000个客户，这5000个客户一个也服务不好。所以网站的客户多不是好事，只是服务要精。我只有10个客户，而且我每个月去拜访高端客户，跟老板聊一聊感觉很自在，而且我的收费是最

高，只有收费的东西才是最有价值的东西。

我收取的信息费是每年120万，可能是全国、全球最高。从管理咨询来讲，我有更多的精力去做精客户，我拿第一手的東西跟客户交流。不是所有想做投资的就是你的客户，做客户的时候，一定要做精品的、高端的客户，高端客户带来的收益远远不是追求数量能得到的。

第三是市场产品，营销产品。我一定要把市场价格信息判断准了才能给我的客户有价值的信息。有的期货公司每天都要去开发客户，但是开发完后没有什么收获，我们每年都有收获。比如说玉米品种价格已经很低时是最佳的买入时机，价格最低的时候，饲料企业和深加工一定是我的客户，这个时候你去走贸易商就犯了方向性错误。我们在做市场营销一个最大的理念是只见企业老板和负责人，不见业务员。我们在做市场产品的时候，一定要把自己的产品定位好，把自己产品的营销客户定位好。

第四是接受社会的平均利润，只有接受社会的平均利润你才能有市场。

第五是只有合作伙伴，没有竞争对手。只有我们合作了，我们大家才有价值，以前我还研究市场中有多少网站在做咨询，这两三年我一点都不关心，我只把自己市场关心好了，我把客户研究好，我不去研究我的竞争对手。我们在市场开发时一定是合作，不要谈竞争。市场中有竞争，市场就很难做。■

开展咨询业务的体会可分为五点。一是信息价值、价值信息；二是做细研究，做精客户；三是市场产品，营销产品；四是接受社会平均利润；五是只有合作伙伴，没有竞争对手。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

咨询业务服务三农的成功案例

■ 布瑞克环球（北京）农业咨询有限公司总经理 孙 彤

中国农业需要金融和 IT 支持

三年前我也是一名期货分析师，我是从期货行业走向农业咨询行业。我当初为什么要进入中国期货行业，因为觉得中国农业太需要金融的支持，太需要 IT 的支持。

做布瑞克后，我们从农业、金融、IT 三个方面具体去做。过去我们主要做的是糖，然后逐渐衍生出来其他品种。过去两年里我接触了很多企业家，他们让我们感到非常敬佩。我在山东见到一个企业家，他以前是卖面粉的，现在身价 20 多亿。

为什么我要讲这个事，因为农业行业接受期货需要一个过程，现在很多公司一把手不能接受期货，这些企业家不是特别懂金融，很惧怕金融。

我们做咨询公司服务农业产业，一定要解决实际问题。我们提出了通过农业咨询给客户做实实在在的研究，也就是产业定位。我们有四个平台，第一是咨询平台，第二个是数据库，第三我们搭建了 B2B 的平台，第四是 PFC。我们认为做套期保值应该是专业的，需要专业的团队、规范流程去做咨询业务。

农业咨询的九条要点

第一，标准化流程。

今天我从 9 个方面介绍一下我们做的事情。我觉得要解决一个问题，比如一个企业涉及到不是一个品种时，只有一种的服务就相对比较被动。

我们帮地方做咨询，有的地方有十个甚至更多农产品的时候，我们会有侧重地提供服务。我们现在开发了自己的数据库，有自己的价格预审模型，去年开分析师论坛的时候我们说期货咨询要走标准化道路。现在我们从招聘到具体项目实施，已经完成标准化。

第二，数据信息充分。

为什么国内咨询业务做不大，而国外却有几十亿美元的销售额，因为他们有标准化的流程。我们当时做了一个关于全球的信息市场的研究，以美国为中心的大宗农产品供应区域的数据信息比较齐备，而且可靠。但是以中国、东南亚、东北亚（除中国），以及印度和非洲，是全球农业的主要消费区，同时也是粮食进口国，大部分都是经济较落后区域，农业数据信息比较落后。

第三，为客户提供专项服务。

农业咨询这一块，我们主要是给客户提供调研和其他专项服务，比如客户要了解这个产业在中国的产销情况，以及它的加工布局，我们做一些定向调研。目前我们给一些政府和世界 500 强企业做了调研，这些研究也得到了高度的认可。今年我们跟黑龙江政府合作，主要开展大豆、玉米等方面的产品研究。

第四，使用一手材料。

我们去年在山东做了一个物流贸易平台，主要针对国外糖这一块，也是一个政府的项目，我们了解了韩国最大的一个食品企业在套期保值方面的需求。这个项目比较大，我们当时对整个糖产业做了一些分析，这些分析全部是第一手资



主题演讲

Keynote Speech

我们做咨询公司服务农业产业，一定要解决实际问题。我们提出了通过农业咨询给客户做实实在在的研究，也就是产业定位。我们有四个平台，第一是咨询平台，第二个是数据库，第三我们搭建了B2B的平台，第四是PFC。我们认为做套期保值应该是专业的，需要专业的团队、规范的流程去做咨询业务。

料，这个项目完成后得到了领导的一致好评。

第五，形成第四方物流。

今年我们提出了第四方物流的概念。在中国由于信息闭塞，“谷贱伤农”的情况明显。我们现在通过资讯能够采集第一手信息，通过采集平台告诉大家供求状况，以前农民一直困惑明年种什么品种，有了这个系统就可以帮助农民解决这个问题。

第六，形成电子商务平台。

我们在研究下游食品企业采购的时候，发现很多企业在本年年底形成下次年的采购计划。尤其是大企业，做这种采购计划基本上按照远期定价。很多企业采购食品的时候，第一是关注能否保证按时进货，第二是关注价格。国内很多大企业采购时已经用到了基差。

企业可以利用平台锁定100块钱或50块钱的利润，降低了企业的采购成本，同时也提升了上游产品的平均销售量，第四方物流同时把第三方物流也纳进来了。愿意做套期保值的企业，我们引导他们去做；对于那些拒绝参与期货的公司，我们跟他签订订单，由企业给他做套期保值。

第七，建立网络信息平台。

我们做了一个网站，首先建立了一个信息系统数据库，然后再来开发各种各样的模型。在数据库基础上我们下一步打算开发糖类分析软件。数据库里面的东西我不做太多的介绍，套期保值需要历史交易数据、市场的理论，同时也需要信息。

之后我们对于这几块内容进行数量化、模型化分析，我

们的软件在5、6月份就会推出，而且可以在iPad上应用。然后我们打算推出大宗商品价格预测模型系统，目前为止我们糖类的价格模型预测比较准。

空间均衡模型中，我们的约束条件是两地之间有价格差才能流动。我们在做模型的过程中，把地理信息系统引入进来，进行预测。电子商务这一块很快可以在我们的平台上看到。企业在采购的时候遇到问题、销售的时候也遇到问题，我们去进行匹配，我们把银行的第三方监管引入进来，比如说企业在这里面可以申请贷款业务。

第八，充当智囊的角色。

我们在精细化套期保值方面做的比较多。在套期保值方面，企业需要怎样的顾问呢？首先我们要扮演心理老师的角色，我们的第二个角色是老总助手，随着可能出现的市场波动，老板会第一时间打电话给你要一些分析报告；第三是金融专家，第四是品种专家。

第九，决策及时准确。

关于风险管理这一块，我们有杰出的风险管理能力。首先是团队的领导力；然后是优秀的财务能力；最后是高效的决策力。因为套期保值时间点比较短，严格的执行力和风控能力至关重要。例如，在市场上涨的时候，有一些企业通过套期保值的方式做空，从中赚取利润，要求必须有严格的执行力。

最后，我们提出了智慧农业这样一个概念。我们希望更多的有才华的人能够把智慧献给农业，尤其是搞金融的人才进入到这个行业，我相信中国的农业是大有前途的。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



咨询业务商业模式与产品研发

主持人

魏 丁 浙商期货副总经理

嘉宾

魏玉坤	浙商期货华南研究所所长
王红英	中国国际期货研究院常务副院长
蔡能斌	上海邦成粮油在线总经理
邓宏光	浙商证券总裁助理
袁先智	德勤中国有限公司财务咨询总监
朱小军	上海生意社信息服务有限公司总经理
鲁 哲	浙商期货副总经理
田联丰	浙商期货研究所首席分析师
冯利臣	中国玉米网总经理

期货投资咨询业务实践

魏丁：上半场我们听了三位嘉宾演讲，对我们启发很大。冯总让我们看到了我们整个咨询业务的纵深，孙总丰富的产品线，根据客户不同的需求提供全方位服务。浙商期货也做了一些尝试和努力，下面我们请魏所长讲一讲体会。

魏玉坤：浙商期货在投资咨询业务开展上一直

不断尝试。期货是金融学中的一部分，目前在业务推进的过程中最难的是行业间交流，实体经济不太了解虚拟经济，虚拟经济对实体经济也了解不深。

我认为期货可以帮助实体经济，同时可以帮助实体经济转型和升级，这也是国家希望我们能够发挥的一些作用。我们公司目前也做了一些尝试，短期目标是服务政府、机构以及外企三个层面。中长期是服务中小企业，随着经济不断发展，前景比较好。

互动讨论

Panel Discussion



我们现在所做的事情面对两类客户，一类是投资者，另一类是产业客户。产业客户是理念先行，不断推进，把我们所做的事情介绍给产业客户，加强两个行业以及实体经济和虚拟经济两类行业的交流互动，相互渗透。

魏丁：业内做咨询业务做的最好的是王红英院长，在很多年前他们就开展了咨询业务。自从期货公司有了这个业务以来，无论从规模上、深度上、广度上做的都非常好。

王红英：据我了解，近两年付费的机制发生了很大的变化。现在全球的环境发生了很大的变化，可能来自于互联网的发展。做咨询业务关键不在于咨询业务的本身，在于创新的思想 and 敏感的意识。

现在投资咨询业务开放，同质化已经开始了。我不主张期货公司建数据库，期货公司不是一个网站，我是企业实际业务运营管理的方案设计者，这个定位要清楚。我们要承认中国发展的现状，从经纪业务到

咨询、资产管理，没有三五十年发展不起来。

我们现在定位是经纪业务和咨询业务之间的一个过渡阶段，咨询业务的功能体现在间接功能和直接功能。我们主要根据企业去做方案设计，我有几千万的业务是这样签的。但是这么多年之后，现在我们还是定位间接功能和直接功能的发展。间接功能是服务于企业，直接功能是做咨询业务。

蔡能斌：咨询业务这一块，我跟很多期货公司沟通过整个业务看法和今后的发展方向。第一是发展期货业务要把握住客户提的要求，知道客户是哪些客户，我们的交易客户有很多是大型工厂采购或者销售企业；第二是一些贸易商，他只是寻求一个价格的趋势；第三是投机客户。我们要挖掘客户不同的需要，通过咨询产生他们需要的价值。

每个客户有自己的风险，根据他的风险特点，提出最适合他的解决方案，这里面涉及到不同的客户，包括仓储等。

目前期货和现货中间有一个断代，对期货投资咨询来讲，对产业链必须要比较熟悉。期货有很多

品种，而且国家不是一个品种、一个品种地推出来，不可能把业务精力深入每个品种，每个期货公司可能专攻一两个品种，所以可能短短一两年里面你对客户都不太了解，更不用说对产业变化的了解。

产业的变化有可能是政策的变化，这里面还可能涉及到产业的整合。

期货公司有一个最大的优势，技术优势。冯总他们做信息整合咨询，对各个地方的价格，包括库存、供需有比较系统的了解。产生一个好的东西，肯定不是一个人把所有的工作做完，从信息分析的角度来说，各种收集来的信息通过比较科学、合理、全面的分析体系，达到一个分析结果。只要客户认同你的分析逻辑、分析体系，就算结果不对，也是可以的，我们要往赚钱的目标上努力，我们要跟客户达成共识，客户要认同我们的分析逻辑、分析体系。

现在各家公司都有自己的期货分析员，每期都有分析报告。怎么脱离基本的、大家知道的信息，提出对客户有帮助的信息是最关键的。

关于产品的设计和开发，我简单交流一下。不管是什么业务、期货最终落实在交易上。做一个交易产品不可能满足所有的人，但要有特色和引导性。从纵向来说，分析体系是一个很大的体系，所有的信息分析出来后最终形成一个模型，最后通过软件实施。项目的执行，还需要引导客户。

做咨询业务不排除做一些合作的东西，比如说基础数据采集，可以通过专业的公司去采集相应的数据然后进行归纳，产生最后的指标数据等。主观的东西不能代表客观，比如说基差、利润、库存。研究报告很多功夫可能花在对基本数据进行分析，有20%的逻辑思维来进行沟通交流。

在整个过程中，我一直跟客户讲不能把期货当成主营业务，只是把它当做一个工具，风险对冲的工具。如果客户觉得我的分析很准，你只跟着我去做期货不去做主营业务，那是不行的。期货这个业

务有时候可能是有副作用的，还有业务收入，还有手续费，怎么把整个现货业务产业带动起来，特别是把非标准化、非规范化的现货市场带动起来，这是对期货中长期发展是更有利的东西。

他山之石——咨询业务发展经验借鉴

魏丁：期货业务向两个方向学习，一个是向咨询业务机构的做法学习，另外一个向证券老大哥学习，因为我们很多的业务是直接借鉴于证券，所以我们的论坛也请到了邓所长，他从证券的角度给我们提一点建议。

邓宏光：我觉得大家处在一个朝阳产业里面，首先我们国家期货市场规模越来越大，期货品种越来越丰富，在这样一个很好行业里面，大家的才华也得到了很大的发挥。我们收到的佣金越来越少，我们的客户越来越多，我们的分析师工资越来越高。期货行业是一个很有前途的行业。我觉得期货业未来发展前景非常好。

股票卖方研究从1997年做到现在，我做研究、销售做了十几年，有一些经验跟大家分享一下。

第一，期货咨询业务组织形态，我建议卖方期货研究的组织形态。在证券研究界里面，有很多人国家的经济产生非常大的影响，美国的一个经济研究师能对国家策略发展产生很大的影响。从组织形态来讲，卖方的组织形态，以及与之相配套的考核形式，能够最大的发挥价值。

第二，从股票研究来说，我们有一些不太成功的经验。无论规模有多大，他们都有所侧重，并不是全覆盖，现在中国的股票市场非常大，有2300多家上市公司，凭借两三百人的研究队伍，实际上不能做到全覆盖。一开始在刚刚起步之中，可以先聚焦于自己领域，有的期货公司可以做金融衍生产品，

互动讨论

Panel Discussion



如说未来即将推出的国债期货，还有各种债券产品。

第

三，从这几年来看，未

来的期货投资咨询业务要

特别注重质量控制。

2011年就券商

来讲，媒体对我们研究

非常关注，这种监督对我们

促进非常大。我们在整个合规管理、

质量控制上做的非常细，向海外的一些证券公司靠拢。做好质量控制工作，对于产品研究的信心是非常有帮助的。

袁先智：咨询行业里面，一个行业由三大部分组成，第一是本身做交易，第二是政府监管机构，第三是独立的第三方机构。咨询公司做什么，不是咨询挣钱，而是帮客户做交易。期货公司需要做咨询，但是不要把咨询当成一个产业链来做。咨询不是想做就做的，需要在实业里真正赚了钱或者赔了钱后有一定经验才行。另外还要培养人才，核心的人才做交易，锻造出来最好的人，这样的人才有资格做咨询。监管在当今中国的市场非常重要，很大程度上我们做咨询，不仅仅是面对市场本身，还要考虑监管因素。

朱小军：我们是第一个做行业电子商务网站的，后来我们在专业的化工平台基础上又做纺织、医药。基于电子商务的从业，我们从去年开始做

数据的积累工作，在这基础上我们打造了一个新的大宗商品平台，这个公司在上海。

我们现在跟踪了八大行业，重点是化工、能源，对四个品种进行深入调查，我们跟踪了这些产业链的上下游，我们从产业链到流通点、到价格都比较清楚。在原材料采购、库存管理，企业越来越依赖电子商务提供解决方案，实际上我们国内很多电子商务平台也在转型，从帮企业卖产品拓展到帮企业做一些基于库存管理和采购的解决方案。对于期货行业来说，咨询管理业务要引导产业用户进入和期货业能融合起来。

面对转型和升级，整个期货业会面临一次新的变革和洗牌。面对产业用户，我们做咨询的过程中更多的是从企业自身考虑，依托于企业的特性来帮企业。如果是基于这样的认识，我们这个市场空间是非常庞大的。当然在这个过程中面临的是一个模式创新的问题。

为什么我提到模式创新？因为这个里面存在标准化、规模化和个性化的问题。为什么我说洗牌？因为它有互联网的特性。在这个过程中，如果我们期货机构面临一场新的变革，新的发展机遇，整合是永恒的话题，通过生产要素的整合去完成。我接触了一些机构，大家都在做数据库，包括前几天商务部还有两个领导过来也要去投资建数据库，但是这些资料社会上都有现存的资源了我做了14年的互联网，最大的启发是共享，体现在生产要素的快速整合和有效利用，减少社会资源不必要的投入。

最后一点，我们做电子商务产品线是非常丰富的，最基本的要求是标准化，规模化；第二个是定制化，我们给中海油做了特制的产品，但是更多的是标准化的产品，这是我们最主要的收入来源。

浙商期货投资咨询业务经验谈

魏丁：浙商期货在投资咨询业务上面也做了一

些尝试，总的业务收入已经接近 100 万了。我们也想把这个业务推动上去，我们公司做咨询业务的副总有一些观点，想跟大家分享一下，下面我们请鲁总发言。

鲁哲：咨询业务从开放以来，比较难开展。在做投资咨询业务时，主要是把握我们公司现有的客户，跟他去沟通。我碰到这样一个做贸易流通的企业客户，平时沟通时，这个从事化工行业的客户有提出咨询的需求。他们老总跟我聊的时候，因为贸易量比较大，他要招两三人专门成立一个现货指导的部门，我说你还不如打包给我们做，我们这里从事期货这个方面的研究至少有三四年以上的从业经历。现在很多企业都有这方面的需求，都要成立类似的部门。我们在跟客户沟通的时候，尽可能满足客户的需求。

田联丰：十几年以前，期货行业从业人员激情非常高。现在很多人不是主动来到这个行业的，是被动的。我们从业人员，特别是分析师从业人员的职业素养是有欠缺的。去年一个会议上，大家都在谈套期保值的问题，我们做营销的时候千万不能提套期保值，要提价格风险管理，但是到目前为止效果非常有效。邓所长刚才也提到了，期货非常光明，但是光明确实需要我们努力，提高我们的职业素养，才能享受到这个职业的光明前景。

现场精彩提问回放

提问：对于玉米的分析，国外有基本面的量化方法。国外的对冲基金有一种叫基本面量化的分析方法，是基于基本面的数据来预测以后有可能会发生的价格变化，你们的分析报告中定价的方法是什么样的？

冯利臣：这几年我们提的对玉米的价格走势准确率是百分之百。我现在用的方法是最土的，也是最简单的办法。我每年到秋收的时候，我到固定点把苞米棒子拿回来分析，然后判断丰收还是减产，去年 1.1 米，今年 1.2 米，今年减产了。另外我看种子卖多少种子，去年玉米种子卖了 50 万吨，今年卖了 52 万吨，今年一定增产。

在做价格预判上，我做最基本的产业调研，最终我们用模型来判断市场价格的高点和低点。投资管理有技术派、投资派，我就做两件事，第一跟企业做成本核算，第二给企业做动态的管理。我觉得期货市场就是给我提供一个合理的工具。我依据基础调研数据、信息形成最后的报告，如果这个报告适合于全体客户，那这个报告就没有任何价值。如果是给你量身订作的，一定是最有价值的报告。所以对期货市场分析师来讲，把东西做精了，一通百通。一天用一个小时研究一个产品，有 10 年一定可以成为专家。我说不用，我一天用 10 个小时，我用 3 年也可以成为专家。

田联丰：调研行业的判断一定要保证正确。我们既然是价格管理，一定要侧重于管理。作为分析师来讲，我们需要分析的是价格可能上涨或者下跌，或者震荡；作为咨询师要搞清楚在上涨时该怎么办，震荡时怎么办，下跌时怎么办。

冯利臣：我觉得尤其是做研究的，一定要把基础调研做精。如果作为期货公司最大的强项是提供服务，那么咱俩在一起最大的强项是你做最好的服务，我做最好的研究，结果是所有的人都认为你们做的是最好的。期货公司要利用好自身强项和优势，最后拿你的优势取得成功。■

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

研讨会二： 境外衍生品应用与分析研讨会



编者按

2012年4月21日下午，由永安期货承办的境外衍生品应用与分析研讨会成功举行。来自境内外期货行业的专家学者，分别就境外衍生品运作模式、交易策略以及期货分析师专业素质等内容发表了主题演讲。此外，研讨会还组织了以“境外优秀期货分析师成长之路”为主题的互动讨论，讨论嘉宾和参会代表就境外期货分析师的成长经验进行了深入借鉴和交流。

CFTC 最新监管规则变化及应对措施

■ 芝加哥商业交易所集团银行客户发展与销售总监 马伟宜

CFTC 最新监管规则变化

CFTC(美国商品期货交易委员会)最近颁布了一些新条例,将影响整个金融衍生品市场及其未来发展,主要包括三个方面:

第一,场外交易报告义务;

第二,集中清算义务。根据新条例,能够进行标准化的产品几乎都要进行集中清算;

第三,新的交易要求。场外交易将不能仅通过传统的电话等方式报价,而要通过掉期执行工具(SWAP EXECUTION FACILITIES, 简称为 SEF) 报价。

下面详细介绍这三方面的要求。

首先,场外交易报告义务主要包括掉期数据库(SWAP DATA REPOSITORIES, 简称为 SDRs)、实时报告、掉期数据记录备案与报告三部分。

掉期数据库是一个新的实体类别,主要功能是向交易商收集数据和向监管机构提供数据。任何公司有能力成立数据库实体的,都可以进行登记。

实时报告要求报告实时完成,但考虑到一些公司的技术水平和能力有限,也允许报告适当延迟(不超过15分钟)。掉期数据记录备案与报告主体包括掉期交易商(SWAP DEALERS, 简称为 SDs)和主要掉期参与者(MAJOR SWAP PARTICIPANTS, 简称为 MSPs)两类。

清算规则包括两部分,一是强制清算规则。该规则于2012年2月20日提出,经过90天的审核期,将会在其后的30天内接受公众反馈。如果规则通过,那么,在今年第四季度后,属于SDs、MSPs类别的市场参与者就必须进行强制清算。不过,如果一家公司并不是金融实体,且其交易目的是为了

实现公司的商业利益,那么,这家公司可以豁免强制清算义务。

易,场外交易依赖双方的约定,通过考察对方的授信额度等方式,每周评估一次风险。在评估后,风险暴露方将要求另一方提供新的担保品。但是现在,场外交易也要适用严格的保证金制度,市场参与者通过约定管理风险的空间变得更小。



CME 集团三系统设计应对变化

芝加哥商业交易所集团(CME Group)的三个系统设计能有效应对这三个变化。第一,CME ConfirmHub能够帮助投资者满足报告要求。该设计不仅能完成场外交易确认,且能帮助投资者履行报告义务。当然,这需要SDR接入这一平台;第二,CME Direct能够统一发布客户报价,满足新的交易要求;第三,CME ClearPort能够满足集中清算要求。

ClearPort平台的接入方式十分多样化,能够通过网络、系统接入、也可通过打电话,通知CME专门的服务平台将交易报价录入结算。清算包括三种方式:其一,期货换现货;其二,将一些大宗商品的掉期,视为期货进行清算;其三,直接清算,不改变场外掉期产品的性质。■

本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅

怎样成为一名合格的市场分析师

■ 国际福四通集团亚洲部主任 李小悦



如何成为合格的分析师

美国一位非常著名的农产品分析师 Douglas Jackson 认为，分析师既要做研究，也要做交易，永远都应站在市场的第一线。我认为，分析师第一要勤奋工作；

第二要热爱工作，对事物充满好奇心，并对市场有悟性；

第三要建立庞大的信息库。Douglas Jackson 将几十年美国农产品期货交易价格的变动等信息储存起来。一旦市场有新的价格信息披露，他就能进行新旧信息的对比，进行深入分析。我认为，每个分析师都应当建立自己的数据库，这是进行分析的基础；

第四，要有超前思维。分析师要高瞻远瞩，要能够根据已有信息，对于市场未来变化做出判断；

第五，要进行基本面分析。从根本上说，影响价格的因素还是供需，所以分析师必须了解基本面；

第六，要懂得现货市场。期货其实是现货的一部分。要分析期货，必须要理解现货，分析从生产至销售影响现货的一系列因素，分析基差的影响。

举个简单例子来说，如果要判断大豆价格的未来走势，需要分析以前几十年棉花、玉米、大豆、小麦的比价，需要

对比分析大豆现在和历史价格，分析影响农产品的季节性因素影响等基本信息。只有全面掌握市场的基本信息，才能对于大豆的走势做出最恰当的判断。

在美国，经纪人本身就具有相当的专业性，兼顾承担着分析师的角色。我们公司全球有 36 个分公司。但从事专门收集资料，建立数据库的人，每个品类最多不到 5 个人，农产品只有 1 个人。其他的团队都是按照美国的经纪人制度，由一个经纪人带领一个团队，走到市场的第一线。他们既是经纪人，也是分析师。

灵活的场外衍生品交易

对于场外衍生品交易，其与场内交易最大的不同体现在非标准化、灵活性强、没有手续费等几个方面。

不同于场内交易，场外交易合约的期限、数量等均可由买卖双方协商确定。不同于场内交易，场外交易具有更大的自由度，如场外交易期限可以做到 3 年，而场内交易则多为 7 个月；场外交易涵盖欧式、美式、VANILLA 等多种类型的期权产品，而场内交易的产品类型则较为单一；场外合约的设计对于买方而言，既可以设计成有上限的，也可以设计成无上限的，对于卖方而言，既可以设计成有下限的，也可以设计成无下限的，但是场内的合约一般没有如此灵活的设计。

虽然经历了 2008 年的金融危机，但是场外交易的规模仍然十分庞大，远远大于场内交易规模。在未来，场外交易将受到更多规制，如必须通过交易所的清算平台进行强制性的清算，由此交易也会变得更加规范。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

期货分析师的知识结构与专业素质

■ 南开大学经济学院教授 段文斌

从“布雷顿森林体系”到欧元出现形成“双本位”国际货币体系，世界的货币体系始终潜藏着巨大的风险。在这个动荡的世界中，中国的未来发展面临的不确定性也会增加。这意味着，期货作为管理风险工具的重要性也将逐步增强。

国债期货深化金融市场功能

中国经济发展有两个重要年份。一是1997年。这一年，中国经历了通货紧缩，这是中国进入市场经济的根本标志，说明有效需求成为中国经济兴衰的一个基本决定因素；二是1999年。这一年，中国形成了经常项目和资本项目的双顺差，从1999年的263亿美元发展到现在的4717亿美元。在这样的情况下，形成了人民币内贬外升的结果。

未来国际货币体系的稳定，需要有强大实体经济的第三方介入。人民币可能在未来发挥越来越重要的作用。而在人民币国际化进程中，依托的是两个轮子。第一个轮子是大宗商品多以美元定价；第二个轮子是人民币离岸金融市场。

人民币“走出去”之后，还要“回得来”。这就要求中国像其他发达国家一样有非常深厚的金融市场依托。于此，国债期货的意义凸显出来。国债期货的推出，最核心的意义并不在于增加了中国期货市场的新品种，而是在一定程度上深化了中国的金融市场，通过加快培育市场基准利率体系，引导金融机构提升风险定价能力，使各类主体在购买中国资产时有更加明确的计价依据。

如何服务实体经济

我认为除了通过推动期货新品种，整体深化中国的金融市场外，关键还要实现我国的实体经济发展战略。业界都知


道原油期货品种的推出是为了形成定价权。那么定价权的意义是什么？是要帮助中国实体企业走出去，使它们在国际贸易中能以中国本土的市场价格为基准，而不过度依赖其他国家的市场价格。



期货分析师考试考什么

分析师考试已经举办四次了。有些人认为题出得好，说是中国最好的一张卷子，但也有些人认为题有些怪。真正的问题是，考试要达到什么目的？

我认为主要有两个目的：第一，考试能够促进期货行业的现有人才不断学习，提升自己的能力；第二，考试面对未来的市场发展，是对我国未来期货行业发展进行进一步的智识和人才储备。未来的期货行业人才必须具备一定的专业知识，具备相当的金融和数理知识，能够针对不同的期货品种进行投资分析。

从理论上分析，设置期货投资分析考试实际上是为了解决信息不对称问题。市场上的投资者并不了解哪些人员有能力为其提供专业期货投资分析服务。期货从业人员通过了期货分析考试，取得了执照，能够证明其具备相应的基本素质和能力。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

与期货分析相关的几个争议性问题

■ 永安期货研究中心总经理 吴剑剑



今天主要探讨一下在期货分析领域最有争议的几个问题。

第一，市场的有效性，与期货分析研究是什么关系？

有一个世界闻名的故事。一位教授与投资大师巴菲特进行过一次论战，他说：“之所以你成为了巴菲特，是因为随机漫步规律起了作用。”

巴菲特反驳说，通过价值投资取得收益的不止我一个，它们形成了价值投资的族群，这恰恰证明了市场是有效的。我个人认为，市场并非总是那么完全有效，但也并非完全无效。在期货市场上，有很多人通过价值投资取得了收益。

第二，基本分析和技术分析之争，这个问题争论了100年。我认为，所有的分析都是以基本的分析为基础，但也包含了技术分析策略。

第三，传统经济学与行为金融学之争。行为金融学认为人会贪婪、会恐惧，人在市场上不是理性的。这听起来很有道理，但在实际应用中却会遇到麻烦。行为金融学对投资究竟有什么帮助？在一次面试过程中，我问过行为金融学专业的应试者。最终得到的答案是

“行为金融学可能还是不成熟的科学”。

第四，主观交易与量化交易之争。我对量化交易的认识也经历了一个过程。大约15年前，我下象棋游戏，下了两盘就能找到规律，下赢程序。所以这十几年来，我一直以为象棋游戏是下不过我的，但最近我发现，一个朋友开发的中国象棋软件，已远远超过我的水平，甚至超过一些象棋大师的水平。

最近几年，量化交易在期货行业成为“时髦”话题，很多公司都开发了量化交易程序。从实践来看，量化交易在国内的发展并不尽如人意，较为成功的仅限于高频交易。更多的，量化交易只是作为行业销售的“卖点”，通过“量化交易”的包装，由“草根”交易员变身“高端专业人士”。我认为，量化交易是一个非常好的发展方向，但在中国的发展还要经历一个过程。

第五，传统分析与新兴自然科学的应用。一方面，传统的分析方法确实不够完善；另一方面，很多新兴的科学如混沌学、行为金融学等理论也确实还未成熟，实用价值并不显著。

我认为中国未来的一个发展趋势值得重视，那就是未来中国可能会迎来“对冲基金”发展的高峰期。郭树清就任中国证监会主席后，中国金融市场的改革步伐会加快，“对冲基金”可望在中国获得长足发展。

对冲基金最早诞生于美国。在美国，创立对冲基金管理模式的鼻祖在60年代和70年代十年间，成为了基金管理业最顶尖的人。到了80年代，索罗斯成为对冲基金的领军人物，对冲基金的发展势头比较明显。目前，我公司杭州的研究中心确定了一个唯一的研究方向，那就是对冲组合。目前来看，对冲基金的理论体系是基本成熟的。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

境外固定收益衍生商品运用方式与策略

■ 欧洲期货交易所香港代表处首席代表 卢展辉

2008 年发生全球金融危机时，欧洲期货交易所金融衍生品交易量也最高，达到了 216.5 亿手，这说明欧交所作为金融衍生工具的交易所，发挥了避险功能。在欧洲期货交易所，股指期货和利率期货的交易量都很大。

欧洲期货交易所的国债品种包括德国、意大利、瑞士、法国等国的国债。国债的期限类别较为多样化，如德国国债包括两年、五年、十年、十五年、三十年五类，意大利国债包括两年、五年、十年等。

国债期货与股指期货产品最大的区别在于：其一，国债期货涉及实物交割，而股指期货一般都是通过现金结算；其二，国债的清算涉及转换因子的问题，而股指期货的清算一般并不涉及。国债在到期时，可以用一揽子债券进行交割，在交割时通过转换因子计算。

欧洲期货交易所在 4 月 16 日新推出了 OAT，即法国十年国债期货。推出这一国债能更充分的满足市场需求。一些人认为法国国债的风险可以通过购买欧元区其他国家的国债期货规避。但事实上，虽然欧元区国家使用统一货币，各国国债收益率曲线却存在差异性。法国国债期货的推出，能够更好地满足法国国债投资者的避险需求。

欧洲国债期货交易的特点主要包括：

第一，以计算最廉价交割债券（CHEAPEST TO DELIVER BOND FOR BOND FUTURES，简称为 CDB）为核心，设计交易策略。具体最廉价交割债券的测算要考虑债券的存续期、相关债券价格、以及收益水平等。

如果市场收益率高于债券名义收益率，那么，具有最长存续期的债券将成为最廉价交割债券；如果市场收益率低于债券的名义收益率，具有最短存续期的债券将成为最廉价交割债券；如果市场收益率等于债券的名义收益率，那么

在市场上找不到“最廉价交割债券”。

第二，投资者能通过同时运用国债回购市场，以国债作为抵押品，降低交易成本，提高利润率。

在交易中，国债期货的应用十分广泛。例如，我们可以在一个组合中通过卖出一些德国国债期货，买入一些瑞士国债期货来实现风险转移。具体买卖的比例要经过测算。

另一个例子是卖出德国国债，买入意大利国债，以转换相应的风险。需要特别指出的是，未来中国推出国债期货，投资经理可以将一部分的股票组合转换成定期债券的组合，以转换相应的风险。

运用国债期货的好处是，不仅效率高，而且成本低廉。除此之外，在欧洲，我们还能够将长期组合通过一定的产品设计转换成短期组合，进而对冲风险。

在欧洲，除场内国债期货交易外，有关国债的场外金融衍生品交易量也很大。所以，除了发售一些场内国债产品，并提供结算服务外，欧洲期货交易所也为场外的一些国债产品提供结算服务。OTC 市场的参与者在场外进行交易后，可以直接通过欧洲期货交易所作为中央对手方对于交易进行统一结算。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅





境外优秀期货分析师成长之路

主持人

王中伟 永安期货副总经理

嘉宾

隋东明 永安期货北京研究院院长
 张嘉成 永安期货机构部总经理
 张曦 财通证券香港首席分析师
 万 玮 集诚投资管理有限公司研发总监
 姒元忠 欧洲期货交易所资深副总裁
 李小悦 国际福四通集团亚洲部主任

宏观、客观地分析市场

张曦： 如何分析市场，以更好的提供投资建议？在此主要讲两点。第一，要从宏观的角度分析。先举一个钢铁的例子。

钢铁的主要成本源于铁矿石。从供应角度会发现，铁矿石的主要供应商包括巴西、澳大利亚等几家矿业巨头，印度和南非会提供少量供应。因为海运运费是铁矿石成本的一部分，除了生产成本外，还要分析全球船运市场。

从需求的角度分析，会发现中国前几年的房地产市场对中国钢铁行业的影响比较明显，房地产市场发展带动了

很大一部分的钢铁消费。由此来看，仅仅分析钢铁这一个产品，就要分析全球的各个行业、各个领域，才能形成全面清晰的印象。如果只看铁矿石供应情况，将只能看到大局的一部分。

再举一个石油的例子。石油以美元定价，就目前商品价格来看，与前几年相比，上涨幅度已经相当大了。未来价格会怎么走？大家各有说法。

我认为，最起码不能忽视的一个因素是伊朗核危机对于交易机制的影响。在核危机后，美国制裁了伊朗，将伊朗从全球的美元交易系统“踢出来”，伊朗被迫与印度采用黄金加食物的交易方式。这种交易方式对美元、石油价格有什么影响？这是值得大家思考的。

第二，要客观的分析事物。再举一个例子。我入行刚好赶上美国科技股上涨最疯狂的时候。那个时候美国有很多“.COM”公司，只要上市股票就飞涨。在当时，很多分析师都不再采用传统的方法分析股票，也不分析盈利，完全看眼球，看有多少点击率，看烧钱的速度。这其实是采用了很疯狂的分析体系。

以通用的分析方法看，如果一家公司烧钱烧得快，而不能盈利，它最终是会倒闭的。但在当时没有人去分析公司的运营能持续多久，去考虑这么多公司可能只有一两家能够成功，而是用烧钱速度去分析，这都是不理智的。

在市场泡沫化、很疯狂的时候，做分析要保持清醒的头脑，一定要用理智，用常识去判断市场是不是理性的，去客观的分析一个公司。只有这样，才能够给客户、投资者提供清晰、合理的建议，帮他们规避风险。

这就是我认为优秀的分析师所应具备的两点要素。

分析师下“一线”

王中伟：今天请到一个很特别的客人。他是宁波集诚投资管理公司的总监万祎。与在座很多分析师不同，他是一线的投资分析者。今天请他来谈一谈，对于投资研究、分析师有什么看法？

万祎：在做品种分析时，我一般会把它类比为九宫格，用“三观三面”去概括。三观包括“宏观”、“微观”和“中观”，三面包括“长期”、“中期”和“短期”。

具体而言，“面”还可细分为基本面和技术面。当不能把每个面做得很到位，不妨把它们结合一下，这可能是更加直接、有效的方法。同时，不管是技术面还是基本面，都很少有人能把它钻研到非常深刻、透彻的程度。这时不妨通过构建一个团队，能够将各类分析结合起来，得到很多投资策略。

从每一个“面”分析，都能得出一个细分的结论。

那么长期会是什么结论、中期是什么结论、短期又是什么结论？有可能长期看涨、中期也看涨，但短期看空，而这些结论的背后都隐含概率。

影响这些结论的最重要因素是什么？在现有宏观条件下，短期内这些因素如何变化？未来这些因素如何变化？

如之前的嘉宾所述，这些变化都存在一定规律性，就像人们常说的“历史经常在重复”。把这些因素反映在K线图上，就会发现K线图之间具有惊人的相似性，这些都体现出事物的内在机理和规律性。

例如，商品就有自身的供需规律。在供需规律之外，商品价格也会受其他因素影响，如资金充裕也会推动行情上涨。

我本人更喜欢基本面的分析方法。我认为，为了掌握真实的信息，分析师一定要到第一线去。比如分析农产品就去田地里，对产品有个对比分析；同时也要了解贸易市场的收购方法，把整个产业链弄明白；甚至还要了解买、卖人的心理，了解在什么价格有多少人愿意购买和出售等。这样的分析能够起到“四两拨千斤”的作用。

对于前面嘉宾讲的对冲交易模式，我个人非常赞同，也很欣赏。我认为这是未来发展的大趋势。在市场越来越大、越来越复杂的时候，对冲交易能够起到平稳市场的作用，也比较适合大的投资公司和企业，能够确保其长期、稳定的发展。

关于分析师的发展，我认为分析师应当踏踏实实的在第一线成长，慢慢就成长成为中级分析师、高级分析师了。“功到自然成”。

隋东明：研究员能通过“一线”培养吗？我想，也许我们可以问问对面的嘉宾，对这个问题的看法？

李小悦：我认为分析师应当到一线的环境去，与农民展开面对面的交流。

隋东明：您如何与农民进行交流？



李小悦：到田间去，到农民家里去。问一问，你的种植成本是多少？到收购站去。我曾经带领很多国内代表团参观美国的收购站，去看农民播种，与农民聊天，了解收购者的心态。

隋东明：我并不反对研究员下基层。但我认为对于现货，现货商自己就很了解情况了。如果研究员大学毕业，还是应当主要通过数据、图表学习，通过了解最近玉米、原油的价格，来分析相关合约未来的价格走势，通过挖掘数据，不断成长。

试想研究员都下基层了，就剩院长了，那么公司的研究谁做，报告谁写？

我们的研究院于2009年7月份成立，发展了将近3年。在这一过程中，我个人感觉发展研究院是“很痛苦的事情”。新人太多，一个人带太多的人，很难形成有效的发展机制。同时，期货公司业务相对单一的条件下，研究院也很难见到效益。一些分析师本身很苦恼，不仅薪酬低，前途也不明朗。研究院的主管人员更是双面受夹击，一面面对对研究员发展有自己想法的高层领导，一面面对连呼薪酬低的研究人员。

我认为，研发本身很难在短时间内做出成绩。有人问有没有正确的模型？应当说模型都是在特定的条件下才能挣钱。我们搞了两年多，美国搞了40年，都没有在

任何条件下能够完全使用的模型。原来我们计划在2至3年内推出大量产品，现在看来这可能期望过高，路还将很长。研究院的未来发展，可能是与整个公司、乃至期货市场的逐步转型都密切相关。

整体来讲，无论分析趋势还是制定对冲策略，都是研究员必备的基础。我个人认为，从个人、团队、公司来讲，中国期货业研究的核心应当是趋势。

台湾地区经验借鉴

王中伟：其实说来说去分析师的各种能力，有一种能力是绕不过去的，就是很多投资者最关注的操盘能力。受限于中国法律，内地的期货从业人员是不能进行期货交易的，这在一定程度上限制了操盘人才的培养。

我去台湾时，发现台湾一些CTA或其他方面的交易人才，都曾经做过台湾公司的培训师或研究员。从这个角度来看，投资顾问服务虽然不能为期货公司提供大量的盈利来源，但却是很高端的业务，对于期货公司本身很重要。现在有请台湾的倪元忠先生，请他讲讲台湾如何培养高端人才为公司赚钱。

倪元忠：我个人认为，无论是作为基础的研究分析，提供交易策略，或是为CTA等业务提供服务，最重要的是分析对于公司、对于市场有价值。

分析师最起码要有极大的热情。另外，我比较同意李小悦博士的观点，分析师要深入市场，要与现货实物建立一些联系。这是因为分析不能仅看一些表面上的数字。

举例来说，90年代，上海是一个大工厂，对原料需求非常大，曾经有一段时间铜价大幅上涨。但通过实地调查我了解到，中国其实有很多铜没有被使用，当时上涨的铜价是存在问题的。1992年我去芝加哥，了解到当地人非常看重品质，这实际上也是影响价格的重要因素。

从以上例子可以看出，通过数字掌握的信息，与实地考察掌握的一些更加细致的信息相比，是存在差距的。

所以从专业角度来看，我比较认同李小悦博士的观点，分析师要对一个产业有真正深入的了解，应当到田地里与农民聊天，因为这样才能撰写出一些符合实际的报告。

分析师要宏观、要专业、要专注、要享受寂寞。做分析师是很辛苦的职业，也不是为了钱。分析师要成长，应当从期货公司的基本业务做起，也可以从事后台服务。之后到了分析师的岗位，逐步培养独立思考的能力，耐心研究一些方法。在研究员培养方面，如果发现一些研究员有自己的特质，我们会让他通过做事逐步磨炼，之后慢慢放大步子，让他去做一些实际业务，一步一步成长。

我并不认为分析的目的是要去预测什么事情。一方面，行情本身是很难预测的。另一方面，行情预测与市场交易不是一回事。分析只是要为整个未来的市场状况提供参考信息。

有关分析方法，我认为无论是基本面分析、技术分析，还是量化分析，每种方法都具备一定优势，也存在一定不足。不管是基本面、技术面、还是量化分析，最重要是看结果，看能不能提供一些盈利机会。

在演讲阶段有嘉宾提到行为金融学。行为金融学可以通过很多心理学数字说明。在美国，有一个人每天向他的二十几个朋友问他们对行情的看法，大部分人认为该买的话他就卖出。我认为衡量一名交易员是否出色，关键是要看在出现行情不利变化的时候，他如何做出交易决策。同时，好的分析师还要能够长时间忍受寂寞。

在台湾，期货分析师已经不再只提供冷冰冰的报告，而开始提供与交易相关的服务。虽然目前有关的品种范围只包括股指期货、外汇、期权等，但我相信未来市场发展的空间将更加广阔，分析师也会有更大的发挥空间。

在未来，期货分析师需要更加专业、更加热情的接受挑战。这是很多的分析师尚需继续努力的。

隋东明：我想请教一个问题。您曾在台湾管理过期货

公司，您是如何培养研究员的呢，是不是研究员一定要下基层呢？

倪元忠：台湾期货市场是以金融期货为主的，所以不太会涉及与农民聊天的问题。

隋东明：台湾很多优秀的分析师，是如何成长起来的呢？

倪元忠：要不请张嘉成先生讲讲。

张嘉成：我理解的所谓下基层，在台湾是指分析人员直接面对客户，了解他们非常实际的需求。客户本身不懂操作，我们的分析员就帮助他们去实践。具有潜力的分析人员，通过提升自身的操作能力不断成长。我认为不能简单的理解“下基层”，其实台湾期货公司所有的分析人员都在按照自己的专业分工，通过从事金融期货领域的研究为客户提供服务。

隋东明：那么台湾的分析师只是分析数据了？

张嘉成：我觉得不仅仅是分析数据。一名分析人员做得好不好，不在于他是不是去收大豆。他协助客户按照分析建议从事交易活动，可以通过结果的好坏来验证自己的数据分析是否正确。通过对交易结果的验证，在单位领导的指导下，他将不断地提升自己的分析能力。

同时，他还能不断提升对市场的敏感度。当通过宏观基本面分析无法得出结论时，就只能依赖分析师对市场的敏感度。而分析师通过直接面对市场，参与一线交易，无疑对其敏感度的养成是有好处的。

李小悦：我最后补充一点。我觉得下基层的目的是要跟所有的生产厂家有接触，在报告中反映真实的信息。分析师不一定要真正去做过，但肯定要与现货企业接触，通过生产厂家、农民等各方面了解。■

本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅

研讨会三： 金融机构风险管理产品研讨会



编者按

2012年4月21日下午，由南华期货承办的金融机构风险管理产品研讨会成功举行。来自银行、保险、信托等金融机构的专家学者，分别就如何利用期货工具进行风险管理、期货相关产品开发等内容发表了主题演讲。此外，研讨会还组织了以“衍生工具在金融机构风险管理与理财产品开发中的应用”为主题的互动讨论，讨论嘉宾和参会代表就相互关心的话题进行了深入交流和探讨。

当前全球黄金市场分析与风险控制

■ 中国黄金协会专职副会长兼秘书长 张炳南

期货，是与风险息息相关的。不过，当下市场对于期货风险还存在误解。一家企业如果告诉银行它在从事期货交易，银行会觉得风险很大，甚至马上会停贷。这说明，整个社会对于风险的认识还处于非常初级的阶段，期货分析师团队需要向社会做更多的宣传。

金融机构的风险管理，是从产业的角度看“风险”。其实在人的一生中，风险是无处不在的。有些风险看得见，有些风险需要观察、通过认识发现。

中国古代有个词叫“走马观花”，这个词怎么来的呢？是讲介绍对象的事情。一个小伙子长得很帅，但是个瘸子；一个小姑娘很漂亮，但是个麻子。媒婆想到了一个办法。就是让小伙子骑着马在街上走，他在马上看起来很棒；而小姑娘人在花中，人比花美。最终媒婆促成了这两个人的姻缘。

由此看来，很多风险从传统的角度来看是很难被发现的，或者是会被一些机构和理论刻意遮蔽的。人们对于风险的认识是个过程，设计规避风险的产品也要经历一个过程。

黄金投资价值日益凸显

中国的投资性产品，去年增长了50%。按照投资性产品的增长速度，中国可能很快会成为世界第一消费大国。黄



金市场在过去几年，经历了一个飞速发展的过程，在世界范围内受到了越来越多的重视。去年十月我到欧洲访问，在20多天里与很多国家的央行、商业银行等专家和学者探讨：在欧洲出现金融危机，金融机构之间存在诸多债务链的背景下，如何为客户设计理财产品？有什么新构想？

大约80%的人都提到了黄金这个词，这在10年前是不可想象的。10年前，

如果与一些国外大的商业银行或基金公司，谈投资理财，说黄金也是一种投资方式，他们会觉得你很土，很OUT。他们认为投资理财应当是很复杂的过程。黄金还需要投资吗？买一块放在家里就行了。但从去年开始，不仅是商业机构，甚至各国政府，对黄金的态度都发生了深刻变化。

2010年底，我曾提到2010年可能是全球黄金市场的拐点之年。2009年之前的二十几年，各国央行一直是黄金的净供应方。但到了2010年，各国央行黄金的净买入量就达到了77吨。到了2011年，这一数字更是达到了440吨。就这样，各国央行突然在一年之间，由黄金的卖方，变成了买方。

这样市场会发生怎样的变化？

过去5年，为什么投资黄金的各国政府和全球投资者，

主题演讲

Keynote Speech

会取得非常良好的回报?从2007年的次贷危机,到2008年的花旗、雷曼的危机,到2009年迪拜的主权债务危机,一直到去年的希腊、冰岛的债务问题,为什么在整个全球金融危机的背景下,黄金实现了三倍增长的业绩?这其实说明市场对于风险有了更加深入的认识。

认识水平决定黄金价值

昨天有朋友问我,你认为决定金价最重要的因素是什么?以我对黄金市场20年的观察,我认为最根本的因素,是人们对于黄金的认识。黄金在工业上,在现实生活中都没有太多用处。黄金所有的价值,都源于人们对于它的认识。人们对它的认识到了多高的层次,它内在的价值就可能被挖掘到多高的水平。

应该如何认识它的价值?我认为还是应当从它的本质来分析。

从本质来看,黄金既是商品也是金融品,具有多重属性。它还是个“政治品”,是全球各国进行金融、政治、军事角力最重要的手段,是与石油、军火等类似的国家战略储备。目前,全球的180个国家都有黄金储备。

过去几年,特别是2007年美国次贷危机以后,黄金的表现好,更是彰显出它的本质属性。在所有的金融资产中,黄金是唯一没有信用风险的。而其他所有的金融资产实际都是通过“借贷”形成的,或者说是印刷形成的。它们都会涉及筹资者的信用问题。

筹资者的信用会不会发生问题?肯定会,2007年的次贷危机就是很好的例子。穷人还不了银行的贷款,银行还不了储户或投资者的钱,就会发生信用违约。2008年,即使作为世界上最大的银行,花旗银行也因为个人投资者违约,降低了还款能力,出现了信用违约。2009年,迪拜的主权基金发生违约,违约开始由私人资本走向主权资本。

从2007年到现在,全球金融危机,其实是一个信用链不断崩塌的过程。现在,为了解除主权债务危机,债务被逐步剥离到银行,而银行也会将债务进一步的剥离,最终由银行的储户和投资者来承担损失。在未来两年,欧洲债务危

机的解决还要经历一个过程,体现为信用链不断向下崩塌的过程。

这一轮危机之后,人们重新认清了什么是真正的财富和风险。投资者只要投资了,资产就会被记录在一张纸上。资产的价值将取决于筹资人的还款意愿和能力。在所有的金融资产中,唯有黄金是与信用风险无关的。由此可以说明,为什么黄金会受到越来越多的投资者追捧。

贬值和体系重建促成黄金牛市


黄金在过去的几年里,有非常不错的表现。但在90年代却充斥着“黄金无用论”。我曾撰文提出,只要人类还使用纸币,黄金就不可能退出人类的舞台。未来十年,一定是黄金的十年。后来证明黄金确实经历了十年的牛市。

那么能否预测未来十年,仍是黄金牛市?我的最基本分析是,我们处在一个不确定的时代,世界上的不确定性越多,投资者就越需要这种确定的资产。对于黄金未来的走势分析,要采用科学的方法。一是找到历史的规律性;二是运用规律分析影响以往和现在的因素,推断事件概率。最后就是一定要知道,如果猜错了,该怎么办。

下面将具体分析下黄金牛市的形成因素。

一是货币贬值因素。一开始美元兑黄金贬值,之后2005年到现在所有货币兑黄金都贬值。从去年10月开始,黄金受到欧元拖累。我认为虽然相应的影响因素尚未发挥作用,但在今年的某个时点上黄金会摆脱欧元拖累。

二是全球货币体系的重建。经历了全球金融危机,人们认识到,需要有一个制衡美元的因素来解决美元滥发的问题,必须重构全球货币体系。经历了12年试验的欧元,出现了很多问题。而通过中、日、韩三国建立亚元区也并不现实,因为有很多历史的、政治的因素影响。

最后我想强调,黄金一定会有一个光明的未来。黄金期货本身,为中国的产业和中国的中小投资者,提供了一个很好的规避金价风险的工具。但是为什么黄金期货尚未成为企业和中小投资者锁定价格风险的重要工具?我认为仍有待于期货界的人士去挖掘和认识。

本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅

利用期货工具管理 信贷风险的探索与实践

■ 中国建设银行国际业务部贸易融资处业务经理 周思阳

中国建设银行国际业务部融资处主要是为国内从事大宗商品和日常进出口贸易的企业，提供国际结算、贸易融资和产品管理服务。近些年，国际大宗商品贸易逐步成为主流，很多的外资银行成立了大宗商品部门，为客户提供专业的服务。2008 年金融危机后，我也开始探索研究利用国内期货市场和 OTC 市场的风险管理工具，为国内企业提供商品保值的配套服务。

什么是商品融资

BASEL-II 对商品融资的定义是，对储备、存货或交易所应收的商品进行结构性的短期融资，以商品销售收益偿还资金。在这一模式下，借款人的财务报表是没有实质资产的，也就是没有独立还款能力的。

从银行授信的传统角度来看，该类企业财务状况较差，评级不会太好，很难获得大额的授信，以满足日常大宗商品贸易的需要。国内很多银行提供的，以质押或货押的方式为



这类企业提供的融资模式，并不关注企业自身财务报表的情况，而是关注大宗商品的价值，以大宗商品的价值为客户核定额度，通过获得商品质押权的方式为客户提供流动性支持。

商品融资的风险与传统的授信风险存在区别。传统方式更看中企业客户自身的财务报表，考虑它的资金实力。而在商品融资模式下，国际商业银行通常比较关注商品自我清偿的特征，需要考察商品的流动性，是否具有公开报价等。这是银行关注的最主要因素。

除此之外，银行才会考虑申请人的实力和财务状况，考察企业是否进行了保值对冲，是否具有较好的交易内控机制等。同时，从法律角度来分析，银行还要确保货物的质押权和优先受偿权等。

国际上商品贸易融资主要有两种模式。一种是传统贸易融资，对于一些从事大宗商品贸易的客户，提供进口押汇等服务。另外一种就是质押融资。就是企业未来准备购买货物，

以未来对货物的权利融资。如一些采矿企业，就是质押矿山的部分股权，以未来3至5年采矿可能产生的现金流折现，来测算融资金额。

为了给一些大型商品贸易集团提供服务，国际银行间还发展出一种合作模式。一家牵头的银行将发起贸易融资，为企业提供一定的授信额度。在1至2年内，企业可以利用这个授信额度，循环支持国际市场上的大宗商品贸易，满足流动性管理的需要。

建行商品融资业务——“融货通”

建行于2007年推出了商品融资业务，建立了“融货通”品牌。这个产品以商品现货库存和未来货权为质押标的，提供包括能源、金属、农产品等共计80余种商品的授信融资服务。它还能够被用来满足很多特殊的融资需求，如化工品、木材、水产品等特殊产品为质押标的，为企业提供融资。产品推出之后即保持年均50%的增速，目前还未出现一笔不良贷款。2010年，建行注册了“融货通”的商标。

开展该项业务的几年过程中，建行对于商品融资的风险管理进行了有益的探索。但在实践中，也遇到了新问题。传统的商品融资主要是通过一个质押率，也就是打折的方式来确定货物的价值。一旦商品跌价，就要求客户提供相应比例的保证金，或者提供相应价值的货物，来覆盖风险敞口。2008年，几乎所有的大宗商品都出现了大幅波动，传统的风险管理手段就失效了。

在此与大家分享一个真实的案例。有一家客户是从事燃料油进口贸易的，融资时一船燃料油的价值上亿美元，建行以16万吨的燃料油为质押标的，为该客户提供了融资。到了下半年，燃料油价格的跌幅达到了50%，下游的炼厂不愿意接货，回款出现了问题，这批货就压在了银行手里。

当时客户很配合，及时补交保证金，钱没有了也补货了，但是燃料油的价格仍一路下跌，风险敞口越来越大。经办的经理非常尽职尽责，在仓库的对面，

租了一个小房子，整天拿着望远镜盯着货物有没有被取走。不过即使货物在建行手里，货物价值还是一路下跌。幸运的是，该客户提前在境外市场进行了对冲，最终将对冲的收益汇入国内，偿还了建行的融资。

这个案例，很生动的说明了，如果忽视了市场风险的管理，在市场价格剧烈波动的情况下，即使控制了货物，银行也会面临很大风险。

BASELII将商品融资是否进行了套期保值作为重要的风险评价因素。一是关注商品的流动性，看是否存在公开的市场报价，是否能够利用期货市场或者OTC市场进行保值；二是关注交易控制和保值策略，关注保值交易对手方的信用情况，以及保值的控制策略是否完善。

利用期货管理市场风险

下面与大家分享一下建行在利用衍生品工具来管理市场风险方面的探索。

近几年建行与几家期货公司合作，尝试为客户提供综合性的服务。银行与期货公司在专业方面各有所长。银行善于管理信用风险，并能够为客户提供信贷融资；而期货公司善于管理市场风险，能够为客户提供套保策略和方案。

在大宗商品融资的领域，两者的专长能够得到有机的结合，为客户提供一个包括直接融资和套期保值在内的一体化策略。同时，银行与期货公司能够通过合作实现双赢。银行在为客户提供融资的同时，有效的规避了市场风险。而期货公司通过与银行合作，能够通过银行的客户平台发掘更多的市场机会。

其实，银行对期货市场管理风险从认识到运用也经历了一个过程。传统上，银行是管理现货的专家，能够对于现货实施有效的监控，甚至还能通过一系列的渠道监控企业的资金流。但是对于期货，却缺乏了解，甚至有些忌讳。

不过，现在银行逐步认识到，企业的过度投机与

如果企业向银行提出的融资申请涉及大宗商品贷款，银行实际上应当评估企业是否具有成熟的套保机制，其套保策略是否符合日常经营需求，质押的货物是否存在未被覆盖的风险敞口等。只有在对相应风险进行了评估后，银行才能为企业提供融资服务。

不进行套期保值都是投机行为。说企业参与了期货交易就是投机，或者没有参与期货交易就是风险较低的客户，都是错误的。在现货管理的基础上，应当将企业的每一个期货头寸，都纳入到风险评估的范畴。

也就是说，如果企业向银行提出的融资申请涉及大宗商品贷款，银行实际上应当评估企业是否具有成熟的套保机制，其套保策略是否符合日常经营需求，质押的货物是否存在未被覆盖的风险敞口等。只有在对相应风险进行了评估后，银行才能为企业提供融资服务。

对于商业银行参与期货市场，建行也进行了一系列思考。我们认为，目前国内交易所虽然已经陆续推出了一些交易品种，但仍然是不够的，市场仍缺乏一些与企业日常经营相关的，常见的大宗商品期货品种。在这样的条件下，企业不得不通过国外的期货市场套保。同时，一些上市的品种，也没能真正发挥套保功能。在这样的条件下，一些国内企业也是通过参与国际市场满足套保需求的。如一些参与燃料油国际贸易的企业，就是通过新加坡燃料油市场交易套保的。


另一块涉及银行的场外衍生品。套期保值的工具，一种是通过场内，通过期货公司的渠道提供给客户，一种就是通过场外，通过商业银行设计的 OTC 产品来提供给客户。

现实的问题是，由于政策的限制，国内银行无法

直接参与场内市场的期货交易，只能设计与国际市场挂钩的产品，通过场外衍生品的开发，平掉自己手上的头寸。

另外一个很现实的问题是，中资银行在场外市场做市报价和议价的能力仍然不足。像国外很多场外的交易市场，比如说新加坡场外衍生品市场中很多很重要的做市商，都是大的投资银行。此外，在我国，银行的资金不能直接进入期货市场也形成了较大的限制。在一些欧美国家，银行可以通过投放专门的套期保值贷款来满足一些从事大宗商品贸易企业的套期保值需要。当然，这类贷款也需要通过银行的审定。

我觉得，目前国内期货市场正处于一个快速发展的阶段，但是受限于一些监管规定，银行对期货市场的参与仍然过少，主要还是提供传统的资金托管、存款等服务。其实，在期货市场快速发展的过程中，银行是大有可为的。银行与期货公司加强合作，为一些大宗商品客户提供配套的“融资 + 保值”的服务，是有广阔的市场发展空间的。目前，建行已经在这一方面与国内的几家期货公司开展了合作，这是一种探索，也会形成一种趋势。相信在未来，将会有越来越多的商业银行关注这一领域的业务。

总之，商业银行应当不断加强对期货市场的了解，积极的运用期货工具提升客户的服务，这将有助于商业银行自身，乃至整个期货市场的发展。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

期货类信托产品的开发与管理

■ 华润深国投信托有限公司期货业务负责人 李松哲



去年6月21日，银监会正式发布《信托公司参与股指期货交易业务指引》。指引发布后，华润信托参与了证监会的答辩，近期将成为第二家进入期货市场的信托公司。一旦获得这一资格，私募将会通过积极谋求与华润信托的合作，参与期货市场。

为了迎合市场发展的需要，华润信托推出了“春雷计划”，以优化资产管理人的孵化平台。

2004年，华润信托推出了中国第一个证券投资集合资金信托计划，俗称证券阳光私募。经过几年发展，该计划已经成为中国证券阳光私募顶尖级的私募计划。

华润信托有关期货投资的业务包括两大板块，一是发展可参与股指期货的对冲产品；二是构建期货优秀资产管理人孵化平台，亦即春雷计划。

信托公司作为特殊的法人参与期货交易，跟其他几类法人有很大区别。与券商、QFII等不同，信托公司可以合法、合规的聘请第三方投资顾问，管理信托产品。这意味着，私募可以通过信托平台合法合规的募集资金，扩大资金规模。

期货私募阳光化需业绩鉴证

目前期货私募遇到的诸多问题，如因信用缺失而形成的拖拉机账户问题，如无法像证券阳光私募那样销售、募集资金，而只能进行月光式理财的问题，以及其他一系列的不合法、不合规的问题，都可以通过信托公司的平台解决。

期货私募能不能走出证券阳光私募的路子？瓶颈在哪里？

我们认为，国内期货私募的阳光化需要业绩鉴证。期货私募现在都是“草根”，没有名气，必须通过稳定的盈利业绩逐步得到银行和客户的认可。不过，期货私募的业绩报表，往往不具备公信力。而信托公司能够通过为期货私募提供业绩鉴证服务，来提升其业绩的公信力。市场上需要这样的“赛马场”来挑选千里马。

作为孵化的平台，信托能够起到桥梁的作用，吸引大量的私募展示实力，而在未来也会吸引很多的手中有资金，但没有管理专家的机构，来寻找理财专家。

同时，信托公司本身也具备提供业绩鉴证服务的条件与能力。一方面，银行与信托之间存在密切的关系。银行一般要借助信托公司，来设计产品，在交易过程中控制风险，并承担最后的风险。业绩的增长，也要得到信托公司的认可；另一方面，信托公司的经营范围也是涵盖业绩鉴证的。

华润信托服务简介

第一块是基础服务。华润信托每周在网站公布基本交易业绩数据；第二块是提供业绩鉴证测评报告，作为私募

开发新客户的重要凭证；第三块是提供成长支持。为私募提供一个相互交流和培训的平台，帮助投资顾问完善交易模型，使他们尽快成长起来；除此之外，还提供公司注册、公司治理、税收优惠、市场营销等方面的服务，帮助私募降低运营成本；最后，也是私募很感兴趣的，华润信托提供的合作机会，具体包括五方面内容。

第一，每年年底召开一个对冲基金年会，公布排行榜。该排行榜区分策略，按照套利、趋势交易、量化交易等做不同类别的评价；第二，平台上孵化出来的优秀期货私募，可以与平台上的其他私募一起公开发信信托产品；第三，华润信托发行的托付宝，会拿出一定比例的资金，委托优秀的期货私募管理；第四，撮合投资机构与期货私募管理人的合作；最后，私募资金可以直接投资于商品期货监管政策一旦放开，华润信托会帮助平台上孵化的优秀期货私募发行信托产品，募集资金等。

下面介绍一下业务模型。私募及其客户首先要与华润信托签订合作协议。交易结束之后，华润信托，将从期货公司的柜台获得的交易数据，备份到数据库中，经过核算、估值，及评价系统评价，将最后的数据公布在华润信托的网站上。在公布时，并不公布客户具体名称或者私募网名，而是以春雷一号、春雷二号的名义公布。这一方面能够避免一些业绩不好的私募暴露在公众的视野之中，对其形成一定保护，另一方面也能避免客户与媒体的评论对于私募交易操作形成不必要的影响。

对冲基金评价，最主要的目标是什么？是遴选出国内各种交易策略中最优秀的交易团队，而不是按照年度

收益率排名全能冠军。为此，华润信托确定了与市场评价体系不完全相同的评价体系。

在华润信托的评价体系中，定量分析占70分，定性分析占30分。具体定量分析时，第一是考察交易系统和交易策略的有效性，指标包括收益率、收益率的曲线，回撤率和隐含风险率等，但收益率只占很小的一部分权重。第二是考察系统的稳定性，包括五个指标。第三是考察系统的执行力。第四是考察风险控制情况。第五是心态分析。具体定性分析是每年与排名靠前的私募面对面交流，通过尽职调查，考察其实际交易能力。

华润信托还制定了基金评价的发展战略：第一步，通过孵化平台，挑选出各类交易策略的优秀团队；第二步，根据未来行情，通过私募阳光化，选择相应的交易团队进行重点合作。在风险可控的情况下，为委托人创造更高的收益。现在已经在思索第二步。不过，期货交易和证券交易有很大差异，这就决定了期货私募阳光化与证券私募阳光化的途径应当是不同的。

我认为期货交易有以下特点，这些特点决定了期货私募阳光化与证券私募阳光化途径的差异性。

第一，期货市场和证券市场的资金规模差距非常大。如果采用单纯的期货交易策略，将会面临明显的资金规模限制。

第二，期货交易对于资金的需求具有明显的紧迫性。同时，期货交易还涉及最擅长的交易波段问题，在一个波段操作的等待期，是不需要交易资金的，否则还要支付不必要的资金成本。■

期货私募现在都是“草根”，没有名气，必须通过稳定的盈利业绩逐步得到银行和客户的认可。不过，期货私募的业绩报表，往往不具备公信力。而信托公司能够通过为期货私募提供业绩鉴证服务，来提升其业绩的公信力。市场上需要这样的一个“赛马场”来挑选千里马。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



衍生工具在金融机构风险管理与理财产品开发中的应用

主持人

朱 斌 南华期货副总经理兼研究所所长

嘉宾

张炳南	中国黄金协会专职副会长兼秘书长
徐俊婷	交通银行总行
周 俊	中国银行开元支行副行长
周思阳	建设银行国际业务部贸易融资处业务经理
刘 辉	华润信托证券投资部总经理
李松哲	华润深国投信托有限公司期货业务负责人
鲁 宾	兴业国际信托有限公司总经理
张贵宾	华泰资产管理公司副总经理
王连平	信泰人寿首席投资官

金融机构参与期货市场需求强烈

王连平：信泰保险的投资策略以量化投资为主。我所在团队的投资理念，是根据中国市场的现实需求，依据中国的法律进行量化投资，这不同于海外量化投资。现有的量化投资交易符合保险公司的特点，一般每年进行3-4次，不会超过5次。信泰保险的量化投资具有原创性，符合中国市场要

求，包括非线性、多因子等一系列模型，总体来看是比较成功的。

受到政策限制，目前保险公司尚不能参与期货及其他衍生品交易。目前保险公司可以投资的资产品种主要包括：存款、债券、股票、房地产等，也涉及少量股权投资。

不过，今年以来，可以明显感受到金融市场的变革速度在不断加快，管理层也前所未有的加强

了对金融创新的支持力度。未来对于保险行业发展产生直接影响的政策变革，一是放开保险公司参与股指期货交易，二是放开保险公司参与国债期货交易。另外，期权、外汇期货等新品种的推出，也将使保险公司的投资品种日益丰富。

与公募基金追求相对收益率的投资思路不同，保险公司的投资会更多关注投资的风险，特别是要确保资产的本金不受过多的侵蚀。从这个角度分析，为了尽可能规避风险，保险公司参与衍生品工具交易十分必要。

去年，在股票、债券市场价格不断下跌的条件下，由于缺乏有效的避险工具，保险公司的投资风险敞口无法被有效的覆盖，财务报表披露了大量的资金浮亏，对于公司声誉造成了一定的负面影响。由此可见，保险公司参与期货市场交易的需求其实是十分迫切的。

目前，信泰保险已经对参与期货市场进行了一系列前瞻性的研究和准备。例如，信泰保险准备未来向市场推出的由第三方管理的投资连结保险，就设计了两套交易策略。一套策略适用于不能参与期货市场的情形，另一套则适用于能够参与股指期货交易的情形。如果能够应用第二套策略，那么预期该投连产品的收益率将提高10%。

张贵宾：在进行权益类的资产配置时，如果长期看好蓝筹品种，我们不会进行频繁的买卖操作。这样资产的风险就体现为宏观经济波动带来的系统性风险。我们很希望能够对冲这部分风险。一旦股指期货监管政策放开，我们会立即对权益类的资产进行套期保值的操作。

很多的衍生品合约，从本质上看都是一个保险。澳大利亚有一个叫做力拓的铁矿石资源企业，为了对冲风险，一方面会在场内进行标准化的合约交易，另一方面则会设计一些场外非标准化的衍生品合约。这些场外非标准化的衍生品合约的一个核



心条款，就是约定要通过支付一定的保险费获得保险保障。

我认为如果未来中国的金融衍生品市场能够对保险公司及其他金融机构开放，会使这些机构的资产配置更趋合理。这样一来，资产的持有者除能够分享经济增长带来的利益外，还能对冲系统性风险。我同样感受到了来自政策层面的变化，期待今年成为资产管理发展的新元年。

刘辉：对于绝对收益率我们有自己的理解。实现绝对收益的手段很多，包括大类的资产配置、行业配置，以及选择各类策略等。从技术角度分析，西方的资产管理已经相当成熟，在我国已经没有更多可以创新的东西了。所以在我国，主要是需要实现一些制度创新。如打破分业监管的体制，允许不同类别的金融机构投资多元化的投资产品；如设计和推出新型的衍生品品种，为投资者配置资产提供更多选择等。

从前年开始，华润信托就致力于推动中国对冲

互动讨论

Panel Discussion



基金的发展，希望能够在对冲基金发展的产业链中发挥作用。“春雷计划”就是华润信托努力的具体体现。不过在未来，对冲基金行业的发展要达到一定规模，还需要监管部门的认可，需要税收等一系列政策的支持。

2009年，华润信托发行了“托付宝”，取得了不错的业绩。但在管理这一产品的时候，我们也发现了一系列问题。如受到政策限制，在进行大额资产配置时，一些风险无法得到有效对冲。如由于资产配置不充分，资产池本身还面临流动性不足的问题。允许信托公司等金融机构参与股指期货交易，会有利于这类问题的解决。当然，要完全达到资产配置自由的目标，还需要走很长一段路。希望在座同仁一起共同努力。

鲁斌：在追求绝对收益率方面，各类金融机构的出发点是一致的。正如前面嘉宾所言，当市场是单边市而金融机构不能做空时，它只能看着损失扩大。允许金融机构参与股指期货交易，对



于金融机构更加合理的配置资产，规避风险是有益的。

兴业信托目前也开始尝试将股指期货投资，融入相关的产品设计。总体来看，融入股指期货投资的ETF套利或对冲产品，是优于以往同类产品的。我认为，股指期货市场的放开能带来很大的爆发力，扩展各类金融机构的发展空间。但我也同意前面嘉宾的观点，全面扩充金融机构的投资品种范围不是一两天能够做到的，而是要经历一个过程，需要监管层更多支持。

徐俊婷：银行对于利用期货等避险工具同样有很迫切的需求。今年国债期货研究的步伐进一步加快，相信在不久的将来国债期货推出，一定会为银行提供一个有力的避险新工具。

这几年银行在参与金融衍生品交易方面，有了诸多尝试。一是成为上海期货交易自营会员，直接参与黄金期货交易。二是参与一些中远期贵金属市场交易。三是通过发挥海外网点的优

势，以及利用一些外资银行渠道，设计了一些与国际市场挂钩的，包括黄金和白银期货等品种在内的套期保值产品。同时，各家银行都在打造“财富管理”的概念。交通银行积极与第三方合作，通过利用旗下交银国际、交银租赁、香港的交银保险等多牌照的优势，打造银行的财富管理概念。

我认同前面嘉宾的看法。可以明显感觉到，今年以来，监管层对于期货市场给予了更多关注，期货市场将迎来更大的发展空间。我认为，在进一步突破分业经营、分业监管政策后，银行与期货公司有进一步加深合作的可能。银行目前也开始有意识的开展一些期货类的业务学习和培训，逐步深化风险管理的理念。

周俊： 银行为客户提供的服务主要包括存款、贷款、结算和理财四类。在这四类服务中，期货的切入点主要有两点。一是融资。银行对客户进行融资，一般都要求客户的担保条件达到严格的要求。但如果引入期货质押，就可以降低客户的担保条件，使客户更加顺畅的融到资金。二是理财。

下面，我简要介绍一下中国银行开展衍生品业务的情况。

第一，从某个角度分析，银行已经是非常大的“期货公司”了。十多年前，银行就开展了与汇率、外币有关的金融衍生品业务。目前，这方面的业务开展得非常好。

第二，中国银行的产品设计与进出口企业的需求结合得非常紧密。通过设计与汇率、利率、费率等有关的综合性产品，中国银行为客户带来了更多财务上的收益，而这也进一步为中国银行带来了更多业务，包括存款、贷款等。

第三，黄金业务是中国银行开展得最早的衍生品业务。目前，黄金业务也成为中国银行规模最大的衍生品业务。中国银行开展黄金业务的形式十

分灵活。如开发了黄金租赁与黄金期货相结合的产品。公司客户对于黄金租赁的需求很大，而黄金租赁本身是不会占用银行的授信额度的，所以银行本身也比较乐于开展。

在开展黄金租赁融得黄金后，公司客户将面临远期的价格波动，由此形成了通过锁定远期价格而规避风险的诉求。中国银行由此将黄金租赁业务与黄金期货业务结合在一起，为客户提供配套性的服务。目前，该类业务开展得非常好，在浙江等地拥有广泛的客户。

在与期货结合方面，一方面我们开展了货物质押业务，另一方面，也通过货权质押、未来提货权质押等落实担保条件，为浙江等地的企业授信。通过积极的运用期货市场，将相应的风险锁定。

目前银行开展的很多业务，主要涉及三个变量，即汇率、利率、费率。未来如果将期货的概念融入进来，将这四个可变量组合在一起，将会创造出很多产品，和业务的机会。

现场精彩提问回放

提问： 黄金市场的信托投资与期货市场的信托投资很类似，既可以做多，也可以做空。不过，我国目前市场上尚没有纯粹投资与期货市场的信托投资。请问一下黄金协会的张先生，能否分享一些信托投资的经验？

张炳南： 黄金协会一直致力于向全社会宣传黄金对国家战略的重要意义，营造良好的舆论氛围。这样的宣传产生了一定效果。2010年，六部委联合发出了《关于促进黄金市场发展的若干意见》。该文件的发布体现出在2007年全球金融危机后，管理层和执行层对于黄金的认识都越来越清晰，为黄金市场的创新营造了良好的氛围。大家普遍认识到，黄金本质上是比较稳妥、稳定

和安全的资产，这是不需要刻意包装的。

一个行业很可能会被社会舆论妖魔化。期货的本质功能是规避风险、降低风险的。但是一提到期货，很多人却认为它是一个高风险性的行业。我认为期货界的广大同仁，需要在决策层和社会层面，营造正面的舆论氛围。

应该说，中国的黄金市场，从2002年开放商品市场、2004年开放投资市场，到现在发展的时间并不长，仍然是一个比较稚嫩的市场，需要大家关心、呵护和维护。我认为这几年，黄金市场最大的亮点是持续的创新。创新不仅是行业本身的创新，更多也来自于合作的创新。比如说与信托业、期货业、银行业的合作等。这些合作为黄金市场的发展提供了很多的机会。

提问： 请问李松哲先生，华润深国投信托对于期货基金管理人的选拔标准是怎样的？是否有培养对冲基金的计划？

李松哲： 选拔标准，如果是只看收益率和回撤的话，收益率达到50%，回撤低于10%，已经达到很好的水平了。如果从选择理想的合作伙伴角度看，年收益率达到30%，回撤控制在10%以内，或者回撤控制在5%以内就更理想了。信托公司推出的信托产品，最终还是要通过银行渠道销售。而银行的客户群普遍有高净值需求，就是要无风险、有收益，或者低风险，低收益。要满足客户的这两类需求，一方面是收益率不要求太高，另一方面就是回撤要严格控制在10%以内，能够控制在5%以内就更好了。

对于对冲基金的培养，华润深国投信托也是有计划的。第一步是先找到优秀的操盘团队，再与他们一起合作，协助他们发展壮大。在此基础上，再一步步的发展。也希望与在座的期货业同仁一起推动中国对冲基金的发展。

刘辉： 华润信托对于对冲基金的培养已经有九年了。上周末评选的阳光私募基金牛奖中，70%的私募都来自华润信托平台。我认为，对于基金管理，每个时代都有每个时代的特征。华润信托关注的是整个对冲基金的绝对回报，不会放弃任何一种策略。在“春雷计划”中，有很多真正管理过海外私募基金的团队参与。当然我们也想培养中国本土的对冲基金。

提问： 金融衍生品是国外保险市场重要的风险管理工具。请问王总和张总，如果不是简单的用期指做对冲，如何充分运用金融衍生品设计满足保险市场风险管理需求的产品？

王连平： 第一，要充分运用期权等金融衍生品。因为从本质上看，期权实际就是一类保险产品；第二，要积极推动相关政策的进一步放开，使保险行业能够将更加丰富化的金融衍生品工具融入产品设计。

张贵宾： 变额年金产品在国外是一类很成熟的产品。从风险收益的特征看，该类产品与国内的保本基金是非常类似的。

从资产配置的角度来看，如果可以投资股指期货产品，就能够为权益类的资产提供套期保值，使权益风险得到对冲，获得套保收益。在股指期货政策尚未放开的情况下，我们的产品设计一方面注重选择具有固定收益率的资产，另一方面则采用量化分析的方法，进行资产配置和品种选择。这样的产品设计，是要在做实安全垫的基础上，赋予投资经理较大的管理空间。此外，我们还会与客户做出细致的约定，以降低产品风险，并在后台管理的过程中，关注产品的合规控制。

经历2008年的金融危机，我们清楚地认识到，固定收益类资产与权益类资产的风险是具有明显的

正相关性的。在金融危机时，这两类资产均同向大跌。这意味着，固定收益类和权益类资产配置是不能完全满足资产组合分散风险管理的需要的。

在我国，在寻求新的资产配置，优化资产组合方面，保险系的资产管理公司走在了前面。在优化资产配置方面，包括中国在内的所有发展中国家都比较看好的另类投资，主要是基础设施投资类的资产。

从原理上分析，基础设施投资与一国经济的整体运行密切相关。只要经济增长，基础设施的投资就一定会带来回报。2009年4月，保监会发布了《基础设施债权投资计划产品设立指引》，为保险公司通过基础设施债权投资优化资产配置打开了一片广阔的天空。

去年，保险公司的基础设施类投资实现了7%的年收益率，而且该类资产的收益与股市行情的波动没有明显的相关性。我期待着未来的监管政策进一步放开，让所有保单的持有人和其他客户，都分享到经济增长的收益。

从风险管理的角度来说，我认为只要资产配置充分分散化，资产的风险就相对最低。这里的资产配置分散并不是仅指股票品种的分散，而是指所有可供投资的资产品种的分散。只要资产管理界秉持这样的理念，我认为在未来，会有越来越多的期货产品进入到保险公司资产配置范围。

提问：请教一下信托界的鲁总和刘总，在CTA政策正式推出之前，信托公司是否会利用自身平台，对于产品策略进行一些系统的梳理和分类，以按照不同的产品策略类别，通过市场竞争遴选出顶尖的对冲基金，包括CTA的管理人？

刘辉：我们公司阳光私募的基金评价系统运行已经有三年了。运用该系统，我们曾经尝试过对基金进行类别细分，但发现这其实是非常困难的事



情。基金总结起来只有一个策略，就是通过“低买高卖”实现正向套利。之前我们也曾经尝试发售过一个对冲类的产品，但很难形成一个大众市场。总体来看，目前我国市场上的基金体现出较强的同质化特征。

不过，我相信随着市场的发展，通过品种，或者通过策略、子策略对于基金进行一定的类别区分，是可能的。

鲁宾：《信托公司参与股指期货交易业务指引》明确的要求信托公司对投资顾问的交易策略进行审核。我认同刘总的看法，对于基金策略作出区分需要时间，需要实践。同时，我认为这需要信托公司与期货公司的共同努力。

提问：很多的金融产品都是通过银行销售的。银行如何为客户提供符合其实际需求的金融产品？

徐俊婷：过去，银行在销售金融产品时，曾



经出现过因事前没有对客户充分的揭示和解释和风险，而在事后接到客户投诉甚至起诉的事件。目前，银监会要求银行在销售金融产品时进行充分的风险提示，这其中既包括银行自行设计的产品，也包括银行的合作单位设计的产品。当然，要实际履行这一义务并不是一件易事，因为一方面银行要充分了解和理解银行自身设计的以及合作单位设计的金融产品的风险特性等，另一方面，也要充分了解银行庞大客户群中，每个客户的真实需求。

为了为客户提供真正符合其实际需求的产品，我们目前正在研究推出第三方平台设计的适合不同银行、不同客户群体的产品。我们也很愿意与其他金融机构展开合作，对于客户资金做全方位的管理，以真正打造出“财富管理银行”。

提问： 请问银行与保险业的嘉宾，银行与保险对于国债期货的主要需求点在哪里？在运用国债期货方面，有什么具体的构想？

张贵宾： 套期保值是第一需求。无风险套利也是参与者比较追求和希望的，但实现起来不容易。

从保险公司和银行的业务特点分析，金融衍生品在保险公司和银行的资产管理中是具有广泛的应用空间的。目前，我们在静待政策的出台。

徐俊婷： 对于国债期货的投资会有专门的风险管理团队负责，这就像我们以前从事的黄金业务，就是由专门的风险管理团队管理的。目前银行的产品设计，主要融入了中远期以及黄金这类杠杆率较低的资产。对于杠杆率较高的期货产品的投资，目前银行还要逐步了解客户需求，进行研究和探索。

提问： 从全球发展趋势看，场外衍生品的交易量远远大于场内。而且，场外衍生品的业务往往与银行自身业务联系紧密。我国的金融机构，尤其是银行，在今后衍生品市场发展中会充当什么样的角色？目前银行已经做了哪些准备？

周思阳： 国外的OTC市场，如新加坡较大的能源场外交易市场，油品等交易非常活跃，主要是依赖国际上一些比较大的投行报价，承担做市商的角色。但在我国，中国国内商业银行，对于商品衍生品的研发及其交易规模，远远落后于外汇、利率产品，尚处于起步阶段。

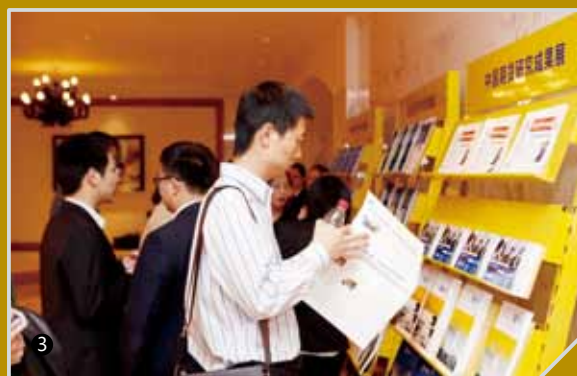
我认为，场外交易的做市商，应针对特定的商品，特定的市场。就某些特定的期货品种而言，国外的投资银行的“做市商”业务已经相当成熟，国内银行进入这些市场与其竞争。不过，这并不意味着国内的中资银行没有可为的空间。对于国内需求很大的，一些新兴的期货商品品种，在短期内尚未形成成型或成熟的市场，中资银行可以重点关注，考虑介入。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

大会掠影



1. 精心布置的会场外景
2. 参会代表在“中国期货研究成果展示区”咨询有关情况
3. 参会代表认真翻阅会议展示材料
4. 由欧洲期货交易所承办的欢迎晚宴欢迎四方来客





《展翼蓝空》

南华期货上海营业部 林杰 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资 0711 — L0173 号