



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5期/总第29期

(内部资料 免费交流)

热点直击

百利金融之殇：加强自律管理 保护投资者权益
>p24

人物·对话

赵磊：“务实精神”让我们始终兢兢业业 >p28

文化·生活

这些年，我和豆类一起成长 >p38

创新·探索

3.0 理论与现货市场指数期货 >p58

观察家

风险叠加背景下大宗商品价格运行特点和趋势展望
>p66

【封面文章】

搭建期现结合平台 服务实体经济发展 >p08





第8届中国(深圳)国际期货大会

8th China (Shenzhen) International Derivatives Forum

时 间：2012年12月2日 - 4日

地 点：深圳·五洲宾馆

主办单位：中国期货业协会、深圳市人民政府

期货市场的变革与创新

分论坛

12月2日

上午

分论坛一：OTC衍生品市场发展与个性化风险管理

分论坛二：国债期货与利率风险管理

下午

分论坛三：IT技术发展与程序化交易

分论坛四：原油期货与期货市场国际化

主论坛

12月3日

上午

开幕致辞

境外交易所高层论坛：国际经济环境变化与衍生品市场

境内交易所高层论坛：市场变化、监管改革与交易所变革

下午

圆桌讨论一：期货市场发展与期货公司的业务创新

圆桌讨论二：财富保值增值与风险管理

专题会议

12月4日

上午

中外期货行业高峰论坛：期货市场国际化与中外期货行业合作

银期合作论坛：商业银行与期货公司合作与服务模式探讨

[会务咨询]

咨询电话：0755-23953894、0755-83232182（境内）

+86-755-23946257（境外）

传 真：+86-755-23953734

官方网址：www.citicsf.com/cidf

E-mail：cidf@cfachina.org

为实体经济服务，是期货行业存在的基础。

近年来，我国期货公司在帮助产业和机构客户利用期货市场方面做了很多有益的尝试和努力，推动期货市场服务与实体经济需求相结合已经成为期货公司发展的重要目标。一些具有现货背景、实力雄厚的期货公司，更开始通过各种方式参与现货贸易，在实体经济中推广期货理念，促进“期现”融合，并取得了一定效果。

但前进的步伐永远不会停止。如何进一步提升服务实体经济，特别是提升服务中小企业、“三农”的能力，成为期货公司面临的重要新课题。目前，业内对于期货公司可以通过设立现货子公司的方式，为实体经济提供以“期现”结合为主的期货市场配套服务展开了不少讨论。这是因为，以期货公司现货子公司为具体形式的“期现结合平台”的建立，可以在提升期货市场定价效率、促进期货公司创新发展、满足实体经济多样化风险管理需求等方面发挥重要作用。本期“封面文章”就将对这一创新发展模式展开深入研究和探讨，并从我国“期现”结合业务发展现状、“期现结合平台”业务模式和风险控制等方面推进讨论。

作为我国第二家、上海唯一一家中外合资期货公司，中信新际始终坚持“实施差异化竞争策略，着力不对称创新，实现跨越式发展”的经营理念，将目光聚焦在产业和机构客户上。他们在服务产业和机构客户方面有怎样的经验？其“领头人”怎样看待当前我国期货行业发展形势？他对新生代的“期货人”有着怎样的期望？本期“人物·对话”将带领大家走近中信新际期货总裁赵磊。

曼氏金融破产不到九个月，美国又一家期货经纪公司——百利金融集团倒下了。与曼氏金融相比，百利金融的规模和声望虽小得多，但接连破产且侵占客户资金的行为，打破了行业底线，冲击了对美国期货行业的信心和监管机构的公信力。曼氏、百利金融的倒掉，为我国期货行业创新发展带来哪些启示？本期“热点直击”将就此深入探讨。

伴随我国期货行业发展起来的期货分析师，如今越来越被行业认可和重视。特别是在投资咨询业务、资产管理业务相继推出后，期货分析师更成为行业“香饽饽”。本期“文化·生活”将带领大家走进期货分析师的圈子，听他们讲述自身的职业定位以及日常的工作和生活。



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
准印证号 京内资准字 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。

搭建期现结合平台 服务实体经济发展

期货公司可以通过设立现货子公司的方式,为实体经济提供以“期现”结合为主的期货市场配套服务正在业界引发广泛讨论。热烈讨论的背后原因很简单,以期货公司现货子公司为具体形式的“期现结合平台”的建立,不仅可以提升期货市场定价效率、促进期货公司创新发展,同时,还能在满足实体经济多样化风险管理需求等方面,发挥重要作用。

“期”事速览

- 04 “期”事速览·国内
- 06 “期”事速览·国际
- 07 “期”事速览·协会动态

封面文章

- 09 开展期现结合业务 拓展服务实体经济空间 文 / 卓成
- 12 期现平台是期货公司服务实体经济的有效载体 文 / 施建军
- 17 搭建现货平台 服务实体企业 文 / 黄辉
- 21 期现业务中风险控制模式探讨 文 / 王红英 敖翀

热点直击

- 24 百利金融之殇：
加强自律管理 保护投资者权益 文 / 王胜先

人物·对话

- 28 赵磊：“务实精神”让我们始终兢兢业业 文 / 吴雨
- 33 对话赵磊：“不求最大，但求最专” 文 / 吴雨

文化·生活

- 36 漫漫长路上的求索 文 / 童辉



P28

赵磊：“务实精神”让我们始终兢兢业业



P44

期货分析师的“段位”

38 这些年，我和豆类一起成长 文 / 沈国成

40 期货分析师的一天 文 / 汤祚楚

42 小荷才露尖尖角 文 / 朱卫平

44 期货分析师的“段位” 文 / 于海霞

46 爱上东莞 文 / 韩锦

博弈之道

48 因势而变：期权交易中的价差和波动率策略 文 / 洪守杰

53 期权价格的决定因素 文 / 高子剑

创新·探索

58 3.0 理论与现货市场指数期货 文 / 曹汝明 邢精平 马文胜

63 衍生品市场发展与组合式金融操作时代 文 / 臧大年

观察家

66 风险叠加背景下大宗商品价格运行特点和趋势展望 文 / 江明德

环球视野

70 港交所“迎娶”LME 境内交易所启示多 文 / 张一伟

75 IOSCO《衍生品市场中介国际监管标准》概析 编译 / 王彦鹏



大商所完善部分业务实施细则

大连商品交易所 8 月 16 日发出通知,对现行交易、结算、交割、风险管理等相关业务规则的实施细则进行修改。此前大商所对业务规则中与市场发展不相适应之处进行了全面梳理,在此基础上对席位管理、出市代表管理、价格、交易编码制度以及结算等相关业务规则进行了调整。

上期所新批4家铜交割仓库

上海期货交易所 8 月 20 日批复无锡市国联物流有限公司无锡市惠山区洛社镇石塘湾仓库、中储发展股份有限公司无锡物流中心无锡市城南路 32-1 号仓库、宁波九龙仓仓储有限公司宁波市镇海区平海路 299 号仓库和国家物资储备局浙江八三七处宁波镇海区大通路 331 号仓库为铜指定交割仓库。

大商所与黑龙江农委签战略合作协议

8 月 27 日,大连商品交易所与黑龙江省农业委员会在哈尔滨签署服务“三农”发展战略合作协议,双方将实现资源共享,推动期现市场共同发展,更好地服务“三农”工作。根据合作协议,双方将本着优势互补、互惠互利、长期合作的原则,整合、利用各自的信息平台优势,为农民提供信息服务。

上期所举办贵金属研讨会

由上海期货交易所和江苏省期货业协会共同举办的“‘说金论银’期货投资及产业服务系列研讨会”首场活动 8 月 22 日在南京举办。会上,来自上期所、兴业银行、江西铜业等多家单位的专家,分别就贵金属市场形势分析及期货投资策略、贵金属期货合约规则及市场运行情况等方面进行了专题授课。

大商所启动年度期货研发团队评选

大商所 2012 年“十大期货研发团队”评选活动于 9 月 3 日正式拉开序幕。至参赛报名截止日,共有来自 113 家期货公司的 133 个农产品团队和 100 个能源化工产品团队报名参选。在为期三个月的赛程中,参赛研发团队将以研发水平、市场服务能力角逐农产品、能源化工产品两大系列的各项荣誉称号。

2012年期货公司分类评价结果公布

2012 年期货公司分类评价结果 9 月 3 日正式公布。今年期货公司分类评价是分类监管制度修订后的第二次评价,评价规则与去年相同。从分类评价结果来看,今年 A、B、C 三大类公司数量均有增加,D 类公司数量大幅减少,没有出现 E 类公司。其中,A 类公司由去年的 20 家增至今年的 22 家。

中金所批准两家会员单位

中国金融期货交易所 9 月 4 日批准两家期货公司为会员单位,分别为大通期货经纪有限公司和国富期货有限公司。至此,中金所会员数量为 146 家,其中全面结算会员 15 家、交易结算会员 61 家、交易会员 70 家。

郑商所仓单管理制度再升级

郑州商品交易所 9 月 3 日公布了新修订的《郑州商品交易所标准仓单管理办法》、《郑州商品交易所期货结算细则》和《郑州商品交易所违规处理办法》。其中,新仓单管理办法将允许会员或者客户在相关银行的质权登记及质权行使通道下,建立不超过质押标准仓单数量的空头头寸。

郑商所举办“2012郑州农产品期货论坛”

郑州商品交易所 9 月 6 日在郑州举办“2012 郑州农产品(白糖)期货论坛”。来自海内外期货行业和食糖业界的相关专家、学者,涉糖企业、期货公司代表 500 多人参加了本次论坛。自 2010 年举办以来,郑州农产品期货论坛已成为我国农产品期货领域一年一度的盛会。

上海期货行业期权培训班开班

由上海期货同业公会和上海期货交易所共同举办的“上海期货行业期权培训班”开班仪式 9 月 9 日在上海举行。本次培训班是继 7 月份组织辖区公司赴美 CBOE 期权学习考察之后,上海辖区在备战期权业务方面的又一举措。本次培训得到了上海期货同业公会会员单位的积极反馈,报名学员逾 1200 名。

大商所与迪拜交易所签备忘录

大连商品交易所与迪拜黄金和商品交易所 9 月 13 日在迪拜签署合作谅解备忘录，这是国内期货交易所与中东地区交易所首次进行战略合作，也是大商所成立 19 年来与国际同行签署的第 18 个合作协议。根据谅解备忘录，双方今后将在产品及市场开发、信息交流等方面进行广泛深入的交流合作。

第六届全国期货实盘大赛落幕

由证券时报、期货日报联合主办的第六届全国期货实盘大赛 9 月 16 日在杭州举行颁奖典礼。本次大赛指定交易商数量有 34 家，参赛账户数最高时有 1.1 万个，日均参赛账户数 1 万个。大量的私募、机构户也积极参与其中，总参赛资金最高时达到 75 亿元，日均 71.1 亿元。

商品期交所积极防控长假风险

上期所、郑商所和大商所 9 月 20 日分别发布通知，对“双节”前后各交易所相关品种交易保证金比例和涨跌停板幅度进行调整。与此同时，三家商品期货交易所还分别对 10 月 8 日恢复交易后，各期货合约保证金标准以及涨跌停板幅度恢复至调整前水平作出了明确规定。

大商所施行新套期保值管理办法

大连商品交易所 9 月 21 日公布了新制定的《大连商品交易所套期保值管理办法》。新套期保值实行资格认定和额度管理制度，将极大地方便现货企业套保交易开展，有效降低套保成本。

上期所“期货大讲堂”中西部巡礼

由上海期货交易所主办、新疆维吾尔自治区有色金属行业协会和万达期货承办的“‘期货大讲堂’中西部巡礼——走进乌鲁木齐暨新疆地区有色金属高峰论坛”9 月 24 日在乌鲁木齐市举行。会议旨在为西北地区有色金属企业接触先进交易理念及操作方式，并进行业内交流搭建平台。

“国债期货山西行”报告会在太原举行

由山西证监局、山西银监局、中金所联合举办，山西省期货业协会、山西省银行业协会、山西证券共同承办的“国债期货山西行”专题报告会 9 月 25 日在太原举行。辖区期货、银行、证券等金融机构相关负责人参加了报告会。

安徽证监局组织期货公司合规培训

安徽证监局 9 月 26 日联合安徽省证券期货业协会举办辖区期货经营机构第四期合规培训会议。授课老师分别讲解了打击证券期货违法犯罪的两个司法文件、期货公司合规运作、营业部日常监管等内容，安徽省证券期货业协会就规范居间人管理、行业竞争秩序等征求了各机构意见。

境外股指期货实盘大赛开赛

由南华咨询主办，南华期货（香港）有限公司作为指定交易商的首届“欧亚杯”境外股指期货实盘大赛 9 月 27 日正式拉开序幕。本次大赛交易品种包括欧洲期货交易所的德国 DAX 指数、道琼斯 50 指数、德国国债期货以及新加坡国际金融交易所的新加坡富时 A50 指数、日经指数和摩根台湾指数等。

证监会发布《证券期货业信息安全保障管理办法》

中国证监会 9 月 27 日正式发布《证券期货业信息安全保障管理办法》，自今年 11 月 1 日起施行。《办法》系统地规范了证券期货业信息安全管理等监管制度，确立了行业信息安全监管的体制，明确了市场主体的信息安全保障责任，提出了信息安全工作的要求。

大商所修改违规处理办法

大连商品交易所 10 月 8 日发布《大连商品交易所违规处理办法》修正案。修正案对《大连商品交易所违规处理办法》的部分条文进行了修改完善。修改主要涉及三方面内容：调整会员或客户违反持仓管理规定的处罚措施、增加未妥善管理交易编码的处罚规则、完善了相关规则表述。

场外衍生品结算最终规则浮出水面

美国商品期货交易委员会（CFTC）和行业部门发布了过渡性协议来减轻衍生品市场参与者清算转换带来的影响。8月13日，CFTC在联邦公报上要求在90天之内，互换交易商和主要互换参与者在监管部门正式注册为独立机构，并根据它们交易的产品进行分类。

港交所推人民币货币期货

香港交易所8月22日宣布，于9月17日推出人民币货币期货。该美元兑人民币期货将是全球首个人民币可交收货币的期货品种。根据已公布的标准合约内容，美元兑人民币期货合约每手金额为10万美元，合约到期时卖方缴付合约指定的美元金额，买方则支付以最后结算价计算的人民币金额。

CFTC批准掉期合约市场风险管理规则

美国商品期货交易委员会（CFTC）8月27日宣布，针对掉期合约市场风险管理事务上的新规则，在刚刚结束的闭门投票中获得委员会委员们的一致表决结果批准。新规则将会决定主要掉期合约市场参与者准备文档和确认掉期合约交易情况的方式，还将详细说明掉期合约的价值评估和净值确定方式。

CME集团推离岸人民币期货

芝加哥商业交易所集团（CME Group）9月13日在香港和芝加哥同时宣布，该集团将推出离岸人民币期货，以拓展其人民币期货产品组合，这些产品将于国际货币市场分部陆续推出。芝加哥商品交易所集团计划于旗下的芝加哥商品交易所及该集团欧洲交易所同时推出离岸人民币及人民币期货产品。

CFTC批准巴西上市标普500指数期货

美国商品期货交易委员会（CFTC）批准自2012年9月25日起，巴西期货交易所（BVMF）上市标普500指数期货合约。美国境内客户也能够通过直接接口进入该交易所交易。巴西期货交易所是在今年8月9日提出此申请的。

CFTC批准首家互换交易所trueEX

美国商品期货交易委员会（CFTC）在9月28日批准了首家互换交易所trueEX，成为CFTC监管的交易所之一。trueEX是CFTC新互换规则下第一家互换交易所，将通过芝加哥商业交易所集团（CME Group）旗下的结算所结算，并将互换交易数据报告至互换数据存管商DTCC。

CME和ICE维持限仓规则不变

美国最大的两家商品期货交易所芝加哥商业交易所（CME）与洲际交易所（ICE）10月3日表示，美国商品期货交易委员会（CFTC）限仓新规在法院受阻后，两家交易所均将维持现存的限仓规则不变。新的限仓改革计划将不再实施。

CME集团申请在欧洲推出货币期货

芝加哥商业交易所集团（CME Group）10月11日向英国金融服务管理局提交申请，希望从明年开始在欧洲市场推出货币期货产品。CME集团表示，计划首先推出30种配对货币交易产品，并“在之后逐渐”扩大到其他资产类别。CME集团还计划从2013年中启用伦敦交易场所和电子交易平台。

“多德-弗兰克法案”全面实施

10月13日，美国商品期货交易委员会（CFTC）在收集了各方意见并进行修改和完善后，最终决定在规模庞大的互换市场上执行“多德-弗兰克法案”。根据法案规定，“互换交易商”将面临严格的资本金和抵押标准要求。这一法案把这个热衷于“私下交易”的行业带入更透明的新时代。

CME集团设Ibovespa期货合约

芝加哥商业交易所集团（CME Group）与巴西商品交易所协商为客户提供基准产品的新交易机会，CME集团已经宣布在2012年10月22日启用以美元计价的Ibovespa期货合约。此合约将遵守CME集团的规则和条例。CME集团的高级董事表示，这种交叉上市的安排允许CME集团为客户提供核心承诺。

承办信息技术顾问培训会议

中国期货业协会 7 月 26 日 -27 日在厦门承办了证监会证信办“证券期货业信息技术顾问培训会议”。按要求，本次培训分两场开展，来自期货公司、期货技术服务商的 108 名技术顾问及各地方证监局、市场核心机构的 55 名技术顾问分别于 26 日、27 日参加了培训会。

贯彻落实诚信监督管理办法

中国期货业协会 8 月 7 日在北京召开期货行业贯彻落实《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》座谈会。诚信是期货市场立市之本，诚信监督管理办法的制定和实施将对我国期货市场的改革发展起到巨大的推动作用，协会将继续推进期货行业诚信建设，加大自律惩戒力度并建立守信表彰机制。

开展“诚信从我做起”主题征文

中国期货业协会 8 月 9 日面向会员单位的全体员工组织开展“诚信从我做起”主题征文活动，参选征文于 9 月 10 日前提交至所在辖区的地方期货行业协会。此次活动旨在进一步加强期货行业诚信建设，倡导行业诚信精神。协会将于 11 月份组织获奖征文演讲活动，对获奖文章进行表彰，并进行广泛宣传。

录制完成服务三农系列视频课程

中国期货业协会“服务产企”和“服务三农”两个系列视频课程于 7 月 9 日 -24 日在北京录制完成。该系列课程以产业客户和涉农企业为主要授课对象，就产企在产品销售、原料采购等环节如何利用期货市场等方面进行了讲解。课程汇集了 20 余名知名讲师及嘉宾，采用多角度场景切换进行录制。

举办第二期资产管理业务培训班

中国期货业协会于 8 月 16 日 -18 日在上海举办第二期“期货公司资产管理业务培训班”。与首期北京培训班相比，本期培训班热度不减，讨论的主题更加集中和细化。来自 77 家期货公司的 200 多名学员参加了本次培训。

发布两项资产管理业务指引性文件

中国期货业协会 9 月 27 日在官方网站公布了《期货公司资产管理合同指引》及《期货公司资产管理业务投资者适当性评估程序（试行）》。其中，合同指引对风险揭示书、客户承诺书、合同所应具备的基本内容提出了总体性要求；评估程序则类似于股指期货自然人投资者适当性评估制度。

召开后备人才培养工作会议

中国期货业协会 8 月 23 日在北京召开“2012 年后备人才培养工作会”，来自北京、上海、大连、山东、湖南等五家地方协会的有关负责人参加了会议。会议介绍了 2011 年期货后备人才培养情况，并重点讨论了 2012 年期货后备人才培养的方案和准备工作情况。

举行第四次从业人员资格考试

2012 年第四次期货从业人员资格考试 9 月 15 日在全国 35 个城市举行。此次考试共设 61 个考点、401 个考场，共计报名 36793 科次。其中，期货基础知识科目通过率为 42.97 %；期货法律法规科目通过率为 33.10%；基础和法规两门科目全部通过率为 22.06%。

承办期货行业财务工作会议

中国期货业协会于 9 月 13 日 -14 日在昆明承办了由证监会会计部、期货二部主办的“财务报告分析及财务管理工作会议”。会议总结了上一年度期货公司财务年报分析工作，集中分析和反馈了期货公司在市场新形势下财务方面的困惑和疑难问题，为期货公司搭建了一个学习、交流的平台，取得了良好的效果。

召开境外高管研修班座谈会

中国期货业协会 9 月 25 日在北京召开“赴美、赴加高管研修班座谈会”。部分赴美、赴加高管学员代表汇报了学习的成果和体会；中国证监会张育军主席助理出席会议并发表重要讲话，证监会期货一部、期货二部、国际部及协会有关领导参加了会议。

搭建期现结合平台 服务实体经济发展

【编者按】

期货公司可以通过设立现货子公司的方式，为实体经济提供以“期现”结合为主的期货市场配套服务正在业界引发广泛讨论。热烈讨论的背后原因很简单，以期货公司现货子公司为具体形式的“期现结合平台”的建立，不仅可以提升期货市场定价效率、促进期货公司创新发展，同时，还能在满足实体经济多样化风险管理需求等方面，发挥重要作用。

本期“封面文章”将对期货公司以现货子公司为具体形式的创新发展模式进行深入研究和探讨，并从我国“期现”结合业务发展现状、“期现结合平台”业务模式和风险控制等方面渐次展开，以供借鉴及参考。

开展期现结合业务 拓展服务实体经济空间

■ 文/特约通讯员 卓成

为实体经济服务,帮助企业充分利用期货市场,是期货行业存在的基础,也是期货公司赖以生存和发展的根本所在。因此,推动期货服务与现货企业需求相结合,实现期现共同发展一直是期货公司追求的目标之一。

在今年4月召开的“中国期货分析师大会”上,中国证监会期货二部副主任冯博提出,优质的期货公司未来可以开展仓单质押贸易方面的业务,“这类业务的核心,是要以产业的语言,为产业服务”。

实际上,处于一线的国内期货公司早已通过各种方式,开始了参与现货贸易的实践。他们在不断尝试中,深入了解产业,并将期货理念在产业中应用和推广,已经开始取得效果。

多种类型关联公司并存

笔者调查发现,目前国内很多地方,特别是浙江和广东地区,部分期货公司成立了关联现货贸易公司(下称关联公司),按照不同标准,这些公司可以分为多种类型。

以关联公司与期货公司的股权关系为标准,可以分为两类:一类是期货公司直接参股,作为关联公司股东;另一类由期货公司股东设立关联公司,期货公司与之作为兄弟关系。

以与期货公司联系的紧密度为标准,可以分为三类:第一类中,期货公司承担了关联公司大部分后台服务功能,并且在人员安排与业务操作上都对

关联公司有直接影响力；第二类中，关联公司具有完全的独立性，期货公司与其之间更多是合作关系；第三类介乎两者之间，关联公司保留了一定的独立性，但在某些时候仍受到期货公司的业务指导。

目前，期货关联公司的经营模式主要集中体现为两种形式。第一种是借助股东背景，做相关产品的现货贸易；第二种则是利用作为股东或兄弟单位的期货公司在期货方面的优势，加上现货股东在现货市场的渠道优势，从事低风险的跨月套利或期现套利。

为了开展期货相关品种的贸易与期货交易，新世纪期货的两家股东单位成立了新世纪实业。据新世纪期货总经理助理汪勇介绍，建立初期，新世纪实业公司负责人以及骨干力量都是新世纪期货员工转化而来，两个公司在人员关系上形成了牢固的联系，从而大大降低了两家企业之间的沟通成本。

在目前贸易公司的运作中，新世纪实业会借助股东在白糖渠道方面的优势，从事一部分白糖贸易。而在许多期货交易机会的发现和运作上，多数情况下由贸易公司与期货公司合作完成。

“这种模式有利于降低贸易公司的运作成本，但一定程度上削弱了贸易公司的独立性，导致公司业务发展的局限性。”

实际运行中，一些期货公司与关联公司在业务上的合作接近于公司部门之间的合作。作为浙江大地期货的兄弟关联公司，杭州济海投资也处于这种状态。据介绍，虽然两家公司属于独立法人，但目前济海投资的后台服务、技术支持、部分研发工作都由大地期货无偿提供支持。

在一定程度上，这种有紧密关系的公司有利于双方共同借助股东资源，实现共同盈利目标。杭州济海投资有限公司副总经理朱佩荣介绍说，作为浙江国际贸易集团旗下的公司，济海公司主要业务是与国贸集团旗下十多家贸易公司合作，捕捉期货与现货市场价差之中的交易机会。

基于收益稳定性的考虑，济海公司目前主要业务种类集中在为期货市场无风险跨月套利与期现套利上，当机会出现时，他会通知集团相关企业一起参与。“特

别是在发现期现套利机会时，与股东单位的合作，能让我们的现货运作更加顺畅。”

朱佩荣介绍，借助于集团股东的支持和兄弟单位的合作，公司成立后的一年多时间里，贸易额在2亿元左右，净资产收益率在10%左右。

作为中石化下属企业，浙石期货依托股东背景，与股东共同成立哲实实业贸易公司。与济海投资和新世纪实业不同，该公司更多由原股东单位人员构成。这也使得该公司与期货公司相对独立。

据浙石期货总经理俞国华介绍，该公司主营业务是石化产品贸易，在有机会时也会与期货公司合作，参与期现套利交易。“相较于其他贸易公司客户，我们之间沟通起来更加方便。”

与其他关联公司相比，中邦实业的独立经营特征更为明显。“我们与参股股东永安期货之间完全独立，他们作为股东不会干预我们的经营活动。”中邦实业发展有限公司总经理劳洪波表示，虽然中邦与永安之间有很多业务上的深入合作，但中邦始终保持自身在利益取向上的独立性，靠自身努力获取盈利，而不是等待股东赐予机会。也正是这种独立性，确保了中邦的不断进步。

“实际上，不论哪种组织形式或股权关系，期货公司关联公司与其他贸易公司区别的关键点，是更主动地使用期货工具。”朱佩荣认为，对期货工具的娴熟应用，是这类公司的主要标志。

在实践中理解产业

在与关联贸易公司深刻互动，将触角深入到现货产业之后，期货公司对产业的理解，对产业客户需求的了解更加深入，从而实现了更多的个性化服务。

“通过企业之间的贸易，与企业成为伙伴，它们才能将更多的经营情况告诉你，而这是期货公司很难办到的。”朱佩荣表示，受到诸多限制的期货公司所能提供的服务较为单一，这与实体经济日益增加的多样性需求形成反差，期货公司通过成立关联贸易公司，加强与实体企业在贸易过程中的沟通、交流，既可以更深刻地理解企业需求，也可以

通过实践让实体企业看到期货的用处。

他认为，这种相互的信任是建立在共同利益基础之上，这也决定了合作的深入与全面。同时，通过与关联期货公司的沟通，将产业的情况和企业的需求传递给期货公司相关部门，可以使期货公司在服务客户中提供更全面的服务。

与期货公司关系密切的贸易公司有时还承担了测试平台的角色。“我们研发部门开发出的交易策略，可以先与自己的贸易公司沟通，进行操作效果监测。如果成功再推广给其他客户，如果效果不好，也容易解决。”汪勇告诉笔者。

“总体而言，期货公司关联贸易公司是在向产业学习，而不应该定位为期货理念的传播者。”劳洪波一再强调这一想法。他认为，作为理解期货的贸易公司，自己在产业中始终是个学生，只有通过向优秀的产业客户学习，与产业客户合作，才可能从产业中获得盈利。

他透露，在实践中，利用贸易公司的灵活性与对期货市场的了解，中邦承担了一些帮助企业客户设计交易策略的服务，但更多时候，是向期货产业了解品种特性与产业特征。

随着近年来从事期货无风险套利的相关贸易公司数量越来越多，期现货市场联动性加强，市场中存在的无风险套利机会越来越少。相关人士认为，只有在不断与产业人士沟通，深入研究产业发展的情况下，才能从中发现低风险的交易机会。

“实际上，无风险套利机会的减少，是一个必然趋势，也是现货企业参与期货市场深度加强的表现。”经过多年发展，永安期货参股的中邦实业已经是期货关联公司中的翘楚。劳洪波认为，期货公司相关贸易公司只有在理解现货市场之后重新审视期货，才能更好地发现其中的投资机会。

作为曾经的期货人，劳洪波在进入贸易领域后发现，现货企业对产业的理解要深刻得多，他们对新事务的学习能力比期货人想象中快很多。在与现货企业沟通与交易过程中，他逐步真正理解了产业的运作，也增加了对现货市场的敏感度，并以此提升了自身对期货市场的利用水平。“未来贸易公司利用期货，需要

走出传统的统计套利和无风险套利的范围，加上对品种与品种间深刻的逻辑性研究，发掘新的套利机会，才能获得长远的发展。”劳洪波表示。

由市场决定成败

多数期货公司与相关贸易公司负责人认为，期货公司开展现货业务，能够增加期货公司的现货期货双栖人员，人才得以培养，对产业客户的服务能力和效率大大增强。不过，许多负责人也提醒，期货公司从事现货贸易并非一定能带来收益，各个公司应该根据自身的条件，做出最适合自己的选择。最终，所有的关联公司都只有经过市场的洗礼，才能获得生存的空间。

“中石化的背景，给我们的贸易公司带来很多的便利。”哲实实业在石化产品上的优势，为它的生存提供了空间。俞国华认为，类似有现货企业股东背景的期货公司，可以更好地实现在某些领域的快速进入，在开展期现结合业务中往往具有优势。而一些具有金融机构背景的期货公司，可以利用其自身的优势发展，而不必强制设立现货贸易公司。

汪勇也认为，任何产业都有一定的进入成本，作为独立的企业法人，必须从资本回报率角度考虑设立企业的可行性与可持续性。

多数人士认为，目前期货公司开展现货业务，可以从允许期货公司利用自有资金为现货企业开展仓单质押业务开始。“从风险管理上看，企业参与套保后，仓单价值变动风险基本可以规避，作为交易所监管的仓单的安全性可以得到保证，而作为通道的期货公司可以对货物价值进行最有效的监控，这些都将是质押风险降到最低。”汪勇表示。

“从有效安全利用期货公司资本金角度来看，仓单质押业务是期货公司服务企业最便利的，也是最实际的业务。”俞国华表示，中小企业经常遇到流动资金不足问题，而银行贷款手续繁琐、办理困难，同时期货公司注册资本经常处于闲置状态，两者需求结合，不仅可以满足中小企业发展需求，也可以在风险可控的前提下，提高资本金的利用效率。■

期现平台是期货公司 服务实体经济的有效载体

■ 文/施建军



期货市场的功能和定位是随着期现市场的发展而成熟，并逐渐清晰和提升。

服务于国民经济建设、实体经济发展是期货市场和期货行业发展的需要，也是社会各界的期盼。因此，作为期现市场的桥梁和纽带，期货公司需要拓展服务平台，延伸服务深度，提升专业化水平，真正植根于实体经济，与实体经济发展相协调、相促进。而期货公司设立期现平台，是实现这一目标的行之有效的载体和路径。

期货公司在期现业务中大有可为

首先，促进期货与现货融合，提高期货市场的定价效率。

期货市场的首要功能是发现价格，一个不成熟的期货市场常常表现为期货价格长期偏离现货价格。期货公司开展期现业务，在期货与现货以及期货之间价格关系出现扭曲时进行套利交易，客观上会对相关价格产生影响，促进价格的理性化。

同时，期货公司开展期现业务也有利于改善市场结构，增强市场的流动性和稳定性，有助于提高期货市场效率，形成更具权威性、真实性、连续性和可预测性的期货价格。

其次，提供专业服务，提高实体经济和产业客户的参与度。

期货市场的一个突出问题是实体企业的参与度低，且期货的运用

方式比较单一。期货公司开展期现业务，可以将期货专业知识与实体经济经营模式有效结合，从产、供、销及库存管理等各环节为实体经济提供实实在在的帮助和指导。而且，期货公司的期现平台身处连接生产与消费的中间环节，可以扮演采购、库存管理、销售等各类角色，期现平台作用的发挥有助于提高期货市场实体经济和产业客户的参与度和社会关注度。

再次，化解企业的参与障碍，降低风险管理成本。

实体经济参与期货市场通常需要满足资金支持、专业人才储备、机制设置和制度保障等基本条件，而相当一部分实体经济，尤其是中、小、微企业不具备这样的条件。期货公司开展期现业务，可以利用其优势和能力化解和消除企业参与期货市场的障碍，并针对实体经济和产业客户的实际需求，提供形式多样、内容丰富的产品和服务，降低其风险管理成本。

最后，提高期货行业整体服务的水平。

我国期货市场的宗旨之一是为实体经济服务，为现货企业的经营转移风险。期货公司开展现货业务，能够增加期货公司的现货和期货双栖人员，人才得以培养，进而对产业客户的服务能力和效率大大增强。同时，期货公司本身也会因为现货公司的存在而趋于稳定和强大，这对引进优秀国内外人才，提高行业整体服务素质都有十分显著的作用。

期货公司在期现业务中的优势

第一，期货公司是期货产业链中的一个重要环节，同时又是实体经济和产业客户参与期货市场的中间服务商，它的双重身份决定了期货公司具有强大的产业带动能力。

期货公司开展期现业务，可以更好地在产业链上为实体经济和产业客户服务，进一步挖掘期货市场服务功能的潜力。通过期现结合的身体力行所产生的示范作用，来推动和引导实体经济和产业客户运用期货工具来管理

企业的经营风险，帮助涉品种产业链中的上下游企业运用期货市场的价格发现功能来确定和调整企业相关产品的生产计划，按市场需求组织生产，使实体经济和产业客户可持续稳健发展。

第二，期货公司贴近市场，面向客户，善于发现客户需求。

我国产业主体的特点是数量多、规模小、产业集中度低，他们参与期货市场亟须更切实、更贴近企业实际需求的期货交易服务和指导。

与之相对应的是期货公司及其营业部的网点设置是点多面广，可以有效缩短服务的距离，提高服务的效能，通过期现平台从风险管理预案策划、套保方案的制定到具体的套期保值操作的实施，全过程参与产业客户和实体经济的风险管理，帮助产业客户和实体经济建立风险对冲机制，从而不断创新客户服务模式。

第三，期货公司开展为实体经济和产业客户期现服务所拥有的专业技能和优势，是其他市场主体所不具备的。

首先是研发优势。期货公司涉品种或行业的研发团队，经过多年的锤炼已具有开阔的视野和宏观视角，在依托期货公司完整的研发体系、分析模式和数据库建设的基础上，可以为实体经济和产业客户提供专业化、个性化的服务。同时，期货公司依据自身发展战略，结合相应地域的区位定位及优势，实施研发力量的多点布局，也大大延长了研发服务半径，从而能为不同区域的实体经济和产业客户提供更加及时、全面的研发成果。

其次是人才的优势。期货公司为实体经济和产业客户提供期现服务需要靠人去实现的，需要一批拥有多层次期货专业知识结构的人才去服务，需要优秀的期货人才保证其所提供的期现服务质量。长期以来，期货公司高度重视人才的选拔和培养，视作期货公司核心竞争力的第一要素，运用内部培养、外部培训和行业协会的定期和专题培训等途径来培养和造就为实体企业和产业客户服务的各类人才，多年的积累使期货公司储备了大量

的专业人才，这是期货公司最大的财富，也是其他市场主体所无法比拟的。

第三是风控经验。期货公司在经历了期货市场近20年的风风雨雨，对风险有深刻的理解和认识，从而不仅在操作层面上，在内控机制上也有很好的管理理念和措施，在遇到突发事件时，具有很强的应急处理能力。

期货公司期现业务的类型

期现业务作为期货经营业务中的重要内容，已经成为境内外期货行业的共识。从实体经济和产业客户实际需求出发，期现公司业务的形式将是多样的，服务的内容会相当丰富，其业务类型主要包括：基差交易、仓单业务、质押融资、合作套保、定价服务等。

第一，基差交易。

“基差 = 现货价格 - 期货价格”，其核心是通过期货保值将商品的绝对价格波动风险转化为相对价格波动风险，即基差风险。

期货公司现货子公司（下称期现公司）开展基差交易的初期，可以根据自身在研发、人才和渠道等方面的优势和能力，选择一到两个期货品种作为基差交易的重点品种，从产业链入手选择若干基差业务的合作伙伴，并制定相应的基差交易策略、保值的目标、工具等计划。

运用基本面和技术面分析相结合的交易技巧对保值品种的头寸持续进行跟踪和风险控制，并根据期货合约月间价差和期现升贴水的变化，适时调整保值头寸的数量、月份以及保值的市场和手段。从而为期货公司能够在现货市场上为产业客户和实体经济提供有竞争力的基差报价（保值品种）提供保障。

此项业务的开展，是期现公司有别于其他现货贸易商的显著特点，能够使期现公司拥有独特优势和市场竞争能力，成为有专业特色的期货贸易商。期现公司在基差交易的探索实践中通过不断总结和提炼，逐渐

形成专业化、规范化的操作模式来指导具体的基差交易。在此基础上，成熟一个基差交易的品种就推出一个品种，形成期现公司各具特色的基差交易品种体系，走出一条适合中国国情的期现结合的路子。

第二，仓单业务。

我国现有四大期货交易所，其中三所是商品期货交易所，涉及26种大宗商品。随着期货市场的发展，期货品种的体系将日趋完善，市场的广度和深度日益拓展。由于期货交易有它固有的特征，即所有的期货合约都是标准化的且不能长期持有，到期必须交割。期货品种的标准化和实体经济需求的多样化、期货交割时间的相对固定化与实体经济生产经营的连续化的有效衔接，也需要期现公司提供相应的仓单服务。

由于期现公司的优势之一是对期货市场的理解比较深刻，期货相关的仓单业务是其核心服务优势之一。因此，在期现公司持有大量多地仓单的基础上，结合基差贸易，可以根据所处区域期货商品交易的经营特点、物流流向和客户需求的偏好，尝试开展有区域特色、不同类型的仓单交易业务。

其经营方式：仓单收购、仓单置换、仓单销售。仓单业务面向的客户主要以实体经济和产业客户为主，为他们提供小批量、多批次的期货商品购销渠道和仓单串换场所。这能部分解决实体经济和产业参与期货买入或卖出保值交割品质及交割地点不确定的问题，同时也能解决期货品种相关性较强或期货品种产业链上下游品种的实体经济和产业客户套期保值的问题，促进更多的实体经济和产业客户参与期货市场。

我们设想组建一个类似于仓单收购、置换和销售的全国性的信息网和交易平台，把分散在各区域、各类投资者及各交割仓库的仓单供求、置换信息和交易所交割配对信息集中在一个平台上，为实体经济和产业客户的仓单交易和交割牵线搭桥，建立起一个快速、方便、顺畅的仓单服务通道，切实帮助实体经济和产业客户解决

仓单市场区域不匹配、相关品种不匹配、品牌、等级不适合，期转现无对手等在期货市场交易和交割的风险。

第三，质押融资。

针对实体经济和产业客户套期保值的资金需求，以现货仓单质押为基础提供结构性贸易融资服务，主要包括以下两类：（1）先押后贷。实体经济和产业客户以自有的仓单作为质押物，公司按照一定的质押率向实体经济和产业客户融出资金，待实体经济和产业客户归还资金后解除质押。（2）先贷后押。对于拟通过交割获取货物的实体经济和产业客户，在其买方持仓进入交割配对后，向其融出资金用于实物交割，并将交割所得仓单作为质押物，实现先融资后质押。

第四，合作套保。

我们基于基差交易的核心，所设想的合作套保，目的在于提高实体经济和产业客户风险识别能力和风险敞口的准确计量能力、言传身教实体经济和产业客户基差交易的能力。

对于实体经济和产业客户来说，参与套保需要满足以下几个基本要求：（1）套期保值相关的人员配置；（2）套期保值相应的期货账户保证金配置；（3）对套期保值操作的正确认识与理解。

对于大型企业来说，要满足这几个条件并不难，但对于规模较小的实体经济和产业客户来说要满足这三个条件却有一定的难度。正是由于参与套期保值的机会成本比较高，导致了很多人实体经济和产业客户想参与套期保值，但却受自身条件的制约难以实现。

为了更好地为有套保需求的实体经济和产业客户提供服务，作为期货公司延伸经纪服务的期现公司，可以考虑为实体经济和产业客户提供合作套保服务，合作套保的方案如下：

模式一：选择合适的市场机会在期现公司的指导下，实体经济和产业客户负责现货相关的采购、销售、物流、仓储等现货相关的业务，由期现公司负责相关的套期保

值并承担由此产生的期货保证金和期货配套资金，期货相关的保值策略制定、风险管理等业务，双方共同合作，发挥各自在现货领域与期货领域的优势，实现一加一大于二的效果。

模式二：由有需求的实体经济和产业客户提出具体的保值目标，期现公司根据实体经济和产业客户提出的保值目标，通过期货或者现货工具进行风险管理，来帮助实体经济和产业客户完成保值目标。同时所有进行风险管理的具体套保操作和所需要的保证金都由期现公司来执行和承担，这种服务模式，等于实体经济和产业客户将具体的套保操作外包给了期现公司。

通过合作套保，可以大大降低涉品种乃至相关涉品种实体经济和产业客户的经营风险管理的门槛，为广大实体经济和产业客户的日常经营进行保驾护航。另外一方面，通过风险管理，期现公司将自身的能力与资源与实体经济和产业客户的需求无缝对接起来。主动承担价格风险并通过期货套期保值进行对冲，实实在在地为实体经济和产业客户排忧解难。

通过合作套保，可以发挥期货公司为实体经济和产业客户服务的资金流辅助功能和信息流辅助功能。

第五，合作套保的延伸——定价服务。

一是点价交易。所谓点价交易是指买卖双方约定，在未来某个时间，双方以某期货市场相关品种的收盘价或盘面价加上约定的基差值，作为履约价格完成现货转让的交易。期现公司在基差交易的基础上，可以为众多实体经济和产业客户提供点价交易的服务，其流程如下：

（1）期现公司与实体经济和产业客户签订产品的采购或供应合同，签订时合同双方只确定产品采购或供应的数量和基差值，基准价格由实体经济和产业客户在约定的交货期或采购期前的某一段时间内进行点价，点价期由供需双方在合同中约定。

（2）期现公司依据所签订合同和确定的基差值，在

期现业务作为期货经营业务中的重要内容，已经成为境内外期货行业的共识。从实体经济和产业客户实际需求出发，期现公司业务的形式将是多样的，服务的内容会相当丰富，其业务类型主要包括：基差交易、仓单业务、质押融资、合作套保、定价服务等。

期货市场进行买入保值或卖出保值，以及保值的月份和数量的选择，保值的过程与基差交易类似。

(3) 当实体经济和产业客户一旦实施点价，期现公司根据自身的购销情况，对原有的保值头寸进行处理平仓或重新选择保值。

二是均价交易。均价交易是约定月度或季度的贸易价格按照期货市场的月度或季度平均成交价来结算的一种贸易方式。这种结算方式在铜、铝以及PX、PTA等品种比较普遍。期现公司提供均价交易服务，其具体做法与点价交易基本类似。

三是保值与融资相结合。相当于在给客户提供融资采购的同时卖给客户一个期权，期现公司做期货来实现风险对冲。

期现公司开展的定价服务可以将现货市场绝对价格的波动风险转化为基差波动的风险，在一定程度上降低了传统贸易模式和定价方式的所承受的价格风险。通过点价、均价交易和保值融资的服务，也可以丰富实体经济和产业客户的保值手段和价格选择余地。

期现业务的主要风险

一是市场风险。

市场风险是指由于期货、现货市场价格朝着不利于所持有头寸的方向变动而造成经济损失的风险。由于期现贸易并非单边投机交易，而是各类对冲组合，应关注的不是市场绝对价格波动，而是相对价格波动，即所持有的期货合约与现货以及期货合约之间价差变化。此外，若因交易所风控措施导致部分头寸被强平或强减，将出现单边的风险敞口。市场风险是期货公司期现贸易业务中最常见的风险。

二是信用风险。

信用风险是指在期现业务过程中，对方不履行合同约定义务引发的风险。期货市场实行交易所履约担保制度，即期货交易所作为交易市场的中央对手方，向所有参与交易的买方会员和卖方会员提供集中履约担保，期货交易中不存在对手违约的风险。信用风险主要集中在现货领域，现货交易情况比较复杂，信用环境较差，客观上存在对手方不愿或不能按合同约定交付货物或支付货款的风险。

三是流动性风险。

期现贸易业务的流动性风险主要包括：(1) 市场流动性风险，即由于市场成交量不足或缺乏愿意交易对手，导致无法按照市场价格交易的风险；(2) 资金流动性风险，即由于流动性资金的缺乏而无法追回保证金被迫平仓或合约到期时无法履行合约支付义务所面临的风险。

四是操作风险。

操作风险是指由于规章制度不完善、内控失效、系统故障和人为错误等因素造成损失的风险。期现贸易业务需重点关注：①对客户信息了解不充分引发的风险；②期现贸易与其他业务利益冲突的风险；③利用资金、持仓等优势操纵市场价格的风险；④超越期现贸易业务范围开展活动的风险。

(作者系永安期货总经理)

搭建现货平台 服务实体企业

■ 文/黄辉

“提升专业服务水平，服务实体经济发展”，是期货行业创新发展的着力点，也是期货中介机构努力的方向。将一批有条件的期货公司打造成集交易中介、信息中介、资金中介、风险管理中介为一体的衍生品综合服务商，是期货公司可持续发展的必然选择。

经过近 20 年的发展，我国期货公司在交易通道和咨询服务两项职能方面积累了丰富的经验，与境外期货公司相比，差距在不断拉近；但在融资服务和风险管理服务方面，差距依然很大。越来越多的研究表明，我国期货公司只有搭建现货平台，才能快速地具备融资和风险管理能力，才能有效地发挥期货中介机构的重要作用，才能更好地服务实体经济。

现货平台促进期货公司功能发挥

我国期货市场探索发展了近 20 年，但期现结合得

不好，实体经济利用期货市场管理风险的热情不高，产业参与期货市场的程度很低。这种现象产生的原因是多方面的。

从产业发展本身的角度来讲，我国相关产业存在着结构不合理、发展不平衡、重要要素市场化程度不高等现象，从而限制了全国统一的大宗商品市场的形成，市场的区域化特征明显。然而，目前我国期货交易所上市的品种都是标准化的，是代表全国价格的市场。上市品种与产业的匹配度不高，与区域化特征明显的现货市场衔接得不紧密，因此，实体企业缺乏参与期货市场的内在动力。

从期货市场的角度来讲，我国期货市场目前仍然存在一些发展过程中遗留下来的缺陷，比如品种体系不完善、交易和交割制度不合理、产业客户参与成本过高、基差不稳定、保值效果不佳、保值工具单一、



专业化服务水平低等等，再加上一些宏观政策不鼓励企业参与期货交易，大大降低了实体企业参与期货市场的热情。

在英美等发达国家，由于产业集中度高，金融与产业结合得非常紧密，交易所能够适时推出产品和工具，通过期货市场定标准品全球价格，大型企业报区域升贴水和非标准品升贴水，同时创新众多 OTC 产品，很好地解决了全球市场和区域市场的定价问题，并满足了各类企业的多样化风险管理需求。可以说，发达国家的经验是，大型企业和投资银行推动，交易所积极创新，期货公司做好中介，很好地解决了期现结合以及衍生品市场服务实体经济的问题。

我国的现状是投资银行基本不参与、商业银行不支持、大型企业没动力、交易所创新速度缓慢、期货公司中介服务能力跟不上。期货市场服务实体经济的功​​能只体现在个别行业和少数企业。从我国实际情况出发，要想尽快改变这种状况，只能从交易所创新和期货公司发挥示范作用开始，而不能照搬欧美大型企业和投资银行牵头的模式，这是因为，我国不具备欧美的市场和法律环境。

之前，我国期货交易所和期货公司为此做了大量工作，但收效甚微。行业普遍认为，开发产业客户周期长、成本高、收益低，期货公司的积极性不高；同时，

产业客户则认为市场不完善，期货公司服务的专业水平跟不上、光说不练，解决不了产业客户的实际问题，参与市场的主动性很低。

要发挥服务实体经济功能，解决期现结合难题，只能在交易所产品和工具创新的基础上，充分发挥期货公司的作用。最直接的办法就是，让一些有条件的期货公司带领产业客户参与期货市场，解决客户参与期货市场面临的一个个实际问题。比如短期流动资金缺乏、基差波动过大、没有更长期限合约、需要固定价格、找不到基差报价对手等等。这些实际问题不解决，产业客户如何能踏实地参与期货市场？

但一个现实困境是，目前国情下，作为中介结构的期货公司不可能解决这些问题，必须有一个既能参与期货又能处理现货，还能进行风险隔离的载体——现货平台。期货公司搭建现货平台（成立下属现货公司），是在目前法律环境下发挥中介机构作用、推动期现结合、服务实体经济的最直接、最有效的途径。

现货平台的定位和特点

期货公司搭建的现货平台定位于现货，就是利用期货市场做现货，核心是围绕期货市场解决现货市场的问题，通过引导产业客户更多地参与期货市场，推动期现结合问题的解决。现货平台可以帮助期货公司

发挥服务实体经济功能，解决期现结合难题，只能在交易所产品和工具创新的基础上，充分发挥期货公司的作用。最直接的办法就是让一些有条件的期货公司带领产业客户参与期货市场，解决客户参与期货市场面临的一个个实际问题。比如短期流动资金缺乏、基差波动过大、没有更长期限合约、需要固定价格、找不到基差报价对手等等。

的产业客户解决他们参与期货市场的各种实际问题，并为他们提供流动资金支持。

现货平台不同于其他传统的贸易公司，主要包括以下三个特点：

第一，服务产业客户参与期货市场。现货平台并非传统意义的贸易平台，它打造的是期现结合的贸易模式，其目的不是简单地通过买卖来赚取价差，不是为了增加贸易量和贸易利润，而是以服务产业客户参与期货市场为己任，帮助产业客户管理现货风险，提供流动资金支持，而自身的风险则可以通过期货市场完全对冲掉。

第二，现货平台是一个实物贸易平台，不是简单的融资机构。现货平台不同于一般的金融机构，不仅仅为产业客户提供短期流动资金，还可以直接通过期货市场处理现货风险。现货平台要参与到实物贸易中去，成为众多客户的贸易伙伴或交易对手，引导现货企业接受升贴水报价的贸易方式，并通过基差交易管理风险。

第三，以期货市场为基础，现货平台可以探索创造更多的衍生产品。我国产业的区域化特点决定了区域定价和非标准产品定价需求的多样性，不同规模、不同类型、不同发展阶段的企业对风险管理的需求是不一样的。期货市场应该创造出更多的金融衍生产品，来满足于这些需求。欧美国家就存在着大量的 OTC 产品，并且基本上由大型投资银行提供。作为中介机构，我国期货公司有责任探索创造更多衍生产品，而现货平台就是最好的先行者。

现货平台的业务模式

在国外，现货平台的主要载体是规模较大的大宗商品交易商、做市商、投资银行等，运作模式和提供的产品也相当丰富，这可从其 OTC 市场的繁荣程度体现出来。根据国内的实际情况，结合期货公司管理下的现货平台所具有的特点和优势，现货平台可尝试以下业务模式。

第一，标准仓单的融资业务。

期货标准仓单的融资业务是期货公司管理下的现货公司最容易开展且最没有风险的业务类型之一。这

项业务利用期货价格和现货价格的关系，在不同市场间实现了货物的采购、销售过程，有效提高了企业的资金周转效率。

委托销售业务，就是利用期货市场远期合约的较大溢价，按照远期合约的价格进行现货销售，现货平台作为客户的买家，及时将货物贴现给客户，客户可以提前收回资金。当然客户也可以在缺乏流动资金的时候按照远期期货价格将货物卖给现货平台，未来再按市价回购。

委托采购业务，就是利用期货市场远期合约的较大折价，企业可以在远期合约中进行预期采购，建立虚拟库存，从而锁定采购成本。在资金不足的情况下，企业难以完成最终接货。这种情况下，客户可以付一定比例的定金，委托现货平台代为进行标准仓单的采购，接货后客户再向现货平台付款赎回仓单。如果客户无力赎回，现货平台可以按约定在期货市场中卖掉货物以防风险。

在以上两种形式的标准仓单融资业务中，现货平台充当了中介的作用，收益了时间价值，风险则转嫁到期货市场。

第二，非标准仓单的融资业务。

非标仓单融资与标准仓单融资的业务性质没有差别，但非标准仓单融资业务的风险更大一些。主要有两点原因：一是非标准仓单必须通过现货市场进行处理；二是非标准仓单升贴水的确定有困难。因此，现货平台必须深入研究现货市场，同时拥有良好的贸易伙伴，才能控制好自身风险。在现实工作中，产业客户对非标准仓单的融资需求非常大，如果现货平台不去做，期货市场的衔接作用就不能被充分发挥。

第三，合作保值业务。

在国外金融市场，大宗商品融资保值业务较为成熟，并且操作方式多种多样。发达经济体的银行系统强制要求申请商品融资业务的客户提供风险对冲的工具和头寸管理方案，从而使得商品融资和套期保值成为不可分割的共同体。

在我国金融市场，由于受到分类监管等制度的

限制，大宗商品融资保值业务发展得比较缓慢。银行仍然偏好于传统的信贷模式，通过提高保证金比例和跌价补偿机制规避商品融资风险，对利用期货市场对冲风险的接受程度较低。当然，商业银行也担心贷款企业没有专业人才和经验做好保值工作。与此同时，贷款企业虽然希望通过保值来控制货物风险，增强还贷能力，但是由于缺乏人才或资金，不得不放弃保值。因此，大宗商品融资和保值无法很好地结合起来。

作为中介结构，期货公司可以在大宗商品融资和保值的结合方面发挥作用。一方面，期货公司利用其研发优势为贷款企业提供保值方案；另一方面，期货公司通过现货平台直接进行保值业务操作，由企业和银行共同监督，并根据保值效果收取一定比例的费用。这种由现货平台参与的合作模式，把大宗商品的融资和保值业务有机地结合起来。

在合作保值业务中，期货公司可以不断提升的自己研发实力，在套保策略、套保比率、基差交易等方面积累经验，从而更好地为产业客户提供专业化服务。

第四，创新性的结构产品。

相对于发达经济体，我国的金融工具仍然相当匮乏，金融市场还无法完全满足实体企业进行风险管理的需求。期货公司管理下的现货平台，应该积极探讨和设计创新性的结构产品，从而满足实体企业的需求。

首先，远期定价产品。依托于期货公司的信息渠道和专业知识，建立更为广泛的大宗商品价格信息体系，提供比现有期货市场更远期的合约报价，提供更多地区、更多品级的商品报价。在此基础上，现货平台需扮演做市商的角色，成为客户的交易对手，并通过产品设计对冲掉自己的风险。

其次，期权产品。为客户提供基于现有期货合约的期权报价体系，以满足客户对远期货物锁价的需求。现实中，相当一部分客户不愿意通过期货市场保值，是因为期货市场的保证金制度和每日无负债结算制度造成了客户的资金压力。现货平台的期货、期权报价，为客户的远期购销价格提供了确定

性，同时也要求现货平台有处理风险头寸的渠道和能力。

创新性的结构产品还有很多种。随着期货公司能力的提高和衍生工具的增加，相信现货平台会不断创新产品。

发展现货平台所面临的困难

期货公司管理下的现货平台具有良好的发展契机，但同时也面临诸多困境，尤其是成立之初。目前，现货平台面临的主要困难如下。

一是缺乏复合型人才。现货平台需要既懂产业又懂期货操作的团队。目前，期货公司从业人员还缺乏对现货产业的深入了解，对金融工具的使用也有局限性。

二是缺乏现货处理的途径和能力。期货公司多年来一直专注于经纪业务，大部分从业人员没接触过现货，更别说处理现货贸易了。积累现货经验和培养贸易伙伴需要一段时间，管理方面也需要时间。

三是初期的业务量不会太大。在建立现货平台的初期，由于缺乏现货贸易量，增值税票额度较小，无法满足一段时间内的业务需求。

四是资金瓶颈。客户的融资需求要求现货平台必须有足够的现金流支持，否则会影响业务的开展。靠注册资本或银行授信是难以解决的，期货公司净资本的使用可能是最好的解决方法。

在起步阶段，由于能力、信息等各方面因素的限制，现货平台的主要服务对象是中小企业，向其提供风险管理方案、解决仓单融资需求等。随着业务能力的提高和资源的日益丰富，现货平台可以研究探索结构性产品，并推动国内 OTC 市场的发展，满足各类型企业规避风险的需求。

当前，我国期货行业正处于重要的发展时期，期货公司的内在价值和核心竞争力正在重塑。期货公司管理下的现货平台只有满足于产业客户的切身需求，才能推动期现结合的发展，才能真正体现期货市场“服务实体经济发展”的目标。

（作者系中粮期货总经理）

期现业务中风险控制模式探讨

■ 文/王红英 敖翀

在国内，期货公司成立或拥有现货公司还属于创新型业务，结合国内外的经验来看，期货公司设立现货子公司是为了更好的盈利，将企业利润链条延展，同时获得时代赋予的历史契机。

从国外的经验来看，大型金融机构普遍通过收购现货公司（业务范围包括融资、仓储、贸易、投资、咨询等）来扩展自身业务产业，形成可持续的利益链条，增强对各实体产业市场份额的控制能力。

境外衍生品市场和境内证券市场发展的实践和经验表明，交易主体的多样化可以提高金融系统的弹性和金融市场的效率。尽管我国期货市场具备了进一步发挥功能的法制基础、监管环境和市场氛围，但市场发展的潜力空间未能展现，市场矛盾集中表现在实体企业以及广大投资者对于风险管理的巨大潜在需求，与期货市场功能发挥不足之间的矛盾。

为什么设立现货子公司？

目前，我国期货公司只有经纪、投资咨询和资产管理三项业务，业务模式较为单一，尤其是在商品期货占主导地位的市场中，脱离现货基础实操背景的期货公司的业务发展受到限制。期货公司建立现货子公司有助于形成新的利润增长点，提高从业人员专业水平，并且提升服务实体经济的能力。

期货公司现货子公司一般以参股的形式组建，期货公司可为其提供融资、客户资源共享、交易模式专业化管理等支持。

期货公司在衍生品市场操作上拥有得天独厚的优势，特别是在市场结构、价格研究、交易模式等方面有着不俗的投研能力。另外，期货公司还储备着优质

的客户资源，这些对于现货子公司开展贸易、仓储、交易等业务将有巨大帮助。

从现阶段来看，现货公司控股期货公司的情形十分常见，期货公司转变为现货公司的服务商。现货背景期货公司基本上以服务经纪业务为主，以股东现货经营作为主要服务对象并提出相应操作建议，属于服务类型，缺乏话语权，不能从根本上解决市场价格波动给企业带来的利润风险。

从更深层角度看，现货背景期货公司无法形成可持续经营的商业模式，仅仅是对现有模式的优化与改善。

但对于期货公司现货子公司，从功能角度上看，不管是收购或组建的，从成立之初起，风险管理和杠杆效应的管理思路就已植入其中，并且更具有多元化的经营元素。由于期货公司有长期的客户储备和深厚的知识储备，充裕资金的推动下，必将推动其现货子公司业务的迅猛发展。

现货子公司经营模式

一是传统贸易业务。现货公司贸易业务主要以交易之间的微薄价差盈利，并通过扩大贸易量获得银行信贷进而带来经营规模的增长。目前，大宗商品价格的形成开始逐步向期货市场倾斜，拥有良好期货市场背景的现货公司有着对市场的特殊理解，能够更为有效地规避风险并利用多种市场套利赢得价差。

另外，期货公司客户来自产业链的不同节点，可以帮助现货公司精准地捕捉市场价差机会。

二是仓储与物流业务。期货公司现货子公司还可以开展仓储与物流业务。由于持有多头和空头仓单的

客户的地域不同，交割随机配对必然会带来交割成本的上升，现货公司可以提供仓单置换业务，并赚取升贴水点差。

由于对交割业务比较熟悉，且在交割地有丰富的交易渠道，现货公司可以在期货处于升水状态时维持低库存状态，减少现货采购，持有期货仓单或者利用仓单进行期现套利交易。

此外，现货公司业务还可以延伸至与贸易配套的运输、配送等方面，以延长服务半径，提高综合服务水平。期货公司拥有大量的营业部，使得其现货子公司的贸易环节变得更为便捷，并派生出物流运输业务。

三是融资交易模式。境外期货公司可以为客户提供融资和结算业务，但我国期货公司还无法开展融资业务，并且在结算方面由于受到交易所组织形式的限制也无法收费。

近几年，我国期货行业取得了快速发展，期货公司自有资金规模越来越大，如何在风险可控的前提下，尽可能地提高期货公司资金收益水平，成为期货公司和监管部门面临的一个重要问题。股东不断加大对期货公司的资本投入，目的当然是看好期货行业，希望有更好的回报率。

在自有资金具备条件的前提下，期货公司可以借助处置标准仓单维权方面得天独厚的优势，以标准仓单为质押，通过现货公司向客户融资，既达到了扩展资金用途、提高资金收益的目的，又解决了客户资金问题。但此类融资业务的开展需要基于客户实际的贸易量，因此可以与客户之间开展信用证、承兑汇票、抵押贷款等业务。

现货子公司的风险控制

期货公司现货子公司业务的扩展，同时也意味着面临更多的风险。比如，现货贸易的风险主要集中在现金流和市场价格波动方面，融资交易的主要风险来自于交易商的信用风险，而投资业务的主要风险来自于市场无规律的波动。

针对现货业务模式，需要进行适当的风险控制，

这对期货母公司和现货子公司都具有挑战。

期货公司设立现货子公司后，风险管理也出现了新的特点，期货母公司与现货子公司之间需要建立一系列的管理监督体系来进行风险控制。期货公司要建立完善的防火墙机制，防止内部交易，并且针对不同的业务类型进行管理制度的安排。

由于期货公司设立现货子公司属于创新业务，会使期货公司信息披露与政府监管之间在发展初期会出现矛盾，因此，期货公司及其子公司在面临着外部监管力度进一步加强的压力下，内在体系建设也要求期货公司整体提高内部风险管理能力。

原有的分业监管模式已经逐渐不适应对综合性金融公司的风险监管，特别是期货公司现货子公司的成立，一方面标志着金融业务的创新，另一方面也意味着风险管理与监管的创新。可以预见，期货公司在成立现货子公司后，对于风险管理的不足可能会来自于以下三个方面。

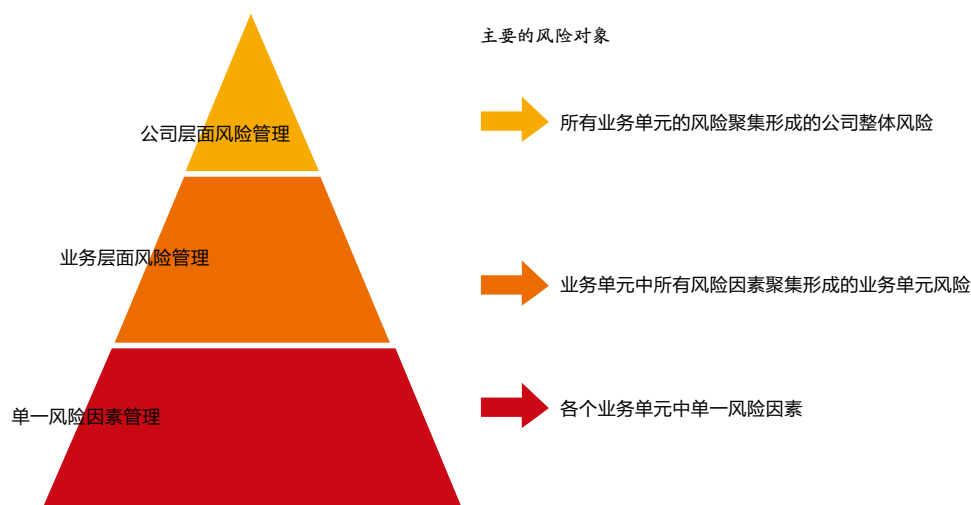
一是资本要求不一致，导致业务单元不一致。不同的监管单元对经营范围不同的公司有着不同的资本要求，期货公司目前拥有充足的保证金和注册资本，但是从事现货业务将面临着根据不同业务产生的资本要求。

二是忽视聚类风险的累加。针对不同业务种类，现货公司的风险将引发不同层面和业务单元的管理需求。往往容易针对单一业务单元做出分析和解决，缺乏对整体风险敞口的解决经验和能力。

三是期货与现货之间防火墙制度所出现的信用风险。对于现货子公司而言，期货公司提供的是介绍业务，现货子公司自营与期货公司客户之间可能出现利益冲突，因此容易造成在监管上的忽视，进而出现信用风险。

在风险控制过程中，现货子公司首先需要将业务单元进行细分，划分出单一风险单元、多业务风险单元和层面风险单元；然后对风险源进行细化分类，金融投资机构的风险源主要来自于三方面：信用风险、市场风险和操作风险。在分析了风险源后，现货子公司还要对风险因素进行聚类，将其转变为实际资本需求，即，将投资划转成为账面盈亏与流动性支撑，然后将风险量化。

图 1 各业务层级风险



资料来源：中期研究院

风险识别与量化主要是为了估测商品期货风险，解决的是风险将在什么时候发生，损失会有多大，即，找出风险发生的概率及风险损失的程度，以便为下一步的风险管理提供充足有效的数理依据。风险是未来结果的不确定性和可能性，这在本质是一种概率事件或随机事件。

风险量化的模式多种多样，最常见的就是 VaR (Value at Risk)。VaR 既是一种对风险概率的描述，又是一种应用最广泛的风险度量方法，在国际金融理论和实业界得到了广泛认可。通过 VaR 测算出正常市场条件和给定的置信水平下，价格、利率、汇率等市场风险参数发生变化时可能对资产组合或金融机构在特定时间段内造成的最大潜在损失。

例如，从业务层面上看，容易导致重大风险敞口的有两项——自营交易与融资交易。自营交易的控制主要来自于交易制度上的控制，比如对于资产整体风险的预测、审核制度的建立、交易权限与执行力、风险回报制度等方面。

融资交易风险来自于对手方信用风险，如：需要

接受现货公司客户的标准仓单质押业务申请；负责对申请标准仓单质押业务客户的风险等级进行评估；负责确定利率、质押率、融资额度；负责标准仓单质押登记、置换、处置、质押解除业务。同时，结算部融资业务需要负责提供融资客户的持仓证明；负责根据期货交易所结算价确定标准仓单市值；负责融资客户资金账户的结算；财务部门则负责办理保证金、融资款项划转、利息收入收取；协助对标准仓单质押融资业务客户的风险等级进行评估；负责标准仓单质押融资业务的会计核算。

在进行交易之前，更为重要的是对客户资信进行细致地审核。因此，现货子公司融资交易也是一项系统性体系建设，每个环节均不得有差错。

综上所述，期货公司由传统的经纪代理业务逐步走向综合性金融拓展业务是整个期货市场未来五年的发展方向，期货公司成立现货子公司的现实意义较大，尤其是在期货市场为国民经济服务的功能发挥上，更能体现衍生品市场风险管理的重大意义。^[8]

（作者就职于中期研究院）



百利金融之殇： 加强自律管理 保护投资者权益

■ 文/特约通讯员 王胜先

曼氏金融 (MF Global) 破产不到 9 个月，美国又一家期货经纪公司——百利金融集团 (Peregrine Financial Group Inc.)，下称百利金融) 倒下了。与曼氏金融相比，百利金融的规模和声望虽小得多，但接连破产且侵占客户资金的行为，打破了行业底线，冲击了对美国期货行业的信心和监管机构的公信力。

曼氏、百利金融的倒掉为我国加快期货行业创新带来启示——自律要落到实处，好的制度要坚持，同时，要“强化监管、放松管制”，走好中国自己的路。

又一美期货经纪公司破产！

7 月 10 日，百利金融向伊利诺伊州北区破产法院提交破产清算申请。两个月后，其首席执行官拉塞尔·

沃森道夫 (Russell Wasendorf) 认罪，承认自己侵占客户资金以及此前向监管部门撒谎。

在曼氏金融倒下仅 9 个月后，美国再次爆出期货公司申请破产，期货经纪商再次遭遇信任危机。尽管百利金融的规模仅相当于曼氏的十分之一，但百利金融在美国经纪商行业也算一名元老。公开资料显示，百利金融集团迄今已有近 40 年历史，业务涵盖全球各类商品、金融期权、零售和机构外汇、贵金属现货和期货、客户管理基金、全方位的经纪人服务以及培训等。在美国《期货杂志》最新公布的经纪公司排名中，“百利金融”名列第 27 位，在非结算期货经纪公司中排名第二。

7 月 10 日，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 正

式起诉百利金融，曝其客户账户内一笔 2.2 亿美元左右的资金不翼而飞，而前一日，年逾花甲的沃森道夫在自己的汽车里自杀未遂。

据美国商品期货交易委员会提交的诉讼，至少从 2010 年 2 月开始，百利金融的客户账户中就存在 2.2 亿美元的资金不足，而该笔资金“去向不明”。委员会认为，该公司已无法达到最低资本金及最低分离资本金的要求，无法履行为客户交易的职责。百利金融的资产被迅速冻结，旗下相关子公司也被采取“紧急强制措施”。

沃森道夫是一位期货界的元老，办过全美发行量最大的期货杂志，自杀之前，没有人愿意相信他会做出侵占客户资金这样的事。但其公司银行账户仅有的 500 万美元资金，与上报的 2.25 亿资金余额相比，巨大的差额让沃森道夫难以辩解。

沃森道夫被美国联邦调查局 (FBI) 批准逮捕后，承认曾发布长达 20 年的对客户和监管机构的虚假消息及伪造美国银行、哈里斯银行的声明。检察官指控沃森道夫 20 年来，盗取客户资金高达 2 亿美元，是十分严重的金融犯罪。9 月中旬，沃森道夫承认窃占客户资金 1 亿美金，目前审判尚未结束，仍然身陷囹圄，未来可能还将面临更长时间的牢狱生活。

为何客户保证金屡被挪用？

法制环境较为健全的美国，其期货市场历史悠久，为何长达 20 年的作假和侵占客户资金，而监管机构却毫无察觉？

随着百利金融的破产清算，沃森道夫的欺诈细节渐被披露，其欺诈手段并不十分高明。正如沃森道夫在法庭上所言，“欺骗那些监管部门太简单了！”作为前美国期货业协会 (NFA) 的董事成员，他深谙“监管之道”。

他首先虚设了一个邮箱，用来截获 NFA 的机密监管文件，这些文件本应该邮寄给银行用来核实账户余额，而 NFA 还一直以为自己把文件寄给了百利金融的存款银行。随后，沃森道夫利用技术手段修改银行账户余额，并伪造银行签名，再寄回给 NFA。至于银行寄给百利金融的真正对账单，沃森道夫以他全资所有这家公司，是唯一股东为由，不允许任何人查看。

利用这种欺上瞒下的手段，在近 20 年的时间里，沃森道夫不仅骗过了监管部门，就连公司内部也没人知道公司真正的财务状况。直到 2011 年 11 月，由于曼氏金融破产，NFA 改善监管手段，银行账户余额改用电子确认，沃森道夫的伎俩才得以曝光。

是什么原因让沃森道夫走上这条不归路？

曼氏破产源于其 CEO 乔恩·科尔津用公司的自有资金进行欧债等高风险投资，赌性过强导致亏损超过公司可承受的最大风险。虽然曼氏强调自己没有挪用客户资金，但事实上，曼氏客户资金蒸发了 16 亿美元，目前这一事件仍在调查中。这与沃森道夫通过欺诈手段侵占客户保证金，从本质上来说没有什么不同，都打破了自有资金和客户资金隔离的行业规则。

沃森道夫在自杀前的告白书中，披露自己把从客户中诈骗来的钱用于补充公司资本金、建立新的总部大楼，甚至用来交监管部门的罚款。7 月 18 日，在出席法庭听证会时，沃森道夫提到，早在 1993 年，他就开始挪用客户资金。对于钱的去向，他的解释是“大部分挪用的钱用来建立新总部和补充公司的资本金，并支付罚款和日益增长的监管资本金，有时候也用来填补业务亏损”。

沃森道夫辩称，其最终走上欺诈之路是由于缺少适当的融资途径来满足资本需求，“由于我的自负及不愿承认失败的个性，我只能选择欺骗。”

百利金融的困境或许折射了美国期货经纪服务业务所面临的共性问题。近年来，美国政府长期的低利率，使其经纪业务收入和利息收入拮据，同时，日益增长的监管资

美国长达上百年的期货发展造就了当前的自律监管模式，而我国的期货市场是在学习借鉴和自我创造的基础上形成的行政色彩较浓的自律监管模式，虽然还有不尽人意之处，需进一步完善，但是适合我国当前的国情。

本金，也让期货经纪公司经营压力较大，造成了不少公司要另谋出路，开拓新财源。这使得过去信誉优秀的管理者，也极有可能铤而走险，做出牺牲企业长期发展和客户利益的不道德选择。

谁来保护投资者利益？

对于全球绝大部分国家的期货经纪行业来说，监管部门都有要求，经纪商的自有资金和客户保证金之间，应该建立严格的“防火墙”隔离制度。百利金融自我宣传中，也称自己作为受监管的美国公司，期货客户资金采用隔离账户存放，外汇客户资金采用分离账户存放，使公司运营资本金与客户资产严格分开，从而确保客户资金安全。

这是期货经纪行业的基本行规，却接连被曼氏、百利金融两起侵占客户保证金案例打破，人们有理由相信，曼氏、百利金融不是这些经纪商之中挪用客户资金的一个，也不会是最后一个。

业内人士认为，“有规不守”一定程度暴露了美国期货监管的失效。近20年的欺诈行为从未被发现，作为监管机构的NFA和CFTC受到外界的强烈抨击。面对铺天盖地的质疑，NFA在7月16日宣布：“将全面检视其审计查账部门，并对所有期货交易商的银行账户进行彻底检查。”CFTC主席也承认，在百利

金融事件中存在监管失误，并将重新检视自律监管机构制度。

美国期货业的自律监管难以“自律”。新湖期货总经理马文胜认为，通过曼氏、百利金融的破产，可以看出我国期货保证金监管制度的有效性。我国已建立起包括中国证监会、证监局、期货交易所、中国期货保证金监控中心和中国期货业协会的“五位一体”的监管体系，保证金监控中心的监管要求非常严格，资金在银行、交易所、保证金监控中心中封闭运行，监管部门可以做到实时监控。同时，对自有资金的使用也是有明确规定的，动用资本金去做长期投资、交易类金融资产投资（不包括期货）的话，要报所在地证监局。

“曼氏、百利都损害了客户的利益，暴露出管理者的道德风险，靠道德、自律，不如严格、有效的监管制度。”一位上海期货公司的总经理说，近年来，中国期货业的监管也引起了欧美等国家的注意，不少监管机构来中国考察学习。从这一点上来看，中国在保护投资者利益上做得是比较好的，有借鉴的价值。

经过曼氏、百利金融等事件后，美国也在采取措施加强对投资者利益的保护。CME集团清算部总裁金·泰勒表示，现在正在和NFA、CFTC及其他组织协力执行一些新措施，

以保证客户资金安全。争取尽早发现，对挪用客户资金的做法产生震慑，以杜绝此类事情的发生。

“在百利金融破产中，发现基本的法律和制度被打破了，相应的流程和规章制度也没有被遵守。”金·泰勒表示，交易所做了一些重要的改进，提出了更为严格的客户资金的使用要求，包括增加对客户专项资金的突击检查频度、所有期货代理商提供每日独立报告、提供客户资金使用情况的双月度报告，以此提高透明度。同时，通过电子确认系统定期确定公司客户的账户余额、提供直接在线访问公司的银行账户以确认独立账户余额和首席执行官、首席财务官签核相关规范等措施。

不过，具讽刺意味的是，在曼氏破产后，CFTC与CME、NFA曾共同发起了一项针对美国期货经纪商客户保证金情况的调查。CFTC在年初公布的调查报告里称，在现场检查过程中，并未发现经纪商有违反客户资金保护要求的行为，接受调查的公司均做到了客户资金分离，客户资金保存完好。而百利金融在7月，再度爆出侵占客户保证金的漏洞。

金瑞期货香港有限公司运营总监王阳表示，虽然国内很难出现侵占客户保证金的现象，但通过海外代理参与境外期货的投资者，可能

会受相关公司破产影响而面临损失。经过曼氏、百利金融事件后，国内期货公司以及投资者更需注意参与海外期货时可能产生的风险，特别是欧美背景的期货公司混业经营，产品设计复杂，自营与经纪业务兼有，在寻求合作前，要做好尽职调查。

走好中国自己的路


美国长达上百年的期货发展造就了当前的自律监管模式，而我国的期货市场是在学习借鉴和自我创造的基础上形成的行政色彩较浓的自律监管模式，虽然还有不尽人意之处，需进一步完善，但是适合我国当前的国情。美国期货公司的接连破产，更坚定了我国期货业监管体系走自己的路的信心，但也从反面给我们带来许多启示。

首先，“自律”要落到实处。曼氏、百利金融经过几十年的发展，内部都有着完善的风控制度，但有不守规矩，特别是最高管理者对制度的漠视和规避，令人吃惊。马文胜表示，期货行业的自有资金与客户资金的“防火墙”制度一定要建立起来，严格监管。特别是随着投资咨询业务、资产管理业务等创新业务的逐渐展开，期货公司内部的人员配置、风险管理、制度建设等，都要严格按照规范要求做隔离。监管部门要注意完善监管体系中存在

的漏洞，避免高管人员和机构利用漏洞逃避监管。

其次，好的制度要坚持。我国期货保证金监控中心将期货市场的客户资金全部纳入监控范围，通过第三方有效地进行监管和信息披露，在实践中得到了期货公司、投资者的高度认同。这些好的措施仍然需要坚持，让切实保护投资者权益，以客户为中心，成为期货公司遵循的基本准则和文化氛围。

此外，走好自己的路。曼氏、百利金融出现问题说明了美国期货业监管的不足，但我国的期货市场也存在创新不足和监管不足的问题。北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越认为，监管不足表现在监管滞后和监管过度并存，监管滞后和监管过度都会降低市场效率，扰乱市场秩序，破坏稳定的市场预期。

胡俞越建议，放松管制、加快发展的同时，应着力提升监管效率，降低监管成本。他认为，目前的监管体系完全有能力应对创新业务带来的新风险，放松管制的主要目的在于鼓励竞争、鼓励创新。期货行业作为金融服务业，市场有什么需求就应该提供什么样的产品和服务。加强监管从来不是问题，问题是如何降低监管成本、提高监管效率。



赵磊： “务实精神”让我们始终兢兢业业

■ 文 / 特约通讯员 吴雨

走进中信新际的办公大楼，能看到各间办公室的墙面、门窗都是玻璃的，一种公开、透明的气息扑面而来。

董事长赵磊的办公室也不例外。赵磊告诉记者，中信新际期货崇尚“开放、务实”的公司文化，办公室的设计即体现了这一文化特征。

“当年中信新际期货重组时，我们可谓白手起家，之所以装修得比较简单，是因为我们想把更多资金用在设备的购买和人才的培训上，墙面、门窗的玻璃设计，则是希望传达‘平等、开放、沟通’的理念，员工有什么想法可以及时和管理层沟通，没有隔阂。”

赵磊告诉记者，玻璃门窗设计的另一用意是，想让员工看到领导们的工作状态——是懈怠还是在努力，希望给员工传递一个“同心协力、拼搏进取”的信息。

从红马甲到行业领跑者

“1992年，我正式进入期货行业后，从一线交易员干起，是期货市场的第一批红马甲。”在人们的印象中，期货市场的交易员口齿清晰、反应敏捷、头脑灵活。初见赵磊，即可感觉他睿智、精干，作为上海唯一一家中外合资期货公司的董事长，他给人的另一个深刻感受是——很“洋派”。

2008年，赵磊受股东委派，负责中信期货经纪有限责任公司的合资重组工作。在引入境外战略合作伙伴、全球期货经纪业务的领先者法国“新际集团”，实现强强联手后，中信新际成为国内第二家、上海市唯一一家中外合资期货公司。

谈及与新际集团合作的经历，赵磊坦率地表示，和外国人打交道

“不用太客套”，与外方合作，讲究务实、公开、直接。

完善的公司治理是期货公司合规经营的前提和重要保障。中信新际治理完善、组织架构清晰，重要部门和岗位分工合理、相互制衡，避免不合规现象发生，既使得管理层能够充分发挥其职业经理人的判断力和执行力，又增强了股东和管理层的相互信任，使董事更加关注并愿意承担公司责任。

同时，中外合资也给中信新际带来了更多学习国外先进管理经验、技术的机会，提供了与国外市场更多合作的契机。赵磊介绍说，在人员培训方面，中信新际一直有将员工派往国内外轮岗学习的传统，有目的、有针对性地学习境内外成熟衍生品市场运作模式和管理经验，而这些员工在轮岗期满回公司后也成为中信新际发展的骨干力量。

在赵磊带领下，中信新际取得了令人瞩目的优异成绩。2008年全球金融业遭遇危机以来，公司克服种种困难、业务稳步提升，成为行业内难得一见的在逆境中茁壮成长创新型公司。

“希望能够在中信退休”

众所周知，中信集团公司是改革开放总设计师邓小平亲自倡导和批准，由前国家副主席荣毅仁于1979年10月4日创办的。中信集

团是中国经济改革开放的窗口和先行者，主要业务涉及金融、实业和其他服务业领域，为中国经济的发展立下了汗马功劳。2012年，中信集团在世界500强企业中排名第194位。

谈及中信集团，赵磊满怀深情。

“中信培养了我，从首席交易员到中信兴业投资集团有限公司总经理助理、副总经理，负责组建上海市首家也是唯一一家中外合资期货公司——中信新际期货有限公司，中信给予了我很多，我也希望能够在中信退休。”

当笔者问及在中信工作生涯中印象最深刻的一件事情时，赵磊回忆到，1994年，中信上海公司在伦敦金属交易所（LME）的铜期货交易，因风险失控导致巨额亏损。这件事在中信的发展史上是一个很大的教训，也给当时还很年轻的赵磊上了难忘的一课。

“发生在身边真实的事件给人的感受，和看书本上案例是完全不一样的，由于风险管理失误，将公司推到极其危险境地。通过此事件，更加明晰了做人、做事不能触碰的红线，在以后职业生涯中，不断警示自己。”亲身经历此次波折的赵磊，在此后的从业生涯中将合规和风险管理看得很重，在进行金融创新之前一定要严格论证，严防触及政策红线。



“发生在身边真实的事件给人的感受，和看书本上案例是完全不一样的，由于风险管理失误，将公司推到极其危险境地。通过此事件，更加明晰了做人、做事不能触碰的红线，在以后职业生涯中，不断警示自己。”

除了中信新际期货的董事长以外，赵磊还兼任中信兴业投资集团有限公司副总经理。赵磊坦言，繁重的工作需要投入非常多的精力和时间，但作为一个领导者没有权利抱怨，领导者的职责就是为企业解决问题，以感恩之心回报中信、回报员工、回报社会。同时，也需要不断学习新的专业知识和技能，以适应新的工作领域需求。

差异化竞争带来跨越式发展

长期以来，由于期货公司只有单一的“通道”业务，期货市场难以摆脱手续费竞争的“红海”模式。与大多数期货公司将精力投放在散户市场上不同，中信新际期货坚持“实施差异化竞争策略，着力不对称创新，实现跨越式发展”的经营理念，将目光聚焦在产业和机构客户方面。经过3年多在产业和机构客户方面的辛勤耕耘，中信新际成功实现了自身的跨越式发展，成为上海辖区进步最快的期货公司之一。

笔者了解到，近年来中信新际取得了良好的经营业绩，业务增长率远超行业平均水平，有色金属品种方面的交割量连续3年超过上海期货交易所交割总量的10%，2011年铜、铝、锌三个品种交割量分别占上海期货交易所交割总量的24%、6%、9%，产业客户

权益占公司保证金规模70%以上。

同时，一直行事低调的中信新际期货也获得了来自媒体方面的肯定。2009年，在《证券时报》和《期货日报》联合举办的第三届中国优秀期货公司评选中，中信新际荣获“最具成长性期货公司”的称号（前十名中唯一一家非券商系的期货公司）；2012年，在第五届中国优秀期货公司评选中，获得“最佳金融创新奖”和“最佳能源化工产业服务奖”。

套保项下的贸易融资创新

融资难是国内中小企业普遍面临的问题，为了帮助期货市场上的企业客户解决融资难题，2011年中信新际携手中信银行联合推出“套保项下的贸易融资”。

“该款产品在原有的质押贷款风控体系上，结合了公司在价格风险管理和风险控制等方面的优势，不仅帮助银行端更好地防范质押品价格波动的风险，同时也帮助产业客户将标准仓单的质押率从70%提高到90%，更加契合现代产业客户的财务运作和生产经营的实际需求。”

赵磊告诉记者，该产品的创新业务流程中，根据各个机构不同的经营范围以及行业特色，通过多方共同监管，将此创新业务的风险降到了最低，并通过技术创新，将银

行、期货、仓储的相关操作平台进行一体化整合，使得全部业务流程可以通过电子化的快捷操作，在客户提交全部资料的当天就可以完成审批和放款，因此在推广之初，得到了产业和贸易客户的认可。

据了解，这款银期交叉产品是目前国内所有商业银行的信贷业务中唯一一款将期货套期保值功能引入银行风控系统的创新金融组合产品，不但在同类质押业务中走出一条具有差异化竞争力的道路，更是凭借产品的实用性和便利性一举攻进了广阔的非标仓单质押市场，填补了国内商业银行在这一业务范围中的空白。

技术创新引领业务模式创新

依托外资背景，近几年中信新际贮备了一批具有国际化背景的大型贸易和产业客户，为他们提供定制化的专业服务，积累了丰富的衍生品交易及风险管理经验。历经两年的研发，中信新际与外方股东新际集团共同打造出国内唯一一款可实现全球跨市场智能套利交易的交易技术平台。

“中信新际外方股东新际集团是目前全球规模最大的衍生品交易清算商，在全球 86 家交易所拥有会员及清算资格，为了满足客户避险的需求，我们利用外方股东的优势开发了 CN-Pulse 操作平台。”

赵磊告诉记者，这款名为 CN-Pulse 的操作平台，可轻松实现在一个界面上直连全球近 50 家主要交易所（其中包括 45 家境外交易所和 4 家境内期货交易所），并且可以实现任意交易所任意合约间的智能程式化套利交易操作。

随着国际大宗商品价格波动加剧，越来越多的企业为了防范市场风险，已经开始利用国际衍生品种和工具进行价格风险管理。因此，在为期不满一年的市场推广中，CN-Pulse 凭借着全球一体化的创新设计理念和国际化的领先技术优势，赢得了一批具有跨国背景和丰富衍生品交易经验的金融、贸易和产业客户的信赖，并为这些处于行业领先地位的优秀企业提供复杂风险管理的技术解决方案。

“在今后的发展过程中，中信新际会继续加大创新业务的研发力度，除了上述的创新业务模式外，公司在巩固发展传统业务的基础上，还将围绕技术创新这一优势逐步做深、做强。”

一直将创新视为期货公司发展动力源泉的赵磊表示，中信新际目前有不少贮备的创新业务项目，在未来的发展中中信新际也将借助中信集团的多元化经营领域和综合金融优势，与其他领域的中信集团兄弟公司成立联合课题小组，深入了解产业客户所在行业的情况、定价

模式、原材料采购，成品销售及财务运作和生产经营特点，为其提供相配套的风险管理解决方案。

此外，他表示，公司还将积极培育支持技术创新的环境，引进、培养和磨炼技术人才，解决技术和业务“两张皮”的问题，将技术创新作为业务创新的重要推手，通过技术创新引领业务模式创新。

期货市场发展关乎经济转型

作为在期货市场打拼了 20 年的期货从业者，经历过期货市场的高潮和低谷。回首过去赵磊不禁感叹这些年走过的路太不容易，展望未来，他坚定地看好期货市场未来的发展空间。

“1995 年期货行业经历了最高潮，1996 年行业开始治理整顿，很多人在这个时候离开了期货市场，期货行业发展充满了艰辛。改革开放 30 年来，中国经济已经发展为全球第二大经济体，然而与此极不相称的是，由于期货市场参与结构不完善，代表各种国际因素的参与者还无法正常进入参与交易，中国在大宗商品定价话语权上还十分不够。我们期货市场产生的价格，大多数在全球还没有足够的代表性，甚至没有影响作用，充其量只是国内定价基准，这已成为中国经济参与国际竞争的短板。”

赵磊指出，要改变这一受制于

人的落后状况，中国大宗商品期货市场需要真正的改革开放。

一是让国际投资者进来参与中国期货市场的交易，使中国期货市场产生的价格具有国际代表性；二是让中国的企业积极走向国际期货市场，使中国经济在国际化的过程中，逐步掌握和熟练运用国际风险管理工具，增强中国经济和中国企业的国际竞争能力。

赵磊强调，未来10年中国金融领域有两大趋势性事件：一是人民币国际化，二是上海国际金融中心建设。在这个背景下，中国大宗商品的未来发展方向和轨迹会迎来一个新的、历史性的发展机遇，大宗商品国际化时代正在到来。他呼吁全体期货从业人员积极准备，牢

牢把握期货市场国际化这一历史性发展机遇。

期货公司机遇与挑战并存

期货市场的发展必然会给中国期货公司创造巨大的发展空间，但同时期货公司的发展也提出了更高的要求。

“随着投资咨询业务、资产管理业务等创新业务的推出，期货公司将摆脱单一的通道竞争，这个时候期货公司的创新能力和专业服务能力、产品研发能力就显得非常关键。”赵磊表示，期货公司的创新不仅仅是体现在业务模式的创新和再优化，更多在于如何加快培育产品服务创新、技术创新、文化创新、制度创新、战略创新、组织结构创

新和协作整合创新等综合性、系统性创新。

针对我国期货市场可能推进的各类金融创新，赵磊认为谁准备得越充分，谁将获得发展的先机，期货公司要未雨绸缪，提前开展研究和技术准备，当条件成熟时积极实施，努力推动创新步伐，通过创新发展提高期货公司的竞争能力。

面对新的发展形势，赵磊呼吁监管部门可适度考虑对具有持续创新能力、能够引领期货行业发展的标杆性期货公司进行适当的支持和鼓励，对创新中可能出现的错误给予一定程度的容忍。赵磊直言“创新必然会犯错，鼓励创新就要容许试错，在把握政策底线的同时，给予期货公司更大的探索空间。”



人物档案

赵磊：出生于1967年，金融学硕士。现任中信兴业投资集团有限公司（原中信华东（集团）有限公司）副总经理、中信新际期货有限公司董事长、上海市期货同业公会副会长。

作为新中国最早一批期货人，他亲历了中国期货市场从无到有，从量的扩张向质的提升的发展历程，是中国期货业发展的参与者、见证者和领军者。1993年他加入中信集团，历任中信期货有限公司金属首席交易员、副总经理、总经理、中国中海直总公司副总经理、中信兴业投资集团有限公司总经理助理、副总经理。

2008年，他负责组建上海市首家也是唯一一家中外合资期货公司——中信新际期货有限公司，以前瞻性眼光、战略性思维，着力创新、大胆探索中国期货行业国际化道路，实现了中国“中信”与法国“新际”两大品牌的强强联合。

他熟悉金融行业法律政策和业务规则，对期货市场的发展有着深刻、独到的理解。他长期致力于推动期货行业与实体经济协同发展，为中国期货市场的创新和国际化做出不懈努力。

对话赵磊： “不求最大，但求最专”

■ 文/特约通讯员 吴雨



20年前，刚从学校毕业的赵磊进入期货行业成了一名交易员，在随后的从业生涯中，他曾离开过期货行业，但最终选择了回来。

谈起期货他有难舍的情结，对于期货市场未来的发展他充满信心，但不盲目乐观。作为上海唯一一家中外合资期货公司的董事长，他尤其对原油品种的推出寄予厚望，他认为原油的推出将是国内期货市场国际化迈出的重要一步，在国际化的进程中，作为中介机构的国内期货公司需要在专业度和创新上下工夫，中介机构走出去需要准备的东西还很多。

《中国期货》：请谈谈您在期货行业的从业经历，这个行业什么地方最吸引您？

赵磊：1992年我从学校毕业后就进入了期货行业，虽然期间离开过这个行业，但我从业生涯的绝大多数时间都在这个行业。2008年中信新际重组的契机又将我重新带回到期货行业，我对这个行业很有感情，可以说我的成长得益于在这个行业的历练。

这个行业最吸引我的地方，在于它的发展前景，特别是在“十二五”期间，随着金融化改革和国际化竞争的加快，大宗商品市场有很大的发展空间，作为中介的期货公司一定也会有大的发展空间。虽然目前行业有一些问题需要解决，但都是暂时的，是发展阶段带来的，对于期货市场的未来我是坚定看好的。

《中国期货》：中信新际的重组是由您参与完成的，当时是什么原因让你们选择了和外资合作？合资后公司的发展如何？

赵磊：合资的初衷是集团对国际化的布局，当时之所以会选择外方股东，是想架起一座通往国外市场的桥梁，想通过与外资的合作，学习国外的先进技术和管理理念，开拓海外资源来发展和壮大中信期货业务。

合资后的公司取得了突飞猛进的发展，是上海辖区近几年发展最快的期货公司之一，客户保证金比合资之前增长近10倍，从1.7亿增长到14亿，技术平台、风险管理、研发实力相较之前都有显著增长。

特别是在合规方面，直接受益于国外的经验，首先在客户选择上我们有一系列的审核程序，这是风险管控的第一步，其次我们更偏向于机构客户和产业客户，目前占比超过 70%。

《中国期货》：重组后，中信新际发展的路径怎样？

赵磊：重组以来，我们一直把目光聚焦在产业客户和专业机构投资者上，我们只有大连、上海两个营业部，重组之后我们也没有居间人的增加，因为我认为靠手续费价格战、增加网点和居间人模式的发展都不具有持续性。

这几年由于专注于产业客户和专业投资者，在境内外技术平台的搭建、风控系统的设置上投入都很大，但相比于炒手、投机性客户，手续费的回报相对是比较少的，这对我们是不利的，但这个行业必须有公司在这些方面做出牺牲。我们的理念是不求最大，但求最专，在追求规模的同时追求服务质量。

在销售团队建设方面，我们与别的公司有所不同，我们是按照产品线来划分，分为金属、能源、农产品等不同的产品线，一个产品线就是一个部门，细分后的好处是能够提高服务客户的效率与质量。

在技术整合方面的成果，我们是走在前列的，目前我们推出了国

内唯一的全球的、智能化的、跨境的交易平台——CN-Pluse，已经平稳运行了两年，该平台嫁接了全球 50 家主流交易所，所有的合约都能在这个平台上进行交易，可以完成自动化的套利交易，并且多合约的组合套利也能自动完成，这是我们吸引专业投资者和产业客户的利器。

同时，产品创新也是我们的一大亮点，立足中信新际内部综合资源优势，和中信银行推出仓单质押业务，接下来我们会推出非标仓单业务，目前报名参与非标业务试点的企业已经超过 40 家。除此之外我们和信托以及其他金融机构的合作也在紧锣密鼓地准备中。

《中国期货》：今年是期货市场的创新年，您对公司未来的规划是什么？

赵磊：中信新际历来都非常重视创新，我们的经营理念是差异化竞争、不对称创新、跨越式发展。目前我们的创新主要专注在技术方向，公司除了技术支持之外，还有专门的技术开发团队，技术革新是公司发展的重要推动力。

在品种准备方面，原油将会是我们的重点，我们是交易所原油项目小组成员，历次原油的会我都会参加。在原油这个品种上我们是志在必得的，因为新际在全世界能源市场的交易份额占比接近 40%，原油

这种国际化品种推出后，我们境内外的品牌、市场、技术、渠道的优势统统可以得以释放。

按照“十二五”对期货市场的顶层设计，“把握服务实体经济为目的、积极推进市场创新、对外开放，加强市场监管，深化市场功能、提升期货中介服务能力……”大宗商品市场对外开放是必然的趋势，我们对合资公司的未来是非常看好的，原油会是第一个国际化的品种，但绝对不是最后一个，中国将进入大宗商品国际化的时代。

除了新品种的准备外，包括资管在内的创新业务我们也早就有所布局，资管的核心是产品创新，在研发投入方面我们会加大投入。

渠道对于资管业务的开展非常重要，而中信集团涵盖银行、保险、信托等多种金融渠道，和兄弟金融机构的合作也是我们资管业务开展的一条路径。随着监管和政策的放松，我们会利用外资的背景，与国外一些机构进行资管业务的合作。目前影响我们拿创新牌照的是净资本没有达标，但我们年底会启动增资。

《中国期货》：未来期货公司的发展方向是什么？需要做哪些准备？

赵磊：开放与国际接轨是未来期货市场发展的方向，开放对于行

业发展的挑战和机遇是并存的。

开放后的市场，竞争不仅仅在国内期货公司之间，也在国内外交易所之间。港交所收购 LME，9 月 27 日又推出了人民币期货，接下来会进一步推出人民币计价的金融衍生产品，交易所之间的竞争会越来越激烈。我们需要深刻思考自身的定位——做好资源的配置。

现在国内期货市场上有两种负面的声音：一种是盲目乐观，觉得国内中介机构已经具备走出去的能力；另一种是抵制开放，还是想搞封闭市场。这两种观点都是不对的，中国已经到了改革开放的攻坚阶段，走出去是必然的，但走出去，我们要做的工作还很多。

人才的储备是最为关键的部分之一，为了备战原油我们引进了一些国际化的人才，并派驻新际在新加坡、纽约、伦敦的团队进行轮岗，目前培训已经基本结束，很快就能回国任职。

《中国期货》：公司的人才构建是什么样的？随着 80、90 后的加入，从您的角度，会为他们提供什么经验？

赵磊：公司目前年轻员工占比较大，大多数是 80 后、90 后的员工，领导年轻员工也是对我们领导层的考验，与我们 60 年代的人相比，他们的价值取向是不一样的。

互联网时代成长起来的一代，教育程度和接受新事物的能力都很强，在这方面可以说比我们这代人要强；但有一个共性就是比较自我、承压能力较弱，在工作中遇到问题容易妥协，以我为中心去考虑问题则容易影响到团队的协作。

我们 60 年代的人是在打击和挫折中成长起来的，吃过苦，急于想改变自己 and 国家的命运，因此我们这代人身上有一种奉献精神。由于时代的不同，我们不能要求年轻员工和我们一样，但对于年轻一代的员工我想说的是，一定要具备职业精神，这是一个职场人的本分。

《中国期货》：您觉得目前期货公司的发展存在哪些困难和问题？

赵磊：以中信新际为例，从目前的国内期货市场发展阶段来看，市场还不够开放，国际化还有很长的路要走，合资公司的优势仍需要进一步发挥，技术创新、产品创新是我们现在面临的挑战，当然也是机遇。

投资期货公司回报率太低也是制约期货公司发展的一个方面。期货市场服务投资者中也应该包括服务投资期货公司的投资者，目前银行的投资回报率是 30%-40%，同样是投资金融机构，找不出比期货公司投资回报率更低的了，这种情况如何说服股东持续追加投资呢？期货

公司要持续发展必须要有一个合理的回报率。

古话说“良药苦口利于病”，我简单谈谈个人对国内期货公司发展的一些看法。目前，国内期货公司的客户还是以零售客户为主，虽然外延式的发展能迅速扩大期货公司的市场规模，但对盈利能力的提升值得商榷。期货市场的宗旨是为国民经济服务，为产业客户服务，如果要满足国民经济和产业客户的需求，目前期货公司的运行效率和发展模式还有待提高。

《中国期货》：您平时的业余爱好是什么？通过什么样的方式来放松自己？

赵磊：我的第一个爱好是摄影，摄影是一个需要专注的过程，专注需要自己放下私情杂念，将工作抛开，摄影的过场也是一个放松的过程。

第二个爱好也是我一直坚持的一个习惯，就是健身。不管工作有多忙，每个星期都坚持做两到三次的健身运动，保持充沛体力的同时，也是一种放松。

第三就是阅读，由于现在工作比较繁忙，读完整本书的难度比较大，我会节选一些感兴趣的章节来阅读，而且我们中信有自己的出版社，定期出版一些经典的作品，我也会从中做一些节选。■

【编者按】

随着期货市场的快速发展，期货分析师的地位和作用不断提升。特别是在投资咨询业务、资产管理业务相继推出后，期货公司处于创新发展的浪潮之中，期货分析师也越来越被业内人士认同。本期“文化·生活”就围绕期货分析师展开，听他们讲述自身的职业定位以及日常的工作和生活。

漫漫长路上的求索

■ 文/ 童辉



为什么要进入这个行业？分析师最终会演变成为什么角色？这些问题会贯穿期货分析师这一独特职业发展历程的始终。问题本身，有点类似于从哪里来、到哪里去的哲学讨论，但这一问题又恰恰是许多分析师入行的理由，以及自身发展愿景的根基。

绝大多数分析师入职之前都会带着朴素的愿望，理论上，这一职业应该是多金、受人尊敬，且具有高自我实现价值的职业类别。也有一部分分析师将自身职能与交易员等同，认为分析师就是要预测准，能够帮别人挣钱。

然而，日复一日的数据收集整理、多如牛毛的研究报告与五彩缤纷的市场观点逐渐侵蚀了理想愿景，也加深了自身的困惑。那么，作为分析师的我们，在市场沉浮之中，究竟需要守住什么样的本心，到达什么样的彼岸呢？

明确自身定位

分析师这一职业的具体职能历来都有争议，关于其“服务客户，服务产业”的宗旨如若落到实处，还真是不太好找到下脚点。无数分析师忙忙碌碌地写文章、发表观点、深入调研，最终却仍然是落到了行情涨跌起伏之上。

而站在客户方面的理解，除了少部分客户会认真听取分析师的逻辑、调研数据等，大部分客户会将分析师在无形之中与交易员相互等同，增加分析师对于行情判断甚至自身资金曲线的责任与义务。

分析师是否等于交易员，我想这个答案是显而易见的。站在分析师自身的角度，如果有能够成为交易员为自己挣得更多财富的能力与机遇，想必世界上必定从此少了一位分析师，多了一名在伦敦喂鸽子的富翁；而客户那面，如若分析师与交易员相同，那么检

验其能力的唯一标准就是其资金曲线的走势，其他无须多言。

分析师的日常工作由数据收集和整理开始，高级一点的就是产业链调研。在理清标的商品的产业链结构、利润分配、敏感因素与市场热点的同时，得出自身关于当前价格走势的结论，形成自身关于当前市场运行状态与可能转变的形态的认识，并提供一个合理且清晰的逻辑框架。

以上只是关于分析师基础工作的一家之言，但仅仅这些职能就已经让多数分析师疲于奔命，更不用说拥有自身特色与亮点的分析师，他们的成功之路中究竟需要经历多少磨炼。

回顾分析师的发展历程，最初由于科技因素，分析师甚至被称为制图师，也就是说，分析师是伴随着价格走势图标的制作与解释而诞生的。“温故而知新”是古今历来的通行法则，制图师的初衷也是想从走势中发现价格运行的规律。随后，由单纯的制图引发出了公司分析、产业分析等基本面分析方式，分析师这一职业也渐渐形成，并成为金融市场又一道独特的风景。

从历史的角度看，分析师最初是用于平衡市场信息不对称机制下的自发性产物，是相关品种产业链与普通投资者之间的桥梁。后来，随着市场更加庞大和复杂，分析师的作用也显现得愈发重要。时至今日，一名优秀的分析师不仅仅需要具备专业的产业链知识，也必须非常熟悉经济周期、宏观环境、政策环境以及各类资产定价理论等内容。只有这样，他们才能全面而客观地提供当前市场所具备的焦点信息、未来可能的变动方向以及其背后的运行逻辑。

分析师不是“神棍”，而是思考者；分析师也不是“忽悠”，是梳理者和查缺补漏者。记得刚入行时，公司总经理曾经教育我们“要比现货专家更懂经济，比投资专家更懂现货”，大约也就是这个道理。

高善文曾经撰文为分析师正名，文中对分析师的定位作出了比较专业的解释。按照这位业内一哥的观点，成功的分析师需要具备三个方面的能力：一是善言雄辩的表达能力，二是全面客观的观察能

力，三是缜密细致的推断能力。既然分析师很难正确预言趋势，那么他们的作用主要是拾遗补缺、完善买方的决策思路，帮助买方尽量周全地考虑可能发生的各种情况，从而争取最有利的情况，并在风险出现时有所应对。

期货公司的分析师并不对投资者的结果承担最终责任，“项羽饮恨乌江，并不能抹杀项梁仍然是一个出色的分析师”。所以，现实地来看，他认为评判卖方分析师好坏的标准应该是，是否具有独立思考能力，是否能见人所未见，是否能给投资者的决策带来启发、补充和思考。如此高见，不愧为中国最佳分析师的称号。

明确发展方向


在明确了期货公司分析师的定位与职能之后，分析师会往何处去这个问题的答案也逐渐变得清晰起来。

既然分析师善谋，如若同样善断，那么最好的出路自然是成为投资者；如果现货业务足够精细，产业链足够深入，同样可以成为现货专家，专心服务于现货企业；如若在善谋的基础上善言，则可以专心服务客户，成为客户经理；如果最终自身框架比较全面、系统，则可以在研究这条路上走得更远，形成属于自身的理论模式。

条条大路通罗马，在分析师的基础上如何更进一步地实现自我价值，最终还得看自身人生前行的方向。

认识自己永远是一个最难的步骤。分析师在认清自身的过程中，无可避免地会受到干扰、误解，甚至迷失在浩如烟海的日常工作里。

记得泥瓦匠的小故事中，当人们问起三个做着同样水泥活的泥瓦匠“你在干什么”这个问题时，三人迥异的回答最终也导致了他们不同的人生方向与过程。回答在码墙的人，十年以后仍是泥瓦匠；回答在造房子的人，十年以后成了设计师；回答在设计艺术品的人，十年以后成了建筑家。在保证日常工作完成的基础上，分析师们对待日常工作的态度，也将决定其方向与高度。

长路漫漫，大家当予共勉。

（作者系宝城期货金融研究所农产品分析师）

这些年， 我和豆类一起成长

■ 文/ 沈国成



15 美元、16 美元、17 美元……

当 CBOT 大豆期价跨越一个个高地，作为分析师的我，心里却感到一阵阵凉意，因为早在 3、4 月份，我的思路还倾向于偏空。

和豆类一起成长，却坎坷重重。

结缘豆类期货

“成为专家－赢得信任－独立交易－成功投资”，这是入门老师对我们的要求和规划，也奠定了我对行业的基本认识。由于刚开始就职于国内一家大型现货背景期货公司营业部，我便利用公司品牌优势从农产品研究着手，并因此和豆类开始结缘。

但是，因缺乏系统的思路，整个 2010 年，我对大豆的了解一直处于菜鸟阶段。2010 年 6 月底至 2011 年春节前，美豆指数从 900 美分 / 蒲式耳一路上涨至 1446 美分 / 蒲式耳，涨幅高达 61%。

如此剧烈的波动，现在回忆起来却感觉印象不深，只能依稀记得当时商品市场受全球货币宽松刺激整体上涨，而美豆供需基本面并不如市场想象的紧张。

那一年，我将更多的精力花在技术图表研究和美豆历史规律统计方面，忽略了诸如天气、单产、总产、需求等最基础的分析。

当我发现美豆运行的季节性规律后，即“3 月份左右期价往往位于年内季节性低点，6-7 月份则处于年内高点，在 9 月末新季美豆产量确定后，期价一般会缓慢上移”，我欣喜万分，以为就此便可把握美豆的交易时机。但是，当我和盘面比对之后，结果却令人大为失望——这种判断无法指导具体交易。

于是，我又从技术指标分解上下工夫，并把关联品种豆油纳入研究对象，主要目的是使日内波段交易具有较高可靠性。我将豆油指数 5 分钟价格图表与 KD 指标结合所创造的买卖时机进行统计，以 2-3 天的 5 分钟趋势线作为验证，并以 10-15 天趋势作为方向性

参考，筛选出一年左右的价格底部或顶部形态样本。

经过反复论证，得出豆油指数入场的三个条件：图表的顶部或底部形态得到确认；价格形态得到KD指标的支持，出现了明显的金叉（位置在35附近）或者死叉（位置在75附近）；趋势指标的验证，即底部形态出现时短期趋势与较长期趋势不同步，顶部形态出现时短期趋势与较长期趋势同步，并以短期趋势为下跌趋势较好。

随后我才体会到，对于这些结论，自己也感觉不是特别清晰，似是而非的判断令我陷入彷徨：交易是要做大概率的事情，那趋势确认呢？基本面的辨别就必不可少。

和豆类一起成长

带着这些疑问，我转投现在的期货公司，并成为金融研究所的一名农产品研究员。那一年是2011年，一个滞涨周期较为明显的阶段，美豆多数时间被束缚在震荡区间内。

起先，对于研究员这个职务，我缺乏清楚的认识，只知道早会、日评、周报、月报、半年报、年报、客户套利或套保方案等等，依然找不到自己的方向，甚至觉得“研究——交易”之路离我越来越远。没有赚钱时的喜悦，没有亏钱时的沮丧，一切都是别人的事情，与我无关。

直到2011年7月中旬，应客户需要，农产品组要做一份关于豆类板块的投资策略报告。思来想去，大家决定从美豆库存消费比的角度入手，既有实证分析，又保留历史对比。经过奋战，7月下旬，《大鹏一日同风起，扶摇直上九万里——从库存消费比看美豆期价未来走势》如释重负地推了出来。

正当我们沾沾自喜的时候，欧债危机突然来袭，在展示它威力的同时，也不经间愚弄了我们。美豆指数从1467.3美分/蒲式耳的高点急速下挫，直到1100美分/蒲式耳一线方才罢休，跌幅高达24.5%！

大鹏尚未展翅就断了臂膀，我的自信心受到重创。那一刻，我更加认识到，尽管农产品金融属性相对偏弱，但当真正大经济事件爆发之时，自身基本面必将退居次要位置。

自此之后，在欧债危机笼罩下，加之当时市场预期南美2011/2012年度大豆将丰产，对于美豆价格我一直觉得虚高成分太大。但是，在干旱侵袭下，随着美国农业部不断下调南美大豆产量，我知道继续看空的风险越来越高，但我却又无反顾地唱空——只因国内大豆产业已经不起折腾，价格的飙升必然会导致整个产业重新洗牌。


从价格判断，到产业链辨识，我深深意识到，一名合格的农产品研究员，不仅要为客户服务，更要力所能及地为产业发展服务。

或许，我太过固执，带有太强的个人情绪，而失去了对价格趋势相对公正的预测，以至于当时我会忽视利多的信号、放大利空的信号，这对研究员来说应该是致命的缺陷。因为即使是基本面信息的发生，都可以从正反两方面去解读，但重要的是，必须要放在大的背景环境中，得出自己的结论。

依然清晰地记得，今年4月10日，我在自己的《基本消息数据汇总》中写道，“美国农业部在4月供需报告中继续下调了南美大豆产量预估，分别将2011/2012年度巴西和阿根廷大豆产量调降至6600万吨和4500万吨。”

由于看空思路仍充斥我的脑间，我对此信息的解读便是——“即使产量下调，但供应仍旧宽松，对价格起不到继续支撑作用”，结果却再次大跌眼镜，美豆指数又惯性冲高至1450.5美分/蒲式耳才宣告调整开始。

一路走来，蓦然发现，研究其实就是一个积累和沉淀的过程，趋势确认需要基本面和技术面相互配合才算完美。而研究员应该是一个中立的人，对事件的判断需要客观公正才有价值。虽然大家都说研究和交易相差甚远，但我却认为，潜心的研究是以后交易的必备条件，节奏的把握需要不断的分析和磨砺才能相对准确。

这些年，豆类行情的起起伏伏让我欢喜、让我忧，回头想想与它们结下的不解之缘，想想曾经的坎坷与波折，一切都挺值得。成为专家的路上，我正在坚定地成长。

（作者系宝城期货金融研究所农产品分析师）

期货分析师的一天

■ 文/汤祚楚



期货在多数人眼中是“高风险、难收益”的投资产品，国内投资者参与的热情有限。不过具有“初生牛犊不怕虎”性格的我，却选择进入期货行业，成为期货公司的一名能源化工分析师。

不知不觉中，我已经在期货市场摸爬滚打近两年，通过自己平时的学习和探索，每一天都见证我的成长过程，由衷对期货投资有了更多的认识。

7:00-8:30 未雨绸缪

“嘀铃铃，嘀铃铃”，清晨7点钟不到，一阵急促的闹铃声敲响了新的一天。睡眠朦胧的我昨晚睡得不是很踏实，心里老惦记着美联储是否会推出量化宽松政策。打开电脑一看新闻标题——《美联储开启无限购债，QE3 正式登台开唱》；再看一下隔夜外围市场行情——道琼斯指数上涨、原油上涨、有色上涨，盘面一片火热。

与此同时，我的心里翻江倒海，预测着当天国内期货市场会如何演绎。

紧赶慢赶，我8点钟来到公司，新一天的工作开始了。

再过半小时就会进行每日的晨会，晨会的主要内容是向公司同事和客户汇报当天的行情资讯，并提供相应的操作建议。搜集整理好有关信息后，我判断昨夜美联储同意推出 QE3 政策，外围大宗商品普涨，今日国内市场投资炒作的热情肯定高涨，加之9月份塑料供需面偏紧，塑料期货价格有望上涨。

大体理清思路后，时间也到8点半，我和同事们一起进入公司会议室点评期货行情。首先研究宏观经济的同事着重分析了隔夜美联储的经济刺激政策，紧接着研究有色、软商品的同事深入浅出地介绍各自负责的品种，对于当天的期货走势也是翘首以盼。

一番等待后，轮到负责能源化工的我发言。我简单分析了宏观政策利好对市场信心的提振作用，然后分析目前塑料供需面保持偏紧的局面，最后从塑料期货当前估值探讨可能的上涨机会。

发言完成后，我信心满满，就等着好戏开场了。

9:00-11:30 随行就市

9点整，期货市场终于开盘了。博易大师行情软件显示的期货合约价格快速跳动，整个盘面全面飘红，

可见隔夜美联储释放流动性对于市场信心的提振作用非常显著。此时我密切关注塑料期价的一举一动，同时运行我的模拟交易软件，等待合适的交易机会。

值得庆幸的是，近一段时间我一直持有塑料多头寸，目前来看小有盈利。观察盘面，塑料主力合约价格快速拉涨到 10800 元 / 吨，不过没反应过来，期价就迅速回落到 10600 元 / 吨一线，心中十分懊悔刚才没有逢高出货。

接下来的半小时时间，塑料期价持续在 10600 元 / 吨一线震荡整理，让人看得着实郁闷。我分析一下，美联储政策利好兑现，短期有回吐的压力，见好就收吧。于是，我平掉了塑料多单的头寸，心里期盼着塑料期价回调，让我能够再次获得进场的机会。

正当自己盘算着，突然想起昨日《期货日报》的王编辑和我约了篇塑料的稿件。作为一名行情分析师，写研究报告以及对外发表文章是主要的工作。文章总体框架已经深深烙印在脑海里，可从宏观面、基本面和技术面三个角度构思。经过反复提炼琢磨，一行行文字在电脑屏幕里逐步呈现。两个小时过后，一篇 1200 字的文章大功告成，我心中长嘘一口气，颇有“登高望远，一览众山小”的胸怀。

离上午收盘还有 10 分钟，打开行情软件一看，塑料期价还在盘整中，看来今天上午的走势将以高位震荡的情况进入中场休息。

11:30-13:00 中场休息

中午休市时间，我和同事一起吃中饭。闲聊时，同事向我表达郁闷之情，“看到你们工业品火红一片，我真是羡慕，不像我们农产品，一潭死水”。

“风水轮流转嘛，你们的农产品曾经也红极一时啊”，我乐呵呵一笑，心中不免感叹行情的变化莫测。

13:00-15:00 盘中思考

下午开盘后，我紧盯着塑料期货分时图走势，然而惊诧到塑料期价不断被拉涨。要不要追涨？犹豫中。

塑料期价已经牢牢封住涨停板了，研究所里的同事一阵惊呼。我哀叹到市场已经没有给我第二次入场的机会，毫无疑问我错过了难得的上涨行情。

正在懊恼中，手机电话铃声突然响起，原来是张客户打来的电话，他急切地询问塑料涨停的原因。

我把外围政策利好以及塑料良好的基本面向他阐释一番后，他连声赞同并且表示感谢。但此时我心里不停反思为何看对行情却没有拿住单子。于是，我通过 QQ 联系上在期货市场奋战十多年的刘老前辈，向他求教我的问题。老刘了解到我的遭遇之后，意味深长地说了一句，“期货市场是考验人性最好的平台”。

是的，我可以理性地分析行情，进而得出合理的结论。但是操盘交易不仅技巧多，还直接拷问人性的贪婪和恐惧。

多少期货投资者梦想在期货市场一夜暴富，市场中也流传着些许棉花、白糖的传奇获利故事。可期货市场也是残酷的，我此刻的贪婪或将是下一秒的功亏一篑，我此刻的恐惧或将是下一秒的后悔莫及，期货市场的变化莫测需要我们维持平和的心态。

老刘告诉我，期货交易没有必胜的法宝，只有不断地交易、不停地积累，总结出一套适合自己的交易模式。难道这就是我获得胜利必须经历的挫折？我看着我涨停的塑料期价走势苦笑。

收盘时，塑料期价仍然牢牢封住涨停板，成为当天期货市场的明星品种。我抱着释怀的心情完成了当天的行情分析，在把评论上传到公司网站时，我突然十分感谢期货市场给我上了这一课。

下班走出公司已经是傍晚时分，夜色悄悄来临，让人看不清方向。经过一天的工作，我的精神和身体都有些疲惫，但是脑子里仍然回放着当天期货市场发生的多空变换。

我想起经典的一句话，“黑夜给了我黑色的眼睛，我却用它寻找光明”。我将坚守着这份信念，精彩地度过作为期货分析师的每一天。

（作者系宝城期货金融研究所能源化工分析师）

小荷才露尖尖角

——我的期货分析师之路

■ 文/朱卫平



天幕如墨，华灯璀璨，路上流萤徐徐，不远处的钟楼低沉地敲打着入夜的节奏，城市却依然喧嚣不断。感受着拂面的秋夜凉风，凝视着流光溢彩的夜景，暂时抛开行情，忘却K线，静享宁静与舒畅。

伴随手中阵阵菊花茶香，思绪渐远。

新手启程

去年金秋，同是满城桂花香的季节初到永安，我单凭些许炒股经历和对分析师的神往，在面试时说想做期货分析师。三个月试用期后，发现期货远非想象中简单，与炒股也有很大不同。经历一段客户开发工作后，老总让我尝试分析豆类，并安排在早会中讲行情。带着意外和紧张，我踏上了期货分析之路。

除了学过技术分析的皮毛，我对大豆一无所知。回忆起同事们在早会上对基本面和技术面分析得头头是道，感觉似乎不难。总部的资讯数据加上自己的技术分析，不就大功告成了？！

我得意地做好幻灯片，满心期待。第二天早会，我念完PPT后，就发现技术判断和行情明显不合拍，顿时脑中一片空白，红着脸赶忙躲到台下。心跳之余，才发觉期货分析远非想象中容易。

冷静之下，我意识到问题在于对大豆基础知识了解不足。于是，扩展豆类知识面和思路成为我工作的重点。

从豆类合约到大豆种植分布、供应特征、季节性消费等，我仔细阅读各种资料。同时，我还认真听取

总部的行情分析，仔细阅读北京研究院和其他分析机构的报告。一段时间下来，我的分析报告的内容更加丰富，观点也不像刚开始那么生涩。但问题接踵而至，其中影响最大的莫过于自己的判断经常被行情干扰。

日渐深入

每日阅读网上评论，运用他人分析结果让我极为被动。行情上涨时利好不断，下跌时却满是利空，一波震荡行情下来，我的观点就非常混乱。几次早会糟糕的表现让研发经理瞧出端倪，他建议我建立自己的数据库，并坚持每天写评论。

我首先着手确定数据库的范围。研究中心和研究院的数据可以直接调用参考，不过一些实时的、灵敏度高的数据，就需要自己认真收集，而很多信息网站需要付费。多次电脑病毒袭扰后，我从搜索引擎中筛选出几个网站，开始做长期跟踪。经过数周的收集整理，我的数据库初具规模。当早会 PPT 上贴出自己的数据图表时，我颇感自豪。

建立数据库的过程，不仅让我对豆类基本面的理解更加深入，也增强了我对市场信息的辨别能力，尤其是基金动向和现货压榨利润的数据大大拓宽了我的思路。通过这些探索，我体会到期货分析工作的复杂和精细，也对公司总部和研究院的分析师增添了几分亲近和钦佩。

通过建立数据库，我的分析能力有了提升，可早会的表现依旧不尽人意。数据和信息的复杂性增加了我判断的难度，观点反而变得更加模糊，尤其是基本面分析和技术分析的平衡点十分难以把握。幻灯片无论怎么修改，都难以提升。

就在我一筹莫展之时，老总让我把日评发给他看。带着疑惑，我用心写好日评并发给老总。评论很快就被发回了，除了行情描述和新闻内容没动，基本面判断和操作建议全都经过精心修改。

细读后，我发觉新的判断和建议言语流畅、思路清晰、看法坚定、建议明确，和自己生硬、模棱两可

的评论有如云泥之别。老总功力之深令人感叹。此后两周，日日如此，评论修改给了我莫大的鼓舞。在这段时日里，我学会了辨别影响市场的主次因素，更学到了自信和坚定，而这正是我最为欠缺的。

小试身手


不久，我有幸获得参加“大商所玉米分析师培训班”的机会。在培训课程中，老师们从不同角度、用不同的方法研究玉米，让我获益匪浅。除了了解了玉米的基本面，我还学到了他们的思路和研究方法。尤其是在数据的运用上，老师们不断对数据进行横向、纵向对比，在形成观点时用数据做支撑，令人不可置否。

这些方法消除了我在分析工作中的很多困惑，通过培训我对期货分析的理解更加清晰。

7月，豆粕行情再度爆发，引发市场关注。我的数据库经过几个月的积累，也有了用武之地。行情上涨时，不断有客户咨询豆粕和玉米的基本面，我就用数据回答。以往只关注技术分析的客户，看到数据顿时兴趣大增，客户群里问题不断，而我的回答更是自信从容，对于无法解答的问题，我就及时向研究院的老师请教。客户群激烈讨论的时候，居然有客户叫我“老师”，听了不由得暗自开心，这也是对我的工作的肯定吧。

回顾这一年的期货分析师之路，不断地探索、受挫、反思、成长，像个不断发展壮大的循环。在团队的鼓励和支持下，我坚持了下来。

回首如水时光，我清晰地感觉到自己的变化。好的分析师需要不断地学习，天气、地理、历史、政治、经济更是缺一不可。三年后迈入而立之年的我，应该会更加睿智和豪迈。正是因为如此，我更加坚定了期货分析师的理想，并不断努力。

夜风散去茶香，万家灯火逐渐清晰起来，揉揉微酸的肩头，嘴角泛起微笑，点亮显示器，我的夜生活才刚刚开始……

（作者就职于永安期货义乌营业部）

期货分析师的“段位”

■ 文/于海霞



任何一个产业，随着自身发展壮大，都会形成一套评级系统，以甄别优劣。众所周知的围棋、跆拳道等，都按“段位”来加以区分。期货行业虽也历史悠久，然而国内期货市场发展、成熟却是近20年的事情，所以未形成有效的评级体系。随着行业发展的需要，投资咨询、资产管理等新业务对分析师的要求日益提高。

创新业务需要更专业的人才，这无可厚非，然而传统业务中分析师的评级更为重要。一方面传统业务无论是参与人数还是运营规模，都数倍于创新业务；另一方面，传统业务经过多年发展，累计的人才数量已相当可观，急需一套机制来鼓励优秀者脱颖而出。虽然目前交易所和一些财经媒体也推出过优秀分析师评选，然而，其广泛性和影响力远不及《新财富》对证券分析师的评级，评选出来的期货行业分析师很难形成市场号召力。

笔者在行业内近几年的接触和观察，传统分析大概分成三个段位。

一段：丈二和尚，摸不着头脑

这里面主要包括刚入行的毕业生和人云亦云的分析师。近两年，随着基金、券商进入不景气周期，大量毕业生涌入期货行业，其中不乏名校和海归，这为期货行业人员素质的提高，带来莫大的机会。

但毕业生的特点是理论书本化，对社会运行机制、期货行业都缺乏了解，很多毕业生连股票都没有接触过，更不要说提高风险的期货，这就造成了知识与工作脱节。他们一般的学习途径是办公室里老员工带新员工，外加大量的报告研读。

如果是农产品、化工和金属类，经过半年的学习，对产业知识有个大致的了解；如能配合着到各地调研，就会对产业有比较直观的印象；如果只是从理论来到理论去，根基就比较脆弱，为以后发展埋下隐患。

如果是宏观类、金融期货类，看似更符合学院派的风格，其实是最难入手的。

以宏观分析为例，要求对整个社会经济运行规律的把握，对政策的准确理解。这对于刚刚毕业的学生来说几乎是不可能完成的任务，这就是为什么《新财富》中的宏观分析师中年人居多的缘故。

金融期货类和宏观类有异曲同工之妙，首先都是对宏观经济形势的把握，其次还要对所在市场有长期跟踪。以股指期货为例，如果没有亲历过牛市、熊市、牛皮市（震荡市）完整周期，很难理解股市运行规律。所以，这类品种适合有一定经验的分析师，并不适宜刚入行者介入。

如果说毕业生有个学习、提高、入行、懂行的过程，行业内有些入行已久的分析师也已久处在这个阶段。这类分析师的特点是人云亦云，所做工作多为信息加工。互联网给信息的传递提供了极大的方便，分析师需要了解的讯息，在网上几乎都可以找到。然而分析师的价值在于，把海量信息读入大脑，能加工成对行情研判的观点。但这类分析师由于对宏观、对产业缺乏较深的了解，对信息解读往往表面化，难以形成有效的观点，缺乏对大势的把握，比较拘泥于超短期的行情。

二段：产业专家

这类分析师基本有两个来源，一是从实体企业中来，对相关产业产、供、销有切身的理解，但比较缺乏宏观经济的关注；一是分析师通过长期与企业客户打交道，对行业了解从书本转向实际。

这两类分析师有一个共同特点，即除了公共信息外，其在行业内的人脉对其收集第一手信息有很多帮助，能第一时间了解到行业上下游的经济情况，往往领先于经济数据的发布，从而可以提前布局行情。

以钢材类为例，这类分析师对矿山、钢厂、贸易商、进出口机构、钢铁业协会等有广泛接触，能够把各个环节反馈出来的信息串成产业链的发展方向。有这种知识积累，才能更好地服务企业客户。这就和很多证券业的优秀行业分析师一样，最后成了行业专家，成为企业的“香饽饽”，有部分人员回流到实体企业，主持企业的投资、套保等业务。

三段：综合型专家

这类分析师对宏观经济周期有准确的把握，对行业信息有敏锐的洞察力。如果只是一段，和一些有学习精神的散户无异；如果只是二段，在经济平稳发展的周期里，能有效把握产业脉搏，但现实的经济世界波澜起伏，尤其是2008年以来，一些处在二段的优秀分析师们明显感觉到力不从心。


对于宏观政策来说，哪怕是一个经济指标、一次会议都会对价格产生莫大影响，然而从产业角度却很难找到答案。产业信息是个“现在时”的信息，缺乏预判的功能，而对宏观经济脉络的把握是有预判性的。

这就是为什么一些券商的策略分析师能准确预知大盘未来一年的走势，一些固定收益分析师能准确判断债券的牛市和熊市。所以在金融危机周期中，宏观经济叠加产业基本面才能有效预测价格走势，缺了哪条腿，都难以行进。

四段：真金白银

按照我国法律法规，分析师是不允许直接参与市场操作的，但分析师的价值却又体现在准确预测行情后的资金回报。目前有两种方式来解决这个矛盾，一是通过指导客户盈利来体现自身价值，二是分析师学成后转投投资公司。

能进入这一阶段的分析师可谓凤毛麟角，即便是在三段已经修炼得炉火纯青，能在四段有所造诣也绝非易事。有些大赛的选手常常有这样的感慨，方向判断对了，但没挣到钱，更有甚者，方向正确，节奏错误而损失惨重。

成功交易是“行情研判+资金管理+心理素质+运气”的结合体，而自身的仓位往往影响分析师的客观判断。随着期货资产管理业务的开展，越来越多的分析师走上四段的打擂之旅。分析与投资的嫁接，最大限度地减轻了信息在分析师与投资者直接传递的摩擦成本，是分析师努力的方向。

（作者系首创期货股指策略分析师）

爱上东莞

■ 文/ 韩锦



相信每个爱上东莞的人，都有自己独特的理由。那我爱东莞的理由是什么呢？长期以来，总有点说不清道不明的感觉。其实我来东莞之前，怀有一种很复杂的心情。

活力之城——东莞

年初，受华联期货高层的盛邀，决定去东莞发展。启程之前，特地上网查了查资料，想多多少少了解点东莞的风土人情。

150 多年前，林则徐在东莞“虎门销烟”，写下中国近代史的光辉篇章；抗日战争时期，东莞是东江人民抗日根据地，英雄儿女抗击倭寇，浴血捐躯，护送大批爱国民主人士辗转香港、澳门与内地。文革时期，东莞是偷渡香港的桥头堡。据我手下一位研究员闲聊

时透露，他母亲曾经两次偷渡香港，每次游到界河中间时就被巡逻艇给“捞”回来了，那时东莞穷啊！

改革开放之初，东莞率先脱贫致富，从一个从属惠州的小县城破格升级为地级市，成为广东“四小虎”之一，全国第一家“三来一补”企业就是在东莞诞生的。

东莞是一座温馨的城市，一座包容之城。通常发达地区的本地人对外来人员多少有点“昂头挺胸”的味道，但在东莞，本地人口只有不到 300 万，外来人口却有 700 万之多，真正的“农村包围城市”。东莞市政府将外来人口称之为“新莞人”，还专门成立新莞人服务管理局。

不过，作为新莞人之一，我一次也没去麻烦这个管理局，因为找不到去麻烦管理局的理由。还没去华联期货报到，公司就已帮我安排好了食宿；报到之后，

又是接风洗尘，又是参观游览……让我完全没有那种新到一个城市的陌生孤独的感觉。

东莞是一座宜居之城，环境优美，基础设施完善。在人们的印象中，像广东这种发达省份，物价肯定低不了。但我到东莞后，第一次进超市，发现这里的物价水平与我长期居住的武汉竟然相差无几，有不少商品价格还比武汉便宜。尤其是住房方面，八十几个平米的高层两室一厅只要一千块钱租金，而在北京、上海，问到同行们的房租，往往高得咋舌。

东莞还是著名的制造业名城，一座经济十分发达的城市，工厂林立，商圈繁盛。如果说中国是世界的工厂，那东莞可以称之为中国的工厂。7月返汉探亲，去大型商场为儿子买球鞋，老婆兴高采烈地跑过来说耐克球鞋正在降价促销，于是好不容易挤进人群，拿起七百多元一双的球鞋一看，产地东莞，不禁哑然失笑。大家喝的加多宝、雀巢，数不清的玩具、鞋子、衣服、小电器等等，许多都是贴着国外的商标，由东莞生产出来的。

东莞也是活力之城、文明之城。各镇街有自己独特的文化风俗，外来文化在东莞也已生根发芽。篮球等体育项目在全国都有点名气，像林书豪前两年好像还在东莞篮球队待过，打过两场篮球，不过当时并没有什么名气。

“只需四天爱上东莞”

当然，东莞最有口皆碑的还是其休闲之城的美誉。全市各镇街汇聚全国各地美食，应有尽有，酒店林立。据说东莞地区的五星级酒店档次之高，在全国也是数一数二的。

前两年有个顺口溜，“不到北京不知道自己官小，不到广州不知道自己车不好，不到深圳不知道自己钱少”。作为全国最富20大城市排名第二位的东莞，正夹在广州和深圳之间，离两座城市都只有个把小时的路程。所以东莞“车也靓，钱也多”。

满大街都是高级轿车，华联期货员工差不多三分之一都有自己的座驾。我来东莞不久就应邀参加了办公室一位女员工的婚礼，那是我今生所遇见过的最豪

华、最奢侈、最讲排场的婚礼。仅新娘手臂上的金手镯就挂了10个，金光闪闪，令人炫目。

东莞有32个镇，每个镇都有自己的特色。

我曾经在网上读过一位文化人写的《只需四天爱上东莞》，说他从东莞的石碣沿着东江跑到可园品岭南文化，再跑到虎门看炮台遗址，第一天就感受到东莞的历史脉搏；第二天，逛长安的公园，走大岭山镇吃大岭山烧鹅，感受东莞的风土人情和城市化、城乡结合的大森林都市生活；第三天，跑黄江、跑清溪、跑塘厦、跑大朗，感受东莞的工业化进程；第四天，跑松山湖、跑东城、跑南城，终于回归东莞城市建设的现在进行时。

说完了东莞这座城市，再来聊聊华联期货。我可不想在这里吹嘘公司多么有实力，员工多么努力，领导多么精明。就讲一件事情，换成你，可能你就会留在东莞发展了。


到公司不久后的一天，我去董事长办公室汇报“金莞家”投资咨询业务。我们的董事长同时兼任东莞证券副总裁，三十多岁，一米八几的个头，一表人才，据说曾经是国家一级游泳健将。

谈话快结束时，他突然问我有驾照没有。我随口回答说，十年前混了个C照，就一直没摸过车。

他说，没关系，我把我的座驾——八九成新的雅阁送给你开，车里有油卡、过路过桥费卡，你爱上哪儿上哪儿，你什么钱都不用出了，定期会有人给你往卡里充值，有问题你就打个电话找我的专职司机，他会帮你把一切搞定。就是你要注意安全啊，这是车钥匙。研究所所长没有车怎么行……

我知道，董事长的车是东莞证券专为副总裁以上级别的领导配备的，却由我来享受了。而公司的其他领导，包括总经理都是自己买的车，都没有这辆车风光。

遇上这样的领导，我还有什么要说的呢？

前一阵子突然接到北京一家猎头公司打来的电话，说是有一家券商背景的期货公司想招聘一名副总，年薪估计有百万左右，问我是否有兴趣，我说我已经不再有别的考虑了，因为……我已经爱上东莞！

（作者系华联期货总经理助理兼研究所所长）

因势而变： 期权交易中的价差和波动率策略

■ 文/洪守杰

衍生性金融商品系指其价值由股价、指数、利率、汇率、商品或其他利益及其组合等所衍生之交易契约，随着衍生性商品的问世，为市场参与者提供了更多元的投资工具，并可藉由灵活的交易策略，以赚取更多获利机会。

其中又以期权更具吸引力，不仅具有成本低廉、杠杆效果高及获利机会大等优点，且期权买方具有风险有限、获利希望无穷大的优势，因而吸引不少投资人进入期权市场交易；同时，可以透过不同的期权策略以因应市场各种情势变化。

然而，期权市场也充满着许多风险与变数，因此，了解风险与认识基本的操作策略，是投资人在踏入期权市场前应先具备的知识。

盘势种类与因应方法

投资人在面对瞬息万变的市場时，需要先观察市场目前是处于多头或者空头行情阶段后，再针对行情进行分析与研究，比如认为市场即将踏入多头行情，或是行情将急转直下等，策略可以简单分成单一部位的期权操作（买入买权或买入卖权），或者进行复杂的期权组合式策略操作（同时买入买权与卖权），透过期权的组合式策略，即使是在市场盘整或是盘整突破的情况下，也都可因应。

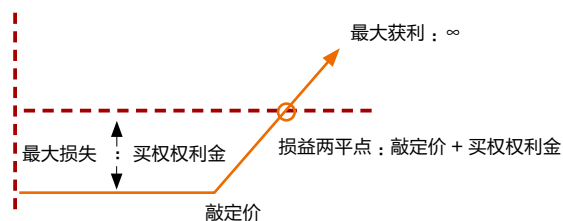
就此而言，投资人只要能够先行判断市场走势，再搭配期权交易策略，几乎可以因应市场的各种走势。

一般而言，盘势可概略分为六类：看大涨、看大跌、看不涨、看不跌、预期盘整突破、预期盘整。以下针对此六类盘势作分析与介绍。

（一）看大涨

当投资人预期多头市场将来临，或是受到利多消息激励，认为指数可能会出现大涨行情时，可以透过买入买权的方式进行操作，如图1所示。

图1 买入买权



但在使用此策略时，有几点需要留意的地方。由于时间价值与波动率对期权的影响皆大，随着时间的减少或是波动率下滑，期权的价值也会随之减少，因此，停利机制对期权买方极为重要，需要挑选适当的时机获利了结出场。

另外，敲定价的选择也将影响损益状况，不同敲定价的期权合约有着不同的权利金成本、收益率与风险程度，因此在选择上需要谨慎判断，且通常价位低廉的深

度虚值买权除了有指数不易超过敲定价的缺点之外，进场手续费也可能占成本的比例过多，在进行操作时需审慎考虑。除此之外，在进行购买买权的操作上，须厘清行情是否看对，若是不慎看错行情，也有可能导致亏损。

(二) 看大跌

当市场受到利空消息影响，投资人预期指数即将下跌时，可以透过买入卖权来操作，如图 2 所示。

通常市场出现急跌行情时，市场信心会受到指数大跌的影响而显得恐慌，市场的恐慌常会导致波动率走扬，间接影响期权价格上升。此时，波动率上升与价格下滑的双重效果，将会引发卖权价格的急涨，但经过一段时间后，市场恐慌情绪降温且投资信心回稳，使得波动率

快速下滑，卖权的价格也会随之快速走跌。

因此，对于卖权的买方而言，除了掌握行情外，选择适当的停利点，也是极为重要的一环。另外，买入卖权的操作，在市场动荡不安时，时常是能印证赢家方程式的工具。

(三) 看不涨

当预期指数上档有压力难以突破，将使得于指数上涨机会不高时，投资人可以透过卖出买权来进行操作，如图 3 所示。

但若预期发生错误，市场指数逆势走扬时，投资人则应当善设停损点。由于卖方风险无限，因此在操作上严禁不停损，除了平仓出场之外，也可采取移动（敲定价）策略，透过转仓而转战其他敲定价并做手数调整的方法应变，或是转仓次月期权，也能采次月且不同敲定

图 2 买入卖权

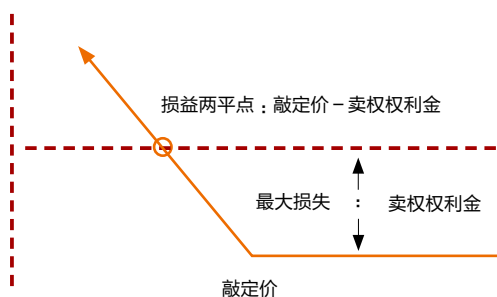
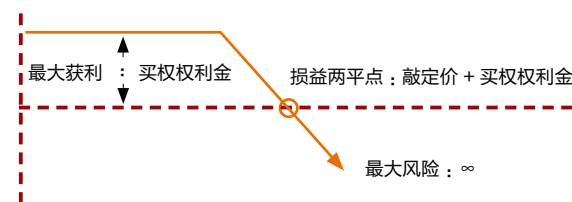


图 3 卖出买权



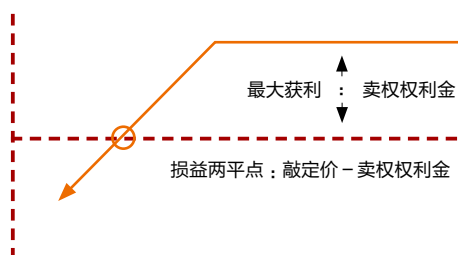
小贴士

赢家方程式：

操作期权的赢家方程式，是指买入虚值期权，且此期权随着指数的走扬或下跌，将由虚值期权转变成平值期权，再由平值期权转变为实值期权，最后成为深度实值期权。

虚值期权价格低廉，但当指数出现变化，使得虚值期权转变成实值期权时，由于内含价值增加的影响，将会使得期权价格也增加，深度实值期权的内含价值最高，价格当然也相对增加最多，因此操作若是真能如此顺利，期权的价值必然显著增值，故称之为赢家方程式。

图 4 卖出卖权



价与手数的策略来因应行情变化。

(四) 看不跌

当预期市场底部支撑力道强劲，认为指数下档空间有限时，投资人可以采取卖出卖权的方式来因应，如图 4 所示。

一般而言，卖出卖权具有最高的风险，且往往在大

跌行情出现时，由于市场恐慌气氛的增温，波动率也会随之上升，间接影响卖权价格增加，因此在指数大跌且波动率高时，对于已经卖出卖权的投资人而言十分不利，不过由于权利金高涨，反而对于空手且欲进场的卖方稍有利。另外，在使用此策略时，须特别留意期权与期货之间是否出现背离的情形。

(五) 预期盘整将突破

预期将有重大事件即将发生，且此事件会对指数造成巨大波动的影响时，可以透过买入买权，并在此同时也买入卖权，即买入跨式或是勒式策略来进行操作，如图 5 所示。

操作上需留意持有期间不宜超过 3 天，否则期权价值可能会随时间价值的减损而降低。以台湾为例，在选举之前由于市场预期选后指数将出现急涨或急跌的状况，因此许多投资人会进场同时买入买权与卖权，作跨式或

图 5 买入买权和卖权

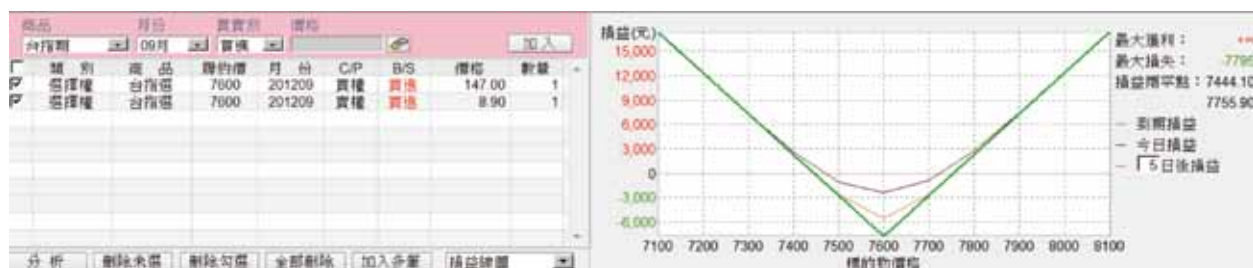
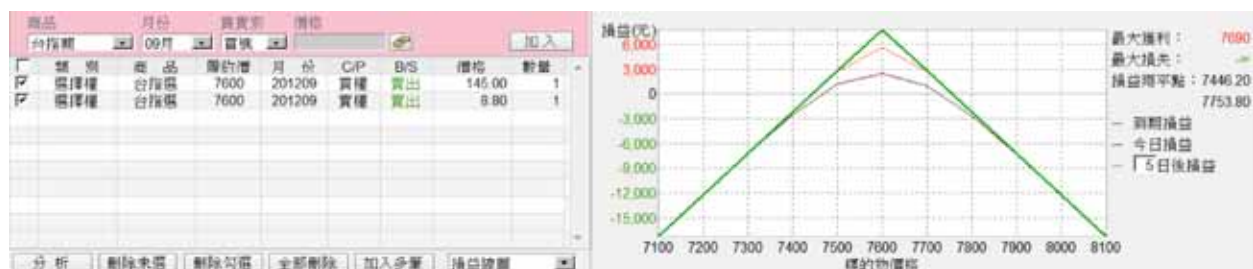


图 6 卖出买权和卖权



勒式的操作，造成期权的价格上升且波动率增加的情形。

（六）预期盘整

若是投资人预期市场将不会出现巨大波动，此时可以采用卖出买权，同时也卖出卖权的方式来进行操作，如图 6 所示。

但由于作为期权的卖方承担的风险极大，因此务必搭配移动或套期保值策略，并遵守“两不一要”原则，不要轻易将所有资金投入，必须留有足够资金以便能灵活应变变化，并切记不得逆势而为并善设止损点。

期权价差策略

在预期市场价格将走扬时，可利用买权多头价差交易来布局，亦即买入低敲定价买权，并卖出高敲定价买权进行操作。相反的，若是预期市场价格将下跌，则可以利用买入高敲定价卖权，并卖出低敲定价卖权的方式组成卖权空头价差交易。

使用价差策略的主要目的，在于赚取两个不同敲定价之间的价差，在买权多头价差策略下，最大风险为买入买权支付的权利金扣除卖出买权获取的权利金。运用卖权空头价差策略的最大风险，也仅局限在买入卖权所支付的权利金扣除卖出卖权所收取的权利金的范围，因此使用价差策略具有风险空间有限的特性。

期权的操作可分为买方与卖方两种，作为期权买方

的优点主要是损失有限，获利无穷，且资金需求小，财务杠杆较大，缺点是期权上涨速度慢，下跌速度却快，再加上买方即使看对市场行情方向，也有可能受到时间价值、波动率等因素而导致亏损；而看错方向，则更加不太可能会有获利机会，随着时间的消逝，期权的价格通常会因时间价值的减少而降低，因此买方通常期望市场在短时间就积极表态。透过价差策略，投资人不仅兼具买方与卖方的身份，也能够改善买方时间价值流逝的困扰，且藉由多空双方的组合部位，将提供更多元的交易策略以不错的报酬率的优点。

期权波动率策略

期权隐含波动率，反映了市场对指数未来波动程度的看法，而波动率的变化将会影响期权价格。在运用波动率策略时，通常可以特别留意最大未平仓量的买权与卖权，原因在于它们象征着指数上档的压力区以及下方的强力支撑区；另外，也可留意 Vega 值的状况，Vega 值代表波动率变化对期权价格的影响，当 Vega 值越大，代表期权价格受到波动率的影响越大。

在其他情况不变下，当期权波动率上升，则期权价格将增加，因此，如果投资人预期市场期权波动率将上升，则应进场买入期权；相反，如果投资人预期波动率将下跌，则应做期权的卖方。

小贴士

“两不一要”原则：

1. 不要满仓做：保留资金，以便在市场状况出现变化时，可以有足够的资金，运用移动与套期保值的策略，来进行避险或是限制损失范围的动作。
2. 不要逆势做：当市场正处于多方或空方强势的行情下，不宜以预期盘整的策略进行操作。
3. 要止损：若是希望在市场长久地生存，设定止损点，对期权卖方而言是最重要的课题，否则，当市场出现巨变时，可能一夕之间，便将大部分的资金亏损掉，造成难以挽回的后果。

当市场出现大幅度（超过 3.5%）下跌时，波动率通常扬升，但当市场信心回稳，指数也止跌回升时，波动率则会出现大跌的情况。市场上波动率迅速飙升的情况并不常出现，因此通常在市场情势稳定且期货价格变化不大时，往往会观察到买卖权皆下跌的情形。

不过，在特定事件发生之前，市场预期心理发酵之下，市场波动率有可能迅速攀升，造成买卖权皆上涨的情况。而当行情出现异常波动时，市场也较有可能出现套利机会，投资人也许能够透过合成期货策略进行套利。

合成期货是一种期权的组合式交易，透过结合买权与卖权部位形成合成期货部位。合成期货多单是由买入买权同时也卖出相同敲定价的卖权组成；而合成期货空单则是由利用卖出买权并同时买入相同敲定价的卖权所组成。透过买卖权的组合式交易，可以建构出与期货部位相同的损益图。

合成期货的妙用，除了合成部位的起始投资成本较低及具有财务杠杆的效果之外，若是合成期货与期货之间产生价差时，则有机会可以在市场中利用买低卖高来进行套利。虽然在一般的状况下，进场合成期货的价格不会和传统期货有太大的差异，而考虑交易成本之下，很难利用买入期货并同时卖出合成期货来套利。但是在市场出现极端行情时，则可能存在套利机会，而相对于

涨跌幅限制较严格的传统期货，合成期货更可以判断实时适当价格，且投资人在现货或期货市场进行放空时，也可以透过合成期货部位的方式锁住利润。

如图 7 所示，台指期涨跌幅以前一日结算价的正负 7% 为限。在 2009 年 4 月 30 日台指期涨停并以 6015 点作收，但在同一天履约价 6100 点的买权与卖权分别为 388 点与 173 点。若是以履约价 6100 点的期权进行合成期货的操作，则将合成 6315 点的期货部位，远比市场中期货价格高出 300 点。因此，若能在当日买入期货部位并卖出合成期货，则可赚取 300 点的套利空间。

由于期权的涨跌幅限制是以前一天加权指数收盘价格涨跌幅的正负 7%，而不是期权的正负 7% 为限，所以可能在期货涨停时，合成期货价格上涨幅度会更大，而当期货跌停时，合成期货也相对有更大的跌幅。因此，当极端行情出现时，合成期货的价格很可能会比期货价格更接近市场预期价格。

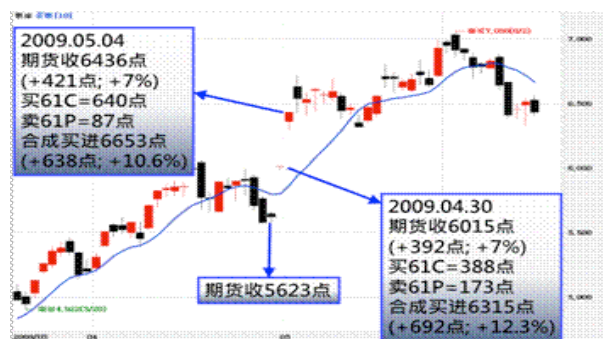
总之，在期权市场进行操作时，首先要能先行判断市场行情，再依市场行情而搭配出相对应的期权策略。如：看大涨就买入买权，看大跌则买入卖权等。除了简单的单向操作策略之外，也可采取多头或空头价差策略来进行操作，此外还能搭配期货做策略上的应用或套利。

除了事先判断市场走势及选择适当的策略进场之外，还需对市场动态保持高敏感度，当市场行情出现反转，或是发现行情判断错误时，则必须实时调整手中部位与策略。调整方法则可以透过转仓不同敲定价或是不同月份的期权，并搭配手数调整来因应行情变化。

在这诡谲多变的市场中，偶尔会有突发事件发生，造成市场产生巨大波动，进而导致多空走势的翻转。因此，投资人手中也需留有足以应变情势的资金，以便在市场走势出现巨大变化或是行情看错时，可以拥有足够的灵活度与空间适时调整策略，防止巨额损失的出现。

（作者系元大宝来期货顾问事业督导）

图 7 台湾台指期的日 k 线图



期权价格的决定因素

■ 文/高子剑

自 20 世纪初期始，期权的交易规模即日益扩大。但有趣的是，直至 1973 年，期权评价模型才正式由 Fischer Black、Myron Scholes 和 Robert Merton 提出。

换言之，在 1973 年以前，期权交易并无参考理论价。当然，不能依此推断，此前的期权市场报价必定混乱。事实上，即使在缺乏评价模型的那时，市场仍然遵守一些基本原则。例如，时间价值（Time Value）在价平（At-The-Money）的契约最大，或是期权平价理论（Put-Call Parity）等，这些关系都存在于当时的市场。

不过，可想而知的是，少了评价模型，效率必然降低。正因如此，1973 年 Black 等人提出期权评价模型时，立即引起金融界的热烈回响。

评价模型的推导起源于一个无风险投资组合： $\Pi = -f + \Delta S = -f + \frac{\partial f}{\partial S} S$ 。该公式代表发行 1 单位的衍生性商品，并同时买进 $\frac{\partial f}{\partial S}$ 单位的标的物对冲。由于此投资组合为无风险组合，因此报酬率应为无风险利率，故 $\Delta \Pi = \Pi r \Delta t$ 。

根据以上的公式，可推导出期权的评价模式。由于过程繁杂，此处不多作赘述，简单陈述结果如下。

$$\begin{aligned} c &= S_0 N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2) \\ p &= Xe^{-rT} N(-d_2) - S_0 N(-d_1) \\ d_1 &= \frac{\ln(S_0 / X) + (r + \sigma^2 / 2)T}{\sigma \sqrt{T}} \\ d_2 &= d_1 - \sigma \sqrt{T} \end{aligned}$$

上述公式中，C 代表看涨期权的价格，P 代表看跌期权的价格。 $N(d_1)$ 即 d_1 的正态分布累积值，若 d_1 的 $-\infty$ ， $N(d_1)=0$ ； $d_1=0$ ， $N(d_1)=0.5$ ； $d_1=+\infty$ ， $N(d_1)=1$ 。

而各项参数的意义为，

S_0 ：目前现货价

X：行权价

r：无风险利率

T：距离到期日天数 / 250

σ ：隐含波动度（%）

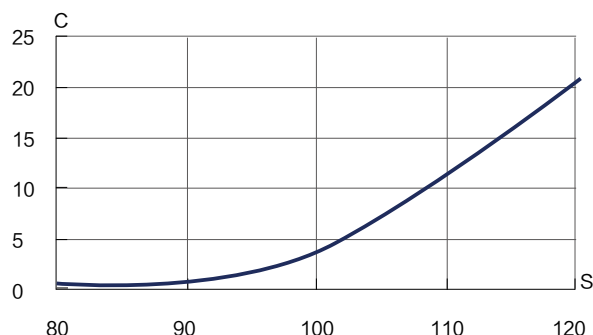
有了以上的公式后，将设定好的条件代入以求取理论价值，就可以进一步探讨期权价格的影响因素。

影响因子 1：标的物现货价格

开始讨论之前，先将期权的规格标准化为欧式期权，标的物价格（S）与行权价（K）同为 100 元，无风险利率（r）=2%，距离到期日（t）=30 天，隐含波动度（ σ ）=25%。

根据这些参数，可以得出看涨期权价格（C）与标的物价格（S）之间的关系如图 1。

图 1 看涨期权价格（C）与标的物价格（S）之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

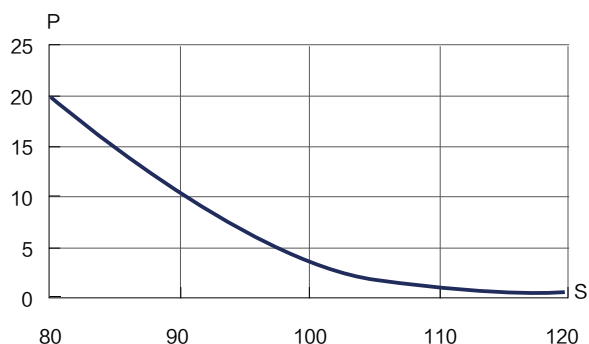
由图 1 可发现，标的物价愈高，看涨期权的价格

愈高；标的物价格愈低，看涨期权的价格愈低，二者呈现正向关系。解释其原因：首先，看涨期权赋予持有者用 100 元买入标的物的权利。那么，到期时标的物越贵越好，超过 100 元的部分都是获利。虽然图 1 是“现在”的价格，不代表到期一定会超过 100 元，但是现在 110 元，总比 90 元，在到期时超过 100 元的机会大吧。

因此，价格愈高，看涨期权的履约几率愈高，价格也愈高；标的物价格愈低，看涨期权的履约几率愈低，价格也愈低。

如同看涨期权的方法，看跌期权价格 (P) 与标的价格 (S) 之间的关系如图 2。

图 2 看跌期权价格 (P) 与标的物价格 (S) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

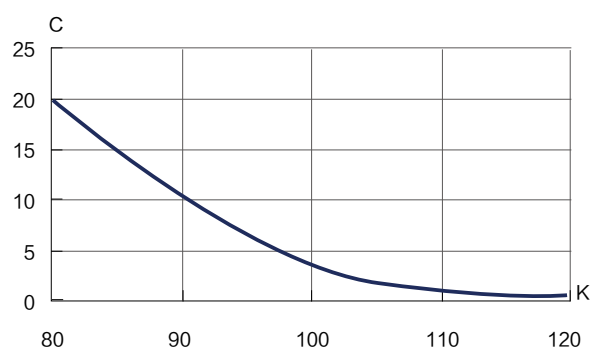
由图 2 可发现，标的物价格愈低，看跌期权的价格愈高；标的物价格愈高，看跌期权的价格愈低，二者呈反向关系。原因和看涨期权类似，看跌期权赋予持有者用 100 元卖出标的物的权利。那么，到期时标的物越便宜越好，低于 100 元的部分都是获利。

影响因子 2：行权价格

看涨期权价格 (C) 与行权价格 (K) 之间的关系如图 3。

行权价愈低，看涨期权的价格愈高；行权价愈高，看涨期权的价格愈低，二者呈现反向关系。理由很简单，

图 3 看涨期权价格 (C) 与行权价格 (K) 之间的关系

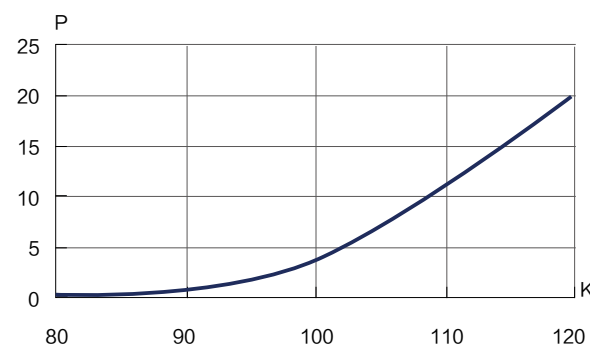


资料来源：东方证券研究所金融工程组

标的物目前的价格保持 100 元不动，行权价越低，看涨期权的履约价值越高；行权价越高，看涨期权的履约价值越低。

看跌期权价格 (P) 与标的物价格 (S) 之间的关系如图 4。

图 4 看跌期权价格 (P) 与行权价格 (K) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

行权价越高，看跌期权的价格越高；行权价越低，看跌期权的价格越低，二者呈现正向关系。原因类似，行权价越高，看跌期权的履约价值越高。

影响因子 3：距到期时间

时间也是期权价格的一项重要影响因素。看涨期权价格 (C) 与距到期时间 (T, 单位为月) 之间的关系如图 5。

图 5 看涨期权价格 (C) 与距到期时间 (T) 之间的关系



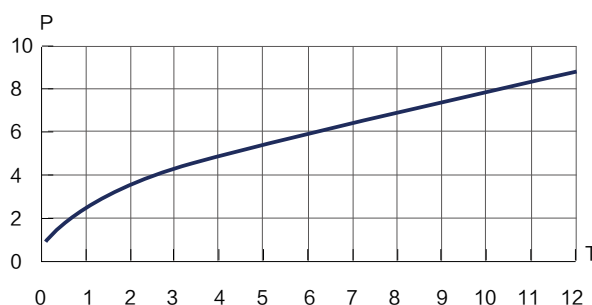
资料来源：东方证券研究所金融工程组

由图 5 可知，距离到期日越久，看涨期权的价格越高。这出自期权很重要的特性——“风险有限、希望无穷”。现在的股价是 100 元，如果无风险利率是 0，无论是 1 天后、1 周后、1 年后，股价的期望值都是 100 元。对于看涨期权的买方而言，100 元以下与他无关，亏损固定为买入期权的花费；超过 100 元就不一样了，涨越多赚越多。那么，到期日越长，涨到 150 元的概率增加，收益也就增加。虽然跌至 50 元的概率和涨到 150 元的概率一样，但是跌更多不会增加亏损。

这就像从楼顶抛物，如果风向随机，扔 10000 次，楼高 10 米或 100 米，落点分布的中心都是原点。但是，100 米的分布会比较广，距离中心的少，远离中心的多。买看涨期权的人就是希望分布越广越好，涨多多赚，跌多却不多赔。

如同看涨期权的方法，我们也依照看涨期权的条件讨论看跌期权价格 (P) 与距到期时间 (T) 之间的关系如图 6。

图 6 看跌期权价格 (P) 与距到期时间 (T) 之间的关系



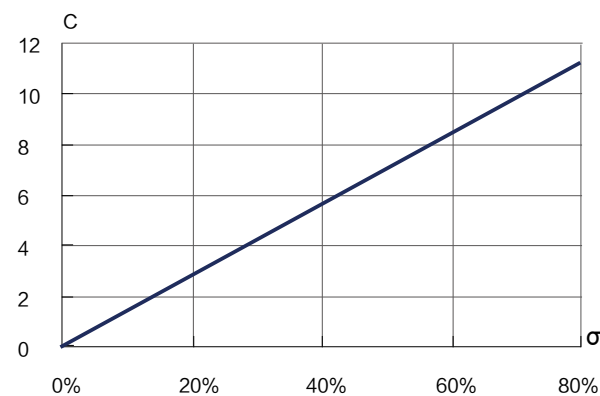
资料来源：东方证券研究所金融工程组

距离到期日越久，看跌期权的价格越高。道理和看涨期权一样，对买方而言，时间越长，跌多多赚，涨多却不多赔。

影响因子 4：隐含波动度

隐含波动度可以视为期权价格的最重要影响因素，因为其他的因素都非期权投资人决定，唯独隐含波动率。隐含波动度 (σ) 与看涨期权价格 (C) 的关系如图 7。

图 7 看涨期权价格 (C) 与隐含波动度 (σ) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

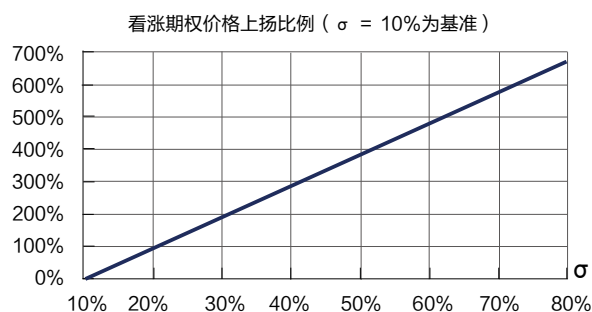
隐含波动度越大，看涨期权的价格越高。因为波动

度越大，大涨的概率越高；虽然大跌的概率也增加，但是下跌幅度对买方没有差别。还是楼顶抛物的比喻，如果楼高等于时间，波动就等于风力。同样的楼高，风力越强，分布也会越广。

由图 7 可看出，二者之间上扬的幅度几乎成一直线。举例来说，要让期权价格自 2 元上升 1 倍至 4 元，隐含波动度大约自 15% 上扬至 30% 即可。由此可看出隐含波动度的变化将造成期权价格的明显改变。

为了探讨这个现象，我们将纵轴自期权价格改为价格的涨幅，以隐含波动度 = 10% 为基准。如此即可比较出隐含波动度对期权价格的影响程度。

图 8 看涨期权价格涨幅与隐含波动度 (σ) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

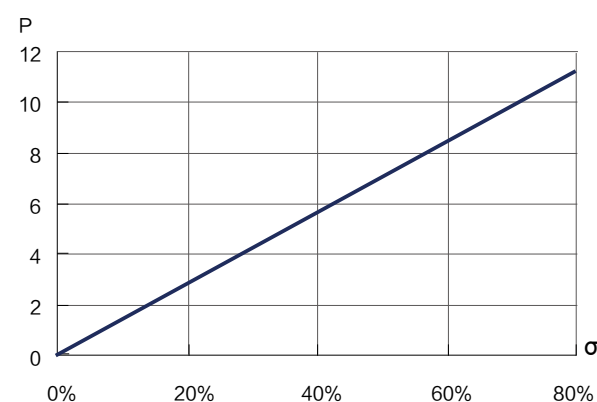
由图 8 可看出，平价看涨期权隐含波动度每增加 10%，期权价格就增加 1 倍，并且呈现稳定增加的趋势。若将行权价转移至价外 (Out-of-The-Money) 5%，关系将改为隐含波动度每增加 5%，期权价格就增加 1 倍。

如同看涨期权的方法，看跌期权价格 (P) 与隐含波动度 (σ) 之间的关系如图 9。

关系如同看涨期权，理由也相同。再将纵轴自价格改为看跌期权价格的涨幅，以隐含波动度 = 10% 时计算出的价格为基准。如图 10，结果也类似。

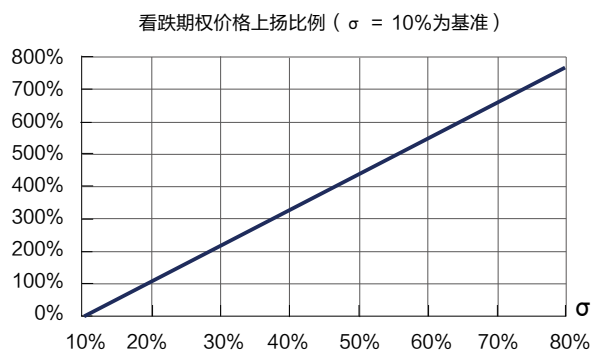
隐含波动度上升 10% 甚或更高，容易出现吗？以标普 500 期权为例，2011 年 7 月 1 日为 15.8%，8 月 8

图 9 看跌期权价格 (P) 与隐含波动度 (σ) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

图 10 看跌期权价格涨幅与隐含波动度 (σ) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

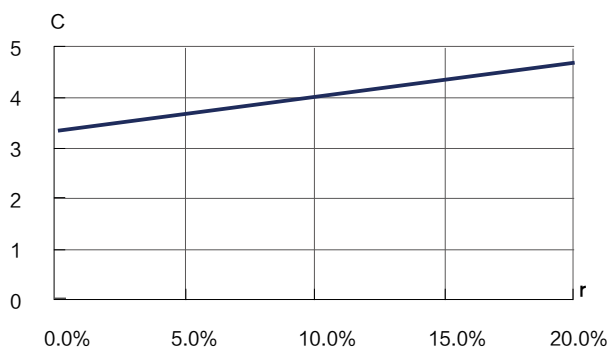
日上升至 48.0%，38 天，增加 32.2%。2008 年 8 月 22 日为 18.8%，10 月 27 日上升至 80.1%，66 天，增加 61.3%。由此可见，隐含波动率的大幅变化不难出现。

因为隐含波动度在期权领域非常重要，其他有关隐含波动度特性的议题，还可专门讨论。

影响因子 5：无风险利率

接下来，我们探讨最后一个影响因子——无风险利率 (r)，其与期权价格之间的关系。以看涨期权为例，在图 11。

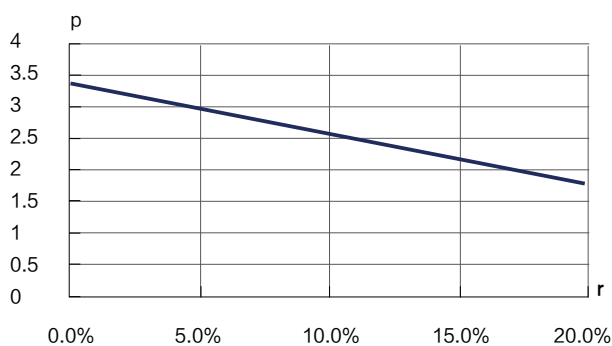
图 11 看涨期权价格 (C) 与无风险利率 (r) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

由图 11 可知，无风险利率越大，看涨期权的价格越高；无风险利率越小，看涨期权的价格越低。解释这个现象就稍微复杂一点，首先，看涨期权是未来买进标的物的权利，所以当无风险利率越高，标的物的折现值越小，对买方有利，对卖方不利。因此，无风险利率越大，看涨期权的价格越高。相反，当无风险利率越低，标的物的折现

图 12 看跌期权价格 (P) 与无风险利率 (r) 之间的关系



资料来源：东方证券研究所金融工程组

值越大，对买方不利，对卖方有利。因此，无风险利率越小，看涨期权的价格越低。总之，无风险利率越大，看涨期权的价格越高；无风险利率

越小，看涨期权的价格越低，二者呈现正向关系。

仿照看涨期权，我们也绘制无风险利率 (r) 与看跌期权价格 (P) 之间的关系如图 12。

由图 12 可知，无风险利率越大，看跌期权的价格越低；无风险利率越小，看跌期权的价格越高。解释这个现象，首先，看跌期权是未来卖出标的物的权利，所以当无风险利率越高，标的物的折现值越小，对买方不利，对卖方有利。因此，无风险利率越大，看跌期权的价格越低。相反，当无风险利率越低，标的物的折现值越大，对买方有利，对卖方不利。因此，无风险利率越小，看跌期权的价格越高。总之，无风险利率越大，看跌期权的价格越低；无风险利率越小，看跌期权的价格越高，二者呈现反向关系。

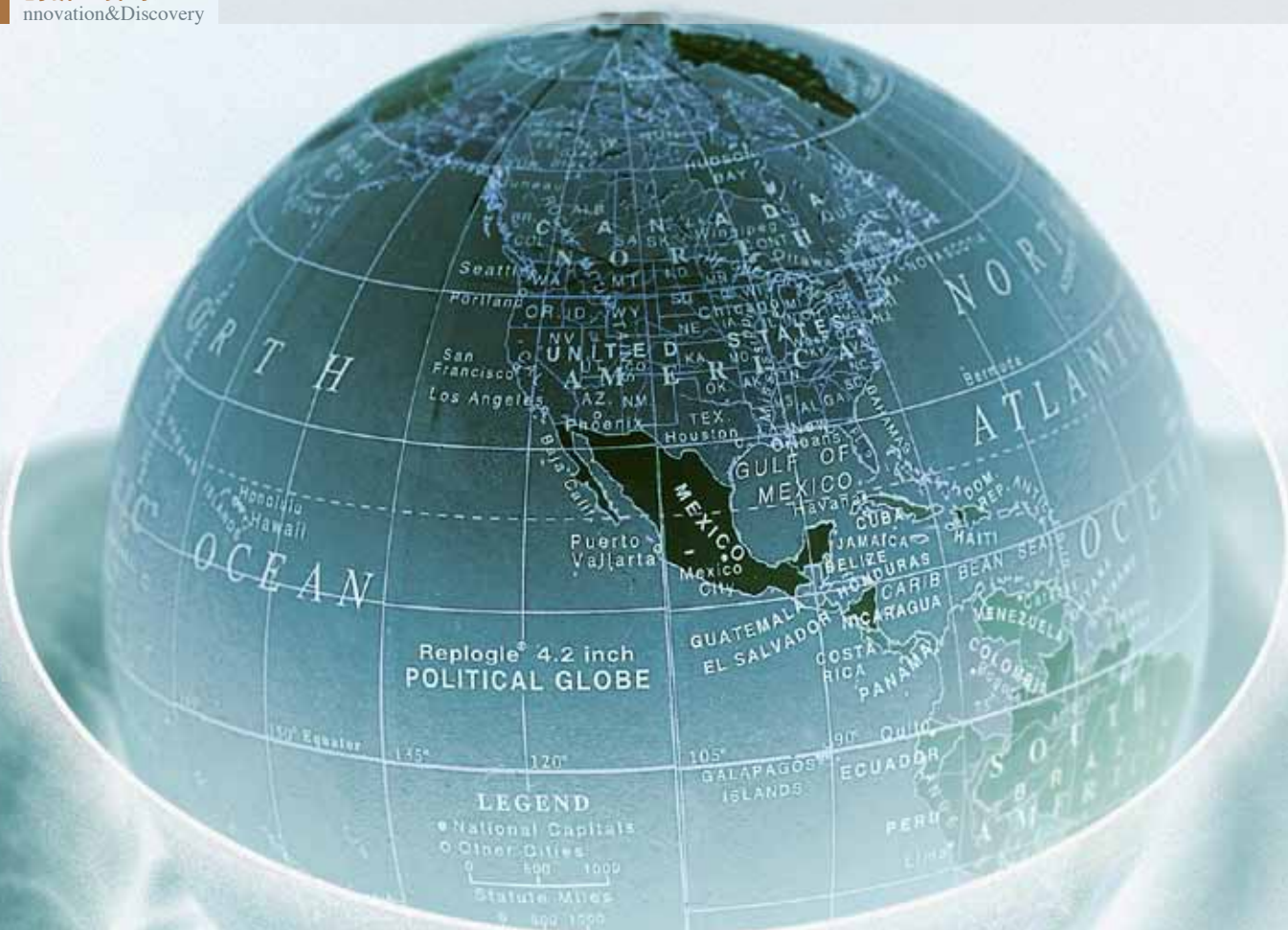
在实务交易中，无风险利率是最容易被交易员忽略的因子。原因很简单，利率不会骤升骤降。利率上升 0.5%，期权价格才上升 1%。利率变化 0.5% 已经是不容易的事情，更何况区区 1% 的期权价格变化。

我们将以上五个期权价格的影响因子列出如下表：

	看涨期权(CALL)	看跌期权(PUT)
行权价 (K)	-	+
现货价格(S)	+	-
距离到期日 (T)	+	+
无风险利率 (r)	+	-
波动率 (σ)	+	+

上表中，“+”即代表正向关系，以行权价为例，与看跌期权的关系为“+”，意即行权价越高，看跌期权的价格越高；行权价越低，看跌期权的价格越低。“-”即代表反向关系，以无风险利率为例，与看跌期权的关系为“-”，意即无风险利率越大，看跌期权的价格越低；无风险利率越小，看跌期权的价格越高。

（作者系东方证券研究所金融衍生品首席分析师）



3.0 理论与现货市场指数期货

——对期货市场功能的再认识与理论及实践之创新

■ 文 / 曹汝明 邢精平 马文胜

期货起源于现货，反映了实体经济发展的内在需求；期货交易是以现货交易为基础的更高级的市场形式，它既是现货市场的延伸，也是现货市场发展的必然产物，而期货市场本身也在由低级、低层次向高级、高层次的演变之中不断走向成熟，并磕磕绊绊地努力创新，以便跟上实体经济发展的脚步。

深入研究期货产品与经济发展的历史渊源，有助于认清期货市场

所处的阶段并明确发展方向。以期货市场与实体经济结伴发展的轨迹为导向，我们将两者的关系划分为三个时代，即1.0时代、2.0时代和3.0时代。

这三个阶段囊括了由商品期货起步，经过金融期货与期货价格指数期货的转化再升华到现货价格指数期货，从而在更高层次上与现货市场建立关联的整个历程。回顾这一过程，使我们对期货市场必须服

务于实体经济这一论断有了更加深刻的理解，并对3.0时代理论充满信心。

一、1.0时代与交易品种

19世纪中叶，芝加哥已发展成为重要的农产品集散地和加工中心，但价格剧烈波动困扰着农产品生产与消费，农产品期货应运而生。1876年成立的伦敦金属交易所（LME）开创了金属期货交

易之先河。随着全球主要资本主义国家从以农业为主逐步转向现代工业化生产,期货合约的种类逐渐从传统的农产品扩大到金属、贵金属等。20世纪70年代初发生的石油危机,推动了石油等能源期货的产生。

在150余年的发展历程中,商品期货交易的品种没有大突破,农产品、金属、能源等大宗商品一直是主流品种,价格形成机制与功能也没有实质性变化,这就是以大宗商品期货为特征的1.0时代。这一时代是实体经济自然进化的产物,源于经济发展对大宗商品风险管理的最初需求,其特征为:

第一,上市品种直接服务于实体经济,服务于农业、工业的生产与消费需求。本阶段属于资源消耗型的生产或消费,大宗商品占生产(或消费)的成本比很高,同时,实体经济占据社会经济的主导地位,虚拟经济发展平稳,期货市场所涉及的商品或行业开始较有规模地发展。

第二,本阶段的期货市场,主要由大宗商品价格大幅波动给产业链中企业带来较大风险所产生的压力催生,因此,在价格管理与风险管理方面,期货市场成绩显赫。

第三,由于经济全球化与贸易全球化的发展,商品市场努力寻求更广阔、更便利及更畅通的物流通道,为满足这一需求,期货市场还展示出提供综合性物流通道的能力。

第四,各类信息开始聚焦于商品期货市场,基础现货市场价格不连续,多空机制、标准化合约机制以及杠杆机制使得期货市场具有更好的流动性,价格发现功能明显。现货市场的间断性价格用作交易参考,但不影响期货市场的实时交易功能。

第五,实物交割。期货与现货价格收敛于交割环节。期货与现货交易过程中的套利行为抑制了市场操纵。

二、2.0时代与交易品种

20世纪70年代初国际经济形势发生急剧变化,固定汇率制被浮动汇率制所取代,利率管制等金融管制政策逐渐取消,汇率、利率频繁剧烈波动。1972年5月,芝加哥商业交易所(CME)首次推出了外汇期货合约;1975年10月,芝加哥期货交易所(CBOT)第一个推出利率期货合约;1982年2月,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)开发了价值线综合指数期货合约,使股票价格指数也成了期货交易的对象。

金融期货将期货市场推入2.0时代,并在全球期货市场中占据主导地位。2010年至2011年,金融衍生品交易量占全球衍生品交易总量的86.7%和88.7%。这一时代的特征为:

第一,随着金融市场日益成熟与完善,蓄势已久的虚拟经济终于走上主要舞台并与实体经济双分天下,更有超越之势。量变

促成质变,期货市场开始向金融产品延伸。

第二,此时的国际经济形势日趋复杂化,各类金融产品价格波动剧烈,借鉴商品期货风险管理的经验,金融期货应运而生。金融期货直接服务于虚拟经济,为股票、利率或外汇等价格与风险管理提供工具。

第三,金融期货交易给金融市场注入了新鲜血液并带来几何级数的增长,建立在金融现货乃至金融期货之上的衍生品市场发展迅速。没过多久,金融期货市场已经成为服务资本市场、债券市场及外汇市场的重要大类资产市场。本阶段的期货市场几乎倾其所能地作用于金融市场,并直接促进了金融市场的蓬勃发展。

第四,金融期货在金融产品实现价格连续的基础上努力提高效率,但价格发现功能退化。

第五,现金交割不需要设立交割库,期货与现货收敛于最后交易日,实时套利使期货、现货成为一体市场,符合一价定律。

三、过渡期的2.5时代与交易品种

20世纪末至21世纪初,伴随全球货币超发现象,大宗商品出现了一波大牛市,价格快速上涨。CME等推出了商品期货价格指数期货,其中知名度最高的是罗杰斯国际商品指数(RICI)、美国路透商品价格指数(CRB)和标普一高盛商品指数(GSCI)等。2005年,

罗杰斯国际商品指数期货 (Rogers International TRAKRS) 交易量曾超过 3600 万张, 在全球指数期货合约中排名第六。

大宗商品与金融期货相结合, 诞生了商品期货价格指数期货, 期货市场从此进入 2.5 时代, 其特征是:

第一, 商品指数期货具有反映商品市场价格综合情况的特性, 作为在 2.0 版本上延伸而来的金融期货衍生品, 并没脱离金融期货的怀抱, 仅属于 2.0 版本的升级版。

第二, 以数种或数十种商品期货的价格为基础的指数, 不能准确代表任何一种商品, 因此, 不能服务于特定产业的生产与消费。其脱离了实体经济基础, 主要用于对冲通胀风险, 满足财富管理的需求。随着通胀预期下降, 对这类指数的交易需求也会下降, 因而具有过渡性。目前, 罗杰斯国际商品指数、路透商品价格指数等期货合约的冷清交易就可说明这一点。

第三, 基础市场源于期货合约, 价格连续, 交易效率高。正如金融期货价格发现功能明显退化一样, 商品指数期货的价格发现功能也不明显。

第四, 现金交割。保持了期货 2.0 时代最重要的特征, 期货与指数收敛于交割。套利、对冲交易成为很多机构投资者的主要交易手段。

四、3.0 时代与交易品种

20 世纪 50 年代以来, 电子计算机与通信技术的结合引发了信息科学技术革命, 使得信息技术迅速

赶超材料、能源, 并成为影响人类社会发展的决定性力量。信息资源的开发利用日益走向社会化、产业化, 并深深融入人们的生产生活中, 极大提高了现代社会的运作效率, 改善了社会活动质量, 甚至创建了新的社会活动模式, 人类从此跨入信息化时代。

在工业化或信息化时期, 科技进步和广泛应用信息技术是人类文明进程中的两个重要发展阶段, 也是人类进入现代化和后现代化的两个基本标志。

以高度的工业化和科技进步为基础, 西方发达国家于上世纪中叶掀起了信息化浪潮。信息技术的融入, 促进工业化运作水平进一步提高。环顾全球, 信息化与工业化已进入相互促进、影响和融合的蜜月期。

在信息化时代, 全球经济结构发生巨大变化, 经济结构的重心由原材料粗加工转向设计加工, 由低附加值的劳动密集型产业转向高附加值的技术密集型产业。同时, 人类的生产与生活开始逐步脱离对原有自然资源的过度及简单依赖, 消费观开始转入以更多附加值为主要价值体现的新时期。

与传统的工业生产不同, 在信息化产品中, 铜、铝及原油等大宗原材料成本占比明显降低, 而智力成本占比则大幅提升并占据主导地位, 商品价格变动也呈现新的特点。因而, 现有的期货产品已不能很好匹配现货市场并为相关的生产与消费活动提供风险管理工具。

在产业结构升级的大背景下, 作为实体经济风险管理工具的期货市场必然要作相应的升级跟进, 否则就会与实体经济相脱节, 陷入虚拟游戏的泥潭。

当今的信息化社会中, 微电子技术造就了成千上万的信息技术应用, 电子产品种类繁多, 很难标准化, 开发单个现货产成品期货合约的难度极大, 很难找出一种集通用性、实用性及操作性为一身的风险管理工具。考虑到我国电子产业的雄厚基础及其产品销售总额在国际上占统治地位的现实, 借鉴 2.5 经验, 用同类产品编制价格指数, 适时推出电子市场价格指数类期货, 似乎已经成了期货市场服务于新经济发展的一项相当识时务的选择。

可以预期, 以电子化为特征的高附加值产品一旦与金融期货相结合, 势必把期货市场引入 3.0 时代。这个时代应具备以下特征:

第一, 必须服务于实体经济的强大压力, 使期货市场在更高层面寻觅到与现货市场相会的契合点, 并使两者在更加宽泛、更加深入的范围内建立起紧密联系。从此, 期货市场的服务功能不仅体现在传统的生产与消费领域, 更能与时俱进, 进一步满足信息化生产与消费的风险管理需求, 同时, 弥补大宗原料性商品期货在新经济条件下的明显滞后与不足。

第二, 现货价格指数能够起到综合某类商品的作用。在实体经济中, 除大宗商品外, 还充斥着难以



标准化的大量其他商品，现货价格指数涵盖了某一大类商品的价格信息，可为除大宗商品之外的其他商品提供参照并发挥风险管理作用。综合类、主导产品类、专属产品类或元器件类等多种现货价格指数并存，为市场提供多种对冲风险的机会。

第三，基础市场价格以商品现货为基础，价格指数按既定时点发布，重现大宗商品价格不连续的特征，期货市场的价格发现功能得到充分发挥。间断性现货价格指数可以用作期货交易的参考。

第四，由于指数交割缺乏直接对应的实物，必须借用金融期货的现金交割模式，期货与指数收敛于交割日。由于套利功能受很大限制，需要引入 2.5 时代的交易与风险管理手段。

五、结束语

期货市场诞生以来，先后经历了由商品期货到金融期货和与金融期货共存阶段，此过程中，商品期货的上市品种虽然不断增加，但万变不离其宗，农产品、金属、能源等大宗原料性商品一直占据主导地位。既然长期成为主流，就说明一定是在相关层面上充分发挥了作用，只是今天的世界经济已经与一百多年前、几十年前甚至十几年前大不相同。

在实体经济不断发生重大结构性调整、商品市场加速升级换代的今天，期货市场是不是也到了通过创新来更进一步的时候？

创新是现代经济的旗帜，也是金融市场的生命。我们注意到，中国的期货市场虽然在创新中较好地发挥了功能，但在做深

做细现有产品，加深与相关产业的关联度，更好服务于实体经济方面似乎还有很大的努力空间。因此，紧密结合我国实体经济发展的实际，突破现有期货理论，不断探索更加有效的期货品种及交易方式，使期货市场在实体经济运行中更好地发挥作用，已成为所有相关人士义不容辞的责任。

经初步论证，开发中国电子产品价格指数期货基本上是可行的。境外市场也有一例类似的创新案例，如在波罗的海交易所上市交易的波罗的海干散货指数（BDI）的远期合约（BFA）。当然，在现货市场价格指数期货合约的价格形成机制、交易、结算与发挥风险管理功能等方面，还有很多细节尚需做深入研究。

显然，3.0 理论并不是简单地
为期货市场划段而出现的，催生
它的原动力来自实体经济迅猛发展
数十年所积累的巨大能量和实际需
求。这些需求像磁石，吸引社会上
的服务性功能围绕自己发挥作用。
而金融服务业顺势而为，以应有的
敏感性及适应性，不失时机地为母

体提供高质量的服务，才是其作为
服务者最该做的。

一个多世纪前，美、英两国将
1.0 时代引入人们的视线，20 世纪
70 年代，作为全球金融中心，美国
再次引领了 2.0 时代的期货品种
创新，而中国人一直在扮演追随者
与模仿者的角色。今天的中国已经

成为世界经济圈中举足轻重的力
量，其制造业更是称雄国际市场，
电子产品占有率十之有八，我们已
经有了多说几句话的本钱和从国家
战略高度考量事情的必要。面对重
大的历史机遇，我们不禁要问：中
国为什么不能成为 3.0 时代品种创
新的引领者？

作者简介

曹汝明：

深圳期货市场早期
创建者之一，1994
年深圳市期货管理



办公室成立后的首任负责人，深圳市
期货管理办公室与深圳市证券管理办
公室合并后，任分管期货的副主任。
同时，作为“深圳市整顿期货市场秩
序协调小组”办公室负责人，顶住极
大压力，推动有关部门成功打击了猖
獗一时的非法境外期货活动。

1998 年任深圳证监局副局长。作为中
国证监会系统对期货市场持续监管时
间最久的工作人员，除了努力实施及
时、到位、有效、适度的监管外，还
为市场诚信体系建设及监管水平提高
做了大量建设性工作。近年来，受期
货部委托，作为牵头人或课题组组
长，完成了研究起草期货公司涉外业
务管理规范文件及期货市场发展战略
等工作。2010 年任深圳证监局巡视
员，2012 年 8 月退休。

邢精平：

博士后、
正高级会
计师，现
任深圳证



券信息有限公司总
经理助理、首席分析
师。2000 年以来，先
后任职于中国人民银
行南京分行、深圳证
券交易所等。2006 年
至 2007 年，参与中国
金融期货交易所筹建
及沪深 300 股指期货
合约设计。2007 年，
执笔研究报告——
《中国期货市场未
来五到十年发展战略》。2010 年，被
深圳市政府认定为
深圳市地方级领军
人才。

马文胜：

现任新湖期
货有限公司
董事长，兼



任中国期货
业协会副会长、上海市期货
同业公会会长、上海期货交
易所理事、大连商品交易所
交易委员会主任、郑州商品
交易所交易委员会主任、上
海市闸北区政协第十三届委
员会委员、民革党员。
先后荣获“2004 年中国期
货市场十大风云人物”，
“2008 年领航中国期货卓越
人物”、“2008 年中国期
货业最具影响力人物”、
“2009 年中国期货业最
具影响力人物”、“2010
年期货杰出掌门人”和
“2011 年沪上十大金融领
袖”等荣誉称号。

衍生品市场发展与组合式金融操作时代

■ 文 / 臧大年

国内商品期货发展已有十多年时间,一些品种交易量已居世界之冠;金融期货,如沪深300指数期货也于2010年4月16日挂牌上市,市场稳定发展。相信很多人知道期货具备规避风险的功能,但事实上,衍生商品(例如期货与期权)的功能是帮助交易人重组其投资组合的损益(Reshaping the portfolio's payoffs),避险只是其中的一部分。

衍生商品由目标物(现货)繁衍而来,影响价格的因素大同小异,所以价格呈现相关。如果部位方向相反,彼此会冲销,藉以降低目标物的损失,具“压缩”的功能;如果部位同方向,便有“放大”或“增强”的效果,经由不同的搭配或组合,投资人可以改变投资组合的损益,以达到特定的投资目的或藉由组合取得市场上没有、但是有需要的损益曲线。

避险只是其中的一面,缩小的那一部分。

一、完全市场

相信很多人对“完全竞争市

场”(Perfectly competitive market)或“效率市场”(Efficient market)等概念不陌生,事实上“完全市场”(Complete market)这个概念同样重要。

不同的投资人或财务管理决策者面临的情况不同,对未来也有不同的预期或想法,因而所作的决策以及用来完成其目标的金融工具也彼此不同。完全市场代表金融市场上提供完整的金融工具,使不同人的可以藉由金融工具的交易得以实践。

有两种方式可以达到完全市场的目标:第一,让不同的金融工具尽量在市场上流通。金融工具有其特定的损益曲线¹。也就是说,市场上有许多不同的损益形态供选择。但此方式的缺点是金融工具的种类与数量将会很多很多,金融产品上市本身有其成本,交易人也必须担负搜寻成本,如此一来社会付出的将非常大;

第二,同样能达到目标但比较有效率的方式是,市场只提供特性不同的基本工具,不同的人就基本工具再做组合以完成其金融操作的

目标。换言之,前者是用增加“产品”的方式,而后者是用“产品组合”。

一个健全的金融市场(或完全市场)并不需要提供千百种工具,凡是可以经由产品组合复制的产品都是多余的,但完全市场必须提供足够的基本金融工具,否则,巧妇难为无米之炊。有了必要的基本工具之后,应用(或组合)之巧妙在乎投资人或财务操作者本身。

可用七巧板打比喻作进一步说明。图1之(1)代表市场上有三种商品(各自的形状不同),交易人甲、乙、丙各取所需在市场上买到其所要的(图形);图1之(2)则不一样,市场上除了基本图形(例如圆形、正方形、长方形、三角形与菱形)外不再提供拼装完成的图形,交易人就所需自行取材再加以拼装。

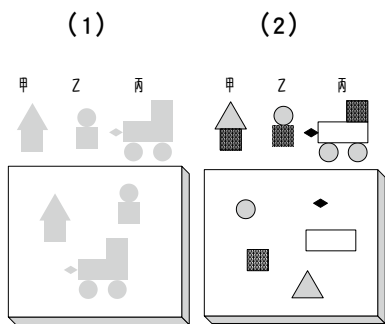
以图1来看,不论是哪一种方式结果似乎都是一样的,但当交易人数增加后,两者的差异变得很明显。如果采用图1之(1)的方式,市场上的工具必须相对应地增加很多,但在第二种方式下,只要基本图形完备(变化够多),需要增加

¹事实上金融工具是一纸法律契约,法律着重的是契约相关人的权利与义务,权利蕴含利得或利益,伴随义务的往往是付出或代价,所以从财务金融或财务管理的角度,金融工具代表特定的损益曲线。

的可能只是组合的专业知识与变化技巧。

七巧板之所以称巧，是因为其包含七块形状不同的板块，组合后可以拼出变化更多、形状更复杂的图案，板块与板块之间的形状愈不同，拼图的效果就愈好。假若只是单单七块形状相同或相似的面子，组合出来的形状变化便很单调，不足以称巧。

图 1 七巧板与组合金融产品



换句话说，如果七巧板变成八巧板，新增的板块形状与原来七巧板中某一块相同或相似的话则功能并不大，只有在与原来板块形状不同时才可以增加拼图的空间度。

熟悉线性代数的人知道，有了 X 与 Y 轴后，两度空间的向量均可以用这两根轴为基础表达出来，但用 X、Y 两根轴表示三度空间则没有办法，必须再增加 Z 轴。

X、Y、Z 轴的特性是彼此九十度正交，以凸显之间的差异性（各有各的空间度）。若有一个 3 行及 3 列的矩阵，其中一行是由其他行组合而成，则这个矩阵的空间度只

有 2x3，而非 3x3，和上述要表达的概念一模一样。

基本金融工具就好比形状不同的板块，具有不同的特性。常见的基本工具有银行存款、票券、债券、股票、期货、远期合约与期权等。相关书籍中常讨论的交易策略，例如 Covered Call、Protective Put、Straddle、Strangle、Spread 等等，都是由基本工具组合而来。换言之，只要市场提供基本工具，以上交易策略便没有必要再成为独立的商品。推出在市场上已存有相同类型的金融工具并无实质经济效益。

很多人说“国内的投资工具或金融产品还不够”，这句话如果在金融产品后面再加上“类别”两个字便更正确、更完整。金融市场之发展，需要的不仅仅是“新产品”，更需要的是代表不同损益曲线的“新产品类”。

二、衍生商品与组合式财务操作

避险工具或方式有很多种，大致可以分为内在的与外部的两类，不同的机构所面临的情况以及自身的能力不尽相同，所以对付风险的方式也不同。当一艘快艇遇到水雷区时，由于灵活，它可以采用迂回绕道的方式继续前进，但如果是航空母舰转弯绕道则很费事，比较好的方式是靠护航的驱逐舰或直升飞机帮助清除水雷。

快艇迂回绕道是内在功能的发挥，而护航的舰艇与直升飞机是外

在的工具，衍生商品是上述的后者，属于外部的工具。兹以期货与期权为例进一步说明于下。

（一）期货

某股票基金于某年 6 月间完成募资，由于机会不错（当时大盘指数为 3000 点）当即进场购买股票，来年 2 月初，投资组合已累积了相当的利润（大盘指数为 3500 点）。基金管理人判断股市可能向下调整，当然，基金管理人可以将持股卖掉以避免市场下跌所带来的损失，但会因此丧失除权除息的机会，另外，现在卖掉、将来再买回来必须付出成本。

为参加除权除息、保护既有的利润及成本的考虑下，基金管理人用股指期货契约避险，图 2 为避险的损益曲线。避险者利用期货将投资组合的斜率变小，不像原来那样陡，避险者可以利用期货改变投资组合损益曲线斜率的大小。

（二）期权

熟悉期权的读者都知道，期权报酬曲线与其他金融工具最不一样的地方是“会转弯”，当它与其他金融工具放在一起的时候，像一把刀可以砍或改变资产组合的报酬曲线，所以重组的功效特别强。

如果投资人只投资在股票市场，其损益曲线向右上角与左下角延伸，随着市场上、下起伏（参见图 3 中股票部位损益曲线），加入卖权后，卖权的利得冲销空头市场所带来的股票投资损失，将资产组合的损益曲线改变为图中的黑线部分。

图2 期货避险损益曲线

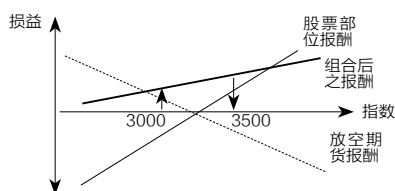
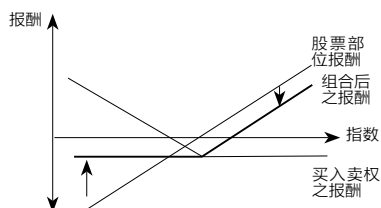


图3 期权避险损益曲线



过去在国内投资股票可以说是“0或1”的选择：“1”代表把钱投资在股票市场，必须面对市场或个股的上下起伏；“0”代表把钱从股市撤出来，放在定存或其他固定收益的工具上（就好比上述快艇迂回绕道），光谱中有一段是空白的。金融工具多了后，会变成“0与1之间”的选择，只要工具搭配得当，投资人可以达到0与1之间的任何点。

相信国内未来的变化是：资产组合的金额会愈来愈大，不同类别的金融工具会愈来愈多。正确的金融操作是以股票或债券为主轴（就好比上述的主力舰或航空母舰），有其一定的任务、目标与航程，遇到状况时由护航的衍生商品（上述的驱逐舰或直升飞机）帮助处理。

在新架构之下，有现货股票部

位的人就不必像惊弓之鸟动辄从现货市场将资金撤离，这样资本市场资金才得以稳定地累积，更有效地发挥市场功能。

作者多次被问到衍生商品与赌博有什么差异。两者不同之处有很多，其中一项是金融工具（包含衍生商品）价格的波动是因为原料或融资成本、公司管理、产业状况、市场供需、政府政策、经济情况、汇率变动、甚或国际情势等因素，而赌博的不确定性是人为主动创造的。

另外一项不一样的地方，便与我们现在所讨论的有密切关系，赌场中分为好几个区域，例如吃角子老虎、二十一点、梭哈、牌九……吾人在赌场中可能先玩二十一点，再拉一下吃角子老虎，彼此并无关联，金融工具则不同，金融市场也分成好些块，有股票、债券、票券、期货、期权，各有其特性与功能，是彼此搭配的，经由不同的组合可以改变投资组合的报酬以达到特定的目标。

三、操作与管理上可注意的事项

顺着上述“组合式操作”的概念延伸，将在工具操作与管理政策上可注意的事项列于下，以供参考。

（一）“套期保值”用语的妥当性

大陆地区“Hedging”（风险规避）一词翻译成“套期保值”，简称为“套保”。如果衍生商品与现货部位相反，彼此会冲销，具“压缩”的功能，如果是同方向便有“放

大”或“增强”的效果，套保只是其中缩小的那一部分。随着金融衍生商品的发展，藉由现货与衍生品的组合或衍生商品之间相互搭配的空间将愈来愈大，功效亦将愈加彰显，套保的含意较窄，概念不是很完整。

（二）组合式财务操作 VS 正面表列管理方式

截至目前，大陆地区的金融管理方式以“正面表列”为主。最近十多年财务金融兴起一个新领域——“财务工程”（Financial Engineering），许多年轻学子趋之若鹜。有一个英文单词在讨论该专业领域的书中经常出现，那个词便是“Synthetic”（合成），和本文强调的组合或搭配的概念是相一致的。

以图1来看，财务金融或财务工程所讲的与图1之（2）部分相吻合，但“正面表列”比较接近图1之（1）的精神，也就是说正面表列管理方式与财务金融所强调的不一致。

（三）分业经营（分业管理）VS 混业经营（混业管理）

同样地，大陆地区截至目前偏向分业经营与分业管理。过去十多年，很多国家市场整体架构与经营型式有很大的改变，纷纷走向金融监理一元化、交易所合并、金融控股公司的成立、混业管理与混业经营，其动机和原因与本文强调的概念多少有关联。^[8]

（作者系欧洲期货交易所资深顾问）

风险叠加背景下大宗商品价格运行特点和趋势展望

■ 文/江明德



作者简介

江明德，现任国金期货首席经济学家、副总经理兼研究所所长，中国金融期货交易所股指期货讲师、金融期货研究会成员，中国期货业协会、上海期货交易所黄金期货专家讲师团讲师、上海期货同业公会讲师。1994年曾就职于上海粮油商品交易所，历任研究部和稽核部主任、副总经理等职。

截至2012年9月21日，今年的前三个季度，大宗商品运行态势基本走出了持续下跌到探底回升的V型走势，其中“工弱农强”的品种分化走势是一个比较明显的特点。

目前，影响全球金融和经济的主要风险是债务危机和经济增速下滑。由于大宗商品价格本身具有金融属性和商品属性，因此受金融和经济风险的影响，大宗商品价格的运行方向有明显的危机痕迹，并表现出金融属性强的商品波幅要大于商品属性强的商品，周期性明显的商品持续下跌，农产品受益于刚性需求、贵金属受益于货币属性则不断走强等特点。

风险叠加背景下大宗商品价格

今年前三季度国内大宗商品走势客观反映了金融、经济风险叠加

背景下的影响大宗商品价格运行的因素。

首先，债务危机依然是导致大宗商品价格短期剧烈波动的“黑天鹅”。

今年以来，债务危机阶段性特征明显，特别是在上半年，关于欧债危机的信息不断影响和左右着市场的神经，并传导到资本市场和大宗商品市场，使之出现明显的风险偏好转向，推动价格大幅下跌。

以CRB指数为例，从2月底的605点到3月6日的583点再到5月23日的513点，每一次大跌均与当时欧债危机的进程有直接关系。如3月6日，欧洲央行资产负债表首次突破3万亿欧元，占GDP之比超越美、日、英等主要央行，当天CRB指数下跌1.72%；5月17日，惠誉将希腊长期主权信用评级从“B-”下调至“CCC”再次引发市场对欧元区解体的担忧，CRB指

数在前期相对稳定的情况下再度向下；5月23日更是大跌2.07%。

债务危机的客观存在和持续发酵，对包括大宗商品在内的资本市场的影响在于：

第一，在缺少支持新格局产生的宏观因素和新经济增长点的同时，市场看不到解决债务危机的方法，因此，有关债务危机短期恶化的时间节点均成为资金远离风险市场的诱发因素，并导致风险资产价格的下跌；同时，又因为长期刺激政策积累下来的货币泡沫难以消除，以新债务掩盖旧债务的做法强化了市场对新危机产生可能性的担忧，使投资者神经变得更加脆弱并直接传导到资本市场和大宗商品市场。

第二，解决债务危机的政治博弈导致相关信息左右变动，信息不稳定使市场情绪大幅摇摆。

一方面，债务危机影响到资产安全性，现金为王思想下的平仓潮使资金撤离高风险市场。在全面不安全资产环境中，美国所独有的金融高度成为资金流向洼地，大宗商品价格面临上行压力而美元指数出现中期走强；另一方面，各国以发新债还旧债解决债务危机的途径不断向市场释放流动性，投资者预期改善又会使资金回流风险市场，从而刺激大宗商品价格走强。大宗商品价格就在这种矛盾中，以大幅震荡的

方式消化因市场信息产生的影响。

其次，基本面因素依然是决定大宗商品价格方向的根本原因。

“工弱农强”是今年前三个季度大宗商品市场最显著的一个特征。以国内为例，螺纹钢期货价格不断下跌和豆粕期货价格不断上涨，正好代表了这两类品种不同基本面因素对价格运行方向的不同作用。

螺纹钢是比较典型的金融属性弱于商品属性且又和经济发展基本面密切关联的品种。今年以来，受制于国内经济增速调整和对房地产市场的持续调控，钢材终端需求出现下降且库存明显处于高位，但同期国内钢铁却产能有增无减（工信部数据：产能为8.9亿吨，实际消耗产能约6.8亿吨，截至上半年，钢铁行业的产能利用率高达95%）。

与此同时，构成钢材成本的两大因素——铁矿石和焦煤的价格却在持续下跌，截至9月21日，铁矿石指数和焦煤指数分别比年初下跌了14%（年内最低跌21%）和33.7%左右。按照产能大于产量，产量大于需求量及构成产品成本的上游产品价格下降的逻辑，就可以解释今年以来螺纹钢期现货价格下跌的原因了。

农产品的价格变化主要由供需关系基本面因素决定，和经济发展状况无直接关系。以今年豆粕走势

为例：由于美国遭遇了自1988年以来的特大干旱，使得大豆预计产量将减少14.6%，中国大豆产量预计也将减少8.8%，而今年上半年上市的南美大豆总产量已减少16.6%，造成2012年度全球大豆供应减少，配合季节性因素，国内外豆类市场均出现大幅上涨，其中从5月至9月期间，国内豆粕期现货价格最高涨幅40%左右，截至9月21日豆粕期货价格上涨了31%。

需要指出的是，资金利用基本面因素的变化，强化了相关商品的涨跌幅。今年国内豆粕期货市场的总持仓、总成交量以及价格均创出历史新高，但如果我们以大豆库存比来分析的话，其实今年大豆的库存比要明显高于历史平均水平，这其中就有投机力量利用季节性因素和豆粕需求方增加（比如央企养猪）的信息放大减产效应而进行的资金博弈。

这种由资金博弈引发的盘面需求缺乏持续性，投机需求最后会因为真实基本面的压力而回归，这一点，无论是农产品还是工业品，均不可避免。同理，如果我们将目光从已经调头向下的豆粕等农产品转移至工业品，特别是有色金属产品上，我们也会发现，终端需求的疲软最终会凸显产能、库存等影响供需关系的实际因素，并根据这些因素的强弱推动价格合理回归。

还需要指出的是，工业品在整体弱势中还是有所区别的，其中金融属性较强的品种（铜）要优于金融属性差的品种（螺纹钢），且在经济下行过程中，以中国为代表的新兴经济体也加快了经济结构调整的步伐，这会从社会需求结构上降低部分产品的“需求强度”，使工业品价格分化更明显。

最后，流动性预期依然是市场价格短期变化的搅动因素。

不管是解决债务危机还是刺激经济，在目前条件下，向市场释放流动性是唯一的选择。在流动性预期影响下，大宗商品价格的金融属性会得到强化，推动大宗商品特别是金融属性强的品种价格上涨。

流动性预期特别是美联储的货币政策动向是影响市场行为的风向标。作为全球结算、储备货币的美元发行者，美联储的一举一动均会对全球央行的货币政策产生重要引导，并推动全球央行的行动从而给市场以选择信号。

从效果分析，美联储 QE3 政策至少给市场三个信号：一是表明通过采取货币政策干预经济下行风险的刺激信号；二是表明市场流动性进一步宽松的预期信号；三是预示全球各主要央行也将步美联储后尘的跟风信号（9 月 13 日美联储推出 QE3 后，日本央行 19 日宣布增加 10 万亿日元的资产收购基金额度购

买国债，欧央行宣布无限量购买欧元区各国三年期以下国债等）。

这些预期信号会大幅度地提升投资者风险偏好，促使资产转向股市、大宗商品等各种高风险资产。

今年 6 月和 9 月美联储两次宽松政策（延长扭转操作期限和推出 QE3）均给大宗商品市场带来了刺激作用，CRB 指数从 6 月 1 日的 502 点上涨到 9 月 20 日的 577 点，美黄金连续从 5 月 31 日的每盎司 1564 美元上涨到 9 月 21 日的每盎司 1778 美元。

从金融危机后各次量化政策实施后效果分析，量化宽松政策最大的效应在 2008 年危机后已体现，目前再使用边际效应会有所减弱；新注入市场的流动性数量小于 2008 年危机时水平，对商品金融属性的影响会有所降低；与 2008 年金融危机前水平相比，目前商品价格总体上处于一个相对高位，因流动性推升的商品金融属性高度受限。

特别重要的是，目前大宗商品市场处于债务危机和经济下行风险叠加的环境，这明显有别于前两次量化宽松政策推出时的背景，因此对这次的 QE3 及以后会长期存在的各种形式的 QE，可以得出这样一个结论——作用客观存在，影响逐渐减弱，品种分化明显，趋势周期缩短（QE3 推出两天后 CRB 指数便调头向下）。

不过也需要指出的是，由于本次 QE3 是一个无明确期限的开放式的 QE，其所带来的后继影响究竟如何还有待观察。

综上所述，从今年前三季度大宗商品市场所表现出来的特征，结合 2008 年金融危机以来大宗商品走势分析，商品价格的双重属性分别受制于金融风险和经济风险，并因为这两个风险在不同时期的表现强度不同，而分别作用于某一特定时期的大宗商品价格。

首先，在债务危机风险主导时期，现金为王思想下的金融平仓是导致大宗商品价格短期大幅下跌的主要因素，这个特点自 2008 年金融危机爆发之日起就不断得到证实。

其次，在经济危机主导时期，因全球经济下滑所带来的终端需求萎缩是导致基础工业品，特别是原材料价格下跌的本质因素，而且这个作用的时间更长。最后，在全球经济处于下行过程中，债务危机只能靠借新债还旧债的形式来舒缓和推后，因此释放流动性就成为唯一的手段并不时搅动短期的大宗商品价格。

未来大宗商品价格趋势

目前国际经济、金融形势已形成难以解决的债务问题链条，由于各国债务规模过于庞大，短期内根本看不到能缓解债务危机的有效办

法。债务危机对大宗商品价格运行趋势的影响至少要延续到 2014 年后。从目前情况分析，全球债务问题有这样几个特点：

一是解决欧债的财政紧缩政策进一步造成受援国经济发展萎缩，并导致民众对政府的不满情绪上升，促使一些国家政权更替，加大了受援国和援助国之间的政治博弈，不可控因素增加，欧债所造成的负面影响逐渐向欧洲核心国家延伸。

二是美国债务又将面临上限，如何减赤或者提高债务上限是美国两党较量的核心议题之一，无论最后结果如何，均会对国际大宗商品市场产生影响。

三是中国虽无主权债务危机，但地方政府债务以及企业债务风险客观存在且短期也看不出根本改善的迹象，中国债务问题的安全与稳定对全球风险市场是重要的影响变量之一。

四是全球债务问题的严重性和不可逆性使得一些国家的主权债务信用评级不断下降，评级机构的落井下石和重债国的突发事件会成为影响大宗商品市场稳定性的“黑天鹅”。

从本质上说，债务危机是国际经济、金融体系，特别是国际货币体系不适应国际经济新格局发展矛盾的集中体现，解决债务危机的根

本方法是变更旧的国际经济、金融体系，改变发达国家社会、经济发展方式，促进全球经济健康、稳定地发展。但现实是，全球经济下滑的态势尚未得到根本扭转且存在新的发展隐患。

首先，美国财政悬崖问题和美国大选年后 GDP 下行的魔咒是不容忽视的风险因子。1983 年至今，美国 GDP 增速均值为 2.9%，失业率均值为 6.2%，大选年经济会有比较好的表现。但除 1996 年之外，其他换届后第一年 GDP 增速均出现下降。如果真如此，不仅对目前美国脆弱的经济复苏造成严重影响，而且会进一步增加世界经济复苏难度，提升大宗商品市场避险情绪。


其次，中国经济同样要承受经济结构调整所带来的增速减缓的风险。作为最大的能源和主要工业品资源消耗国家，随着中国 GDP 增速逐渐向可持续增长速度回落，未来一段时间中国对于原油、铁矿石以及其他基本金属等大宗商品需求强度会不断减弱。

再次，欧洲受困于债务危机的财政紧缩压力（联合国贸发会议（UNCTAD）9 月 13 日在其年度报告中表示，欧洲采取的紧缩政策效果适得其反，给全球经济及欧元自身的生存和发展带来了威胁）和日本的长期通缩等均是今年四季度及至少明年上半年全球经济增长的抑制因素。

最后，世界经济发展的核心问题在于目前尚没有能够引领世界经济走出底部的新的增长点。

世界经济发展的这些隐患会对大宗商品造成持续的基本面因素的负面影响，可以这样判断，由于“中国因素”引发的大宗商品全面牛市已被长期的结构性牛市取代。短期看，大宗商品价格下行的压力会大于由于流动性预期而带来的上涨动力，不过跌破 2010 年 6 月份低点的可能性不大。从趋势上说，今年四季度及明年上半年大宗商品价格会沿着“工业品弱势会淡化，农产品强势会弱化，贵金属价格会强化”的格局发展。

债务危机和经济下行仍将是今年四季度及明年上半年全球金融和经济稳定的重要风险因子，在风险叠加背景下，大宗商品市场还会受到短期突发因素的影响，“黑天鹅”事件对商品市场突然袭击不可避免。同时又因为 2008 年金融危机后流动性泛滥刺激大宗商品不断刷新价格高位，加之影响价格因素的频繁变化，大宗商品价格无论是波动幅度还是波动率均出现大幅上升的情况，特别是金融属性强的工业品更是如此。

作为市场参与者，必须以清醒的认识和理性的操作来应对金融危机后全球政治、经济再平衡过程中的大宗商品价格波动风险。



港交所“迎娶”LME 境内交易所启示多

■ 文/张一伟

2012年6月15日，香港交易所（下称港交所，HKE）宣布以13.88亿英镑的价格在竞购英国伦敦金属交易所（LME）中胜出，成为首例亚洲地区的交易所收购欧美老牌交易所的成功案例。从收购价格来看，此次的收购市盈率（P/E）高达180倍，即使假设把LME今年7月起施行的新收费标准套加到去年年初，此次收购的市盈率也高达58倍。

如此高的收购价格，引起了全球的广泛关注，甚至不少欧美金融

机构由此对今后港交所的发展前景看淡。但用香港交易所行政总裁李小加的观点来看，市场中以市盈率衡量这家一直以“限制利润”模式经营的会员制交易所，是“风马牛不相及（apples to oranges）”的。

那么，港交所到底看中了LME怎样的优秀发展潜质？这起收购案例对国内交易所的迎接国际化有什么启示？

港交所的宏伟蓝图

我们认为，港交所收购LME并

不仅单单看中了LME在全球金属方面的定价优势，如果仅是在金属方面的优势，180倍的市盈率收购，无论从哪个角度都会被认为是过高了。港交所是从自身的发展规划角度来看待LME的地位。

收购LME使得港交所真正站到与芝加哥商业交易所集团（CME Group）等一流跨国交易所平起平坐的地位。纵观全球交易所的竞争，核心竞争力主要有两条：一是跨越全球多个国家的交易场所和网络，通过先进的交易技术和极速的交易



在短期，不言而喻，港交所此次收购的动机应该主要有两条：一是看中了LME在商品市场尤其是金属市场中的地位；二是中国大陆在商品及其衍生品交易方面的广阔市场前景。

处理能力，在降低成本的同时吸引更多的投资者参与；二是产品线越来越丰富。从最初的股票、商品期货发展到现在的各类衍生品。产品线的丰富使得交易所能平滑财务风险，并吸引更多的资金流入。

港交所可以把LME作为催化剂，利用LME的全球影响力和深处国际金融市场核心的地位，充分发挥其地理位置和时间的优势，填补港交所原来在商品衍生品方面的缺陷，形成跨越东西半球的交易网络，产生所谓的“港交所生态圈”，形成与全球一流交易所相抗衡的优势。

而在产品线方面，我们认为，国际其他大交易所不具有的核心竞争力是，港交所背靠中国大陆这棵大树，现在正好遇到人民币国际化和利率市场化的历史性机遇。围绕这个主题，港交所可以利用不同资产类别的离岸内地资本或人民币资金投资规模来发展全新的产品线。

除了人民币点心债券外，港交所还可以开展人民币货币期货、利率掉期、离岸人民币指数及外汇产品等。而LME所在的伦敦正好处于国际金融中心，是人民币离岸市场的又一个发展潜力所在。

因此，从港交所的宏大发展蓝图可见，其下一步将配合人民币国际化的步伐，使得人民币资金在境外自行循环，这与人民币真正的国际化目标一致，即不仅在境内，在

境外人民币也被机构用作大规模的交易和结算。

从港交所已公布的发展规划来看，正是这种宏伟蓝图的印证。按照规划，港交所正在构建一个包括全方位产品种类兼纵横双向整合的交易模式。

从横向看，港交所正在发展股本证券、定息产品及货币以及商品等三类产品；在产品深度上，港交所将会在上述每类产品中，在现货/实物交收、衍生产品和指数三个方面进行发展；而在纵向上，港交所致力于发展场外、结算和场内交易三类市场。

短期弥补商品短板

在短期，不言而喻，港交所此次收购的动机应该主要有两条：一是看中了LME在商品市场尤其是金属市场中的地位；二是中国大陆在商品及其衍生品交易方面的广阔市场前景。

LME在基础金属期货及远期方面的交易一直是全球的佼佼者，虽然从去年开始部分金属的交易量所占比例有所下滑，但绝大部分品种仍占全球交易的近80%。可以说，LME是全球基础金属的定价中心。同时，LME拥有的分布于全球14个国家37个地区的732个交割仓库以及93名全球重要的金属生产、贸易和交易商，再加上全球详尽的

金属生产与消费资料，这都将成为港交所可以利用的资产。

而港交所无论是在地理上还是人文上，都背靠全球最大的金属需求方——中国。中国对基本金属的消费已经超过全球的 40%，俨然是全球最大的消费国家。而且，随着国内经济发展方式和消费模式的转变，今后对基本金属的消费能力可能会进一步扩大。同时，国内各方对基本金属衍生品交易的内在需求十分广阔，只是受制于各种原因，国内投资者参与 LME 衍生品交易的规模目前还不小。

据了解，港交所内部及其财务顾问是以“净现值 (net present value)”法计算购买价格的，预计 LME 被港交所收购后，在产品、服务上更符合中国需求，在业务扩大及 2 年后适度加价的基础上计算，按未来 20 年现金流为收购价作估值。

按港交所的乐观估计，未来 20 年 LME 的现金流贴现总计远高于 13.88 亿英镑（约 167 亿港元），即收购 LME 在商业上划算。

在收购 LME 后，港交所利用其在金属方面的优势，可以做大以下几个方面：

一是现有港交所会员可以在一定时期之后成为 LME 的会员，直接参与交易；

二是建立 LME 自己的结算所，估计会涉及数千万元资本开支，但

如 LME 落实出售所持 8% 的 LCH 结算所股权，可套现约 5000 万英镑，亦足以应付相关开支；

三是推出新的商品品种，如贵金属、黑色金属、铁矿石和稀土等国内需求较大的品种，同时推出相应 ETF 等创新品种；

四是在交易方式和资金结算上，推出亚洲交易时间和人民币全面结算的方式，在国内设立更多的交割仓库等。

全球竞争催生兼并浪潮

21 世纪以来，随着全球经济一体化进程以及网络技术的普及和发展，交易所的竞争愈发激烈，交易所之间的兼并与重组已经成为一种趋势。这种趋势有其深刻的经济、社会和技术背景。

首先，发端于 20 世纪 70 年代的经济和金融自由化思潮，逐渐席卷了当时几乎所有的垄断性行业，主要经济体纷纷解除管制，促进竞争，最终波及到金融产品交易行业；然后，随着全球经济一体化的深入，国际间资金的流动更加频繁，如何削减成本并吸引资金是各家交易所共同面临的难题。在此推动下，兼并浪潮不断涌起。

相对于银行等机构来说，交易所具有一大特点，就是其扩张可以是没有边界、没有止境的。即从理论上说，在交易方式全部实现电子

化后，其交易系统的服务可延伸到世界每一个角落，具有几乎不受限制的跨界服务的覆盖能力，如果不考虑竞争因素，极端情况下可能会出现一个交易所就可替代全部交易所的现象。

当然，由于各种其他因素的存在，这种情况不会出现，但最终会形成一种状态，即少数交易所成为全球最核心的交易所，其他的交易所将被外围化、边缘化。正是这种发展趋势，使得交易所国际间的竞争愈发白热化，而兼并正是这种浪潮的结果。

最后，现代信息技术的发展，使得交易平台的多样化、一体化和全球化成为可能。特别是另类交易系统 (Alternative Trading System) 的发展，很好地满足了日渐兴起的机构投资者的需求，这也是促进交易所变革的主要外部竞争因素。

另类交易平台上的交易，隐蔽且交易成本低、快速高效，优于交易所的平台，所以受到投资者的青睐，发展迅速。由于像 Bats Global Markets、Chi-X Global 和 Direct Edge 等新兴电子交易所（几乎不存在物理交易场所，全网络化交易，人员和房租成本极低），以及黑池交易平台逐步崛起，传统交易所的收入正在被蚕食。在股份制改造浪潮和股东压

表 1 1999 年以来部分主要交易所之间并购统计

时间	被收购方	被收购方所在国家	发起收购方	发起方所在国家	收购市值 (亿美元)	收购价格对应的市盈率
1999 年 7 月 30 日	香港证券交易有限公司 (Stock Exchange of HK Ltd)	中国香港	香港交易所 (HK Exchange & Clearing)	中国香港	3.74	
1999 年 9 月 27 日	香港期货交易所 (HK Futures Exchange)	中国香港	香港交易所 (HK Exchange & Clearing)	中国香港	3.74	
2005 年 4 月 22 日	群岛控股公司 (Instinet Group Inc)	美国	纳斯达克 OMX 集团 (NASDAQ OMX Group Inc/The)	美国	17.33	31.3 X
2006 年 3 月 27 日	悉尼期货交易所 (SFE Corp Ltd)	澳大利亚	澳大利亚证券交易所 (ASX Ltd)	澳大利亚	15.77	32.3 X
2006 年 9 月 14 日	纽约期货交易所 (New York Board of Trade)	美国	洲际交易所 (Intercontinental Exchange Inc)	英国	10.52	
2006 年 10 月 17 日	芝加哥期货交易所控股公司 (CBOT Holdings Inc)	美国	芝加哥商业交易所 (CME Group Inc)	美国	95.91	66.1 X
2007 年 4 月 30 日	国际证券交易所控股公司 (International Securities Exchange)	美国	欧洲期货交易所 (Deutsche Boerse AG)	德国	27.95	47.0 X
2007 年 6 月 6 日	泛欧交易所 (Euronext NV)	荷兰	纽约证券交易所集团 (NYSE Euronext)	欧美	2.86	29.9 X
2007 年 6 月 23 日	意大利交易所 SpA 公司 (Borsa Italiana SpA)	意大利	伦敦证券交易所集团 (London Stock Exchange Group)	英国	21.8	
2007 年 11 月 7 日	纳斯达克 OMX 费城公司 (NASDAQ OMX PHLX Inc)	美国	纳斯达克 OMX 集团 (NASDAQ OMX Group Inc/The)	美国	6.52	1786.3 X
2008 年 3 月 17 日	纽约商业交易所控股公司 (Nymex Holdings Inc)	美国	芝加哥商业交易所集团 (CME Group Inc)	美国	97.43	43.5 X
2008 年 3 月 25 日	圣保罗证券交易所 (Bovespa Holding SA)	巴西	巴西期货交易所 (BM&F)	巴西	105.67	106.9X
2011 年 10 月 25 日	澳大利亚证券交易所 (ASX Ltd)	澳大利亚	新加坡交易所有限公司 (SGX Ltd)	新加坡	83	
2011 年 2 月 9 日	TMX 集团	加拿大	伦敦证券交易所集团 (London Stock Exchange Group)	英国	30	
2011 年 12 月 12 日	金融时报证券交易所 (FTSE International Ltd)	英国	伦敦证券交易所集团 (London Stock Exchange Group)	英国	70.2	
2012 年 6 月 15 日	伦敦金属交易所 (LME)	英国	香港交易所 (HKEx)	中国香港	22.48	181

数据来源：Bloomberg、美林美银、南华研究



力下，如何在更低的成本线下获得更大的利润，兼并被认为是最为快捷的方式之一。

为吸引更多的机构参与，各家交易所在交易速度上的竞争更加激烈。伦敦证券交易所交易平台去年创下了126微秒（1微秒=百万分之一秒）的世界最快交易速度纪录，比竞争对手Chi-X的175微秒、Bats Europe的250微秒还快。不过不久以后，就将被新加坡交易所推出的全球最快系统Reach的90微秒速度超过。

而港交所推出的新交易平台，速度也提升到9毫秒（1毫秒=千分之一秒）。更快的交易速度是吸引机构投资者的最好诱饵之一，因为在资金全球广泛流动导致获利空间压缩的前提下，交易速度成为获利的至关重要的因素。在竞争环境

压力和交易技术飞速发展的今天，交易所只有通过并购来保存实力，利用自身全球一体化的交易网络和快速的交易技术来吸引资金。

境内交易所面临的挑战

随着中国经济的发展，我们对商品及金融衍生品的内在需求越来越大，而且随着对外开放的深入，国内投资者可以涉及的资产会更加丰富。这就对境内交易所提出了新的要求。从港交所收购LME的案例就可以看出，境外交易所已经把战火烧到了我们的身边。

基于此，对国内交易所的建议如下：

一是加快新品种的研发和推动工作，尽快占领市场的制高点；

二是采取更为灵活的交易方式，尽快推出部分商品的夜盘交易，

加快期权、指数等创新业务的研发和上市工作；

三是加快与国际接轨的工作，落实“走出去、请进来”的原则，以原油期货为突破口，加快国内商品国际影响力的步伐；

四是迎合现代交易技术的发展趋势，研究探索新的交易技术，允许投资者利用算法交易、高频交易等技术手段参与交易，加大提升交易系统的运算能力，同时延展产品的信息服务线；

五是进一步从国家战略角度思考期货市场的发展与未来，积极配合人民币国家化的步伐，在合适的时机“走出去”，购并国外的交易所，同时建立自己的长期国际战略规划。

（作者系南华期货研究所高级总监）

IOSCO《衍生品市场中介国际监管标准》概析

■ 编译/王彦鹏

2012年6月,IOSCO发布了《衍生品市场中介国际监管标准》,旨在细化实施G20峰会提出的推动场外衍生品监管改革的目标。这在一定程度上协调了各国的场外衍生品监管规则,并根据场外衍生品市场的特点,扩展适用了IOSCO的立法原则和概念。

该标准主要包括以下内容:(1) DMI的定义;(2)注册/申请执照要求;(3)针对未受到审慎监管的DMI,设定的资本金标准或其他财务要求;(4)业务行为要求;(5)业务监督要求;(6)记录保存要求。

一、《衍生品市场中介国际监管标准》的立法背景

(一) 细化实施 G20 峰会目标

在2008年次贷危机前,场外衍生品市场没有受到像传统证券市场那样严格的监管。次贷危机表明,在没有受到有效监管的条件下,场

外衍生品市场参与者的特定行为可能会引发全球性金融风险。

2009年,在G20峰会上,各国领导人明确提出,要推动场外衍生品市场改革,提高市场透明度,降低系统性风险,抵制市场滥用行为。IOSCO提出的《衍生品市场中介国际监管标准》,旨在细化实施G20峰会目标。

在考虑了场外衍生品市场和传统证券市场的差异性,各国主管机构监管方法差异性的基础上,该标准确立了针对从事自营交易、做市商交易,或者提供中介服务的场外衍生品市场中介(在报告中定义为DMIs,英文全称为Derivatives Market Intermediaries)的国际性监管标准。

(二) 协调国际监管,弥合监管差异

IOSCO标准旨在为国际监管协

调提供指引。在国际金融衍生品市场上,许多DMI都从事跨境的业务活动。在缺乏有效的国际监管协调机制的条件下,各国监管规则的差异化,会催生国际金融市场监管风险(包括监管套利风险)。

IOSCO认为,国际监管协调对于防范各国因监管差异而形成的监管风险至关重要。IOSCO确立的国际标准,有利于确保有关DMI跨境监管的一致性,使场外衍生品国际市场的监管更加有效。IOSCO建议各国主管机构通力合作,以识别有关DMI的监管漏洞和监管重叠。

(三) 扩展适用 IOSCO 的立法原则和概念

IOSCO曾经制定过“传统证券市场中介监管目标和原则”,并在此方面,积累了丰富的立法经验。这些目标和原则虽然并非是为场外衍生品市场专门设定的,但由于传统证券市场中介和DMI的业务活动

有很多共同点 (Parallel)，所以，其也可以在一定程度上扩展适用于场外衍生品市场。

IOSCO 曾经明确指出，在特定情境下，有关传统证券市场的监管原则和概念，可以被理解成“涵盖衍生品”。

不过，现行有关传统证券市场中介的原则对于场外衍生品市场的适用范围还是受到了一定局限。为充分满足场外衍生品监管的实际需求，IOSCO 认为，有必要进一步明确扩展规则的适用范围，并使相应的监管要求更符合场外金融衍生品市场自身的特点。因此，IOSCO 发展了专门适用于 DMI 的标准，以确保场外衍生品市场受到充分监管，并使 DMI 受到监管的严格程度与传统证券市场中中介受到监管的严格程度相当。

二、场外衍生品市场监管的必要性及特殊性

IOSCO 曾经提出了有关证券市场监管的原则性目标，主要包括：保护投资者；确保市场的公平、有效和透明；和降低系统性风险。IOSCO 认为，这些目标同样适用于场外衍生品监管。不过，传统的证券市场与场外衍生品市场相对独立，传统的证券产品（如股票）与场外衍生品产品之间存在差异性，这两类市场的参与者也存在

差异性。这些因素决定了，在确立有关场外衍生品市场监管的规则时，需要对具体的监管方法做重新考量。

目前，场外衍生品市场的名义交易量 (Notional Volume) 主要产生于机构投资者（包括金融机构）或专业投资者作为交易对手方，私下协商达成的交易。这些市场参与者以一对一的交易形式 (Bilaterally)，承担并管理交易对手的信用风险。

这表明，与传统证券市场（其主要市场参与者是散户不同），场外衍生品市场的参与者更为成熟，所以不用过分强调对参与者的保护。换言之，在很多情况下，专门用来保护传统证券市场参与者（如散户）的规则，不一定完全适用于场外衍生品市场。

场外衍生品市场规模极大，且许多产品都受到为数不多的 DMI 控制。除了从事其他中介活动外，DMI 与交易对手商讨合约，并且通过标的资产的对冲交易、交易所场内衍生品交易或者与其他 DMI 以及场外市场交易对手的对冲交易管理风险暴露水平。

由此，在很多情况下，各 DMI 通过“交易链”紧密地联系起来，形成了市场传染风险 (CONTAGION RISK)。单个 DMI 的“支付不能” (DEFAULT) 可能会为其交易对手带

来巨大冲击，原因是其交易对手承担了相应的信用风险，或者在危机时，为转让场外衍生品交易合约而不得不承担巨额损失。这可能会引发与信用风险有关的连锁反应，进一步恶化市场危机。

此外，金融稳定委员会 (FINANCIAL STABILITY BOARD) 在 2010 年发布的一份报告中提到：

场外衍生品市场主要参与者的破产会带来传染效应，因为与破产的市场参与者有交易往来的主体的偿债能力存在不确定性，这将使市场逐渐失去流动性。虽然通常能够通过担保品降低交易对手的信用风险，但如果市场失去流动性，公司担保品的价值将会贬损。

依据盯市原则，市场参与者对交易对手的风险暴露水平将增加，同时，担保品也很难在短时间内变现。这将会降低市场参与者的信用保护水平，在对现有担保品进行价值评估后，其不得不对资产作进一步的减记，增加保障 (Support) 相当头寸交易的担保品额度。

考虑到场外衍生品市场的规模和关联性 (Interconnectedness)，IOSCO 认为，应当重点强调确保市场公平、有效、透明和降低系统性风险的目标。据此应当要求，DMI 在与一些非散户（在一些国家，非散户参与的市场被称为批发市场、专业市场或“豁免”市场）交易时，须履行

依据盯市原则,市场参与者对交易对手的风险暴露水平将增加,同时,担保品也很难在短时间内变现。这将会降低市场参与者的信用保护水平,在对现有担保品进行价值评估后,其不得不对资产作进一步的减记,增加保障(Support)相当头寸交易的担保品额度。

注册或获取执照的义务要求。

IOSCO认为,进一步分析一下场外金融衍生品与许多传统证券产品在性质上的差异性、场外金融衍生品市场与传统证券市场的差异性,有助于增进对DMI规范要求的理解。虽然很多金融产品既涉及场外衍生品市场,也涉及传统证券市场,但IOSCO认为,两者在本质上其实存在差异。工作组具体分析了这些差异,以说明为什么针对场外衍生品采取不同的监管方法是适当的。

(1) 合同关系: 证券合同是买卖特定证券产品的协议。一般而言,一旦交易所完成了证券清算,交易双方支付了承诺的对价,中介与买方或卖方之间有关证券的合同关系就终结了。

与之不同,在场外金融衍生品市场上,交易双方构建的合同

关系会存续好多年。这是因为在场外衍生品交易中,DMI除了提供中介服务外,还持续承担交易对手方的角色,而对于传统证券市场中中介而言,这并不常见。

(2) 复杂程度: 即使场外衍生品产品越来越标准化,场外衍生品也还是不像传统证券产品一样,那么具有流动性、易于转让或易于交易。在证券现货交易中(如上市股票的销售),证券的价格是主要变量,买方的损失仅限于已支付的证券价款。

在很多的场外衍生品交易中,衍生品合约的条款是通过双方协商达成的,其不仅反映价格,还反映其他一系列的变量,如交易对手的信用风险。根据合约条款,支付义务常常是持续性的,并不限于确定的金额。客户或者交易对手往往也很难理解产品所涉风险,特

别是其相对的风险/收益结构。

(3) 交易方性质: 在很多传统的证券交易中,通常会区分散户和“经纪人-交易商”。一般而言,作为“经纪人-交易商”的证券市场中介对其客户负有信义义务。与传统的证券交易不同,场外衍生品交易的市场参与者通常不是散户。按照商业习惯,通常场外衍生品交易的参与者也不会被区分为“客户”和“经纪人-交易商”。

由此看来,在很多情况下,是不能将“散户-交易商”的关系公式套用到场外衍生品交易的,因为这是不符合商业运作的实际情况的,也不能反映市场参与者及其关系的本质。

三、《衍生品市场中介国际监管标准》内容概析

《衍生品市场中介国际监管标

准》报告首先确定了适用范围，定义了“DMI”，并区分了 DMI 与传统证券市场中介的不同特征。

在此基础上，该立法文件重点针对如下重要事项提出了立法建议：(1) 注册 / 申请执照要求；(2) 针对未受到审慎监管的 DMI，设定的资本金标准或其他财务要求；(3) 业务行为要求；(4) 业务监督要求；(5) 记录保存要求。

总体上看，《衍生品市场中介国际监管标准》旨在强调：

(1) 要求 DMI 承担义务，降低系统性风险；

(2) 要求管理场外衍生品市场交易对手风险；

(3) 保护场外衍生品市场参与者，使之免受不公平、不正当或欺诈行为的侵害。IOSCO 报告特别关注了应当作为 DMI 受到监管的市场参与者，考虑了它们的类型和对场外衍生品市场的参与程度。对 DMI 的监管重点体现在资本金要求、交易对手或客户资金保护要求以及防范公众信心受损有关的要求几个方面。

下文将对《衍生品市场中介国际监管标准》的主要内容进行简要分析。

(一) DMI 的定义

《衍生品市场中介国际监管标准》首先界定了 DMI。一般而言，DMI 应当包括从事场外衍生品自营交易、做市商交易或者提供中介

服务的主体。不过，DMI 不应当包括终端客户及参与场外衍生品市场交易，但是不从事自营交易、做市商交易，或提供中介服务的市场参与者。

IOSCO 给出了 DMI 从事业务活动的一些实际例子。具体而言，其业务活动包括但不限于：为参与场外衍生品交易的客户提供中介服务；通过报价为某类场外衍生品创造流动性；向交易对手销售场外衍生品产品；及为不能或不愿意直接通过中央交易清算所（CENTRAL COUNTERPARTY CLEARING HOUSE，简称为 CCP）清算的交易方提供间接的清算服务。

(二) 注册和获取执照

DMI 注册和执照审批要求应具体规定 DMI 获得注册或获取执照应当满足的实体性监管条件、标准和具体要求。只有履行了注册或执照审批义务的主体，才能够从事 DMI 的业务活动，或者向公众提供金融服务。

确立 DMI 获得注册或获取执照应当满足的实体性监管条件、标准和具体要求，有利于降低场外衍生品市场参与者利益受损的风险，同时能够避免当 DMI 存在过失行为、违法行为或风险控制不利行为时，对经济体造成大范围的影响。

在 IOSCO 曾经确立的原则 6（PRINCIPLE 6）中，曾特别强调各

国监管机构应当制定控制、降低和管理系统性风险的程序要求。

同时，通过披露使公众知晓 DMI 注册或获得执照提交的重要信息（结合 IOSCO 的资本监管要求，涵盖针对 DMI 的最低资本金等），有利于维护公众对衍生品市场的信心，减少其对世界金融体系系统性风险的担忧，有利于促进交易活动，增加市场的流动性。此外，透明的注册信息（特别是资本金和保证金头寸信息）也为相关的监管机构提供了有关 DMI 偿债能力的重要信息，便于其了解 DMI 运营的稳健性，及时了解其是否持续满足注册条件或获取执照的条件。

根据以上立法思路，IOSCO 提出了 4 条具体的立法建议，要求各国监管者在确立 DMI 的注册和获取执照要求时考虑场外衍生品市场的特点，要求制定 DMI 注册和获取执照的实体性标准，要求公布相关的重要信息，要求各国对 DMI 注册和执照审批事宜达成有效的监管协作安排。

具体条款如下：

立法建议一：针对 DMI 的注册和获取执照要求应当符合场外衍生品业务活动的特点。

立法建议二：DMI 的注册和获取执照要求应当确立最低标准，要求 DMI 向监管机构提供和更新有关其场外衍生品业务活动的信息，

以便于其做出同意注册 / 颁发执照和 / 或撤销注册 / 吊销执照的决定。

立法建议三：应当公开披露 DMIs 注册或执照审批的重要信息。

立法建议四：如果 DMIs 在其母国注册或者获得其母国主管机构颁发的执照，但在其没有注册为 DMIs 或者获得 DMIs 执照的他国从事场外衍生品业务活动，DMIs 从事业务活动所在的东道国市场监管机构应当确保 DMIs 从事的场外金融衍生品业务活动能够得到适当的监控。

该监控措施应当考虑东道国法律对于 DMI 适用的可能以及东道国和母国的市场监管机构就该事项达成的监管协作安排。各国的监管机构应当紧密合作，识别有关 DMI 跨境监管事宜的监管重叠、冲突和漏洞，确保 DMI 的业务活动能够在东道国受到有效监控。各国应进一步通过双边或多边渠

道，尽可能地协调监管方法，以减少监管重叠和冲突。

（三）资本监管要求

IOSCO 认为，要求 DMI 保有充足的资本金以及对于 DMI 参与的场外衍生品交易施加必要的保证金要求是确保场外衍生品市场稳健运行的重要机制。具体而言，资本金和保证金要求能够降低 DMI 的负债超过其可变现资产价值的风险。

在 DMI 破产时，这样的规则设定能够在一定程度上保护其债权人。同时，资本金和保证金要求能够通过降低金融系统中的杠杆累加效应形成系统性效益，还能够减少监管套利。

根据以上立法思路，IOSCO 提出了如下立法建议：针对未受到审慎监管的 DMI，各国的监管机构应当对其施加一定的资本金或其他财

务要求，该要求应当体现 DMI 承担风险的水平。

（四）业务行为要求

在场外衍生品市场上，业务行为要求是防范不当行为、树立市场信心的重要机制。IOSCO 认为，该要求是传统证券市场中介监管的支柱之一，应当被扩展适用于 DMI。不过，目前在场外衍生品国际市场上，交易活动一般集中于非散户群体，这些市场参与者一般能够通过双边协商，确定场外衍生品的合同条款并执行交易，同时其合约也能够进一步通过中央交易清算所（CCP）清算。

依据现有的法律关系，每位市场参与者都要进行尽职调查，了解和分析交易对手的信用情况，以完成一对一交易。因此，在一定程度上，适用 DMI 的业务行为要求与适



用传统证券市场中介（其交易对手或客户主要是散户）的标准应有所不同。

根据以上立法思路，IOSCO 提出了专门针对 DMI 的反欺诈要求、评估信用风险要求和资产隔离要求。具体条款如下：

立法建议一：DMI 应当遵守业务行为要求。该要求应当涵盖，针对欺诈、虚假陈述、市场操纵及其他市场滥用行为的禁止性要求。

立法建议二：业务行为要求应当适当考虑场外衍生品市场的特点。如考虑对 DMI 交易对手方的性质进行合理评估，或者考虑场外衍生品市场特定类型的产品或服务的复杂性及风险。

立法建议三：为了提供场外衍生品清算服务，DMI 应当将客户的担保品与其自营账户资产隔离保管，并且设立不同的账户，以有效识别和隔离属于 DMI 客户的头寸和担保金。DMI 应当根据实际情况，制定执行程序，以快速地区划转或支付已结算的客户头寸和担保金。

（五）业务监督要求

IOSCO 认为，为了有效管理风险，DMI 的监督程序必须能够充分辨识和管理所有类别业务活动的风险（包括场外衍生品业务风险）。各国应当考虑如何对场外衍生品业务活动施加适当的业务监管义务要求。

为了更有效地管理市场中介的风险，业务监督规范一般要求市场中介具备必要的监督政策和程序、内部控制制度，风险管理系统和流程来确保 DMI 能够执行相应的政策和程序，并满足合规要求。通常，该监督流程应当覆盖中介本身以及代表其行事的个人。

根据以上立法思路，IOSCO 提出了确立有效公司治理框架，制定监控政策和程序，维护风险管理系统，确立政策、程序和控制机制，制定持续经营计划等具体建议，并要求将相应的义务规则覆盖适用 DMI 及其代表人。具体条款如下：

立法建议一：应当要求 DMI 确立有效的公司治理框架，以确保 DMI 自身对场外衍生品活动的适当管理。

立法建议二：应当要求 DMI 设定监控政策和程序要求，有效管理其场外衍生品业务活动及其代表人（REPRESENTATIVES）的业务活动。

立法建议三：应当要求 DMI 维护风险管理系统和确立组织保障，正确识别和管理与其场外衍生品业务有关的风险。

立法建议四：应当要求 DMI 的管理层全面制定，保有以及应用政策、程序和控制机制，适当的确保 DMI 及代表其行事的个人有能力遵守并且遵守相应的监管要求以及 DMI 的内控政策和程序。


立法建议五：DMI 应当根据规模、风险以及经营的特点，制定并保有有效的持续经营计划，降低业务中断或灾难发生的风险，并且能够对业务中断和灾难做出反应，实现灾难恢复。

（六）记录保存要求

IOSCO 认为，许多场外衍生品交易复杂，所以详细的保存记录，以使各国主管机构能够获得每单交易的确切信息，以全面地了解 DMI 的业务活动情况至关重要。

只有 DMI 勤勉地履行了记录保存义务，各国的主管机构才能通过掌握的相关信息，有效地控制 DMI 对其他市场参与者的影响。同时，记录保存使 DMI 能够量化自身的风险暴露水平，准备以及报送财务信息并且判定资本金和保证金头寸是否符合相应的监管要求。

业界普遍认同，全面和准确的记录保存对于 DMI 有效实现风险管理，特别是满足客户资产隔离和分散投资的要求而言，尤为重要。

根据以上立法思路，IOSCO 提出了如下立法建议：应当要求 DMI 保存场外衍生品交易记录且能以及时、有序、易读的方式报送。记录的保存时间应当为交易结束、合约到期或合约转让后的一段特定时期。

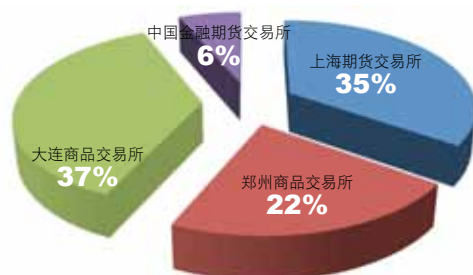
（作者就职于中国期货业协会）

2012 年 9 月中国期货市场成交情况统计表

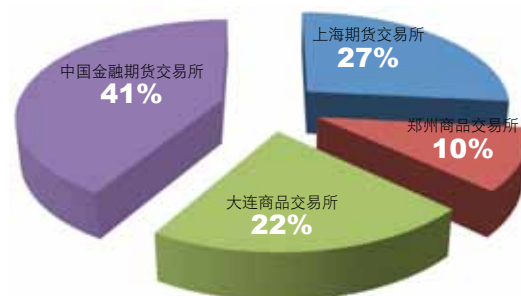
交易所名称	品种名称	本月成交量(手)	同比增减 (%)	本月成交额(亿元)	同比增减 (%)	今年累计成交量(手)	同比增减 (%)	今年累计成交额(亿元)	同比增减 (%)	本月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	3,983,172	-29.57%	11,630.72	-31.51%	47,804,119	113.76%	136,655.25	81.57%	189,635
	铝	392,940	-63.30%	308.18	-65.67%	3,192,576	-61.73%	2,518.73	-65.17%	104,869
	锌	1,571,378	-69.78%	1,212.38	-70.94%	17,339,818	-58.11%	13,271.68	-64.09%	113,120
	铅	5,023	-71.90%	19.93	-70.95%	52,666	-79.99%	203.70	-82.55%	1,593
	黄金	514,283	-76.25%	1,845.13	-77.03%	4,681,112	-4.51%	15,875.04	-9.16%	60,242
	白银	3,357,161	—	3,607.23	—	12,856,579	—	12,130.57	—	110,422
	天然橡胶	6,101,243	-31.54%	14,258.88	3.08%	59,032,849	-16.59%	114,671.83	-5.71%	66,840
	燃料油	516	-98.38%	1.28	-91.75%	8,472	-99.56%	22.07	-97.66%	101
	螺纹钢	43,712,739	835.23%	15,160.99	607.41%	107,935,195	118.84%	40,703.93	71.25%	557,548
	线材	260	-1.52%	0.09	-23.49%	2,062	-11.62%	0.82	-27.09%	14
总 额		59,638,715	115.09%	48,044.81	4.12%	252,905,448	26.90%	336,053.63	18.16%	1,204,384
郑州商品交易所	一号棉	1,319,295	-67.53%	1,294.17	-70.42%	18,469,154	-86.38%	18,462.97	-89.62%	165,605
	早籼稻	461,106	124.29%	128.06	142.49%	2,904,759	-43.50%	790.37	-40.23%	16,958
	甲醇	593,806	—	803.99	—	3,054,910	—	4,349.68	—	3,886
	菜籽油	640,866	143.03%	327.42	141.19%	5,207,332	36.45%	2,676.18	33.41%	68,531
	白糖	19,294,878	26.95%	10,306.34	-0.40%	110,629,571	10.78%	63,956.34	-8.50%	389,576
	PTA	13,532,921	-15.73%	5,213.34	-31.87%	90,545,849	4.04%	35,827.49	-18.87%	238,135
	普通白小麦	423	—	0.49	—	5,653	—	6.40	—	124
	优质强筋小麦	1,784,602	464.07%	455.60	431.87%	22,426,632	225.00%	5,685.31	185.42%	222,678
	硬白小麦	225	-99.00%	0.05	-98.98%	100,212	-16.01%	21.76	-18.04%	6
总 额		37,628,122	4.15%	18,529.45	-18.21%	253,344,072	-25.15%	131,776.49	-55.66%	1,105,499
大连商品交易所	黄大豆一号	4,119,399	-8.79%	2,019.71	-2.42%	30,151,496	54.12%	14,106.59	58.20%	213,511
	黄大豆二号	1,080	-23.73%	0.53	-24.03%	8,516	15.63%	4.05	14.46%	103
	玉米	2,305,600	40.30%	547.44	41.85%	32,833,492	59.56%	7,855.31	60.22%	251,578
	焦炭	7,187,251	8816.08%	10,262.82	5739.98%	10,155,186	715.63%	14,988.27	417.77%	34,798
	LLDPE	4,435,573	-61.34%	2,342.97	-59.27%	55,430,779	-1.99%	28,018.42	-10.59%	90,975
	豆粕	33,417,885	531.59%	13,163.42	671.00%	246,169,128	551.82%	88,402.65	598.80%	1,300,373
	棕榈油	3,994,325	106.11%	3,117.33	85.80%	22,334,523	25.16%	18,073.19	10.17%	207,486
	聚氯乙烯	492,921	28.32%	164.25	16.36%	5,781,774	-23.34%	1,968.80	-36.70%	23,484
	豆油	7,336,334	25.46%	7,233.43	23.22%	47,035,586	4.81%	45,164.60	-1.62%	335,686
总 额		63,290,368	103.01%	38,851.91	118.50%	449,900,480	118.42%	218,581.89	73.30%	2,457,994
中国金融期货交易所	沪深 300 股指	11,013,803	124.28%	74,890.60	87.48%	68,816,917	96.76%	509,414.22	59.58%	80,495
	总 额	11,013,803	124.28%	74,890.60	87.48%	68,816,917	96.76%	509,414.22	59.58%	80,495
全国期货市场交易总额		171571008	71.67%	180316.7673	42.51%	1024966917	31.62%	1195826.22	16.44%	4848372

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

2012 年 9 月中国期货市场成交量分布图



2012 年 9 月中国期货市场成交额分布图





《雪后阿尔卑斯山》

高以远 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0712 — L0173 号