



中国期货业协会  
China Futures Association

自律·服务·传导

# 中国期货

## CHINA FUTURES

2013年第3期/总第33期  
(内部资料 免费交流)

### 特别专题

主论坛：新平台·新机遇  
期货分析师的转型 >P08

分论坛Ⅰ：期货投资顾问  
与基金经理论坛 >P31

分论坛Ⅱ：场外商品衍生品设计与定价管理论坛  
>P39

分论坛Ⅲ：海峡两岸期货分析师交流研讨会 >P47

分论坛Ⅳ：期货及衍生品  
研发机构峰会 >P56

### 热点直击

贵金属期货夜盘将提升我  
国期货市场层次 >P64

### 创新·探索

期货公司营业部营销管理  
模式 >P72

### 【特别专题】

## 第七届中国期货分析师论坛

>p08



## ||图片新闻||



▲ 4月15日至5月31日,第二期赴美期货高管研修班在美国成功举办。



▼ 5月4日至6月4日,第二期赴加首席风险官研修班在加拿大成功举办。

“如果没有众多的水滴，哪会有海洋？”这是不久前热映的美国电影《云图》中的一句对白，看似简单，却含有深刻哲理。

如果将中国期货市场比喻成一幅用时间、用创新推动并不断织就的巨大“云图”，白银、玻璃、油菜籽等期货品种以及期货公司资管业务等等，无疑是其中一粒粒折射着诸多光芒的“水滴”。

2012年，我国期货市场相继推出白银、玻璃、油菜籽与菜籽粕等期货品种，期货公司资产管理业务与风险管理子公司业务亦顺利启动，期货市场的风险管理与价格发现功能进一步增强；2013年，创新性品种和业务有望加快推出和发展，我国期货行业将迎来以产品创新提升风险管理服务能力的新发展阶段。

在此背景下，“第七届中国期货分析师论坛”于4月12日至13日在美丽的西子湖畔成功举行。本届论坛以“新平台·新机遇——期货分析师的转型”为主题，紧密围绕当前我国期货市场创新发展大趋势下的行业人才培养、市场产品创新和公司业务创新等热点、焦点话题，通过内容丰富的主题演讲、形式多样的互动交流，为我国期货行业通过转型创新更好地服务实体经济的发展，提出了诸多宝贵意见和建议。

在4月13日上午的主论坛上，监管部门领导和知名学者对当前我国期货行业发展政策和资产配置策略进行了深入解读。同时，来自国内四家期货交易所的负责人和来自银行、证券、信托和基金等金融机构的专家分别就“期货市场研究与高端人才培养”、“创新发展新形势下的期货与衍生品分析师”等话题深入交换了意见。

此外，4月13日下午举办的“期货投资顾问与基金经理论坛”、“场外商品衍生品设计与定价管理论坛”、“海峡两岸期货分析师交流研讨会”和“期货及衍生品研发机构峰会”等四个分论坛，更进一步为广大期货分析师提供了交流和探讨的平台。

同时，为展示近两年来我国期货行业创新发展的丰硕成果，促进行业内外的交流与合作，本届论坛在4月12日下午还举办了“期货行业创新业务展览”和“创新产品推介会”。展览和推介会共吸引30余家单位参加，包括高端数据服务商、主流金融交易软件商和知名国内期货公司，展示的内容涵盖宏观数据、交易软件、研发产品等。

本届论坛由中国期货业协会主办，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和浙江期货业协会协办，南华期货、永安期货、中国国际期货、浙商期货、中大期货、中证期货、广发期货和鲁证期货承办。

除“第七届中国分析师论坛”外，本期杂志还关注了贵金属期货品种连续交易、场外商品衍生品业务等热点话题，供大家参考。



主 办 中国期货业协会  
主 编 刘志超  
编 委 侯苏庆 范 辉 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 王彦鹏 黄 剑  
程惠鑫 张赫城 汪琳力  
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 0713-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。

## 第七届中国期货分析师论坛



### “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

### 特别专题

#### 主论坛：新平台·新机遇——期货分析师的转型

- 10 在更高层次上为实体经济服务 刘志超
- 12 提升研究水平 打造行业竞争力 冯博
- 14 期货业要加快实现转型升级 吕逸君
- 16 信号引导的资产配置策略 欧阳辉
- 20 圆桌论坛 I : 期货市场研究与高端人才培养
- 26 圆桌论坛 II : 创新发展新形势下的期货与衍生品分析师

#### 分论坛 I : 期货投资顾问与基金经理论坛

- 32 推动资管业务服务实体经济 侯苏庆
- 33 期货资管产品如何嵌入金融理财 李松哲
- 34 主客观交易在资产管理中的应用 王智宏
- 35 资管产品的量化管理与对冲策略 马智飞
- 36 程序化交易在资管业务中的应用 王黎
- 37 圆桌论坛 : 期货公司资管业务的差异化竞争策略

**P10**

在更高层次上为实体经济服务

**P16**

信号引导的资产配置策略

**分论坛Ⅱ：场外商品衍生品设计与定价管理****论坛**

- 40 推进场外业务 提升服务能力 彭刚
- 41 境外商品结构性产品开发与包装 欧阳辉
- 42 集中清算提升场外市场透明度 黄杰夫
- 43 场外商品衍生品的定价与风控 李小悦
- 44 场外交易法律风险的规避与防范 陶修明
- 45 圆桌论坛：中国场外商品衍生品市场的发展与展望

**分论坛Ⅲ：海峡两岸期货分析师交流研讨会**

- 48 加强两岸合作 实现优势互补 刘志超
- 49 促进两岸期货行业合作与发展 麻以雍
- 50 股指期货与期权复合投资策略 洪永聪
- 51 期权产品在投资组合中的应用 许绩庆
- 52 债券趋势分析及交易策略应用 傅雄广
- 53 完善金融期货分析师投研体系 王兆先
- 54 圆桌论坛：期货资产管理业务与期货分析师转型

**分论坛Ⅳ：期货及衍生品研发机构峰会**

- 57 推动研究发展 提升创新实力 李强
- 58 全球期权市场新动向 郑学勤
- 59 期货公司的发展定位与业务创新 肖成

60 国际竞争与交易所合约设计 王海东

61 圆桌论坛：博士后工作站建设与期货市场高端人才培养

**热点直击**

64 贵金属期货夜盘将提升我国期货市场层次 文 / 王志萍

**博弈之道**68 场外商品衍生品交易与产品开发 文 / 王盈人  
70 立足避险才能力争盈利 文 / 施海**创新·探索**

72 期货公司营业部营销管理模式 文 / 刘新州

**环球视野**76 从伦敦金属交易所交易特点看内盘期货增值服务  
文 / 史军  
78 借鉴投行经验发展大宗商品业务 文 / 章如铁

## 中金所与新交所签署合作备忘录

中国金融期货交易所4月10日与新加坡交易所在北京签署合作谅解备忘录。据悉，中金所正加快国际合作和对外开放步伐，在积极备战国债期货的同时，已将战略目标定位于世界一流交易所。国债期货上市后，中国金融期货交易所占国内市场的份额及在国际上的排名将有更大跃进。

## 大商所再次模拟测试鸡蛋期货

大连商品交易所4月13日上午9:00至11:30对鸡蛋期货品种进行交易系统联网测试。这是继3月30日后针对鸡蛋期货品种进行的第二次交易系统测试。同时公布的鸡蛋期货测试合约草案与之前征求意见的方案相比没有变化，其中交易单位为5吨/手，最小变动价位为1元/500克。

## 郑商所举办新品种业务会员培训

郑州商品交易所4月22日举办第十一期会员中层业务人员培训班，就市场最为关心的玻璃、油菜籽、菜籽粕等新品种及动力煤等拟上市品种的相关知识对会员公司中高层业务人员进行专门培训。此次培训课程，一方面突出风控、交割等期货基础知识，另一方面涵盖管理技能和经验，业务与管理并重。

## 郑商所菜粕期货首次交割顺利完成

郑州商品交易所菜粕期货5月顺利完成首次交割，交割量为7160吨。自2013年12月28日菜籽、菜粕期货上市以来，菜粕1305合约率先完成“新老交替”。上市近5个月来，菜粕期货日均成交量约90万手，日均持仓约39万手。产业客户对菜籽、菜粕期货参与积极，套保意愿较强，全产业链的客户均有参与。

## 大商所举办化工产业培训班

大连商品交易所与中国石油和化学工业联合会联合举办的“2013年大商所期货学院期货分析师化工产业培训班”5月4日正式开班，以适应行业创新业务发展形势，并提升期货分析师对化工品种分析研究能力。来自国内期货市场以及相关产业的近800名学员参与了此次化工产业培训班。

## 大商所修改无成交合约结算价规则

大连商品交易所4月11日修改无成交合约结算价确定方式，以避免价格出现较大偏离。此前，当远期某一合约出现连续双边无成交行情时，当日结算价采用前一交易日的结算价格。此种情况下，当该品种主力合约出现大幅涨跌走势时，远期无成交合约和主力合约之间的价差可能会出现过大偏离。

## 上海金交所调整T+D保证金比例

上海黄金交易所4月15日调整延期交收合约保证金比例的涨跌幅度，以应对国际贵金属市场剧烈波动。按照《上海黄金交易所风险控制管理办法》，若4月15日收盘时出现单边市，则当天清算时，黄金T+D合约保证金比例调整为12%，涨跌幅度限制调整为10%；白银T+D合约保证金比例调整为15%，涨跌幅度限制调整为13%。

## 郑商所铁合金期货上市立项获批

郑州商品交易所计划上市铁合金期货的立项申请5月初获证监会批准，并已开展铁合金期货合约与规则制度的深化设计论证工作。硅铁和硅锰在生产、消费中的重合度较高，价格相关性较强，适宜捆绑上市。推出这两个品种将有利于形成铁合金的国内国际权威价格，指导现货企业根据期货价格安排生产经营。

## RQFII获准开立期指保证金专户

中国人民银行5月2日发布通知，明确人民币合格境外机构投资者（RQFII）可在期货保证金存管银行开立专门用于股指期货保证金结算的专用存款账户，为RQFII参与股指期货市场进一步清扫障碍。今年3月7日，除发行债券类产品或A股ETF产品外，RQFII被批准可在允许的投资额度内，投资股指期货等人民币金融工具。

## 境外商品期货交易品种审核被取消

国务院5月15日发布《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》，取消商务部对境内单位或个人从事境外商品期货交易品种的核准。目前，参与境外交易的投资者有限，多为企业客户，交易品种也与其主营业务息息相关，取消品种审核对市场的实际影响不大，但有望推动期货公司境外期货经纪业务试点。

## 郑商所调整玻璃交割厂库升贴水

郑州商品交易所5月15日对河北、山东部分地区指定玻璃交割厂库注册玻璃仓单的升贴水做出适当调整，并从FG306合约开始实施。本次调整将沙河市安全实业、河北大光明集团嘉晶玻璃、河北德金玻璃的贴水扩大至200元/吨；中国耀华玻璃升水缩小至20元/吨；滕州金晶玻璃贴水缩小至40元/吨。

## 上期所发函警示对敲转移资金行为

上海期货交易所5月22日向会员单位发布警示函，提醒投资者高度警惕以委托理财名义对敲转移资金的违规行为，提高安全防范意识，加强交易密码管理，切实保障自身资金安全。近期，期货市场发生多起因委托交易导致的对敲转移他人资金的违法违规案件，违法犯罪分子多以委托理财的幌子骗取受害人的账号和密码。

## 大商所召开聚丙烯期货论证会

大连商品交易所5月在大连召开聚丙烯期货交割质量标准论证会，业内专家对当前市场聚丙烯产品质量标准检测课题开展情况进行了介绍，对期货合约交割质量标准进行了论证。据悉，中国证监会已于4月25日批准聚丙烯期货立项，本次论证会是进一步完善聚丙烯期货合约设计、推动该品种上市交易的重要一步。

## 上海衍生品市场论坛在沪召开

由上海期货交易所主办的“第十届上海衍生品市场论坛”5月28日至29日在上海召开。本届论坛的主题是“期货市场的创新与转型”，论坛下设有有色金属国际研讨会、天然橡胶国际研讨会、贵金属国际研讨会、钢材国际研讨会、国际杰出者论坛和上期法治论坛。来自海内外的各界人士，就市场热点问题进行了深入交流。

## 期货市场监控中枢建成使用

我国期货市场统一监测监控平台——期货市场运行监测监控系统，历经3年建设于5月底建成并投入使用。该系统建设的圆满完成，标志着我国期货市场在监控市场交易行为、发现潜在风险隐患和打击违法违规行为等方面进入了新阶段，也意味着我国期货市场的系统性风险防范能力和跨市场监测监控水平迈上了新台阶。

## 上期所启动连续交易仿真测试

上海期货交易所5月20日启动连续交易系统测试，测试品种为黄金和白银。据悉，夜盘交易时段为当日21:00至次日2:30，测试内容为业务时段扩展到夜间的交易情况，测试数据使用测试日当天正式结算后的合约价格、持仓、保值额度和客户数据。此前，中国证监会于4月12日同意上期所启动期货市场连续交易试点。

## 服务实体经济30人论坛在京召开

由郑州商品交易所主办的“2013年期货市场服务实体经济30人论坛”5月23日在北京召开。论坛中心议题是“持续上市新产品，拓展服务实体经济领域”，就中国经济发展需要更多期货产品、郑州期货市场服务实体经济广度和深度、动力煤期货助推产业发展等三方面内容进行了深入探讨。

## 期货暨衍生品市场论坛在京召开

由中国证监会研究中心、北京证监局、北京市金融局联合主办的“第八届中国期货暨衍生品市场论坛”5月25日在北京召开。本届论坛以“建立多层次的衍生品市场”为主题，旨在通过市场各方共同努力，促进我国期货加快创新，完善新业务运行机制，进一步提升服务实体经济能力，促进期货公司发展。

## 上海金交所增加夜盘交易时段

上海黄金交易所5月31日起增加周五夜间交易时段。周五夜市是从周五21时开始交易至周六凌晨2时30分，并与下周一白天的交易合并作为一个完整的交易日，在下周一收市后进行集中清算。周五夜市逢周五或下周一为节假日时休市，若因周末系统重大维护需要临时休市，交易所将提前五个工作日通知。

## 上期所推出两种新型交易指令

上海期货交易所6月7日正式推出立即全部成交否则自动撤销（FOK）和立即成交剩余指令自动撤销（FAK）两种新型交易指令。FOK指令是指在限定价位下达指令，如果该指令下所有申报手数未能全部成交，则所有申报手数自动撤销。FAK指令是指在限定价位下达指令，如果该指令下部分申报手数成交，则剩余申报手数自动撤销。

## 日本推出液化天然气期货

据期货保证金监控中心 4 月 12 日消息，日本东京商品交易所日前推出全球首个液化天然气 (LNG) 期货合约。在 2011 年地震后，日本进口液化天然气数量显著增加。据《华尔街日报》报道，日本已是全球最大 LNG 进口国。上市 LNG 期货，将能为终端市场提供更多风险管理工具。

## SEC全票通过跨境掉期交易新规

美国证券交易委员会 (SEC) 5 月 1 日一致同意通过了新的海外银行在美国进行场外衍生产品交易的规则，并希望以此为如何解决因如何监管这一 640 万亿美元规模市场而酝酿的国际冲突提供指引。新规将帮助缓解欧洲监管机构和美国商品期货交易委员会 (CFTC) 就美国衍生产品规则的分歧意见而加剧的紧张关系。

## CME集团推出铁矿石期货

芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 5 月 13 日推出铁矿石期货。合约代码 TIO，合约规格 500 吨每手，上市 12 个连续月份合约，合约到期以 TSI 指数现金结算，交易时间为北京时间早上 6 点到次日凌晨 5 点 15 分，全天 23 小时 15 分连续交易。据悉，中国市场将是其未来挖掘的重点，并计划与中国钢铁企业开展进一步合作。

## CFTC调查“期现掉换”交易

据期货保证金监控中心 5 月 15 日消息，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 目前发出特别征集令，要求华尔街银行和其他交易商提供文件，证明近来所谓的“期现掉换”(EFS) 衍生品交易是合法的。据悉，本次调查的重点是大型交易商和做市商是否使用不受监管的场外掉期市场来进行期货交易。

## 港商交所入不敷出停业

香港商品交易所 5 月 18 日自愿放弃已获香港证监会颁发的“自动化交易服务供货商”资格。香港商品交易所将会与指定的结算公司共同议定于 5 月 16 日交易时间结束时仍未平仓合约的结算价格，并以美元交收。据悉，香港商品交易所仍将继续运作并保留现有员工，积极发展新产品，适时重新申请以上资格。

## ISE拟推出新期权交易所

据期货保证金监控中心 4 月 16 日消息，国际证券交易所 (ISE) 宣布将在 2013 年第二季度建立新的期权交易所，从而成为美国第 12 家期权交易所 (未合并集团计算)。为了与 CBOE、纽约 - 泛欧交易所、纳斯达克 OMX 交易所竞争，ISE 已经发展了多样化的交易平台。新期权交易所将基于新的技术基础，为客户提供更加先进的定价模型。

## CFTC通过掉期交易新规

据《华尔街日报》5 月 17 日报道，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 以 4 票支持、1 票反对的表决结果通过了掉期交易新规。作为 2010 年多德 - 弗兰克法案的核心内容，新规旨在提高掉期交易的透明度。新规建立了新的交易平台，将要求所有的掉期交易买卖报价都公开，但只要交易员向两家公司询过价就可以执行交易。

## CFTC拟修改客户资金保护规则

据期货保证金监控中心 5 月 15 日消息，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 计划近期修改期货佣金商 (FCM) 与衍生品结算机构 (DCO) 的相应规则，以加强对客户资金的保护。曼氏全球与百利金融破产后，美国期货市场的客户资金保护规则受到批评。CFTC 表示将会调整相应规则，但目前尚无法确定资金保护规则的时间表。

## CFTC拟提出新限仓规则

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 5 月 15 日表示，将在 6 月份提出新的互换、期货市场限仓规则。根据多德 - 弗兰克法案的要求，CFTC 曾在 2011 年 10 月份提出有关 28 个商品期货、期权、互换产品的限仓规则，但随后业内两家协会认为该规则对成本、收益考虑不周，会损害衍生品市场，因此起诉 CFTC，并得到法院支持。

## 港交所拟推出跨境股指期货

香港交易所 5 月 21 日发布公告称将推出首只跨境股指期货——中华 120 期货，以及三只以内地 A 股 ETF 为基础的股票期货，以进一步扩大其内地相关产品的组合。此外，香港交易所将于四季度在上海设立市场数据枢纽，通过创始成员计划部分资讯供应商及其他机构可参与市场数据枢纽的早期建设。

## 中国期货分析师论坛在杭召开

由中国期货业协会主办的“第七届中国期货分析师论坛”4月12日至13日在杭州成功召开。本届论坛以“新平台·新机遇——期货分析师的转型”为主题，论坛下设期货投资顾问与基金经理论坛、场外商品衍生品设计与定价管理论坛、期货及衍生品研发机构峰会、海峡两岸期货分析师交流研讨会等四个分论坛。

## IB从业申请条件重新调整

中国期货业协会4月18日发布《关于调整证券公司从事中间介绍业务的人员取得期货从业资格申请条件的通知》。根据通知，证券公司为期货公司提供中间介绍业务资格由行政审批转为备案管理，中国期货业协会不再单独组织对证券公司从事介绍业务的人员（IB人员）的上岗前专项培训和考试。

## 北京调解联盟在京组建

由中国期货业协会等16家机构共同发起的“首届北京调解论坛”4月27日在北京成功召开。来自首都法律界、企业界、行业组织以及各类调解机构的代表150余人参加了会议。会上，包括中国期货业协会在内的16家调解组织、研究机构共同发起组建“北京调解联盟”，并正式发布了《北京调解联盟宣言》。

## 期货市场课程录制完成

中国期货业协会和中央农业广播电视台学校5月13日共同完成期货课程的录制。课程包含三部分内容：认识期货——你不可不知的期货常识、说说价格这回事儿——从期货市场的价格发现功能说起、期货市场可以这么用——规避价格波动风险的工具之选。课程将于6月通过中央农业广播电视台学校的卫星和网络平台播出。

## 第二次从业人员资格考试顺利举行

2013年第二次期货从业人员资格考试5月18日在全国35个城市举行，此次考试共设51个考点、365个考场，参考共计报名32252人、45280科次。其中，期货基础知识科目参考率为71.88%，通过率为39.47%；期货法律法规科目参考率为73.67%，通过率为42.73%；期货投资分析科目参考率为70.30%，通过率为16.19%。

## 第二期赴美加高级研修班举办

由中国期货业协会组织的第二期赴美期货高管研修班和赴加首席风险官研修班分别于4月15日至5月31日和5月4日至6月4日在美国和加拿大举办。通过培训，学员们深入了解了美国、加拿大衍生品市场发展状况及运作经验，切实加强了与国际同行的沟通合作，取得了实实在在的丰硕成果。

## 第二期风险管理子公司培训班在京举办

中国期货业协会4月22日至24日在北京举办第二期期货公司风险管理子公司业务培训研讨班，56家期货公司的110多名学员参加了培训。来自国内大型企业、国际投行和律师事务所的衍生品方面专家参与了授课，内容涵盖风险管理子公司业务开展过程中的法律、财务、仓储物流、风险控制等问题。

## 第八期联合研究课题公开招标

中国期货业协会5月6日发布《中期协联合研究计划（第八期）课题招标公告》，开启新一期联合研究计划招标工作。据悉，本期研究计划将围绕场外商品衍生产品开发与定价问题、跨境期货交易中的投资者保护问题、境外期货交易纠纷替代性解决机制、期货公司全面风险控制体系、期货市场信用交易与担保制度等展开。

## 期货从业资格检查正式启动

中国期货业协会5月15日正式启动2013年度期货从业人员资格定期检查，检查范围为2012年12月31日前取得期货从业资格的期货公司从业人员。本次检查以各期货公司高管人员合规执业情况为重点，检查时间为5月15日至8月31日。其中，5月15日至5月31日为公司自查阶段；自查结束后，将组织开展现场检查。

## 19家风险管理子公司完成备案

中国期货业协会已完成对19家期货公司风险管理子公司业务试点的备案。这19家公司分别为永安期货、浙商期货、万达期货、广发期货、鲁证期货、大地期货、方正期货、宏源期货、锦泰期货、中证期货、南华期货、弘业期货、新湖期货、中粮期货、海通期货、华泰长城期货、金瑞期货、瑞达期货和申银万国期货。





## 新平台·新机遇——期货分析师的转型

【编者按】

4月13日上午，“2013年第七届中国期货分析师论坛”在杭州黄龙饭店胜利召开。中国期货业协会会长刘志超、中国证监会期货二部副主任冯博、中国证监会浙江监管局局长吕逸君等出席论坛并致辞，长江商学院金融学杰出院长讲席教授欧阳辉发表了内容丰富的主题演讲。

此外，论坛还组织了面向交易所和金融机构的圆桌论坛。在交易所圆桌论坛上，来自上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所的领导以“期货市场研究与高端人才培养”为主题积极探讨了形势；在金融机构圆桌论坛上，来自国内银行、证券、信托和基金的知名专家以“创新发展新形势下的期货与衍生品分析师”为主题，深入交换了意见。



# 在更高层次上为实体经济服务

■ 中国期货业协会会长 刘志超

“最是一年春好处。”

四月的杭州春意盎然、生机勃勃。首先,请允许我代表中国期货业协会对参加“第七届中国期货分析师论坛”的朋友们表示热烈的欢迎和衷心的感谢。本次论坛的主题是“新平台·新机遇——期货分析师的转型”。党的“十八大”提出“我国发展仍然处于可以大有作为的重要战略机遇期”,以期货市场发展的任务环境来看,今后5—10年将是我国期货和衍生品市场发展的重要战略机遇期。

去年以来,随着期货行业资管业务、期货公司风险管理为主的子公司等试点业务的推出,为全行业创新和转型以及进一步服务实体经济方面,搭建了一个更好的平台。

首先,以资源跨国流动和资源配置为特征的经济全球化和我国经济社会转型所带来的多元化风险管理需求,为加快和发展我国期货及衍生品市场提供了大量的重要战略机遇。

从发达国家发展历程和经验来看,期货及衍生品市场在经济发展的各个阶段,都发挥了非常重要的作用,而且在不断地丰富和完善。以美国为例,19世纪中叶,农产品期货市场的发展促进了美国农业现代化的进程;20世纪80年代,原油期货的推出使得美国成为全球能源的定价中心之一;20世纪80年代后期,金融期货,特别是场外衍生品市场的飞速发展,进一步促进了美国利率、外汇市场的市场化进程,极大地降低了美国金融机构和企业的交易成本,增强了美国企业的风险管理能力、金融市场的竞争力和整体经济的弹性。

尽管场外衍生品市场在交易过程当中出现了这样或那样的一些问题,特别是2008年金融危机的蔓延,对整个美国经济产生了很重要的影响,但是从美国国会金融危机调查委员会得出的结论来看,没有证据表明,场外衍生品市场是导致金融危机发生的最根本原因,实际上,正是由于有了发达的衍生品市场,才使得美国众多的金融机构和企业能够更好地利用各种方式和手段有效对冲和转移风险。

从经济发展的需求来看,我国期货及衍生品市场发展有巨大空间。经济的全球化必然伴随着风险的全球化,经济全球化促进了生产要素的全球流动和资源配置的全球化,但同时,也大大增加了地区性金融风险外溢和转嫁的可能性,需要更多风险管理方式和方法。

与此同时,中国在推进工业化、信息化、城市化和农业现代化,以及促进消费结构和产业结构调整升级过程当中,更需要通过一个风险管理的市场,在更大程度上、更广的范围内发挥其在大宗商品和全球资产、金融资产和资源配置方面的作用,并在国际市场上建立与我国经济实力和发展需要相匹配的定价机制。

在期货及衍生品市场加快转变经济发展方式的过程当中,也会产生许多不确定的风险,需要期货及衍生品市场为实体企业和金融机构提供更加方便、专业、高效的风险管理工具。

过去的十年,我国期货市场抓住了机遇,在制度建设、产品拓展、规模扩张、功能发挥等方面取得了令人瞩目的成绩,但与成熟市场相比,差距仍然很大,特别是在期货市场服务实体经济方面,还有待进一步提高。

今天，我们应站在更高的发展起点之上，更加紧密地关注实体需求的变化，在更高层次上提供多元化、个性化和专业化的定价服务和风险管理。

从欧美成熟市场的发展情况看，以交易所为核心的场内衍生品市场和以经纪商、交易商为核心的场外衍生品市场相辅相成不可或缺。交易所通过将各类金融资产和大宗商品提炼为标准化的期货合约和期权合约，形成了基础的定价基准和风险对冲工具；中介机构通过利用交易所产品进一步开发设计出能够满足各种不同客户需求、个性化的场外衍生品，克服了交易所标准化产品不适用于普遍的特点，增强了风险管理的灵活性，更好地满足了实体企业，特别是中小企业风险管理的需求。因此，加快发展包括交易所市场、机构间市场、期货公司柜台市场在内的多层次衍生品市场，对于满足实体经济的需求具有重要的意义。

其次，期货公司应该充分利用好期货资产管理业务和风险管理服务子公司的平台，紧密地围绕服务实体经济发展的根本目的，拓展服务功能，打造新的商业模式。

党的“十八大”特别提出要深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定，支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场。期货公司作为改革开放和创新发展的中介机构之一，其根本的目的是服务实体经济，只有将自身的发展与实体经济紧密结合，期货公司发展才有基础，才有价值，也才有前途。过去，期货公司由于功能单一，大大制约了整个行业服务实体经济的能力，也导致了大家都在特定的一种业务上过度竞争的格局。

作为现代金融企业，期货公司应该完成其服务经济发展的历史使命和打造新的商业模式，必须逐步拓展新的功能，丰富服务手段。我认为期货公司除了经纪业务以外，至少还应该具备财富管理和风险管理两大功能。

最近一段时间，期货公司正积极研究和拓展资产管理业务和风险管理子公司业务方面的工作，这给期货公司在服务实体经济方面拓展了新的空间。公司可以根据自身的股东背景、人力资源情况、地域特色以及经营理念的不同来选择不同的客户群体，来确定自己的商业模式。可以说建立符合自身实际的、能有效服务实体经济特色的商业模式，将是今后中介机构更好地体现其为实体经济服务的一个重要方面。

再次，期货公司不仅要紧紧围绕当前有利的时机，

更要有紧迫感、危机感，要积极应对挑战，积极加强专业人才建设，提升专业服务能力，形成自身的核心竞争力。

刚才我讲到期货公司和行业所面临的机遇，同时我也想提醒大家面临的巨大挑战和一些危机。

期货行业对内和对外开放是大势所趋，是不以人的意志为转移的。本身期货市场就具有国际性的趋势，将有更多的各个行业、境内境外的机构参与进来，中国期货市场的发展目标一定是全球化、国际化的市场。大家不要寄希望于我们所谓的行业保护。实践证明，任何一个有保护的行业其发展都是不可持续的，也不会产生伟大的企业。因此，期货公司应该直面当前的形势，保持清醒的头脑，在保证客户合法权益和守住风险底线的前提下，通过积极稳妥的创新和发展，加速自身的核心竞争力进行业务的创新和商业模式的定位，拓展自己的生存和发展的空间。

期货行业是一个智力密集型的产业，期货公司的竞争不仅仅是资本的比拼，更是智力的角力。要提升自身的专业化服务能力，抓紧培养和引进符合创新发展的高素质专业人才。未来，期货公司核心竞争力将体现在产品设计、风险定价和交易服务等方面的专业能力，具备这样的能力的期货人才，将是未来行业和公司发展的宝贵财富。

中国期货业协会连续七年举办了分析师论坛，冀望通过这个平台不断提升期货专业人才的专业能力，不断提升期货公司服务实体经济的水平。我们希望期货从业人员抓住这个难得的机会，直面挑战，加快知识结构和专业结构的更新，在新的平台上尝试转型，完成提升。同时，还要培养更加广阔的视野和更加专业的能力，特别是要注重期现的结合、境内境外的结合、场内场外的结合，不断拓展我们的视野和提升专业水平。

党的“十八大”为我们描绘了一个令人憧憬的“中国梦”，这个梦想也包括中国期货人20多年来孜孜以求的“期货梦”，这个梦想就是要真正发挥期货市场在服务实体经济、以风险管理作为工具的基础上，把期货公司打造成全球一流的风险管理机构。

这是我们的希望，也是我们的梦想。

我衷心希望在不远的将来，期货行业能够涌现出一大批比肩华尔街的优秀公司和高端人才，能够使我国的期货和衍生品市场在全球范围内发出更强有力的中国声音。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 提升研究水平 打造行业竞争力

■ 中国证监会期货二部副主任 冯博

首先我代表中国证监会期货二部向“第七届中国期货分析师论坛”的召开表示热烈的祝贺！非常高兴再次参加本次分析师大会，今天我想从新的形势下，如何推动期货行业的发展谈几点看法供大家参考。

**第一，当前我国经济发展的转变为期货行业的发展提供了重要的战略机遇期。**

大家知道，改革开放以来，我国经济实现了多年的高速增长，总量跃居世界第二。与此同时，伴随着国际经济危机，国内经济形势也发生了一些情况，我国经济发展方式亟待转型。党的“十八大”报告指出，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，是关系我国发展全局的战略选择。这些科学论断为我们转变经济发展方式指明了方向。

在新的发展阶段，利润率下降和成本上升的矛盾使企业必须进行成本控制和风险管理，而期货等衍生产品是实现企业由粗放式管理转向精密化经营的必不可少的重要手段。

2004年以来，能源、金属、农产品大宗商品价格波动进一步加大，如铜的价格在2008年经历了三到四倍的价格波动。今后，随着我国市场化程度的加深，石油、电力等基础行业的价格也将逐步放开，企业经营所面临的价格波动将进一步加大。在新的经济发展阶段，我国企业需要衍生产品进行风险管理，不仅具有较强的迫切性，而且具有明显的长期性特征。

目前我国期货等衍生产品工具的使用率还很低，2009年国际互换和衍生品协会对世界500强使用衍生产品工具进行了一次调查，共94%的企业使用了衍生产品，中国企业29家，其中62%使用了衍生产品工具。那些没有进入500强的中国企业，使用衍生产品工具的比例更低。根据国家统计局的数据，截至2012年11月份，全国具有规模以上的企业45万家，同期期货市场法人开户仅两万余户，由此可以判断，实体经济需求为期货行业发展提供了强劲的动力，今后5到10年，将是我国期货行业发展的重要战略机遇期，我们应该共同努力抓住这次难得的历史机遇，实现期货行业的质的飞跃。

**第二，期货行业近年来发展成效显著，但与国民经济需求相比还存在较大的差距，需要实现战略转型。**

近年来我们贯彻党中央、国务院稳步发展期货市场的战略部署，不断深化对国际衍生产品市场普遍规律和我国期货市场发展的阶段性特征的认识，坚持不懈地加强法律基础制度建设，确实改进和加强监管，稳妥有序地推进了产品创新和业务创新。

行业规范发展能力明显增强，客户服务能力和专业服务水平有所提升。市场功能逐步发挥，2012年期货市场共成交14.5亿手，是2011年的3.2倍，金额是2006年的8倍。期货行业在2012年总净产、净资产和净利润分别是2006年的6.5倍、7.1倍和22倍，在看到上述成绩的同时，我们也应该清醒地认识到，我国期货市场还处在由量的扩张到质的提升转变的关键

阶段，与发达市场相比，与国民经济的要求相比还存在较大的差距。

从市场角度看，我们成交量大，但持仓量低，市场的广度和深度有待进一步的提高。2012年，我们整个期货市场的持仓量占整个GDP的0.7%，美国的比例达到80%；从行业角度看，公司总体规模小，专业服务水平不高，业务拓展能力、创新能力不足，更重要的是研究能力总体不高，无论是对宏观经济还是对行业品种得分析研究都相对薄弱。当然也有一些公司和分析师做的比较好，但是在市场上社会上整体影响力相对较小，还没有形成权威声音。

2012年期货全行业净利润创下了历史的最好水平，但在扣除交易所的手续费减免和利息收入之后全行业的净利润所剩无几，手续费率下降到0.36%。随着我国市场化程度的加深，监管部门会按照放松管制、加强监管的指导思想进一步加大改革创新力度，减少行政审批，促进市场竞争。全国现有1300多家期货营业部，近期我们调整了期货营业部的设置规定，降低了准入门槛，简化了审批程序。同时我们取消了IB业务对证券公司和期货公司之间的股权绑定限制。今后全国100多家证券公司、5000多家证券营业部，备案之后就可以和期货公司开展IB业务。下一步我们还会适时发布外资参股期货公司的管理办法，允许符合条件的境外机构参股期货公司。伴随着这些放松管制的措施，未来期货行业的竞争将进一步加剧。

近年期货行业的发展证明，期货行业原来以传统的经纪方式，粗放的经营、低层次的竞争为特征的旧的发展模式不可持续，行业整体发展需要进行战略转型。积极全面的业务创新是期货行业战略转型的必然要求，为此中国证监会支持行业创新的力度逐年加大，2011年我们推出了期货投资咨询业务管理规定，2012年推出了期货资产管理办法，2013年以中期协为主推出了期货公司现货子公司业务，目前我们正在积极研究推进期货经纪业务、期货境外经投业务，相关准备工作已基本就绪，准备择机推出。

为配合期货行业的业务创新，近期我们还调整了净资本的监管制度，在风险可控的前提下，适当降低各项业务对净资本的要求，在支持鼓励行业创新的过程中，我们深深感到行业分析研究能力的重要性。

第三，扎实推进分析研究能力，打造期货行业的核

心竞争力，推进期货行业更好地向服务经济发展方式的转变。

在我们行业转型中，增强期货行业的研究能力具有举足轻重的作用，研究分析能力也是各期货公司核心竞争力的源泉，如何提高研究分析能力，我提供三个观点供大家参考：

首先，进一步拓宽研究广度，提高研究系统性。随着我国信息网络时代的发展，各经济分领域出现了逐步融合的局势，研究单个行业所需要关注的领域越来越多，产业客户风险管理的需求也趋于多元化，这些都需要研究分析要跳出单独分析行情的小圈子，站在国际国内经济金融的高度上做好深入全面系统性的研究。希望大家苦练内功，认真做好知识储备，扎实提高专业素质，这是行业提升研究分析能力的基本功，也是好的期货公司迈向现代金融企业的基础。

其次，进一步加大研究的深度，提高研究的针对性。近年来，在各种调研和座谈会中，许多产业客户都反映期货公司服务的层次和质量难以满足需要。特别是一些大的企业，期货公司服务不了，其中最重要的原因是我们在对产业客户的需求和其专业的经济领域研究不够，没有专业的分析研究和积累，就不可能有专业化的服务，甚至没有同大企业对话的基础。非常希望广大分析师能静下心来深入研究期货品种和产业链的情况，成为各个期货品种的专家，为我们的客户提供专业化、个性化、差异化的服务。

这个过程是一个分析师价值的体现，也是公司核心竞争力形成的过程。长期看，能够实现分析师社会价值和期货公司整体效益的双丰收。

最后，进一步加强前瞻性的研究，逐步形成自主创新机制。期货公司是联系客户和市场的纽带，在了解和满足客户方面，期货公司具有无可替代的优势。行业分析师应围绕客户需求，加强前瞻性研究，形成客户服务方案，特别希望广大分析师在此基础上继续深入研究一些区域性、系统性和全局性的问题，形成政策建议。

总体而言，研究分析能力是期货公司的核心竞争力，优秀的期货分析师是行业的宝贵财富。希望各期货公司和有关方面能够积极地培养优秀人才、爱护人才、尊重人才，使期货行业的分析师们在服务经济中发挥出更大、更好的作用。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期货业要加快实现转型升级

■ 中国证监会浙江证监局局长 吕逸君

杭城四月，春暖花开，桃红柳绿，在这美好的季节，中国期货业协会主办的“第七届中国期货分析师论坛”在杭州举行。这给浙江的期货业带来了交流、学习和提高的好机会。我代表浙江证监局对本次论坛召开表示热烈的祝贺。下面我想讲三句话。

第一句话是欢迎，欢迎大家到杭州来参会。

尽管大家已多次来到杭州，但是我还是向大

家介绍一下杭州。一是杭州文化底蕴深，杭州历史悠久，是全国七大古都之一，有2200多年建城史。杭州有举世闻名的花鸟文化、良渚文化等文化遗产。历史文化名人更是数不胜数，大家走上苏堤、白堤就会想到苏东坡、白居易。

二是杭州经济实力强，改革开放以来，杭州经济发展较快，经济总量位居全国副省级城市前列，杭州有发达的制造业和服务业，特别是民营经济实力雄厚，2012年有50家民企入选中国民营企业500强，占了十分之一。

三是杭州自然风景美，西湖文化在2011年入选了世界文化遗产名录。西湖景色优秀，有老的十景、新的十景交相呼应。更有西湖三绝：孤山不孤，断桥不断，长桥不长。苏东坡有一句诗“欲把西湖比西子，淡妆浓抹总相宜”，说的是不论哪个季节，包括春天、夏天、秋天、冬天，不论哪种天气，晴天、雨天、雾天、雪天，西湖都有它独特的美。欢迎大家一年四季到杭州来。

杭州是美丽之都，杭州是爱情之都，杭州是浪漫之都，更适合我们期货分析师朋友们多来杭州走走看看，才能有更好的感受，对期货市场分析就会更加入情入理。所以希望大家来到杭州，了解杭州，离开杭州，不忘杭州。

第二句话是感谢大家对浙江期货业的关心和支持。

期货分析师论坛，最早是浙江期货公司发起，并且一直作为主要承办单位，已经成功举办了六届，今年是第七届。而且一届比一届办得更好，你看今天大家坐在那里阵容很整齐，说明期货业在发展，说明期货分析师队伍在快速发展。

这几年浙江期货市场也发展比较快，期货行业夯实基础，开拓创新，既巩固了商品期货的传统优势，提升了服务实体经济的综合能力，又积极开展金融期货和各项创新业务，为浙江打造中小企业金融服务中心和民间财务管理中心提供了支持。

到今年3月底，浙江辖区有期货公司10家，期货营业部103家，期货从业人员4800人。辖区内客户总数26万人，客户权益合计237亿元。2012年辖区公司合计客户权益代理成交总量和成交总额，占全行业的12%，实现手续费收入17.15亿元，净利润5.23亿，占全行业的15%。我们这里十家期货公司每家都盈利，十家期货公司的平均净利润全国第一。

在市场快速发展的同时，浙江期货业在坚持合规和风控基础上不断创新研究、创新发展，取得了良好的成效。现在我们辖区有两家公司在香港设立子公司，九家公司取得投资咨询业务资格，五家公司获批资产管理业务资格，四家公司通过风险管理公司评审，一家公司参与境外期货经纪业务试点筹备，两家公司完成了股份制改制，准备进入IPO。



参会人员认真听取嘉宾演讲

当前期货行业发展已进入重要的战略转型期，资产管理、风险管理、境外业务等新的业务加速推进，柜台衍生品、国际化发展等新课题亟待研究。来自其他同业的市场竞争也日趋激烈，在新的发展形势下，期货业要加快实现转型升级，在这个过程中要坚持市场创新和风险管理相结合，要提高效率和主营安全相结合，更好地发挥期货市场风险管理的功能，更好地服务实体经济持续快速发展，更好地满足客户多元化的需求。在浙江期货业发展过程中，我们得到了会里各个部门的大力支持，热情指导，得到了中期协、交易所、监控中心等单位的大力支持，也得到了业内外专家学者的热心关注。在此，我对大家的关心和支持深表感谢。

### 第三句话，祝愿期货分析师论坛越办越好。

期货公司要抓住发展机遇，成功实现转型发展，应该有较强的综合研发能力来提供重要支持。期货公司研发能力和创新能力相辅相成，是公司核心竞争力的重要内容。

我曾经给省里的期货公司说，期货公司的核心竞争

力在哪里？不是在前台，而是在后台，包括产品研发平台、研究资讯平台、良好的交易平台和技术平台。比如说我们技术平台，我们原来把它作为尾部，今后技术平台将领先，真正成为我们的核心竞争力。

在国外，一家大型公司可以失去几个优秀的人才，但是它不能失去系统，如果一个系统失去了，对这个公司就会带来很大的损失，所以我们研发分析也是核心竞争力的重要内容。我们期货公司要增强研发能力和培养研究团队，除了加大投入，建立内部制度机制之外，更需要来自同行以及其他金融同业的支持、交流、促进，使得大家共同提高。

一年一度的中国期货分析师论坛，结合行业发展最新趋势，邀请业内外知名专家学者、期货公司高管人员、期货研究分析人员共同建言献策，是促进提升期货行业研发能力和创新能力的良好的交流平台。衷心祝愿中国期货分析师论坛越办越好，成为期货行业凝聚共识、研究创新、共谋发展的重要平台。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 信号引导 的资产配置策略

■ 长江商学院金融学杰出院长讲席教授 欧阳辉

今天我想用一个我在国外做的案例，来介绍产品的演化、定价和风控。我的“中国梦”就是几年之后，不管是国外的投资银行，还是国内的期货公司，也能设计这样的产品、交易这样的产品，而且，最重要的是能够对这样的产品定价、做风险管理。

## 产品设计的思路

这个产品来源于当时我跟一家中央银行做的

一个资产定价模型。因为亚洲的中央银行有很多外汇：美元、欧元、日元，他们有很大的任务是怎么分配这些资产，股票只是很少部分，各式各样的债券、货币怎么去分配？

瑞士银行做了这个模型，用一些宏观信号、经济信号预测了资产的走向，这些预测不一定很准，但是我们的理念是做比不做好。对任何一个产品，我们不能过分自信，因为不是每时每刻都能够赚钱的，所以风险控制非常重要。

一般我们做一个产品介绍开始时会做一个摘要：做什么产品？为什么做这个产品？比如说这个产品要积极控制资产配置，就一定要说被动的资产配置可能是不好的，稍微介绍一下这个产品；然后讲怎么做产品，实际上这是核心，核心的第一节就是PSAA资产配置模型的研究，第二节控制波动率就涉及做产品，第三节就是满足客户的需要；之后才是真正的产品部分：一个多样化的指数性产品，把这个产品做成一个指数，有阿尔法指数，有贝塔指数，这样就可以根据客户的需求卖产品。

## 保本产品的客户需求

现在的客户需求，至少从境外客户的需求看，2008年金融危机以前和以后有很大变化：绝大部分客户要求保本，所以2008年后，我们设计了很多保本产品。这个保本的产品就是外国投资银行和国内投资银行的最大差别，外国投资银行设计的每一个产品都要保本，而且不是一个资产池的概念，即使一个产品输掉了，对这家银行或公司损失也不会那么大。而资产池的概念，平时大家都高兴，但关键时候一起跌，那就会对银行构成相当大的系统性风险，所以我们要做很多保本的产品。

做保本产品的过程中很大的问题就是风险管理，你要给客户保本，怎么保本？客户保本了，说明你承担了客户的风险，那么你承担风险的能力是什么？就是很强大的交易系统。

## 利用宏观数据进行预测

这个产品之前的资产配置模型就是所谓的Mean-Variance模型，但这个模型是用历史数据预测预期的收益和风险，实际效果不是很好。我们利用一些宏观数据，比如信贷标准，信贷标准是提高还是降低或是基本差不多，这是一个很重要的宏观数据。

假设我们做大宗商品，BDI指数也是很重要的宏观数据；另外是美国的两年期掉期利率，还有一些宏观数据就是这个季

度有多少钱进了我们中国市场，总之，我们用一些看得见、摸得着、容易理解的宏观数据来预测以后的市场走向。

这些宏观数据也许在历史上能够预测以后的市场走向，但需说明的是，未来并不一定能够预测，这也是风险。我们首先要清楚为什么做这个东西，有没有经济含义，做的研究是不是稳定，比如从 1990 年做到 2012 年，这个模型表现很好，但也许这个模型只有一年或两年表现好，另外 18 年表现不好，只是平均起来表现好，这样的模型不够稳定。技术行业要稳定性，要有经济含义，要容易理解；以前就是单一的收益率指标，再加一个评级，现在的要求高很多了。我们就用一些大家容易理解的宏观数据，这个很重要。

## 期货公司在产品方面的优势

还有很最重要的一点能体现期货业的优势。在国外，如果没有期货，95% 的保本型产品做不了，一定要有期货、期权或掉期等交易成本比较低的产品才可以做保本。这是我们期货行业很大的优势，因为我们对期货很熟悉，只要有好的交易平台，有广度深度的研究和包装技巧，在做产品方面我们就一点不比证券公司和商业银行差。

我们所有的标的包括美国的股票（标普 500）、大宗商品（原油、黄金等）、美国的国债，还有现金。关于这些标的，我们做产品时遇到的第一个问题就是，这些标的有没有期货？假设没有期货，这个产品也许不能保本，因为交易成本要增加，一百块钱的股票，要花一百块钱去买，假如这一百块钱买早了怎么保本？有期货的话，七八块钱可以交易一百块钱的标的，这一点对我们期货公司至关重要。

越来越多的客户和投资者需要保本的产品，假设没有期货的话，这种保本的产品是 99% 不可能做到的。

期货最大的优点就是交易成本低，我们做风险控制、做对冲，假设对冲的交易成本很高，那么价格一定很贵，而所有的交易成本是由客户承担的，投资银行、期货公司不承担交易成本，客户承担成本的结果就是价格高，他就不肯买这个产品。所以，期货公司在创新产品上很有优势，因为我们所有的东西都是期货：美国国债是 10 年期国债期货，美国股票是标普 500 的期货，大宗商品也是原油、黄金期货，所有的标的都有期货。我们找一些宏观信号，像信贷标准、BDI、利

率等容易观测的宏观的数据、信号，来预测以后资产的走向，这是第一点。

第二点就是现在和 2008 年以前不一样，现在的东西要透明，以前叫黑盒子，现在叫玻璃盒子，就从外面能看到里面是什么的。现在客户问得很仔细，我们卖一个产品只要一签约，所有的交易从第一步到最后一步，所有的信息都要披露给客户，披露的标准是什么？客户拿到这些信息后，假设他有时间有耐心，有一定的数据，他就可以重复这个产品。另外，假设没有历史表现的话，我们根据所有的宏观数据能做得怎么样。最后一点是灵活的交易形式：保本、不保本、期权、掉期所有这些形式都要利用起来。

## 宏观增强的积极投资产品

因为我们卖的是一个积极投资的产品，所以稍微讲一下被动投资的表现。被动投资产品表现也许不尽人意，但并非被动投资产品表现就一塌糊涂，也不能说每时每刻被动投资产品不好。

假设我们投资美国的债券，美国债券是比较稳定的，但它的收益率不是很高，最多百分之五点几，但很多保险公司要求的收益率至少达到 6%，否则产品是没有竞争力的，因为它不能把成本覆盖，所以如果设计出一个表现很稳定但收益率太低的债券产品，想卖这样一个债券指数给保险公司，肯定是卖不出去的。

大宗商品听上去收益率很高。看大宗商品的数据从 1983 到 2011 年年底，平均收益率可以，但它的波动非常大，假设你投资 20 年、30 年也许平均收益率是百分之九点几，但是不可能投资这个产品 30 年，万一你投资三年，这个产品有可能从最高点跌到最低点，所以从大宗商品的角度看，要卖一个积极投资的产品，就要说大宗商品波动率太大。

股票波动率也很大。从 1927 年开始美国股票的数据就有了，但波动率比较高，我们不知道什么时候进去最有利，稍微高一点进去低一点出来有可能亏钱，所以我们需要宏观数据来预测以后的走向，如果没有宏观数据预测走向，就投资一个指数的话，万一运气不好，有可能输很多钱。

最后是我们为什么做这个研究。做研究是这样的，第一你不能跳跃太快，现在我们的研究都是均值方差（Mean-Variance），你突然跳到和这个模型完全不搭界的



期货行业创新业务展览

模型，这样的模型太超前了不好卖，作为学术研究可以做，工业界做产品不行，因为这个模型太新了，大家要花很长时间才能消化。所以，我们一般是在现有的模型上微调一下，提高一下，这样客户容易接受。

再讲一下具体流程。第一要找很多的信号，找信号有四个标的：美国的标普 500 期货，大宗商品期货，十年期国债期货，两年期国债期货是作为现金的替代物，我们都是用期货作为标的。这个产品是每个月交易一次，每个月找一次宏观信号，每个月预测一次，每个月做一次模型，交易一次，但是每天都可以算出当天你这个产品赚了多少钱，输了多少钱。

做完产品之后你说表现很好，但是人家问表现好是不是稳定，是不是从 1990 年到 2011 年每 5 年的表现都很好，当然不可能每年表现都很好，每年收益都是正的，这类产品做出来了，人家有点怀疑，有时候要输点钱，因为宏观信号是不可能那么准的，但是一般做到每五年的区间之内的表现都要让人能够接受，即所谓的滚动性的测试。

同时，你要跟你的标的比，一个积极投资的产品，

要跟对冲基金比，它是积极投资的，你这个产品和它比，不能和一个死的标的——标普 500 比，这样的话会有问题，所以我们最好和对冲基金比。当然这个表现并不是一帆风顺的，也有波动，有时候也是输钱的。

接下来是稳定性测试。这个就是每年表现好，还要看看每个月是不是稳定。最后讲为什么这个产品能够成功，能够预测将来的走向，这个从经济含义、统计、数学上讨论一下，为什么预测大宗商品，为什么预测股票。

### 根据客户需求设计多样化产品

因为是做保本型的产品，还要厘清一个概念，怎么叫保本？

假设我有一百块钱存到银行里面，它一年的利息是 3%，97 块钱是你的本金，3 块钱是你的利息，97 块钱存在银行里面一年以后有 100 块钱，那就保本了，什么意思呢？你还有 3 块钱可以炒作，3 块钱买什么东西？3 块钱只是本金的 3%，即使我这个产品能够涨 100%，我的产品涨 100%，你只有 3% 的本金投到这里面也是

涨了 3%，这个 3 块钱怎么炒作，我们要设计一个产品使这个 3 块钱用到最大值，那就是期权，用 3 块钱可以买很大的期权，假设波动率控制得好，3 块钱就可以买 100 块钱标的期权。

所以，搞保本的产品第一个要买期权，不能直接买股票、大宗商品，因为 3 块钱太少了。期权最重要的一点就是波动率，如果波动率很高期权价格就很高，那么 3 块钱买不了，所以我们要控制波动率，把波动率人为地控制住。

下一步讲怎么卖保本型的产品。有些客户不能做空，期货有个好处就是做空非常容易，现货做空平时非常容易，但在关键的时候不一定能借到股票或债券，期货就有这个优点，但有些客户不喜欢做空。所以，我们也根据客户需要推出多样性的产品。

第一个产品是不保本的，承担这个策略的风险，这个不保本型的产品就相当于做一个掉期，你给我一定的钱，我把这个产品的表现给你，这个产品国内马上可以做，假设你研究做好了马上可以卖这个产品，因为这个东西不需要强大的交易系统，原因是什么？假设我卖这样一个不保本的产品做掉期，投资银行、证券公司、期货公司不承担任何风险。这个产品涨了客户拿钱，跌了客户亏钱。客户承担所有的风险，投资银行不承担任何风险。这种产品对私人客户比如在瑞士银行不流行，他们希望保本。

下一个产品就是保本产品，保本就要承担风险。刚才说一百块钱拆开，分成 97 块钱保本，97 块钱存到银行一年以后变 100 块钱，还有 3 块钱可以炒作，所以这个期权产品的价格就是 3 块钱，但是这个价格 3 块钱的期权，到期的时候，价格有可能变成 10 块钱、15 块钱、20 块钱，也有可能会变成零。期权变成 3 块钱以下投资银行不用对冲；假设期权价格从 3 块钱涨到 10 块钱，投资银行什么事情不做，从客户那里拿了 3 块钱，还要付 10 块钱，亏掉 7 块钱，这个对投资银行是不行的。

投资银行有很大的风险要去对冲，我在交易平台上做对冲，产品价格涨了对冲组合涨，产品价格跌对冲组合价格跌，这样就没问题，一旦到期之后，期权价格涨了，产品价格涨了，就把对冲组合卖掉给客户。

大概就是这两种形式，不保本的产品，国内现在可以干，所以财富管理产品可能开始就是，期货公司从那些不保本的产品开始干，假设你的客户可以承担这个风

险，他们应该是很有经验的机构投资者；下一步要设计保本型的产品，现在相对来说难一些，难在建立比较强大的交易系统。

最重要的一点需要向监管机构提一个建议，要对冲风险，不单需要强大的交易平台，更需要强大的资产标的种类做后盾，假设基本的衍生工具没有很多，那就没办法对冲产品，所以要有很多基本的衍生工具才能对冲复杂的衍生产品，国内复杂的衍生产品可以发展慢一点，甚至暂时不发展，但是简单的衍生工具要大大发展，这样我们的期货公司、证券公司才能做保本产品，才能够说真正做到风险控制。假设没有最基本衍生工具，我们即使有爱因斯坦的脑袋也做不了风险管理。

最后总结一下说产品很好，同时我们研究做得很严谨，有不同的形式，要保本要做波动率控制，不保本做个掉期，另外你不希望放空，我就加一点限制。最后一点，投资银行怎么赚钱，100 块钱 97 块钱保本，还有三块钱买了期权，期货公司、投资银行怎么赚钱，投资银行赚这个差价：我们卖给你这个期权三块钱，实际上看你这个标的有多复杂，越复杂的、越难对冲风险的标的，价格越低，也许价值是两块五毛钱，但是我卖给你三块钱，赚了五毛钱，就赚这个差价。实际上投资银行赚得不是很多，但是量很大，还有一个期限长，这个差价可以拉得很大，就靠这两方面赚这个差价。但是投资有可能输掉 7 到 10 块钱，虽然赚了 3 到 5 毛钱，所以这样的交易需要对冲风险。

总的来说，我们做这样一个积极投资的产品就是找一些宏观信号来预测，我们的观点是做比不做好，做产品有几步曲：第一客户的需要，不管实体客户还是虚拟客户，客户的需要很重要；第二要严谨，做研究要很严谨，现在客户越来越复杂，马上可以看出来问题，看到这个研究不好不会买这个产品，产品要多样化，怎么做产品设计；最后假设要做保本产品，后台要有一个强大的交易系统。

金融创新最重要的就是产品，产品的定价、风控、研究和交易平台，是我们的核心竞争能力，同时期货公司有天然的竞争能力，假设要做保本的产品，期货是必须的，99% 的可能需要期货，所以期货行业一定要有信心，我们就是要做先锋，做产品金融创新、在资管这方面期货公司大有可为。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



圆桌论坛 |

## 期货市场研究与高端人才培养

主持人：



南华期货总经理 **罗旭峰**

讨论嘉宾：



**党剑**

上海期货交易所总经理助理



**巫克力**

郑州商品交易所副总经理



**朱丽红**

大连商品交易所总经理助理



**武小强**

中国金融期货交易所监事长

### 交易所研究机构之辩

罗旭峰：

今天我们在这里跟四家期货交易所的领导共同探讨一些关于整个市场创新的话题。目前，各交易所纷纷设立一些独立的研究机构，比如：大连商品交易所去年设立了“大连商品交易所研究中心有限公司”，郑州商品交易所设立了“期货和衍生品研究所有限公司”，最近上海期货交易所也设立了“期货与衍生品研究院”，中国金融期货交易所也计划在北京开设研究院。

交易所研究机构的研究方向和主题与期货公司的研究目标是不是一致的？交易所设立研究机构的目标以及今后可能开展的一些工作是什么？

朱丽红：

大连商品交易所研究中心有限公司是中国证监会在2011年7月正式批复的，正式挂牌成立和人员到位是在2011年12月1日，到现在将近一年半时间。大家都在问研究中心想做什么，定位是什么。交易所跟期货公司的角度是不一样的，作为市场的组织者，我们希望研究中心对市场有三项服务能力。

第一个是政策影响力。国家政策对期货品种或行业的影响很大。以期货品种为例，新品种上市之后是否活跃、功能发挥情况如何，与现货市场有很大关系。我们希望通过产业、对国家政策的研究，把现货产品研究透。

只有这样，市场合约和规则才能设计好。

第二个是行业影响力。包括相关现货产业影响力和期货行业影响力。通过这方面的研究，提升交易所作为市场组织者对现货产业和期货行业的认识和理解，引导政策制定更加科学、合理。

第三个是服务于交易所的能力。研究中心首先要服务于交易所的发展，有助于提升交易所的核心竞争力。

**巫克力：**

郑州商品交易所的研究方向基本上跟大连商品交易所一致。研究的水平和能力，关系到交易所的核心竞争力。这种核心竞争力体现为：一是业务发展的理论思想；二是理论发展的规则和制度；三是业务发展的具体操作方案。

要达到这个目标，应该有两个路径。第一个路径是从实践中归纳，可以叫做归纳性研究；第二个路径叫做演绎性研究，从理论向实际应用演绎。

同时，要围绕几个需求。一是产业部门和监管部门对交易所研究能力和水平的需求，我把它定位在“势能”；二是行业研究的需求，我把它定位在“动能”；在以上两个需求的基础上，第三个需求是交易所业务发展的需求，是交易所研究动能、势能的载体。

如果能够满足这三方面的需求，用一句现在流行的说法，就叫做“正能量”。我们希望郑州商品交易所能够体现研究的正能量。具体来说，我们会围绕新品种、机构投资者需求来研究，包括指数、期权和一些新的交易机制。特别是要满足中国证监会以及一些国家部委对大宗商品产业发展和监管方面的研究需求。

**党剑：**

商品期货交易所研究院的职能差不多，我想说三点和期货公司有关的职能。

第一，希望和期货公司开展更多课题合作。从服务整个市场来讲，期货公司走在市场的第一线。对于交易所来讲，在一些新产品，包括新交割方式的研究中，我们和期货公司以及期货公司的股东有很多交集。

第二，希望从研究院的角度总结一些服务市场、服务实体经济的案例。我们会提供一些资助，为一些中西部企业，尤其是上市公司，提供驻厂服务，然后把这些案例总结出来，甚至编辑成书，成为期货市场服务实体经济指南一样的手册。

第三，希望和境外交易所，包括中国台湾地区的期货公司合作，做一些更为前瞻的研究。比如：境外天然气期货的经验，以及其他新产品、新交易模式等。这个平台会将交易所的形象展示给更多研究领域同行，包括期货公司，也包括大专院校等。我们的目的还是要服务于实体经济，服务于整个行业，服务于分析师，使整个行业研究水平得到提升。

**武小强：**

中国金融期货交易所本身是一个公司化的交易所，对于研究院，我们有一个基本定位——市场化运作的智库。换句话说，研究院要把研究成果当做产品卖给政府和其他所有需求方。所以，这个智库要学会做产品，同时学会卖产品，自负盈亏。

北京有最优秀的资源，所以在北京设立研究院。我们希望整合行业资源，整合政府资源，整合研究机构和大专院校资源，共同做研究。北京具有独特的优势。另外，交易所的发展、期货市场的发展，离不开中央政府的政策支持。

既然是整合资源，那么中国金融期货交易所的研究院还有一个很重要的任务就是支持行业、院校和研究机构的研究。我们愿意拿出一定资金来做一些资助，共享市场发展成果。

## 中金所：高频交易必不可少

**罗旭峰：**

中国金融期货交易所是四家交易所中成立最晚的，但是发展势头最快。股指期货上市三年了，今年2月、3月的单月交易额占到了全国市场的60%，其中高频交易所占比重较高。请问武总，您如何看待高频交易的发展？

**武小强：**

对于金融衍生产品来说，过高的交易成本会导致收益大打折扣，同时也会提高风险控制的难度。就我个人而言，高频交易应该是金融衍生产品的基本交易工具。这是我的第一个看法。

实际上，高频交易和程序化交易之间的差别就是，高频交易获得交易所数据的速度要比程序化交易快。高频交易和交易所的做市商策略、政策有关系，还和交易所公司化以后的盈利冲动有关系。换句话说，交易所的

数据要卖了，要作为面向做市商的优惠条件。

高频交易的频繁报单在现行交易体制里确实存在一个在政策上如何理解的问题。机构投资者的培育和发展、期货市场品种的丰富、商品价格的波动以及相关产品的套利，都需要程序化交易这一工具，这是机构投资者不可或缺的。

对于股指期货占全国 60% 的成交额，其实全球衍生品交易中金融衍生品的交易增长是最快的，如果说低了反而不正常。

## 上期所：连续交易推出恰逢时机

罗旭峰：

最近，香港交易所正在推夜盘交易，上海期货交易所也在做连续交易的准备工作。对于连续交易，交易所是怎样考虑的，还存在哪些障碍？

党剑：

上海期货交易所在 3 月 10 日正式向社会公布了关于连续交易的征求意见稿，4 月 12 日中国证监会的新闻通气会也就连续交易向媒体做了解说。期货市场上一直有连续交易的呼声，此次交易所是把这一长期既定政策推出来。之所以选择两个规模比较适中的产品，是因为要测试一下市场的承受度，包括一些交易状况。

从交易所来讲，各项准备已经就绪，包括软件商、期货公司。我们会在年内选择比较适当的时期推出连续交易。从国际期货市场来看，连续交易已经比较成熟，像 CME 的 7×23 小时交易。应该说，现在推出连续交易还是比较适时的。

## 郑商所：期权研究信心十足

罗旭峰：

郑州商品交易所一直在做期权方面的研究，走得比较靠前，最近还在期权仿真交易方面做了大量工作。期权是不是已经具备了推出条件，或者说整个系统的环境，包括法规环境，是否已经完备？期货公司应该做哪些准备？

巫克力：

对于期权，郑州商品交易所研究的时间比较长，有十几年了，一直在研究。最近一两年，对期权的研究力度，

包括投入的人力、时间等更大更多了。期权是一种衍生创新，比较复杂，社会对其了解、认识得也不完全到位。我们一直在推动这项工作，有三个方面。

第一个是期权所涉及的基础期货品种的运行情况。如果基础期货品种在活跃度、功能发挥、风险控制上表现得比较好，那么，在这个基础上推出来的期权就更能得到市场的认同。

第二个是期权的业务规则和技术系统。包括交易系统和风控系统，我们正在抓紧推进，这是期权推出的至关重要的必要条件。

第三个是对期权的运行机制、风险控制和其他业务要点的理解。对这方面的认识很重要。郑州商品交易所在投资者教育和基础知识普及方面也做了很多工作，主要包括两个方面。第一个方面是整理了几十万字的期权资料，包括书籍和内部材料。第二个方面是采取了一些必要的、适当的宣传活动。比如，去年我们举办了“期货市场服务实体经济论坛”，其主题就是期权，围绕期权的推出进行研讨，效果不错。

从这三个方面来说，包括基础期货品种运行情况、合约规则和技术系统准备、普及性教育，我感觉期权推出的条件越来越成熟。具体而言，郑州商品交易所正在抓紧征求市场意见，并在合适的时候面向社会进行模拟交易。对于期权，我们充满信心，也希望不辜负监管部门和市场的要求和需求。

## 中金所：做市商制度十分必要

罗旭峰：

中国金融期货交易所也一直在推动指数期权的研究工作，在期权交易的做市商方面有什么考虑，什么样的机构可以作为做市商？

武小强：

中国金融期货交易所的产品是金融产品，采用做市商制度是交易所比较一致的意见，尤其是在多种指数产品以及期权产品推出以后，做市商制度是非常必要的。现在推出做市商制度，瓶颈就是期货公司不得自营，瓶颈怎么克服恐怕是一个问题。此外，做市商制度还取决于市场主体的培育和创新，机构投资者合法化、私募基金合法化，中国金融期货交易所要对所有的金融机构开放，这样才能选择。



期货市场研究与高端人才培养圆桌论坛

但是，我个人认为做市商应该是期货公司，因为有一支专业队伍，还需要做场外产品创新。此外，有丰富交易经验、有一定资金规模的机构投资者，也是做市商的合适对象。

## 大商所：创新工作从未止步

罗旭峰：

大连商品交易所最近发布了新的套利交易管理办法，特别是在特色指令方面。除了这些已经做的创新工作之外，有没有其他的创新工作打算？

朱丽红：

套利的确是大连商品交易所一直在推的一个有利于投资者的交易方式。套利指令做了很多年，今年我们把套利指令的保证金优惠也做了。接下来还会做几个。

交易所有一个例行模式，挂牌到最后交割日，保证金比例会随着时间的推移而不断提高。过去 20 年中，这

种做法起到了非常好的风险控制作用。但是，随着整个市场抗风险能力的提高，机构投资者对于交易成本和效率的要求也更高。在市场风险能够控制的情况下，我们已经开始陆续降低保证金比例提高的水平，同时进一步降低保证金梯度。大部分品种都这么做了，这是一个比较大的改动和创新。还有就是对于套利和套期保值的豁免，这也是机构客户呼吁很多的地方。

现在，市场整体的保证金水平比较高，这适应了过去十几年的市场情况。我们还无法做到像成熟市场一样灵活地调整保证金，实时地调整保证金，但是至少可以考虑或者研究如何让刚性的保证金制度灵活一点。未来一段时间会向灵活的保证金制度过渡，这也是我们要做的事情。

## 大商所：培养高端衍生品人才

罗旭峰：

大连商品交易所是最早搞期货学院的，这方面的工作一直走在其他交易所的前面。衍生品市场发展到现在

这个阶段，高端人才，特别是熟悉复杂金融工具的专业性人才，非常缺乏。我们怎样形成一种机制来补充这种人才，或者说我们应该如何来满足市场需求？

朱丽红：

说到期货学院，我从2008年开始做会员服务和分析师培训工作，这么多年来，我们认为坚持的方向还是很对的，越往后面走研发人员的力量就越大，大家对他们的要求也会越高。特别是高端衍生品人才，在中国还是很欠缺的。

我们的工具很简单，没有条件做复杂的东西，我们对人才的需求还处于比较基础的水平。但是，未来高端人才会越来越必需。商品在中国到目前为止还是做得很简单，但是国外很多做商品的对冲基金的业绩非常好。我们现在做的东西不够精细，还无法设计成为产品。在这方面，我个人认为应该从以下几个方面开展工作。

第一，开阔眼界，知道别人是怎么做的。我们出访，原来只去交易所，现在会去很多机构，考察商品对冲基金，了解他们的需求。很多期货公司比交易所走得还靠前，几年前就拜访了很多美国的对冲基金。

第二，适应中国国情。过于复杂的工具，我认为现在我们不一定需要去做。但是，基于现有的工具、商品、国情，我们可以做很多。比如，OTC产品，现在风险管理子公司是有条件做的。

从交易所的角度来讲，期货学院从今年开始也会在培养高端衍生品人才方面给予期货公司很多帮助。

## 上期所：期待全市场指数

罗旭峰：

其实，如果每年都能够前进一小步，那么未来几年整个市场就会发生翻天覆地的变化。上海期货交易所最近发布了有色金属指数，非常好的金融工具，未来会成为一个很好的标的。这是否意味着上海期货交易所有可能推出指数期货产品？

党剑：

这个问题比较尖锐。商品指数在境外衍生品当中也是一类，数量还蛮多的。我想三家商品交易所都在研究基于各自商品的指数类产品，指数类产品一旦成为期货

品种之后，其交割方式就会有比较大的改变。所以我们也在比较慎重地研究商品指数期货、期权类产品。但是，我们更希望市场上能有第三方机构把真正的全市场指数设计出来，满足基金公司、证券公司自营和其他资产管理公司的需要。所以在商品指数期货上市之前，最好能够有更多的综合性或者分类性的指数推出，让大家根据这些指数做好资产管理。

## 郑商所：推进场外市场场内结算

罗旭峰：

商品指数化是未来的一个趋势，现在各商品交易所已经在这方面做了大量尝试。目前，在建设多层次资本市场体系的总体思想框架下，大宗商品电子市场层出不穷。这类市场是不是存在一定的信用问题？在国际市场上，大量场外业务都转到场内清算。郑州商品交易所也在接触一些现货市场，是否有意在场外市场的场内结算上采取进一步措施？

巫克力：

这个问题实际上是对结算模式的反思，也可以说是一种创新。结算关系到整个期货市场的风控，无论是场内还是场外。在此基础上，也关系到今后不同交易场所的竞争力。对于结算这项业务，我觉得应该从两个方面来看。

一方面，国务院这几年不断地通过各种措施积极整顿中远期交易场所，进程比较快，也有了相应结果。场外的清算需求直接决定着交易所提供什么样的服务。相关监管部门对利用场内结算模式承担场外结算需求的政策要求，也非常重要。市场需求、政策要求，都直接影响到场内结算的创新或布局。

另一方面，郑州商品交易所对期货结算非常重视，也提出了成立独立结算公司的申请。我们在申请过程中也不断加强对结算模式的研究力度，作为研究所有限公司的一个课题正在抓紧做。这个课题应该涵盖几个内容。

一是对未来的接受郑州商品交易所结算体系的目标对象进行定位和评估，有所为有所不为；二是对未来的结算业务所需的技术系统进行评估；三是通过规则创新对结算效率进行评估；四是对于结算风险的评估，除了对场内市场结算风险评估外，还包括场外市场结算风险评估；五是根据交易所定位，其结算职能的拓展

牵涉到很多法律问题，需要进行非常系统、细致、详细的论证和研究。

通过这几个方面的评估，我们希望能够对现有结算体制有所创新，更好地通过合法合理的方式实现与实体经济发展对结算需求的有效对接。最终目标还是服务实体经济。

## 搭建期货分析师成长平台

罗旭峰：

未来各交易所能为期货分析师的成长提供怎样的支持？

党剑：

我今天早上爬到了对面山的最高顶，有一个亭子叫“初阳台”。我觉得对比今后期货市场发展的广泛性和资产管理的多样性，期货分析师还只在半山腰。交易所能够提供更多支持，包括培训、研讨等方方面面，为期货分析师乃至整个行业在国内资产管理业务中地位的提升做出贡献。

巫克力：

对于这种支持，我想从另外一个角度理解。交易所未来发展将面临更多责任，无论是同业的竞争还是相关监管部门的要求。怎么强化交易所在期货市场未来发展中的责任？这种责任一方面体现出国家对交易所的职责定位，既要发挥一线监管职责，也要有效组织市场运转；另一方面，期货市场的发展速度非常快，发展的深度、广度令人吃惊，市场对交易所的平台建设也给予了一些希望。

今天的主题是“新平台·新机遇”，交易所也是一个平台，这个平台涵盖了很多要素，比如：新品种、交易系统、风控系统、市场拓展、投资者教育。

市场都是实实在在的存在，而且这种需求越来越多。面对这种市场发展状况，我觉得交易所不只要对分析师进行支持，更多的要围绕交易所职责落实这一核心，增加对市场的支持。如果交易所不能够落实职责，最后的结果一定是被抛弃，并且两个对象都可以抛弃交易所。

一个是监管部门和宏观产业部门。他们会认为交易所没有满足市场、实体经济的需求，没有履行相应职责，从而对交易所未来发展产生不利影响。另外一个是市场。

交易所之间既合作又竞争，如果郑州商品交易所职责不到位，就会被市场参与者抛弃。

从这个角度来讲，这是一种选择权，郑州商品交易所的唯一选择就是给市场以大力支持。无论是品种，还是其他业务需求以及分析师队伍建设，郑州商品交易所都会大力支持。这种支持就是一种责任。

如果能够实现这种责任，我想郑州商品交易所就可以和其他兄弟单位一起携手共进，和在座的期货公司、产业客户、新闻媒体一起搭建一个新的平台，创造新的机遇和更好的前景。

朱丽红：

我们会提供三个平台。

第一个平台是整合十大研发团队和期货学院的核心要素为会员搭建一个产业客户培养、交流和研发的支撑平台。我们已经开始推进，很多公司已经在用了。

第二个平台是新闻发布平台。在我们的交易大厅里，中央电视台的新闻财经频道、新华社、第一财经都设立了直播室，很多分析师到直播室里做行情分析、市场研判。我们希望为各期货公司、研发团队、金牌分析师提供一个很好的展示自己的平台。

第三个平台是研究中心。到目前为止，大连商品交易所的研究中心全部搬迁到了北京，有三个研究方向——宏观经济、产业研究和金融衍生品。在每一个领域，我们都可以跟期货公司的研究所开展很好的合作。

武小强：

在每一次产品创新过程中，中国金融期货交易所都会邀请期货公司派出部分人员共同参与产品设计。我觉得这个制度很好，我们会坚持下去。

中国金融期货交易所有两个部门需要期货公司的研究或者分析人员，一个是研发部，一个是市场部。对于研发部，我们希望在一些课题研究上进行合作。尤其是在市场难点、市场创新方面，我们更需要整合期货公司的研究力量。对于分析师来说，最需要的是数据，研发部将来会在交易所数据整理上做一些考虑，满足期货公司分析市场、分析产品的需求。对于市场部，我们希望在市场开发和产品推介时更多邀请期货公司的分析人员参与，给他们提供一个舞台。

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅)



圆桌论坛 II

## 创新发展新形势下的期货与 衍生品分析师

主持人：



永安期货总经理 施建军

讨论嘉宾：



涂宏

交通银行金融市场部总经理



何仁科

汇添富基金对冲投资部副总监



王晶

东方证券研究所执行董事



刘辉

华润深国投信托证券投资部总经理

### 银行视角下的衍生品市场

施建军：

我们原来以商品期货为主，现在有了股指期货，以后可能还会有汇率期货、利率期货，我们分析研究的对象也从商品跨越到其他类别的资产。对于分析师，第一个转变是从单一的商品期货到各个大类的资产，第二个转变是从传统的经纪和风险管理业务到财富管理业务，第三个转变是从境内到境外。今天的四位嘉宾都来自金融机构，包括

银行、信托、证券、基金。首先，我想请问一下交通银行的涂博士，银行是如何运营其庞大资产的？

涂宏：

非常高兴能够代表银行业参加期货分析师大会，面对台下这么多专业水平比较高的分析师，我想讲三点。

第一点，从银行角度看期货。由于分业监管，1999年以后银、证、保分开了。国内期货市场正从商品期货逐渐

向股指期货发展，国债期货如果获得批准，从实物商品到虚拟金融的扩展就会更多一些。此外，还有从境内向境外的扩展。对于期货市场，银行最近也在做各种探索，比如：建设银行在上海设立了商品和期货部。除了为交易所、期货公司和投资者提供存款、仓单质押等服务外，我们还能够提供一些什么样的其他服务？把银行的服务和期货结合起来，互相联动，培育市场，形成利益链条，把业务做大。这是银行要考虑的事情。中国作为一个商品进出口大国，对商品价格方面的需求非常大。在期货公司业务向境外拓展的过程中，银行应该扮演什么角色？我们也在积极探索这个事情。

第二点，结算是一个很重要的范畴。芝加哥商品交易所、纽约商品交易所以及其他一些清算机构，都是交通银行纽约分行的客户。在资金清算效率、交易对手风险控制和基础设施建设方面，交通银行的要求还是蛮高的。国内几大商品交易所的银行支撑系统，比如：中央对手方设计、资金周转效率、结算方式等，十分关键。银行是结算的最基础部门，一方面要配合交易所做好结算风险防范机制的设计；另一方面要提高结算效率，发挥最大功能，避免结算过程占用过多资金头寸。

第三点，套期保值会计核算。必须把会计核算搞得很精确，才能做出最准确的业务判断。

#### 施建军：

银行如何在管理资产和负债过程中应用衍生品？在服务客户过程中，如何进行风险管理？境外银行又是怎么做的？

#### 涂宏：

由于国际化程度比较高，交通银行的资产负债表中有大量外币，其中主要是美元，也会有欧元、日元、港币。对于人民币和外币之间的汇率风险，现在防范起来有点难度，不能实现对所有资产和负债的全方位管理。但是，外币之间的汇率市场的流动非常强，一般通过汇率掉期锁定风险。

关于利率，整个资产负债表都在采用所谓的“全额资金法”，把所有分支行的存贷款和交易性资产的期限和金额逐笔集中到总行，进行统一管理。利用修正久期、基点价值等方式对利率风险进行管控。随着利率市场化进程的加快，银行的压力还是蛮大的。境外成熟经验应该应用到

人民币利率市场化过程当中，帮助银行有效对冲风险。

## 阳光私募成功发展经验

#### 施建军：

华润深国投信托在中国证券市场的私募机构服务方面有很多经验。成功的私募机构有什么共同特点？很多私募机构从期货市场走出来，在这方面给他们提个建议。

#### 刘辉：

我们从 2004 年开始做阳光私募，到现在 9 年了。我们看到整个阳光私募发展的风风雨雨、起起落落，见证了不同团队的成长。阳光私募发展过程中最关注什么问题？有四个方面的问题我觉得是最重要的。

第一，客户选择。如今，新基金法给了阳光私募正式身份，但有一个问题仍然没有解决，就是阳光私募的客户结构。这么多年来，客户结构没有本质变化。如果中国绝对收益资产管理行业想要健康发展，其客户群中机构或专业投资者至少要占一半以上。如果不是这样的客户结构，行业发展一定不健康。这还有很长的路要走，也不是一家机构就能够解决的，是整个制度的问题。阳光私募应该首先考虑客户结构，客户不同，要求也不同。对于资产管理业务，一方面要管理好客户财产，另一方面要管理好客户预期。很多阳光私募短期上升得很快，但消失得也很快。有时候不是管理人员能力不行，也不是策略出了问题，而是被客户逼着改变策略从而引发风险。

第二，风险控制。这是个老生常谈的问题。我理解的风险控制不同于市值管理，对冲基金行业有着独特的风险控制，即：净值管理。我们从 2006 年、2007 年推行这个概念，但市场上的管理人员没有很好地理解。凡是净值管理做得好的，就没有出大问题；没做的，或多或少都出了问题。净值管理的核心是回撤。要想做得久、做得大，控制净值的回撤是最重要的。

第三，团队建设。团队的分分合合是非常正常的，大家也不要惊讶。但是，怎么建立自己的公司治理结构是特别重要的一件事情。很多对冲基金的失败，不是因为投资出了问题，而是因为运营出了问题。一定要把公司治理和股东结构设计得更加合理，想清楚如何激励团队核心人员。

第四，规模控制。要尊重市场发展规律，不要盲目扩张规模。我们知道，对冲基金行业有句话——“规模是业绩的敌人”，但是在做事过程中，由于种种原因，心态比较



创新产品推介会

急躁，盲目扩张规模。很多对冲基金规模扩张得太快，管理能力跟不上，最后亏了客户的钱。客户的钱不能随便接，有时候客户的钱是烫手的，一定要尊重规律，能管理多少钱就拿多少钱。这个行业比的不是谁跑得快，而是谁活得久。按照规律来一定活得久，活得久才有可能做得大，而不是反过来——做得大才能活得久。

## 券商研究机构定位和管理

施建军：

期货公司研究部门的定位经常摇摆不定。研究部门员工，干不了两年就转到市场部门或投资部门。请东方证券王博士给我们分享其在部门定位、团队管理、人才培养方面的经验。

王晶：

在券商研究机构的发展道路上，也遇到过定位问题。我们也曾经徘徊于对内支持还是对外研究。后来，国内资本市场机构投资者的壮大为我们带来了契机。最初，券商经纪业务发展规模大，很多研究人员就针对经纪业务做一些研究。2000年以后，随着公募基金的发展，机构投资者壮大起来，卖方研究找到了一个新的营运模式——佣金的盈利模式。在盈利模式明确的情况下，卖方研究蓬

勃发展起来，定位也越来越清晰。2005年以后，东方证券研究所就非常明确地提出了做卖方研究、做对外研究机构。这几年，卖方研究业务发展很快，收入也大幅增长。研究所由原来的成本中心逐渐变成利润来源，分析师在公司内部的地位也得到了提升。

分析师的知识层次比较高，有自己的想法，管理起来难度很大。东方证券研究所自确定做卖方研究以来，一直在探索“自我培养”道路。我们没有挖知名分析师，很多优秀分析师都是自己培养起来的。有一些经验可以跟大家交流。主要是在制度上做好三方面工作。

第一，专业的后台支持。我们有自己的人力资源和技术部门。人力资源部门在分析师招聘过程中可以做出十分专业的筛选：一是专业背景，二是逻辑思维能力，三是表达能力。

第二，流程化的产品设计。我们的技术部门在业内比较早地设计了内部工作流程，每一工作步骤，包括调研、财务模型等都要在网上留痕。此外，我们还实行了投资决策管理委员会制度，制度设立的初衷是帮助新研究员打好研究基础。投资决策管理委员会由三方面人员组成：一是合规人员，对报告是否合规做出基本判断，这也顺应了监管要求越来越严的趋势；二是财务人员，针对财务模型进行严格讨论，对于年轻研究员来说，经过几轮

讨论他们就知道模型存在哪些问题了；三是分析师组长，从整个报告的设计框架来判断结论是否正确。行业和公司的深度报告都必须经过投资决策管理委员会的严格控制才能出台。这样的制度安排，为很多年轻研究员的成长打好了基础。

第三，绩效化的考核。分析师发展到一定程度后，要想再上一个台阶，就要走进市场、接触客户，要知道市场需求。我们在业内率先实行了派点制，通过客户的正向反馈不断强化一些行为模式，然后在内部讨论的基础上适时指出什么样的工作方式是好的、对的，帮助研究员养成好的职业习惯。职业习惯也是很重要的。

## 研究员向投资经理之转变

**施建军：**

股指期货推出后，证券市场和期货市场就连接在一起了，很多新兴机构做对冲投资。研究员和投资经理有比较大的差异，他们之间如何转变，个人应该怎么努力，公司应该创造什么条件？这是第一个问题。第二个问题，何总对绩效把控得很好，跟我们分享一下您做对冲的经验。

**何仁科：**

为什么研究员想转变为投资经理？我想原因不外乎有两点。第一，自我提升；第二，增加收入。我当初也是这么想的，所以感同身受。这应该是一件值得鼓励的事情，关键是如何做。其实王博士刚才回答得非常好，机构投资者的发展促进了研究所的转型，外部环境的变化刺激了我们的转型。之前，到公司调研写个报告发布一下，其实没有人关心内容。现在不一样了，倒逼，收入跟报告挂钩，收入增加了，也就不用转型了。

回过头来讲，机构投资者的需求在什么地方？只有认识了需求，才有动力服务，才能转化为收入。汇添富基金对冲管理公司是一个典型的行业代表，这几年做了很多工作，我从专户出发讲一下。我们做了四年，体会很深刻，起起落落。我们的主要领域是股票和债券，所以在进入专户的时候自然会选择自己的优势领域，比如股票。我们的专户是灵活配置型的，无法摆脱市场影响，也达不到绝对收益的预期。为什么银行理财产品和信托产品能够在这三年以年均 50% 的速度增长？就在于能给客户一个绝对收益预期。

汇添富基金规模很大，业绩也不差，产品类型非常多，

只要市场想得到的我们都有，市场上没有的我们也在积极探索。但是，我们的压力非常大。如何使专户业务转型？2012 年我们成立了对冲投资部，其间接触了很多期货公司，有很多合作。接下来，我们将做一项很重要的工作——改造现有的灵活配置产品。期货对于基金公司转型的意义非常重大。我们也欢迎期货公司向我们推荐合作策略或产品。

我们在商品期货指数、基金方面也做了一些积极储备。另外，公募基金的发展空间非常大，我们已经有了保本基金，今后随着股指期货、国债期货的应用，种类将更多。到目前为止，公募基金已经发展了 15 年，但开户数和规模却在下降。客户都是在高点进来的，60%-70% 的客户亏损。期货公司资产管理业务千万不要重蹈基金行业的覆辙。我在去年接触过很多期货公司，期货分析师能不能提供好的系统性产品解决方案给我们直接用，而不是我们自己在那里揣摩市场？这是很重要的需求。

回过头来回答第二个问题——期货分析师如何转型。第一，设计满足客户需要的产品；第二，提炼投资主题；第三，团队工作。我经常收到期货公司发来的报告，很多。期货分析师能不能主动给我打电话，推荐那些拿得出手的、可行性强的方案。我的心态比较开放，但很遗憾没有人给我打电话。

我在这里把我们机构投资者的需求提出来，也很欢迎好的投资策略、投资主题和产品方案。

## 寄语中国期货分析师

**施建军：**

最后请各位嘉宾谈谈金融机构之间如何加强合作，特别是对期货分析师提一点希望。

**刘辉：**

未来金融机构之间的合作空间巨大，现在已经开始合作了，只是相互了解还不够。创新这个课题很大，对于信托来说，创新就是我们血液里的基因，创新不是发展问题，而是生存问题。金融机构的核心点就在于创新，只有客户觉得有用，跨行业资产创新才值得做。

另外，不能为了创新而创新。创新有成本，创新有时限。有些创新私募机构不适合做。比如我们的“春雷计划”，包括永安期货、南华期货在内的多家期货公司都是我们的战略合作伙伴。我们就是要给期货行业的资产管理



创新发展新形势下的期货与衍生品分析师圆桌论坛

人员提供一个平台，这种创新只有机构合作来做，而机构合作的核心是创新。

王晶：

我这两年越来越切身地体会到券商研究和期货公司研究之间的联系越来越紧密了。我们和东证期货的研究人员有很多沟通，这种沟通、互动在加强。在互动过程中，我们需要探讨的是将来怎么进一步发挥各自优势，理出一些思路，开发一些产品，然后卖给客户。这对金融产品创新是非常有帮助的。

何仁科：

我在2004年进入基金管理行业，当初觉得行业空间非常大。回过头来站在2013年，我觉得期货行业空间巨大。我觉得首先应该坚持，努力创造一些新东西，共同推动行业发展。这个过程中，研究人员大有可为。我非常坚信这一点。

涂宏：

中国金融市场的分业监管从1999年到现在已经实行了十几年了，其实分和合不是绝对的。随着创新的步伐，新的结合点不断涌现，期货公司现在也可以做资产管理业务了。银行的价值观和期货公司的价值观有很多不同，但只要在座的各位期货分析师能够充分发挥聪明才智，特别清楚地了解银行基于监管、传统和各方面要求而形成的价值取向，填平相互间价值取向的鸿沟，那么银行和期货公司的合作就不会只是存款、贷款。

施建军：

非常感谢四位嘉宾，和我们分享了很多宝贵经验。我有三点体会：一是衍生品市场空间巨大；二是金融机构之间的合作空间巨大，不光是业务合作，还包括管理方面的信息沟通和交流；三是期货分析师前景广阔，有很大的成长空间。四

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅)



## 分论坛Ⅰ： 期货投资顾问与基金经理理论坛

【编者按】

4月13日下午，由永安期货、鲁证期货联合承办的“期货投资顾问与基金经理理论坛”在黄龙饭店钻石宫成功举行。国内知名期货投资顾问和基金经理欢聚一堂，就期货资产管理业务中的产品设计、交易策略等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就期货公司资产管理业务的差异化竞争策略等话题展开了热烈讨论。



## 推动资管业务 服务实体经济

■ 中国期货业协会副会长 侯苏庆

近年来，我国期货市场发展迅速，规模不断扩大，各类企业和居民对于多样化、专业化的风险管理与财富保值、增值产品的需求日益迫切。但是与国际先进市场相比，我国期货市场的相关业务工具与产品尚不成熟，面临着投资者结构不合理、机构投资者较少、市场深度不够、流动性不稳定等诸多问题。

自 2012 年 9 月 1 日正式发布实施《期货公司资产管理业务试点办法》以来，已经有 23 家期货公司获批了期货资产管理的业务资格。首批“一对一”的特定期货资产管理产品也于 2013 年 1 月入市交易。

期货公司资产管理业务的获批反映出在近几年期货市场大发展的背景下，我国期货公司竞争力和综合服务能力得到大幅度提升，实体经济和资本市场对风险管理与风险投资需求增加。开展期货资管业务试点，首先有利于培育和发展机构投资者，改善期货市场投资者的结构，提高期货市场定价效率，促进期货市场功能的不断发挥；其次有利于发挥期货公司在衍生品市场领域的专业特长和比较优势，提供以期货对冲和套利为主的资产管理服务，满足多元化投资的需求；最后有利于进一步提高期货公司中介服务的能力，借鉴国际成熟市场发展的经验，为各类投资者提供优质的服务。

在看到成绩的同时，我们也应该清醒地认识到我国期货公司资管业务和资管产品还面临着一系列的问题和不足，比如目前资管产品单一，门槛过高，投资者结构失衡，期货公司资管业务经验缺乏，人才储备不足，以及亟须监管协调支持等等，这都需要我们在今后的发展中逐步解决。

希望行业各方集思广益，积极努力鼓励期货公司开展资产管理业务和产品创新，形成产品丰富、服务高效、组织多元、结构合理、安全稳健的期货资管服务平台体系。支持期货公司加快技术更新升级步伐，不断提升技术含量和安全保障水平。加强人才队伍建设，培养高素质的专业人才和优秀的资管团队，不断提升资管业务的绩效，同时还要坚持市场化的监管改革方向，健全资管业务的创新保障机制，努力创造良好的外部环境，最终推动期货公司资管业务适应经济发展的需要，实现期货市场为国民经济服务的根本宗旨。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期货资管产品如何嵌入金融理财

■ 华润深国投信托有限公司高级经理 李松哲

目前发行资管产品有四个通道，一是信托通道；二是券商通道；三是基金通道；四是期货通道。

设计资管产品，首先要了解高净值客户的资产配置。以风险为选择标准，高净值客户的资产配置中，风险最低的是存款、货币基金等；其次

是理财、信托产品；再次是债券、债券型基金和股票型基金等；最后是期货和权证等。期货资管产品要成为高净值客户的投资选择，就要根据其风险偏好的不同提供相应的风险产品。在产品设计方面，由于信托公司介入资产管理业务的时间较早，我认为期货公司可以向信托公司多汲取经验，这不失为一条捷径。

目前有三类信托资管产品。一是管理型产品。该类产品信托公司一般无须投入资金或只需投入部分资金，盈亏由客户自担，一般在盈利后，信托公司才能够获得20%的提成。二是安全垫产品。该类产品一般保本，不保收益。三是结构化产品。该类产品优先配置银行资金，对该笔资金要保证本金，并且支付一定利息，由投顾资金认购份额承担所有损失，并享有超过约定银行资金利息的全部收益。

一句话，如果投顾想赚钱，就去发结构化产品；想打名气，就去做管理型产品。

期货资管产品要做大一定要借助外部渠道，而不是依赖内部销售。目前证券信托产品的销售渠道有三个。一是银行销售。信托产品从当初很小的规模发展到现在2000多亿的规模是与银行大渠道密切相关的。二是券商渠道。三是信托公司自己的营销团队。

目前投资期货的信托产品数量不多，规模不大，主要有以下几点原因：一是信托产品都是按规模收费，将投资股指期货条款加入信托产品只会增加信托公司的工作量，而不会显著增加收入；二是银行不积极，一般而言，与银行签订三方协议往往要经历三四个月，耗时过长。

期货资管产品在借鉴信托产品经验的同时，要考虑自身特点，特别是杠杆特性。目前市场上绝大部分产品都是结构化产品，已经具备了较强的杠杆特性。如果再投资于期货市场，是不是会进一步放大杠杆？在期货资管产品设计时，应当充分考虑这一问题。此外，期货资管产品设计还应当对客户进行细致的分类，根据不同的策略，设计风险不同的产品满足客户偏好，并对客户进行充分的风险揭示。

华润信托在去年的第六届期货分析师大会时正式推出了“春雷计划”。该计划主要从以下几个方面选拔优秀的操盘手：一是交易的有效性；二是系统的稳定性；三是业绩的持续性；四是风险控制执行情况；五是心态分析。

总体来看，四个平台各有特点，各有优劣势。期货资管业务刚刚起步，希望大家以平常心对待，共同呵护这个新生事物。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 主客观交易在资产管理中的应用

■ 白石资产管理公司总经理 王智宏

传统的两类分析方法包括基本面分析和技术分析。在实践中我们发现，基本面分析只是对交易标的的定性分析，而非定量分析，很难分析出如供需失衡、升息降息导致涨跌等影响到的具体程度。在进行技术分析时，也很难分

析出影响价格变化的逻辑，而只能以信号为导向完成相应的策略操作。为了弥补传统分析方法的缺陷，在实践中，我们增加了一层结构分析。

在中国，量化投资的发展还需经历一个过程，其原因是该类交易有效实现的前提是一个国家拥有一个竞争性的期货市场，而现状是，目前的期货市场经常会受到政策性的影响。量化交易有上百种策略，有网格的、有趋势的、有反转的等等。我们认为，期货量化交易的整体策略没有好与不好的区分，只有是否适应生态交易环境之分。在真正实施量化交易策略之前，应该有一个交易生态的识别系统，确保交易策略适应生态系统。

在实践中，我们力争将量化技术与基本面分析结合在一起，以提升处理效率。目前的业务主要包括两大块，一块是交易；另一块是资产管理业务，其中包括投资咨询。我们的业务模式是研投一体化的。研发系统服务的对象主要包括两部分：一部分是投资咨询，包括为产业客户等提供咨询服务；另一部分是资产管理，包括专户管理或产品管理等。

除了研投一体化，我们的业务还是量投一体化、产投一体化的。其中的量投是广义的概念，不仅指写程序完成自动化交易，还包括大量的信息处理，以此服务于产业客户。

作为一家资产管理公司，起初做什么很重要，一定要做熟悉的、做团队研究透彻的交易标的，做熟了之后做什么不重要。

我们的风控体系，具备较完整的交易逻辑和风控机制。风控体系主要包括几个部分，首先是评估投资机会，形成交易决策；其次是进行动态跟踪，判断逻辑和变量是否成立；最后是对交易结果进行评价和优化。每日的交易管理会形成一个计划表。这个计划表向大家汇报想做什么，怎么做，以及在最后确认已经做了什么，也就是成绩单。

白石与很多期货公司进行了合作，其中包括鲁证、永安、兴业、大地、南华、中国国际等。这些公司为白石提供了很多帮助。白石努力做到将主观交易和客观交易融合，采取多品种策略，同时在风险边际可控的情况下，关注市场中一系列的大事件，如CFTC公布新的监管政策等，把握市场波动行情。

展望未来，我认为中国的期货市场会进入一个全新时代。中国的期货市场将发起和设立产业基金，随着全球化进程发展，中国将进入全球配置基金的时代。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 资管产品的量化管理与对冲策略

■ 上海八十一鼎投资管理公司总经理 马智飞

期货资管业务的推出具有重要意义，体现了国家大力推动期货行业发展的决心。首先，期货资管业务开始走向阳光化，逐步具备了大规模发展的基础；其次，对冲基金将获得长足发展，这是因为对冲基金是双边交易的，风险小，比较容易获得客户的认同；再次，资管业务的发展将在很大程度上推动金融业的发展。参考国际发展

实践可以发现，衍生品市场的交易量大于股票，所以在未来我国衍生品市场发展空间仍然十分巨大。

资管业务推出后，期货行业发展将再上一个新台阶，出现爆发式的增长。期货资管业务为投资衍生品提供了专门渠道，未来可望吸引更多的资金。根据国际经验测算，我国目前的期货交易额与股票之间至少存在十倍的差距。即使在未来我国期货市场没有十倍的增长，也极有可能获得两到三倍的增长。在这一过程中，会有一些优秀的私募和职业投资人脱颖而出。

资管业务的推出有利于中国金融市场功能的有效发挥。此前，很多私募机构即便有交易多元化金融产品的需求和对冲风险需求，也无法实现。期货资管业务推出后，产品的投资结构将日趋合理，而投资者能够投资的产品范围也会更加广泛。除已有的理财产品外，投资者还可以选择投资对冲基金。

通过国际对冲基金的发展历程，可以推测一下我国未来期货市场的发展情况。国际上第一只对冲基金始于1949年，由一个名为 Jones 的人推出。这只基金在推出后一直没有引起人们足够的关注，直到1966年。1966年至1968年间，对冲基金实现了非常大的增长，短短两年间就发展到140家。到了2011年，全球对冲基金整体规模达到了2万亿美元，相当于美国GDP的10%。目前，全球最大的对冲基金是苹果旗下的，规模达到了1300亿美元。

相比而言，我国对冲基金的规模非常小，未来的增长潜力巨大。根据对冲基金网公布的数据，我国目前有3000多只对冲基金，其中78%是传统的对冲基金。期货对冲基金种类繁多，包括股指与股票的对冲基金、股指与商品的对冲基金、商品与商品的对冲基金、股指与宏观策略的对冲基金等。同时，各类的对冲基金还可能是不同的择时对冲基金，有短线的、中线的和长线的。按照对冲策略还可以细分为期现套利对冲和股指跨月对冲等。其中，股指跨月的对冲最为常见，其年收益率在10%以下，但收益非常稳定。

商品之间的对冲包括同品种跨月对冲，相关性强的跨品种对冲，以及波动率接近的品种的跨品种对冲，同品种的蝶式对冲。相关性强的品种之间的对冲主要有豆油和棕榈油，黄大豆和豆粕等。波动率接近的品种包括PVC和螺纹钢，螺纹钢和棉花等。蝶式对冲主要是在同品种的三个月份之间把握投资机会。

相信这么多的对冲策略会为期货市场的未来发展带来很多机会，期待在未来有类似索罗斯的人物出现。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 程序化交易在资管业务中的应用

■ 龙旗科技联合创始人 王黎

我是清华大学计算机专业毕业的，然后去美国读了理工科相关的硕士、统计学相关的博士。我的学习背景涵盖计算机、数据挖掘、统计等，都是为从事量化投资做准备。

我以前所在的巴克莱公司，曾是世界上最大的资产管理公司，管理的资产有几万亿，基本上都是通过量化策略管理。以计算机为媒介，量化策略不局限于个别行业或品种，应用领域非常广。

回国后，金融市场的投资收益使我震撼。听

说股票投资回报在 20% – 25% 之间，而期货投资杠杆很容易放大，收益也会更高。在美国，一家公司的投资回报能够达到 10%，规模就已经很大了；而如果投资回报能够持续达到 10%，就会成为世界瞩目的对冲公司。

我目前所在的公司，不到 20 人，全部是理工科类背景，包括物理、数学、计算机、统计等专业。目前以量化模型驱动，以中长期策略投资股票为主。期货则以日累的交易，对冲、投机为主。

我认为主观投资和量化投资的区别主要体现在，主观投资类似中医，需要很多个人经验；量化投资类似西医，所有的决定离不开拍片子、抽血等，都是通过数据说话。它们完全是不同的方法论，很难对比好坏。巴菲特是主观投资的代表，而西蒙斯则是量化投资代表，两个人不分秋色。重要的是，不同的人结合自己不同的经验和背景选择最适合他的投资方法。

巴克莱全球投资是最早的量化投资实践者，在 1971 年，推出了世界上第一支量化基金。目前，该公司的量化策略已在海外成功运作 30 多年。过去 30 多年，海外量化投资已占投资交易额的 50% 以上，产品占有率达 30%，应用非常广泛。量化投资在海外的飞速发展，很大程度上归功于以下几点原因：一是计算机技术的迅捷发展；二是一系列金融理论，包括资产组合理论、风险控制和统计学理论的发展；三是从亚洲、欧洲，特别是中国、韩国、俄罗斯向美国输入了大量的理工科人才。

量化投资虽然使用电脑操作，但是离不开人的聪明才智。从这个角度来看，量化投资也算是一种主观交易，是人主观地选择模型。量化系统一般包括三个部分，一是未来走势预测；二是风险模型衡量；三是优化算法。虽然量化投资需要很多理工科的知识，但是金融知识，特别是市场经验也非常重要。

量化投资系统由几个部分组成，包括未来走势预测、风险预测、冲击成本预测，通过优化的组合方式达到最佳的平衡点后进行交易，然后再进行行业绩分析。

风险一般通过波动率来衡量。在股票市场会面对大量数据，准确衡量风险是件很困难的事情。在期货市场，由于品种相对有限，风险模型矩阵测量相对容易，衡量风险也相对容易。

交易成本首先要考虑固定成本，包括交易所、券商费用、买卖价差等；其次要考虑市场的冲击成本，该成本通常与交易量成线性关系，交易量越大，影响力越大。优化的模型也非常重要。对于股票而言，有很多的资金组合，将预期和风险进行最好的配比，同时考虑稳定性和速度；最后是业绩归因，目前有很多策略，但是成功的衡量却并非易事。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期货公司资管业务的差异化竞争策略

## 主持人：

鲁证期货总经理 **李学魁**

## 讨论嘉宾：

**李高峰**  
山东国际信托副总经理

**魏凤春**  
博时基金宏观策略部总经理

**葛小玲**  
交通银行资产管理部高级交易员

**徐俊婷**  
交通银行金融机构部副高级经理

**王家俊**  
财通基金副总经理

**徐杰**  
鲁证期货资产管理部负责人

**吴剑剑**  
永安期货研究中心经理

**刘宁**  
永安期货程序化交易总部经理

### 李高峰：结合自身特点和优势发展资管业务

在未来无论是信托还是期货资管业务，发展前景都十分可观。要实现行业发展，必须结合自身的特点和优势。信托行业的突出特点体现在“灵活性”和“受益权”。未来期货资管业务的发展一是要考虑结合高频、量化交易的特长；二是要充分发挥风险控制的优势，实现产品创新。此外，期货公司资管业务创新必须解决好“创收”问题。要构建创新团队，营造良好的氛围。

### 葛小玲：衍生产品拓展银行理财业务边界

商业银行理财业务从2004年起步，最初规模不大，但在2009年至2012年间发展得非常迅速。其原因包括：一是商业银行熟悉客户，有成熟的营销渠道；二是主要发展中低端理财产品，其投

资方向主要集中在商业银行比较了解、具有投资优势的固定收益品种；三是以商业银行的自营运作体系为基础，构建出比较完善的投资运作和风控体系。

理财业务的风险管理侧重关注传统的风险点。对于信用风险，主要采取信贷业务的管理模式，按照授信检查、投前管理、投后管理等流程运作。对于流动性风险，主要体现在控制流动性资产比例，提高资产的备付金等。对于市场风险，主要运用久期和估值管理。

目前，商业银行理财业务主要着眼于固定收益市场。但在未来，会根据客户要求，探索更加多元化的资金投向，如向股票市场、国际市场、私募股权、期货等衍生品市场投资。我行愿意与更多机构合作，实现优势互补，满足客户多元化需求。

### 徐俊婷：多方面开展银期合作

银期合作主要包括几个方面。首先是托管业务。在这方

面，交通银行服务多元，经验丰富；其次是产品设计；最后是代销服务。在销售方面，银行熟悉客户，知晓如何将合适的产品卖给合适的客户，愿意与期货公司开展深入合作。中国的财富管理不是严格意义上的财富管理。中国的金融机构，特别是银行，承担着较大的社会责任。我们会结合这一特点优选合作伙伴，优选合作机会。

#### 魏凤春：“以好的机器搭配好的医生”

从去年开始，很多大牌的分析师开始由卖方转向买方，产品的设计由原来的批发逐渐转向定制，从线下逐渐转为线上，以降低相应的成本。博时的发展有以下几个特点：一是目标导向；二是强调择时和风险管理；三是以主动的管理转向被动的管理，以机器代替人工，以量化交易降低成本。目前博时的服务已经形成产业链，从研究到投资，为客户提供一揽子服务。博时的规模有2000多亿，有100多亿通过量化策略管理。通过发展量化策略我们认识到，没有机器和人的结合是不行的，就像医院一样，要以好的机器搭配好的医生。

#### 王家俊：“先稳后进，借力发力”

我建议未来期货公司的发展遵循“先稳后进，借力发力”的原则。“先稳后进”是指期货公司应当首先树立资管产品品牌，以低风险产品为基础做起。目前市场上有保本保收益、保本分成收益、不保本分成收益的产品。我建议期货公司先从保本保收益的产品做起。目前我们和永安合作的“永安一号”产品收益非常好。“借力发力”是指期货公司应当充分借鉴证券公司、信托公司等在资产管理业务方面积累的经验，包括对于客户的认识，银行的产品偏好，借助券商资管的产品通道等。

#### 徐杰：拓宽投资品种和范围

因为期货公司和证券公司的资产管理业务有非常多相似的地方，我们要吸取证券公司的经验和教训。从2005年发展至今，证券公司资管业务的发展经验告诉我们，资管产品要得到客户的认可必须具有足够的市场影响力，而市场影响力的取得是由业务发展的秘密武器决定的，也即是核心的投资能力。未来证券资产管理业务发展还可能在资产证券化以及开展的公募基金方面有所突破。

目前来看，虽然期货资管业务的投资范围相对宽泛，

但由于投资细则尚未出台，投资人才和销售团队业务经验的积累还需经历一个过程。期货行业的权益规模较为有限，期货资管业务在一段时期内可能仍会与银行、证券、基金公司的体量存在相当大的差距。未来要获得更大发展，应当增加投资标的，拓宽投资品种，提升产品设计能力。

#### 吴剑剑：研发团队为资管业务保驾护航

研发团队在永安期货的资产管理产品开发中起到过很重要的作用。在2002年，永安曾经考虑过要裁撤研发部，因为在当时该部门不是一个盈利性部门。不过，后来经过慎重考虑保留了该部门。回头来看，当时永安的决策非常明智。

目前永安期货的资管产品主要采取对冲套利策略。这并非是高频套利，而是产业链的对冲套利。在人员组成方面，我认为研发人员的能力与其学历并不具有直接的相关性，而是需要日积月累的。永安的操作有自身特点。以止损为例，永安的操作基本上都是以研究结果为基础，属于研究型的操作，在研发人才和资管人才之间没有明显的鸿沟。

永安的资管业务之所以能够很快成长起来，是因为始终拥有一个较为成熟的研发体系。在发展的过程中，前人总结的一些经验得到了很好的传承。所以我认为即使将来人员有变化，永安的研发仍然能够很好地成长。总结一下，我认为研究与资管的关系类似于足球上的中场和前锋的关系，如果有强大的中场支持，即使前锋出现问题，也能相应补救。只有扎实地把研究做好了，才能使资管业务保持较高水准，以取得长期发展。

#### 刘宁：量化交易需要一脉传承的研究体系

首先我想与大家分享几个数据。一是国外期货CTA一块，70%都是通过量化策略完成的；二是股指期货程序化交易量保守估计已经超过30%；三是通过客户数据统计，有55%左右的客户是通过自己编程实现程序化交易的，其中有56%的客户是盈利的。

其次我想说，程序化只是一个工具。我认为量化交易要有发展必须有积累，形成研究体系，将研究方式、理念一脉传承下去。遗憾的是，目前大多数公司都忽视了这一点。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



## 分论坛 II： 场外商品衍生品设计与定价管理论坛

【编者按】

4月13日下午，由中大期货、中国国际期货联合承办的“场外商品衍生品设计与定价管理论坛”在黄龙饭店钻石宫成功举行。来自境内外期货交易所与金融机构的高层领导及专家，就场外商品衍生品市场的设计、风险控制、人才培养、集中清算等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就我国场外商品衍生品市场发展与展望等话题展开了热烈讨论。



## 推进场外业务 提升服务能力

■ 中国期货业协会副会长 彭刚

关于场外商品衍生品，过去在国内只闻其声不见其影，或者说影子特别模糊，但是从去年下半年以来，这个话题逐渐引起了大家的重视与关注，特别是去年底中国期货业协会发布《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作方案》以后，探讨的声音逐渐多了，探讨也逐步深入。

今天就这个问题谈两点不成熟的看法供大家参考。

第一，加快发展我国场外商品衍生品市场是服务实体经济的迫切需要，也是加快多层次资本市场建设以及期货行业转型升级的迫切要求。

目前大家都很重视场外商品衍生品业务，可能有两方面原因：一是外部实体经济对于个性化的风险管理需求越来越迫切，而仅靠目前交易所推出的30来个标准化期货合约已经无法满足需求；二是现在期货公司仅靠通道服务挣点微薄的手续费已经难以满足发展的需要，没有交易所返还，全行业都亏损，这样的局面逼迫期货公司要找出路，要转型，要升级。

从国外看，20世纪80年代以来，场外衍生品市场发展特别迅速，虽经历2008年金融危机，受到了一些冲击，但总体从数据上看，还是实现平稳发展。跟国外比，我国场外衍生品市场刚刚起步，银行间交易商市场初步形成了外汇、利率、信用类的衍生品市场。

去年底以来，中国证券业协会也发布了一系列规则，启动证券公司柜台交易，逐步发展股权类场外衍生品业务。但是，商品类场外衍生品在国内还是巨大空白。我们国家的经济发展正处在工业化发展重要阶段，是全球许多大宗商品最大的贸易国、消费国和进出口国，实体经济对商品这块的个性化风险管理需求还是非常迫切。因此，发展商品场外衍生品市场的空间应该说是巨大的，特别是期货公司在这一块应该有所作为。

第二，期货公司应当在利用场外衍生品工具，为实体经济和金融机构提供商品定价服务和风险管理方面扮演重要角色。

从研究国外情况看，场内市场核心是交易所，场外市场的核心是中介机构。交易所把各种非标准化金融资产和商品资产提炼成标准化的合约，形成基础的定价基准和风险对冲工具。但是，作为实体企业和客户可能需要的商品品质、时间和标准合约不匹配，那就需要在交易所合约的基础上发展个性化的产品，中介机构和交易商应该承担产品的设计或者做对手方这样一个职能。

场外市场我认为应该分成两个层次，一个是场外机构间市场，另一个是柜台市场。从去年底开始，协会启动期货公司风险管理服务子公司业务试点工作，主要涉及4项业务，最核心的业务叫定价服务。我们希望期货公司子公司从简单的均价交易这块业务起步逐步发展到场外商品衍生品柜台业务，并且能够逐步建立机构间的产品转让、风险转嫁市场。

当然这个想法确实很美好，能不能做成还需要期货公司、需要在座的各位来共同努力。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 境外商品结构性产品开发与包装

■ 长江商学院金融学杰出院长讲席教授 欧阳辉

OTC 市场和场内交易市场是相辅相成的，没有一个好的场内交易，没有好的流动性，场外交易一定做不起来。做场外交易最重要的就是风险管理，要对冲你的产品。靠什么对冲？一定靠场内产品。从国外投行来看，80% 的收入来自 OTC，20% 才是场内。下面，我通过案例来讲怎么从场内做到场外，怎么从贝塔产品做到贝塔 Plus，再做到阿尔法产品。

首先，我们谈下贝塔产品。实际上对于贝塔产品一般的投资者都很容易理解，股票市场涨了这个产品就涨了，大宗商品涨了这个产品也就涨了。具体来讲，在大宗商品方面的贝塔产品就是大宗商品指数，在国外最著名的有两个，一个是标普 - 高盛大宗商品指数，另一个是道琼斯 - UBS 商品指数。假设你觉得大宗商品市场很可能会涨，但你自己没有把握，最简单就是投这两个指数，这两个指数差别不是很大。在指数下面还设有分指数，原油、贵金属、农产品、工业品、金属等，你比较了解哪些行业就可以投哪些指数。

其次，由于贝塔产品存在一定的问题，国外投行进行了改进，开发了贝塔 Plus 产品，这对大宗商品非常有用。像瑞士银行有一个指数，6 个月的合约、1 年的合约、2 年的合约都有一个比例，是分散的，相应的指数我们叫贝塔 Plus。一般比较大的银行都有这个第二代指数，这个还是贝塔产品。

根据市场的规则，没有其他的信号引导投资，贝塔产品就是买第二个月合约，一个月之后就卖掉，每个月都买第二个月的合约，贝塔 Plus 产品就是两个月、三个月、六个月、一年、两年都投，分开投，这样投资曲线表现就好一点。

下面，我们再看看阿尔法产品。贝塔 Plus 指数比贝塔指数表现要好，我们能不能有一个阿尔法策略，总是买贝塔 Plus 指数，卖空贝塔指数，这就是我们所谓的第一代阿尔法产品，但每一个月组合要调整一次。这个策略在 2009 年以前表现非常好，但之后就不行了。瑞士银行以前有一个产品 CMCI，2009 年表现不好了，我们就想凭什么以前表现好现在就不好了？为什么要买这个产品，卖空那个产品？

其实，并不是某一个产品表现好，另外一个产品表现不好，一定要买空、卖空，这是不一定。因为这个产品下浮比例比较高，收益率除以波动率，这个要高。但是下浮比例由两个部分组成，一个部分收益率是分子，一个部分是分母，一个加，一个减，不一定很好。怎么办？我们想，下浮比例高由两个部分组成，我控制一个部分，把分母控制住，使这个指数的分母和另外一个指数的分母相等，这就是所谓的第二代阿尔法产品。

第一代的问题很简单，就是买空、卖空。但是基于下浮比例，这个比例不一样，我们控制了分母，这样 2009 年阿尔法产品的表现就不错了。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



## 集中清算提升 场外市场透明度

■ 洲际交易所大中华区董事总经理 黄杰夫

OTC 衍生品和场内衍生品是孪生兄妹或者是阴阳体关系，如果价格只是通过场内市场去发现，而没有场外市场，这个价格在某种程度上是失真的。场内市场与场外市场是互动关系，不是说谁取代谁或者谁比谁好，或者说谁更投机或者谁更不投机，双方是相辅相成。

下面，我具体介绍一下国外 OTC 衍生品市场的情况。

第一，OTC 市场的规模巨大。从国际清算

银行的统计数据看，截至 2012 年 6 月，全球 OTC 未平仓合约超过 600 万亿美元，而 2011 年整个全球 GDP 才 70 万亿。分品种看，利率掉期大概占 400 多万亿美元；接下来是外汇，66 万亿美元；国外很多结构性产品，包括大的股票持有人机构套期保值很多都是在场外，这个市场占 6 万亿美元；接下来是商品类的不到 3 万亿美元；还有 CDS，27 万亿美元。

第二，电子平台的推出提升了 OTC 交易和清算的流动性和透明度。在 2002 年以前，整个 OTC 市场透明度比较低，主要是会员或者是经纪公司通过相互电话成交。2003 年，洲际交易所 (ICE) 推出 OTC 网上交易平台以后，市场透明度进一步提高。这个平台目前已经涵盖石油、天然气、电力、排放权、煤炭等品种，可以清算的合约有 500 多个，其中流动性比较好的大概 100 多个。

市场的透明度是建立在电脑上的，以前直接打电话，谁在干什么其他人不知道，只有交易双方知道，现在如果在电脑上能够打出成交价，这样市场可以一目了然，市场越透明就越会吸引流动性。通过透明的价格，通过每日盯市可以分析风险，分析市场走向，可以吸引更多的机构。

目前，加拿大、欧洲、中东、新加坡都有 OTC 交易结算平台，根据 2010 年的数据统计，有 52% 是产业链客户、22% 是为产业链上客户提供服务的一流金融机构。

第三，OTC 市场由双边清算向集中清算发展。传统 OTC 交易都是双边交易，双边清算。2002 年以后，双边清算开始过渡到集中清算。集中清算有一定优势，能够减少双边风险，同时增加透明度，增强市场参与者的信心。

另外，集中清算还可以使交易双方资金更加优化。例如，在 ICE 平台上同时做布伦特和 WTI，保证金可以给你冲抵 75%，同时匿名交易，实行前台、中台、后台的无缝交易、无缝清算、无缝连接。

最后，我谈一下发展中国家 OTC 市场的发展。如巴西电力市场有 25% 是可以通过大户之间自由竞价来定价，每年交易量将近 200 亿美元。ICE 设立 OTC 电力交易所帮助巴西最大的电厂和最大的电力使用方，包括企业、大学和政府，实现发现价格，进行套期保值，这是 OTC 市场在新兴市场国家运作的一个成功案例。

再举中国二氧化碳排放权市场为例，目前这个市场不能推期货品种，但是我们可以参考美国加利福尼亚的经验推出 OTC 产品，帮助上海宝钢、上海电力等大型企业进行套期保值和发现价格。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 场外商品衍生品的定价与风控

■ INTL FCStone 集团亚洲部主任 李小悦

场外交易跟场内交易的主要区别在于交易的价格、量或区间等都是双方协商，是一对一的。场外交易设计主要靠期权，设计方通过给买家或者卖家提供一系列的期权组合来赚钱。但是，目

前我国还没有期权交易，是不完全的市场，只有推出了期权才能谈设计。

下面，我具体讲场外商品衍生品交易的特点。

从买方市场即生产企业来看，OTC 市场最大的优势在于能使你要卖的价格比目前的价位要高，要买则比目前的价位低。同时，还有灵活性，做期货只能规定在哪一天买，只能根据期货每一天的价格来点价，但 OTC 可以一周点一个价，也可以一天点一次价，或者一个月点一次价，非常灵活。通常期货有 17 个月，场外交易可以做到 24 个月或者 36 个月。期限越长，波动率空间越大，折扣率就越多。

场外交易的优点有这么大吸引力，但是也有缺点。第一，场外交易的量可能不固定，比如要买 6 万吨大豆油，芝加哥交易市场是 440 手合约，从现在开始合约设计到 11 月份有 30 个星期，但如果市场波动到适合的价位合同终止了，很可能买不到这么多；第二，如果市场的反应不是你想象的走向，在对你不利的情况下，可能追加的保证金是芝加哥交易所的两倍到三倍，如果控制不当，则可能有巨大风险。

目前，场外交易的设计有很多种，根据不同的需要、不同的需求和不同的利润点来出发，是一对一的关系，我们的设计是赚期货组合的钱。如美国很多酒精厂都是我们的客户，很多都是场外交易，用户深深体会到场外交易至少是期货交易点价机制很好的补充。卖方要卖东西，场外交易合约设计比现在期货价格高，买的比现在期货价格低，时间越长想象空间越大，溢价更高，这是非常吸引人的地方。

大家还要注意，商品的场外交易牵扯到最终都要转移到期货投资上去，因为要通过期转现，所以场外交易跟金融的场外交易不一样，不是通过现金结算，场外交易第二天转到期货投资上。

假设在 12 块钱点价，第二天早上转到期货投资上，如果说期货市场 13 块钱赚了 100 美分，有几种选择，一是平仓；二是可以留到最后转给供应商。我们做了 10 年场外交易，假如说你市场判断错误，买了这个合约，市场对你不利的情况下，可以通过期权在期货市场上做套期保值。我强烈希望我们国家早开设期权，否则很多时候都无法做套期保值。

做场外交易最重要的是风险控制，大家对场外交易要深刻地认识到风险性，因为通过期权组合，不利的时候很可能要追加保证金，是期货投资的两倍到三倍，公司对风控、对场外交易的要求、对客户的要求、对交易的记录都必须非常严格，大家必须时刻要有风险的意识。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 场外交易法律风险的规避与防范

■ 君泽君律师事务所合伙人 陶修明

金融交易简单可分为基础交易和衍生品交易，本质上都是现金流和风险交易。基础交易通常涉及本金支付，衍生交易则一般不涉及本金支付，而是通过多期盈亏来进行结算。衍生品交易分为场内交易和场外交易。场内交易是集中的、标准化交易。场外交易是一对一的交易，是可以个性化设计的交易。

下面我从法律角度对场外交易谈几点看法：

第一，场外交易不是一个标准化交易，但相反有很多标准的协议，包括国际上 ISDA 衍生品市场主协议和国内的银行间交易商协会衍生品主协议以及最近中国证券交易协会发布的衍生品主协议。这两年，国内同时也做了衍生品的定义文件，包括前两年的信用衍生品、利率衍生品等。

第二，2008 年以后，国内衍生品交易出现了很多纠纷，一部分通过法院，一部分通过仲裁庭，还有一部分通过和解的方式解决。纠纷过程当中暴露了很大问题，其中一个问题就是风险披露不到位。银监会修订了银行业机构衍生品条例，对风险披露做了一些很具体的要求，比如要求简单的产品的风险披露要模拟情景分析，赔了多少，赚了多少，必须要有很准确的模型给客户。

第三，期货公司风险管理服务子公司开展场外商品衍生品业务的风险控制措施非常重要。比如说客户的资信评估，交易的授信，具体量化的风险敞口管理制度，征信的措施，违约事件的设定，场外衍生交易协议文本都非常重要。此外，一定要把各种各样的违约事件事先设定，一旦触发违约事件，我们交易就中止结算，不能等出现这样的事件再谈判到底是不是违约事件，因为金融市场价值是随时波动的，不能允许不清不白争论很长时间的，一定出现什么事件赶快处理。

第四，2008 年危机爆发，产生了很多亏损，不履约的本质原因就是亏损太大，其中一个重要理由就是在授权问题上。到现在为止，大的国企在交易授权问题上都不是很明确，授权到底是董事长签一个字就可以，还是一定要董事会、股东会批一下。

银行里一般都有签字本，什么样的交易是什么级别的人都可以签的，双签还是单签，银行授权体系建立起来了，但是我们客户是没有建立授权体系的，那个时候证明具体从事交易的人有授权，很难，如果没有授权，损失让它单方承担就有问题。

第五，整个场外衍生品市场最核心的制度之一是终止净额结算。全球目前未平仓衍生品的量为 600 多万亿，风险敞口大概是 30 万亿。如果没有终止净额结算，需要每一笔交易去看风险敞口，每一笔交易都是单独的合同。如果采用单一的终止净额结算，就可以把所有交易变成一个合同关系，我们之间是净风险敞口，资本就节省了，同样的资本可以做更多交易，同时对整个市场的系统风险控制也是有帮助的。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



圆桌论坛

# 中国场外商品衍生品市场的发展与展望

## 主持人：

中国国际期货董事总经理兼中期研究院副院长 **王红英**

## 讨论嘉宾：

**王海东**

北京证券期货研究院研究员

**张英华**

CME集团执行总监、亚太地区清算系统和业务开发部负责人

**方美成**

新加坡大华黄金与期货有限公司执行总监

**陈勇**

北京盛泰铭投资公司副总经理

**陈敏**

中大期货副总经理

## 方美成：场外衍生品服务面临更多风险

场外衍生品服务在收费方面比普通的期货公司结算或者通道服务的收费要高，同时也面对更多不同的风险。这是因为，场外衍生品服务和期货公司一般业务最大的不同在于透明度和流动性。当遇到市场有比较大的波动时，而你的顾客刚好在亏损那一方，此时对于风险控制机制的要求比一般期货公司风控将更加严格，这也是期货公司逐渐把场外衍生产品业务推广到顾客时所必须面对的挑战。

## 陈勇：客户需求与风险对冲是核心

场外衍生产品开发的第一步就是对客户需求进行分类，比如说煤炭、黄金等商品的对冲性需求和为抓住某一波特定趋势而获得收益的投资性需求。在此基础上，考虑的第二个问题是场外交易产品限制。开发一个场外衍生产品假如产品本身仅仅提供一个交易平台，势必要把相应的敞口对冲掉，可以采取OTC柜台上的交易对手对冲或通过场内产品对冲。在这个基础上，对冲本身也是风险管理，但有时也根据客户需求，不是把所有风险

敞口卖光，留一部分给自己，此时的后期风险管理非常重要。

### 张英华：场外衍生品市场期货化

场外衍生产品的设计要符合客户的需求，同时也要符合监管政策的规定，我谈三点看法：首先，在产品设计方面，基本上场外市场的产品本身具备高个性化，不可能把所有的高个性化产品标准化作中央清算。我们需要达到一个平衡点，这个实际上比较困难。产品的高个性化需要一个细致的模型分析到底能不能承受巨大的变动。

其次，在整个顾客群方面，美国监管机构有很多法案鼓励所有场外产品进行中央结算。另一方面，对一些场外产品的交易和清算有很多限制，特别限制以投机性行为参与场外衍生品市场。但如果应用场外产品进行原油或者是大宗商品进行对冲的话，可以得到一些豁免，这本身就认可了场外市场对实体经济参与者的作用，特别是风险管理的作用。

最后，近几年，由于OTC市场新规则的调整，OTC掉期清算成本越来越高，OTC市场进一步倾向期货化。CME推出了一些创新，如利率掉期的期货产品，客户可以做期货，最后交割之后可以得到OTC的利率产品，这种创新是为了应对现在OTC市场的不稳定性和高成本，这种创新也是为了客户本身的需求。

### 王海东：市场化是场外衍生品发展基础

中国场外商品衍生品市场的发展是一个很大的题目，对此我谈以下几点自己的理解：第一，能源、金属、农产品等商品市场具有共同的特性。我认为有三点，一是远期价格受生产和消费的影响比较明显；二是这些市场的信息不对称，市场不是充分有效，比如说在供应链上各个环节的参与可能都掌握独有的信息，这个信息对市场产生非常大的影响；三是现货市场的价格依赖于远期价格或期货价格，如每天电视上看到的原油、黄金价格往往是期货市场价格。

第二，在明确商品市场共性基础上，场外商品衍生品市场建设上有一些特殊条件。一是高度市场化，保证价格发现机制有效；二是市场要透明，有利于监督；三是高效，准确及时地传递复杂的价格信息。场外衍生品市场定位于介于期货和现货市场之间的价格机制，必须通过一些机制和措施保证这个市场的透明，如集中清算

机制。此外，为了保证市场的高效还要积极推动市场化进程，比如说国内能源方面，不论是原油、成品油，还是天然气、电力、煤炭等市场化程度还是不够，我们在这方面的努力要和场外市场建设结合起来。

第三，要建立一个能够充分反映市场信息的OTC市场，需要各方面和各个部门的努力。在美国，大家都说WTI原油合约信息披露很充分，因为有美国能源署致力于市场信息披露，在这个市场上你想要掌握的信息基本上可以从网站上看到。场外衍生品市场建设需要搭建一个披露信息的平台，保证交易安全有效地进行。

### 陈敏：打破场外衍生品发展障碍

场外衍生产品设计首先还应该考虑来自市场的需求，任何一个金融工具的创新，一定随着市场而来，如果没有市场的需求，创新的工具一定不能成功。对于场外产品创新我谈几点看法：

第一，现在我们思考问题理论层面探讨很多，落实到具体的产品必须是简单再简单，即便是场外衍生品也必须是简单再简单，透明更透明。具体原因在于：一是在没有形成这样市场的时候，市场的需求是渐进的，需求来自客户，不是理论界，所以客户对一个衍生品的理解也是渐进的；二是我们做一个产品的时候不可能一上来就引进大量的人才，应该基于现在人才从基础做起，所以产品的设计思想要简单。

第二，场外衍生产品的需求总体有两个层面，一是风险管理需求的客户；二是有投资需求的客户，或者说有风险喜好的投资需求客户。有人愿意把风险让步出去，有人愿意把风险接过来，这样才形成买和卖的关系，我们的产品设计一定要围绕这两类客户的需求。如风险管理的产品是有需求的，但让企业自己做就搞不明白了，你必须跟它说清楚，但是你要让它自己做还不行，所以要找一个交易对手给他做。

第三，打破场外衍生品市场的制度障碍和行业壁垒。如目前期货公司进入银行间市场开展业务非常困难，虽然那里有利率互换，有信用对冲工具，但是我们无法运用。所以，我们呼吁监管层面，打通各个行业之间壁垒，推进制度进一步完善，使场内和场外市场以及不同行业之间的市场形成互相联动、互相补充，这样将给我们期货行业以及金融行业的发展带来一个质的飞跃。■

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅)



## 分论坛Ⅲ： 海峡两岸期货分析师交流研讨会

【编者按】

4月13日下午，由南华期货、中证期货联合承办的“海峡两岸期货分析师交流研讨会”在黄龙饭店水晶宫成功举行。来自大陆与台湾地区的投研专家，就期货资产管理、国债期货和期权交易策略等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就期货分析师转型路径等话题展开了热烈讨论。



# 加强两岸合作 实现优势互补

■ 中国期货业协会会长 刘志超

中国期货市场的发展是在借鉴境外成熟市场的经验基础上逐步发展起来的，而海峡两岸在期货业方面的合作也已经日趋深入。继去年8月签订了有关海峡两岸货币清算合作备忘录后，今年1月，海峡两岸的证券期货机构也举行了首次监管合作会谈。其中允许符合条件的台资期货公司在

大陆设立合资的期货公司，对进一步促进海峡两岸期货行业的交流与合作，具有重要的积极意义。

目前，大陆期货交易所新品种不断推出，随着期货投资咨询业务、资产管理业务，以及期货公司风险管理子公司创新业务的推出，大陆的期货行业从单一的经纪业务转变为全方位对于市场风险管理的综合服务，从传统的场内市场创新逐步扩展到场外产品的创新。

在风险管理的工具化、场外创新产品化、机构发展全球化的趋势下，海峡两岸期货行业应该说赢得了难得的发展机遇。如何抓住我们所面临的机遇，充分利用海峡两岸的市场分别在金融期货和商品期货方面的比较优势，进一步加强在客户服务、人才培养交流，以及业务合作方面的合作，我觉得有非常大的空间，海峡两岸可以相互之间互托，共享发展的良好时机。在这里我想谈三个方面的看法。

第一，海峡两岸期货市场在加强资源共享，共同提高客户服务能力方面要进一步加强合作。台湾期货市场在金融期货方面有很丰富的经验，无论是在服务客户还是在资讯方面，都有很强的实力和市场的经验。同时能够及时知道国际市场的动态、客户的需求，以及产品和业务服务方面的资讯。而大陆客户资源、商品期货品种等方面可以与台湾相互弥补，实现互通有无，优势互补。

第二，人才是行业发展的决定因素。大陆期货市场近年来发展非常迅速，无论是商品期货品种的推出，还是业务的创新，都非常快，最大的问题是行业发展当中遇到的人才瓶颈。虽然大陆现在从业人员3万多人，但是经验、经历上还很欠缺，这个方面台湾的期货商具有优势，尤其在期货期权运营、自营和参与国际市场上有多年的经验。从这个方向上来讲，我们两岸的期货经营机构在人员的培养上有更多、更广泛的合作和交流机会。

第三，海峡两岸在业务方面有更多的合作空间，共同提高期货市场竞争力和影响力。一方面，大陆借助台湾方面在金融期货方面的优势，两年前推出股指期货，最近也在积极研究推进国债期货以及期权。在这些方面台湾有丰富的经验，业务上面有非常广阔的合作空间。另一方面，台湾由于市场环境的制约，商品期货发展受到一定限制，而大陆商品期货上市30多个品种，对于服务产业和实体经济的方面发挥了很大的作用。

两岸经济运行需要更多的风险管理方式与方法，稳定金融体系是我们政府需要关注的，因此加强两岸之间金融机构的交流合作非常重要。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



## 促进两岸期货 行业合作与发展

■ 台湾期货业商业同业公会理事长 麟以雍

台湾的期货业发展了近 20 年，在业务项目方面，开放的动作比较快，除了经纪业务之外，还可以从事期货自营业务、期货顾问业务、经理业务、信托业务。在商品的准备方面，除了期货之外，其实整个台湾期货市场交易的大宗是在期权。一旦市场有了期货契约、期权契约，这个市场的深度会变深，应用的交易策略也会增加，不

管在自营还是客户交易方面，均能提供很多的交易策略，但这需要一些电子系统的辅助。

在业务的地域方面，台湾的期货业务是从国外期货业务开始的。台湾没有交易所之前就已经有了期货市场，当时专做国外业务，对于跨地区、国境的期货商的配合，不管契约的约定，期货商之间的业务配合和国际上发生的一些重大事故的时候，对于台湾的整个期货商都会有影响。例如，前年全世界最大的期货商倒闭，对于台湾的期货商造成了很大影响。面对这样的变化，期货商应该要如何运作，这方面的经验目前还在进一步深入研究。

通过这两天在杭州跟一些大陆的期货业同仁的接触，我们都会聊到一个话题，台湾的期货市场非常小。在这里，我指的是和其他几个金融业的相比，例如证券商，台湾的证券商分支机构有 1000 个，台湾的人口数比上海还要少，就是在这样的人口基础之上，台湾的证券商还可以有 1000 个点在提供服务。

更极端的一个例子是银行。我们常常开玩笑，台湾的银行分行家数比电商数还要多。而且，台湾所有的运营商都有自己的提款机，台湾的银行的分行家数是庞大的。

台湾的金融业有个特色，就是能够在高密度的经营环境之下，在激烈的竞争环境下还能够存活，这全在于公司本身对客户的服务各方面做到相当细致的程度，只有这样，才有办法存活。但台湾的期货行业，坦率地说，并不是所有都是成功的经验，但成功也好，不成功也好，对于未来参与这些业务，这些经验都有参考价值。

台湾的期货行业非常羡慕大陆同仁的金融环境，因为整个经营规模实在是差别太大。大陆的业务开放脚步稍微慢一点，但在我们来看，这是一个非常好的发展机遇。最近这阵子大陆期货业务开放和商品开放的脚步有加速趋势，对于台湾来说，我们非常希望能够在这样的环境下参与大陆的期货市场。

两岸的监管部门在协商时，对于证券业的开放方式还是有不同的。证券商可以到大陆来合资新设证券商，但期货业务方面开放的方式是参股，所以期货商未来更多的是业务上的合作——一方面是股权方面的合作，一方面是业务方面的合作。

我代表台湾的期货业表达对能参与大陆期货市场发展的热切期望，希望未来在大家的支持下，能够更有效率地接触，展开彼此的了解，并最终能在业务层面产生更多的合作，让彼此的期货市场更好地发展。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 股指期货与期权 复合投资策略

■ 台湾大中华投资经理人协会理事长 洪永聪

如果有股票，可以利用股票做对冲。如果只有股指期货的品种，也有好处。依照过去做资产管理的经验，最初很多基金公司都是以避险为目的，所以都是股票搭配股指期货来进行操作，这种情况下，风险控制都能将亏损控制在一定的程度以内，所以，如果当股票跟股指期货做对冲时，

不管用什么策略，还是发展保本型商品的时候，用股指期货加股票的好处在于，如果对股票比较有研究，可以找得到一些股票，它的涨幅比值比较高；或者是对大盘的转折和多空掌握很好时，可以控制投资者的风险。

可是，它的缺点也要注意。当你把资金分配在股票跟股指期货两边时，因为股票要占的比重很高，剩下一部分资金是期货保证金，所以其实杠杆的效果大幅度下降；另外一个问题就是选股，如果是券商出身，做股票大概有基础，但要选到好的股票是比较费力的。所以用股票来做对冲，有优点，也有缺点。

如果有期权的话，因为期权跟期货相关度比较高，策略可以丰富很多。如果单纯只是做期权买方，相对比较容易，且承担的风险比较小。2009年的4月30日跟5月10日，台湾指数大涨，且期货连续两天大涨。买权方面涨得非常多，原理很简单。期货与现货比可能涨一倍多，但如果是期权的买方，可以赚的倍数会非常高，可以涨到5倍或8倍。如果说连续两天的话，效果非常惊人，买方可以赚到8倍甚至是10倍的利润，类似中了一个大乐透。

股指期货跟期权的复合投资策略变化很多，股指期货跟期权或者是期权自身的应用性非常广，策略非常多。

第一种策略，大的金融机构经常使用，当一段行情出来，在股指期货端买进，既然觉得可能会涨一段时间，就不用当天对冲掉。等到一定阶段后，担心行情反转，这时可以留仓然后买进卖权，规避风险。如果在此刻涨了一段之后，开始又有一个大的回转行情，则至少可以保住收益，因为卖权可以一定程度保护你的股指期货的下跌风险。避免每天操作就不会错失掉其中的某段行情，这样可以保住较好的战果，这是其中的一种策略。

另外一种策略就是即便已做了保护，但继续上涨一段后，不确定是否能继续上涨，所以，在买进股指期货后卖出买权，即便到时候没涨，也可以收取时间价值，所以，即便没有涨或是小跌都可以获利。它的缺点是，只能够保护买权的时间价值这一部分，如果有很大的回落是保护不了的，必须回到上一个策略。

第三种策略是倒过来，卖出股指期货，买进买权。上涨时可以保住战果；继续下跌时，卖出股指期货部分可以赚一段获利。

期权现在还没有推出，这几个最基本的策略可以搭配股指期货来应用，以后期权推出来会有非常多的策略。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期权产品在投资组合中的应用

■ 台湾群益期货研究部主管 许绩庆

今天，我要跟大家介绍 ICASH 避险模型。

ICASH，其中的 I 就是复制指数，通过购买一篮子股票或购买选择权的方式，跟 C 去联系，套利交易，避免交易。套利交易属于机会型交易，避免交易基本上属于谈判型交易。做一个避震模型，最重要的是认识风险。只要

有波动就有风险，我们做的事情是解释风险，定义风险。定义风险之后就要去管理风险，基本上只要去管理风险都可以达到一个风险降低的效果，并不会对获利产生很大的冲击。

我们做避险时会用到一些分析，并会对这些分析做很特别的分类。所有在讲价格跟时间的关系分析中，只要搜集的数据有关价格跟时间，统一归类到技术分析；只要搜集得到属于时间跟数量之间的关系，统一定义为筹码分析；只要是价格跟数量之间的关系，则统一归类为基本关系。

我们做避险模型，会应用到筹码分析和基础分析的概念。应用这些概念做组建化，再做量化，量化是必需的，组建化的意思就是把想法当做元件，找到一个想法再做一个元件，标准化之后可以加在一起。

做筹码分析、技术分析时，这些分析的分数越高避险越低，分数越低避险就越高。通过这样的模型得到一个绩效曲线，沿途一直往上冲的曲线。这是比较稳定的曲线，不管行情大涨大跌都可以产生利润，只要有波动，利润自然而然会拉升，而没有波动的时候日子会比较难熬。

目前我们在台湾做这样的模型，可以很容易和很多人做组建。当开发一个产品，一个避险工具时，如果对方愿意用标准化的方式做 ICASH 就可以跟我相加，产生很好的相融性，达到风险降低的效果，这就是本款产品的特色。

最后跟大家介绍另一款产品，跟前面的产品概念相像，但需要结合选择权操作。假设只有现货，期货会随着避险比例做一个简单的调整。在此做简单的改变，全部用选择权来替代持有现货，因为这个在行情很低迷或没有特别波动的时候，产生利润的概率极低。

以上就是刚才所提的，用选择权替代现货。我们定制模型时可以针对不同的法人来进行特制化，需要怎样的空头参与和多头参与等问题都可以很轻松地用原本的模型进行计算得出结果。通过不同的配置方式，可以解决要不要进行避险，或者确定所需的避险比例。

所有的避险模型都会谈到避险的问题，但不一定解决避险幅度，我们这个模型就是解决这样一个问题。其他因素包括基本的技术筹码，还包括我们所做的组建、元件，通过不同的元件做不同的组合，可以得到很好的相融性。此种方法在国际上应该是很好理解的，并有助于不同策略的融合与合作，对于改进投资方法有很大益处。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 债券趋势分析及交易策略应用

■ 中信证券固定收益部副总裁 傅雄广

从去年到现在的债券市场走势来看，国债利率、金融债利率总体波动不大。去年4月份的金融数据大幅度低于预期，央行采取了两次降息的措施，利率产生了大幅下行，其他时间整体的收益率比较平稳。从曲线形态来看，因为在去年5月之后利率大幅下跌，当时的曲线形态比较陡峭，除此之外，由于银行的控制，整个曲线的形态都比较平坦。

从收益率走势来看，不管是国债还是金融债，都呈现低点越来越高，高点越来越低的特点，整

个收益率的曲线的波动率明显下降。这主要也是因为央行整体利率不断提高，资本成本上涨以及通胀预期的下降所导致的。

从货币市场和基本利率的关系来看，可以明显看到现在整个货币市场利率已经略高于一年期定存利率。整个资金成本是在系统性抬升，导致目前局面发生的原因，也是与国家现在正在进行利率市场化以及金融货币大格局改革有很强的关系。

下面对影响利率市场曲线的影响因素做系统性的分析。影响利率波动最主要的因素是通货膨胀，2002年以来可以明显发现，国债和CPI的同比有很强的相关性，2004年、2005年的高峰，2007年、2008年的周期都是同步的。在那两个周期当中，看CPI基本上可以比较准确地预测利率，但是2009年以后相关性逐渐弱化。影响这一变化的因素主要是，现在机构对市场的预测逐渐提前，大家更关注环比数据或者同比数据，现在市场更关注短期变化调整的预期。

对通货膨胀率的预测，我们要事先做分析。其中主要的影响因素还是货币的投放，同一市场货币和通胀还是有很强的相关性。但也不能完全靠M2来作回归而简单地对未来通胀做预测。实际研究当中，会有一些更精细化的预测，包括货币和缺口以及一些高频的数据，在一个比较长期的预测之后，现在比较密切关注这样一些高频数据，包括农业部、商务部公布的数据，对预测做一些短期的微调，来修正这些预测，基本上利用长期的模型和短期模型结合的预测。

第二个影响因素是经济增长。从数据来看可以发现，十年期国债和工业的增加值相关性也是比较强的，但从同比来看，有些时间段比较弱，通过修正发现，如果去除趋势的波动，整个经济围绕这样一个波动和国债的相关性更强一些，也就是说，如果经济高于增长率，我们倾向于国债收益率上行的结果。

第三个影响因素是资金面，资金面直接联系波动性。十年国债收益率和资金面的相关性非常高，基本上决定了十年期国债的走势，央行对资金的管控基本上可以决定对国债的影响，但是对长期影响有限，因为它受到基本面的影响。

除了分析这些，还要分析外汇、财政存款变动的因素，我们依赖这五个因素的话来每个月跟踪这样一个利率的波动情况。

第四个影响因素是风险情绪，从历史数据可以看到十年国债和美元指数和VIX有相关性。美元指数代表了风险情绪，风险情绪上升的话，避险情绪上升意味着全球的资金流动到美国，美元升值的概率是非常大的。另外VIX指数的波动也是风险情绪的这样一个指数，在VIX上升的情况下，基本意味着十年期国债收益率下降。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 完善金融期货 分析师投研体系

■ 南华期货研究所副所长 王兆先

研究和投资存在明显不同，研究侧重对信息的搜集和处理，处理包括用经典的模型进行处理，以及个体之间差异极大的逻辑分析；投资侧重对信息的反应速度和对信息反馈的抗干扰能力。同样的信息可以有多种理解，也可以有不同的应对策略，从而导致了投资的收益不同。

一个不成功的交易员，有可能是一个成功的研究员，需要从以下几个方面完善。

一是提高分析师的数据搜集和处理能力，一般的研究是常规。

二是培养分析师对数据二次加工的能力，公共的数据大家都知道，能不能在公共数据中提炼出隐含在数据逻辑背后的一些关系。当提炼出这种关系之后，肯定能领先于市场。

三是培养分析师对数据结构级别的把握能力。很多研究者，包括我周围的一些人，抄到了一个底部，但那只是一个，可能是一个一分钟的级别，他很高兴，然后要去享受一小时级别的回报，最后一下子又被打回来了。

四是提高分析师理论与实践结合的能力，这对研究者往往是个缺陷，他往往偏重理论分析，而不去跟实战结合。或者想实现这样的结合，但达不到这个境界，这需要时间的历练。

五是提升分析师对问题进行博弈分析的能力。要等到博弈的动作出现之后再去介入，在拐点的地方不会有太多的欺骗动作，所以要有对博弈的分析能力。

六是培养分析师对大客户核心需求的提炼能力。投研体系一体化要帮助公司创造收益，分析大客户的需求，而不是仅仅局限于散户的层面。

七是培养分析师通过局部数据推断全局数据概貌的能力。概貌不是精准的全局数据，但这个非常重要。如果等到所有的数据公开，在市场的有效性下，利用数据获利的能力就会大幅下降。而如果在局部数据出现之后，根据经济的逻辑关系，根据整体经济的连续性，推断全局数据的概貌，就能做出领先于市场的判断。

对于投资类报告效果的评估，很多人追求准确性，但如果准确性高成功率低，一定是资金管理策略出现问题了，要检讨对客户的服务。如果成功率高，但收益率低，很多次指导都是获利的，但是收益率还是很低，那就是在趋势的级别上可能有问题。

今天的主题是金融期货，前面基础性的东西很多是共性的。金融期货的研究中我看到了很多相关性的观点，我有一点不同的意见。

因果相关性高的一两个事件，不一定没有因果性，但是不一定不能做模型，可能是同一个原因导致的。如果这两个事件是同一个原因导致的，我认为这两个事件可以做因果模型，做相关模型的鉴定。但如果一个事件可能由两个原因导致，虽然是因果关系也不能建立模型，可能是两个事件导致的同一个结果。

当你用一个事件有可能两个原因产生的情况做因果性判断的话，就会出现非常稀奇古怪的社会现象。所以这种情况下，它有因果关系，也不能建立模型。就金融期货而言，没有因果关系不能建立模型，有因果关系也不一定能建立模型。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期货资产管理业务与期货分析师转型

## 主持人：

南华期货副总经理 **朱斌**

## 讨论嘉宾：

**徐嘉黛**  
台湾华南期货(台)业务部副总经理

**江伟源**  
元大期货(台)香港公司董事长总经理

**吴雅楠**  
信诚基金有限公司数量投资总监、资深  
基金经理

**张子言**  
光大证券衍生品部董事长总经理

**姒元忠**  
欧洲期货交易所亚太区资深副总裁

**王晓黎**  
中证期货首席策略研究员、研究部总经理

**陈晓迪**  
明星投资管理有限公司投资经理

### 徐嘉黛：应用程序化进行资产管理

在投资领域，大部分人是失败者。在台湾，大概是千分之七是赢家，其他都是输家，少数人赢多数人，在财富和公平性上是不太对等的，所以在资产管理上的大致方向是做程序化的设定，主讲者在刚刚的一些内容上面提到程序化的设立，怎样在云端里面去让客户做筛选，这些是我们现在想要做的大体的方向。

### 江伟源：培训、IT与服务是期权成功开展的主要因素

期权业务成功开展的几点因素：第一是培训；第二是IT；第三是研发出来的效益策略。在基本的结构上，IT非常重要，这两年交易所做了很多的投资，所以在IT服务上面，应该可以确定；第二个是培训，商品上市

之前各方面的培训会铺天盖地，国内的期货公司从去年第二季开始，各位老总、主管都到美国、加拿大学习，现在还在学习的过程，我想美国对中国的期权发展也相当关注，培训单元是未来的重点；第三个是服务，通过与交易所反复沟通，发展可以期待。我相信在未来一段时间里，可以看到期权商品在国内上市。

### 吴雅楠：国内金融工具创新的三个特点

第一个是双向化，现在做研究不光是量化，还要关注从宏观到产业链的整体研究，每一个量化要有含义，挖掘策略本身的背后逻辑，让量化投资有依据；第二个是工具化，我们期待期权等工具推出，目前国内杠杆基金中已经包含了期权的应用；第三个是 $\alpha$ 和 $\beta$ ，其实在国外做的很多是 $\alpha$ ，因为这些工具的产生，可以把

任何一个投资经理的操作能力转嫁到不同的资产当中。有的投资长项是做  $\beta$ ，有的可能  $\alpha$  做得很好，我觉得以后大家听到的是把  $\beta$  做好，另外  $\alpha$  可以移植到不同的资产里面，这是投资理念的变化。

### 张子言：量化投资不光是统计套利

量化投资的第一反应是套利，套利的第一反应是做股指期货的期现套利。但是这个认识有点偏差，和目前整个期货公司平台、量化投资的现状有关系，现在期货公司大多数的产品和期现套利有关。

我们从风险收益的水平、从研发执行难度高低的不同可分成三大类。第一大类是大家非常熟悉的单边投入策略，或者是大家非常熟悉的国外非常多的指标性的投资策略，这类策略有一个大共性，就是效益偏低，但是可以做到非常高的盈利和亏损的比例。它们的收益非常高，但波动性非常大，对待这一策略的态度是做好投资者的思想工作，对客户的风险性要了解，客户是不是适合这一策略。第二可以作为收益的增长方式。第三就应该是扩大投资范围，做多个市场、多个专业品种，风险分散化。

### 姒元忠：优秀分析师注重自我价值的提升

从目前的状况来讲，随着产品的复杂化，从分析角度来看，目前现代化的优秀分析师中，具有量化的比例是比较高的，基本分析是一个辅助的方向。

一名优秀的分析师不单单只是针对某一个策略，他应该针对策略布局的规划。他能够对市场，对于整个交易策略的分散和配置做规划，而非单单在交易和交叉交易中建议。从国际角度来看，一名分析师存活率只有 3 年，原因就是期货交易的固化，他们对新的东西不愿意碰，不愿意学习。

对于分析师来讲，对数字要非常有兴趣。还要有团队工作的能力，一个优秀的资管团队，业务涵盖了很层面，不是只有交易，交易是其中一环，还应包括研发能力、针对交易上的 IT 设定等等。分析师必须跟其他人进行互动，这很重要。

另外个人素质方面，自律是一个非常重要的素质。最近台湾也发生了一些违法的行为，过去的成功是不能够让你维持专心在交易上面，这种事情要非常注意。因为钱来得很快，花得也很快，发生不好的事情，

造成交易上的失败，不单是技术的问题，也是素质的问题。

一名优秀的分析师，永远都要清楚自己还有很大的改善空间、学习空间，这也是一名成功分析师重要的特质。另外对经济的态度有点不太一样，钱对长期的交易员本身来讲只是一个手段，人生的目的是希望找到一些新的方法，在事业上有提升，不完全是钱的提升。

### 王晓黎：从投资者角度看市场

如果站在投资者的角度，其实更容易进入角色。在写一篇报道，或者做量化策略时，例如投资黄金行业、投资股票行业时会怎么想，会关注什么因素，这个因素之间有什么样的逻辑关系，这样会想会很清楚。如果逻辑关系不能认同，有没有 100% 的信心，需要通过论据证明，还要看市场容量能否达到。这是买方需要的，要为以后的转型奠定基础。

### 陈晓迪：从分析师转型到投顾需改变心态

从分析师到投资顾问这个转型路径，分为三个阶段。

第一是认识阶段，主要是如何认识、理解市场，期货也好，证券也好，也包括其他衍生品。一开始是对单个系统的全面认识，后面因为深入一个产业，能够对一个产业的上中下游全面认识。此外还包括对商务部、发改委政策制订，包括协会、信息的中介、理论行业的角角落落、方方面面，包括行业的参与者的认识。

第二个是实干经验和技巧的阶段，实际上是积累实干的经验技巧。目前在期货公司不管什么岗位，不能直接参与期货交易，只能大量地观察客户交易，或者凭报告来吸收一点经验，但实战的经验必须要有，直接的经验要有，间接经验也要有，但是直接经验最重要。

第三个阶段可以浓缩成“心态”两个字。一是如何把自己的性格特点融入到判断和操作当中；二是如何在交易的过程中面对盈利和亏损。

第四个是学习过程中的几个特质，一是要专注，二是要有信心，三是要有韧性，四是要有热情。■

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅))



## 分论坛IV： 期货及衍生品研发机构峰会

【编者按】

4月13日下午，由浙商期货、广发期货联合承办的“期货及衍生品研发机构峰会”在黄龙饭店水晶宫成功举行。来自监管部门、研究机构、期货公司和各交易所的行业专家，就期货及衍生品市场发展新形势与前沿理论等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就期货高端人才培养等话题展开了热烈讨论。



# 推动研究发展 提升创新实力

■ 中国期货业协会副会长兼秘书长 李强

从 1992 年开始，现代期货发展了 20 年，中国期货市场在 20 多年的时间里，走过了美国等发达国家期货市场 100 多年的道路。到 2012 年，我国商品期货市场成交规模高达 13.45 亿张，占全球商品期货成交总量的 42.31%，如果单以数量来计，我国可以说是世界上成交量最大的期货市场。

随着期货市场品种数量的不断提高，法制建设的进程完善，期货市场价格发现、风险规避等功能得到进一步的发挥。与此同时，近年来实体经济和管理需求在不断加大，期货市场进入创新发展的新阶段，国际化的进程也在加快。未来 5 到 10 年，是中国期货市场发展难得的历史机遇期，是行业发展的黄金时点。

虽然国内期货市场取得了可喜的成果，但跟国外发展相比，差距还是很大。这表现在我们的市场规模不够大，结构不够合理，市场的功能只是得到一定程度的发挥，还没有得到更有效的发挥，特别是对期货的理论研究，尤其是比较前沿的一些研究，还相当的少，因此，积极开展期货市场前沿的研究，对我国期货市场发展意义重大。

当前，国内的四大期货交易所都建立了博士后工作站，根据市场发展的需要，在全球范围内招聘了大量具有先进期货市场理念和较高专业基础水平的高端人才进行课题研究。近几年来，期货公司的进步也非常快，而且研发能力也在迅速地提升，期货公司吸引人才的力度在加大，海外留学归国的人才、著名高校的一些高端人才也在纷纷加盟期货公司。期货公司里现有相当一部分从业人员具有国外知名机构从业的经历，这些都为期货市场的理论研究和创新发展打下一个非常好的基础。

本次大会专门举办期货及衍生品研发机构峰会，会议邀请了中国证监会研究中心、证监会研究院、国内四家期货交易所的研发机构负责人和博士后工作站负责人，国内期货公司的研究院、研究所负责人，还有高校的专家学者来参加峰会，希望各位嘉宾就中国期货市场发展的新形势、期货市场的理论研究前沿问题、博士后工作站建设和期货市场人才的培养展开交流和研究，并且对市场创新、行业发展、研究资源共享等问题各抒己见。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 全球期权市场新动向

■ 芝加哥期权交易所董事总经理 郑学勤

国际期权发展大局近期出现一个总的趋向，可细分为两个现象：

第一，期权交易发展越来越快，特别是金融危机以后成为主流。2011年股票类的期权交易，单美国每天的交易量就达到1800万左右，全年是16个亿，全世界是143个亿，场外大概43000亿，数量很大。金融危机以后，主流社会越来越意识到期权的重要性，期权也越来越成为各类资产的风险管理工具。利用期权原理运作资产，把权利义务分开来，很合理很便利地去调整风险和回报之间的比例，这种意识已越来越强，这是大趋势。

从国内来说，今天的金融市场和美国20世纪70年代末和80年代初接近，汇率是固定的，其他的金融机构基本上是垄断的，大量储蓄没有转到投资里面。中国人民币100亿中40亿是储蓄，加上20亿的外汇，资金的实际作用没有发挥起来。市场有两个需求，一个是回报，一个是风险。风险和价值成反比，但是进入市场以后不是规避风险的问题，因为风险永远是在的。如果有了大量的资产进入市场以后，无法规避市场的错误，只有管理风险。管理和回报风险之间的比例，这就是一个衍生品，没有杠杆做不到的事情。这个方面期货不够有效，还需要期权。

第二，期权是可以培养的，国内只是推出期权工具，我们建立期权市场也跟盖楼一样的，有现货市场，有期贷市场，相当于盖的一楼二楼。现在在讲的资产证券化也好，风险管理基金也好，如果没有这样一个可以计算、可以定价，可以控制波动率的工具，往往就会缺少东西，谈不上盖几楼了。从美国的近况来看，如果场内市场转掉风险，场外市场往往不会成功。

期权交易，国内市场最大的问题其实是缺少很强的中介机构。市场谁来交易，有没有能力交易，把这个市场带出来，全取决于中介机构。期权交易在美国市场整整培养出一成的机构。所谓期权就是市场波动率，有了波动率计算，能够计算出你在一个一定期间的价格，同时把场内资产和场外资产融合起来。

为什么要推行期权？衍生品历史上，最早出来的是期权合约，在历史上，期权交易先于期货交易，因为期权合约说到底是把期货合约一分为二，把权利和义务分开了，买期权的人有了权利没有义务，卖期权的人有了义务没有权利。等于以保险金将价格锁定。期权说到底是一个价格，在市场当中有两种可以交易，一个价格运动的方向，一个价格运动的速度。在整个过程当中，这个叫做可量化风险，也可以称之为量化资产变化的预期。

美国投资协会每两年做一个投资机构的调查。交易期权多的交易股一定活跃。交易期货期权的人，相对只交易期货的人来说，交易期货的频率要比不交易期权的人要高，越大的机构使用期权越多。根据他们的调查，持有100亿以上的资金机构，大概80%使用期权，100亿以下，平均30%使用，越大型机构使用越多，投资价值越大使用的期权越多。现在算法交易都普及，买方机构慢慢变得活跃起来，他们也利用期权增加所谓的期权收益。

期权正在变成投资的日常语言，这就是国际当中的趋势。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 期货公司的发展定位与业务创新

■ 广发期货总经理 肖成

从去年下半年开始，期货行业发生了一个很重要的变化，期货公司的业务范围从过去单一经纪业务向多元化转变。

中国期货市场发展到现在 30 年左右，经过酝酿准备、清理整顿、恢复增长、规划发展几个阶段，目前进入创新腾飞期。期货公司根据股东背景和各自的战略发展定位，主要分成券商系、传统类、现货背景、合资公司、区域型等几类，将来还有银行系期货公司，这是期货公司分化的定位。现在期货市场正在发生重要的变革，从量的扩大正在向质的提升转变。

未来三年，期货市场将由过去以商品期货为主，过渡到商品期货与金融期货并存，最终形成以金融期货为主的衍生品市场，这是一个机遇。期货经营范围从单一的经纪服务转向包含资产管理、现货贸易等以风险管理为主的多元化业务模式。中国的期货市场创新动力，开始由过去的政府主导，逐渐转变为以期货交易所和期货公司作为创新主体的一种市场变化。期货市场投资者结构转向了以机构投资者为主。期货交易所正在从会员制向公司制和股份制方向转变，这将改变期货交易所和期货公司之间的利益格局。

期货市场未来的开放程度将会越来越大，随着原油期货的推出，引进境外投资者的步伐也会加快。整个行业的管理理念正在发生变化，已经明确要加强监管放松管制，未来不保护行业，不保护公司，而是保护投资者，这种变化对期货公司来说，其实是解放生产力。

期货交易所上市品种的步伐在加快，以后不排除市场之间的互挂。期货市场的三个结合现在更加紧密，即期货和现货的结合、境内和境外的结合、场内与场外的结合。现在理解的场外市场有广义和狭义之分。其实我们有很多的发展空间，包括我们现在准许设立现货贸易之后，通过股权参股场外市场来分享利益。

期货公司跟证券公司比，有四大基本职能：交易职能、结算职能、投资和融资的职能。期货公司独特职能是什么？就是它的杠杆风险的对冲职能，这是别的行业没有的，现在的问题就是面对这样的机遇和挑战，期货公司怎么定位？期货公司未来发展的定位，应该根据股东的背景，根据公司自己的战略定位发挥自己的长处，来确定在未来期货市场的竞争优势。

现在可以预测，未来的期货公司和期货的经营机构，可能会呈现这么几种状况：一是期货公司由现在的状况努力实现外延性扩大，最后收缩到自己的大股东金融背景里面去，比如说广发期货，预计未来 5 到 10 年，广发期货公司将消失掉，变为广发证券的衍生品部；二是市场会涌现出一批专业性期货投资的公司；三是市场会涌现出一些大型的具有充分国际化的期货公司，交易平台覆盖全球；四是现货背景的期货公司；五是出现一些专业性的，利用先进技术和通道的期货公司，把一些非专业公司外包给其他公司，不排除以后会出现像阿里巴巴这种电商通道的期货经纪公司出现，也不排除只是提供专业技术平台从中收取租赁费用。

不管怎么说，期货市场一定会产生一个极大的冲击，会带来对期货公司整个地位分化的思考。■

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 国际竞争与交易所合约设计

■ 北京证券期货研究院研究员 王海东

当前，国内期货市场面临的国际竞争非常强，主要可以分为两个方面：一是以非期货产品形式进入国内的国外期货品种；二是国外期货交易所开发的以中国为交割地的期货合约。

以非期货产品形式进入国内外的期货品种，现在主要有纸黄金和纸原油。纸黄金在银行系统叫账户黄金。工行年报显示，2011年贵金属业务交易额达到1.78万亿元，其贵金属业务

包括账户贵金属（俗称纸黄金、纸白银）、实物贵金属及实物贵金属递延。工行近期还推出了纸原油，工行账户原油业务以纽商所原油（WTI）为标的，交易单位为0.1桶，投资门槛设定极低。

目前，国外交易所还开发了很多以中国为交割地的期货合约。如合约标的为在中国港口交货的62%品位精炼铁矿石期货合约；再如动力煤合约，主要为了服务中国的进口动力煤贸易。这个合约最终结算价为ARGUS和MCCLOSKEY提供的中国港口现货价格指数。从这个合约的设计方式，包括刚才的铁矿石可以看出，在这个市场里，国际大宗商品机构之间的分工非常明确，有人做价格指数有人做合约，不同的机构面临的风险非常小，但是品种开发效率非常高。

国际市场的竞争对国内市场的发展形成了强大的冲击，那国外品种的合约设计是怎样的？

从目前CME 970个合约来看，以现金交割、以现货价格为最终结算价的合约是211个；以现金交割、以现货价格指数为最终结算价的合约有649个品种。近年来，ICE、CME产品的开发以现金交割的、以现货价格/现货价格指数为最终交割价的期货合约为主。这种方式使他们更容易地进入他国市场。

从国际竞争跟合约设计之间的关系看，我国交易所能不能在合约品种设计上有一定突破，形成一个拥有几百个品种的交易所，包括将来能不能到国外去开发国外的品种，我觉得可能很大程度上跟实物交割和现金交割合约的理解有关系。现金交割的优点就是以现货市场价格为最终结算价，从制度上保证了期现市场价格的拟合。另外，现金交割合约是以现货市场价格为结算依据，不介入实物流转，与实物交割合约相比，现金交割合约对现货市场影响大大降低，有助于缓解相关部门对期货新品种上市的顾虑。

现金交割这种制度是一个老话，但是在当前面临国际竞争的大背景下，是不是可以重新考虑现金交割制度？

我们应该明确期货发现远期价格，现货发现近期价格这两种不同的市场定位。如果能够设计出更多现金交割合约，我觉得可以使期货市场更加贴近现货市场。另外我们要培育市场，培育具有公信力的现货市场，现货市场价格指数。在前两个前提确定以后，需要明确部门之间的分工，一旦现货市场出现操纵价格行为，相关部门就去打击市场操纵行为。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛

# 博士后工作站建设与期货市场高端人才培养

## 主持人：

中国证监会研究中心副局长级研究员 **黄明**

## 讨论嘉宾：

**高 辉**

上海期货交易所期货与衍生品研究院  
副院长

**汪琛德**

郑州商品交易所期货与衍生品研究所  
有限公司总经理

**胡 杰**

大连商品交易所研究中心副主任

**张晓刚**

中国金融期货交易所研究中心总监

**金雪军**

浙江大学教授

**李风华**

广发证券发展研究中心董事总经理

### 金雪军：期货行业需要多层面知识

浙江大学的博士后建设分为两个维度：一个是形式可以分为学科博士后和企业博士后。所谓企业博士后，就是跟各个证券公司、期货公司还有交易所开展广泛的合作，共同培养博士后人员；第二个维度从学科本身来说，目前在全国金融研究的发展过程中，已经越来越展示出重要的一个特点，就是多学科交叉，金融学科既可以理解成明确的学科，又是一个交叉的学科。现在看来，

数学系做数学金融、物理系现在培养物理金融、计算机系现在搞计算机金融模拟，现代化科学越来越成为金融验证的手段。

在现在社会发展时期，特别是像期货这么一个特定的行业，所需要的知识必定是多层面的，而不仅仅是某一个领域。特别是我国从商品期货时代进入到金融期货时代以后，对期货研究和人才将提出更高的要求和挑战。

### 汪琛德：博士后工作站助力产学研衔接

郑州商品交易所博士后工作站成立于2006年。当时成立

从多年实践经验来看，博士后对交易所研究工作升级发挥了很大的作用。原先交易所对行业的研究比较多，研究的扩展性和前瞻性并不是特别大。

时还有一些怀疑，毕竟期货市场是一个小众市场，交易所的业务也比较窄，研究的问题受众比较小。但是经过这几年的实践，我们发现，面对期货市场对高端人才的迫切需求，建博士后工作站是培养高端人才很好的方式，博士后工作站成为一个产学研相衔接良好的工作站。博士后通过在交易所学习，并留在交易所，大都成为了部门业务开展的主力。他们即使离开交易所，但是基本上都成为所在单位期货研究的领军人物。通过这几年的研究，交易所的博士后撰写了一系列的文章，提升了研究能力，扩大了期货市场的影响。

#### 张晓刚：博士后研究促进产品和业务创新

中国金融期货交易所博士后工作站建设起步比较晚，2012年才申请独立，挂在浦东新区博士后工作站下面的一个子站。早期一直没有推，没有条件去申请独立办，现在应该说条件都已具备。目前进站的有两批，第一批15个人，第二批8个人，在产品创新和业务开发起到一定的作用。我们没有产品部门，只有产品小组。当时设立时，就有一部分专职，也有一些期货部门的兼职人员。博士后有一批后来成为专职人员，直接参与产品开发，包括国债期货、外汇期货。还有特别是在期权这一块领域也发挥了很好的作用。

除了产品开发之外，其他有一些相对比较前沿的问题，我们也做了一些研究。

比如说市场结构问题，我们第一批博士后就有研究。这个市场结构很有意思，原先对这个领域体会不深，后来2010年5月6日美国的闪电崩盘以后，我们发现美国证券市场是多层次市场。不是仅讲场内场外的东西，在交易市场里，还有许多交易平台、交易设施等等。博士后站对于市场未来的发展应该做一些前沿性的研究，这将有利于为未来决策提供参考，促进市场的发展。

#### 高辉：导师制度提升博士后质量

上海期货交易所博士后工作站是在2001年底成立的，到今年为止前后招了13期博士后。经过十几年博士后的培养，交易所在博士后的培养方面积累了一些经验。博士后工作站是上期所一个主要人才培养基地。同时，结合交易所的业务发展，尤其行业发展当中需要解决的一些问题，选对题，选对人，从海内外进行招收博士后。在师资力量方面，既有理论背景，又有海外经验，也有实务实物背景的专家和学者，建立了博士后的指导老师制，有效提升了博士后的质量。目前，上期所加大对博士后的招收，面向海内外招收，一方面支撑交易所的业务发展，另外一方面也为行业发展贡献自己的一份力量。

#### 胡杰：博士后工作站推动交易所研究升级

大连商品交易所博士后工作站建设得比较早，在2002年招了第一



博士后工作站建设与期货市场高端人才培养圆桌论坛

批博士后。后来除了个别年份没有招收以外，一直坚持每年招收优秀的博士后，进站之后直接补充到交易所的部门，有时候不止是研究部门，还包括一些业务部门。

从多年实践经验来看，博士后对交易所研究工作升级发挥了很大的作用。原先交易所对行业的研究比较多，研究的扩展性和前瞻性并不是特别大。自从这两年交易所的创新发展包括技术创新的需求提升之后，整个体系发生了质的变化，在这个过程当中，博士后起到很大的作用。从出站人员流向可以看出，能够留到交易所的，目前已经成为各个业务部门的骨干力量。

从研究成果来看主要体现在两个方面，一方面加强了前瞻性的研究，如技术的研究、期权产品的研究；另一方面体现在交易所产品本身发展更新换代，从传统的农产品交易所扩展到化工领域和能源领域。在跨行业领域中，产品跨度比较大，研究有很大差异。博士后给交易所注入新的血液，对相关研究发挥了很大的作用。

#### 李风华：坚持博士后研究与业务的紧密结合

广发证券成立企业博士后工作站在整个国内金融界里是比较早的，2000年春就成立了。到目前为止，博士后工作站进站14批。从出站之后的流向看，大概三分之一留在广发证券，还有三分之一在行业里面，接近三分之一继续做学术研究和教学工作。

从成果方面看，早期比较重视学术理论研究，在站期间人员发表文章、参与行业内的评奖都是有要求的。另外，跟地方政府也有课题合作，在这个过程当中，企业通过跟政府的合作，能够在政策上帮助企业争取到一些支持。第三是一直坚持跟业务紧密的结合，博士后工作站的课题一定是由相关的业务部门提出，是在工作中需要解决的问题，并基于业务特点招聘合适的人。博士后工作站跟业务紧密结合也有利于人员出站后能够更好地留在公司，找到合适的业务部门去发挥。■

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅)



# 贵金属期货夜盘 将提升我国期货市场层次

■ 文 / 王志萍

近年来，在全球金融化趋势以及交易所竞争加剧的背景下，各主要交易所纷纷开设了夜盘交易。纵观国际上成熟期货交易所，大部分有夜盘交易，以方便不同时区客户进行交易。

我国期货市场经历了二十多年的发展，虽然形成了较为完善的上市品种体系，但还无法真正与国际市场接轨，特别是与欧美市场相比，仍存在交易时间较短的问题。不过这一格局有望随着上海期货交易所贵金属期货夜盘的推出而逐渐改变。

近期，上海期货交易所已全面启动夜盘交易系统测试，各期货公司已准备就绪，贵金属期货夜盘交易进入倒计时。

从市场成交规模来看，目前我国期货市场开设夜盘的条件已经成熟。根据美国期货业协会（FIA）的数据，2012年上海期货交易所的白银期货和黄金期货分别占据全球贵金属期货成交量的第6名和第14名。特别是去年5月才上市的白银期货，2012年成交量约占全球的15%，成交手数和成交量分别以2126多万手

（按单边计算）和31.9万吨位列全球前茅。

同时，技术条件的发展，也为夜市交易的推行提供了条件。作为国际化程度较高的品种，黄金、白银的现货定价时间均在北京时间夜间，二者的市场规模和承受力适中，其试行夜盘的条件最成熟。

此次选择黄金、白银作为连续交易试点，也将为其他品种后续开展夜盘交易积累经验。我国开设期货夜盘交易符合市场发展趋势，顺应了投资者及现货企业的需求，能

够使得国内外市场联动性更加紧密，投资者操作起来能够更加灵活。

## 境内外连续交易盛行已久

随着金融市场发展趋向全球化，24小时电子交易成为全球期货市场发展的趋势。交易时间能否覆盖全球各个时区已成为交易所重要的竞争力。目前国际上多家知名的交易所纷纷在传统公开喊价交易的基础上推出了电子盘交易。

以芝加哥商品交易所集团的Globex交易平台为例，该交易平台每周6天，每天24小时不间断交易，在许多节假日也照常运行，且不受地域限制。通过与6个主要金融中心的通信枢纽连接，并且拥有超过1100个直接连接和分布全球的6个通信枢纽，提高了交易速度和便捷性，使得市场参与者能够随时随地进行交易。Globex电子交易平台的

交易量已占到芝加哥商品交易所集团总交易量的80%以上。

除此之外，芝加哥商品交易所的小型标准普尔500指数全天交易时间长达23小时，澳大利亚证券交易所SPI200指数期货全天交易20小时30分钟，纽约泛欧交易所旗下的伦敦国际金融期权期货交易所的FTSE100指数期货也可全天交易。

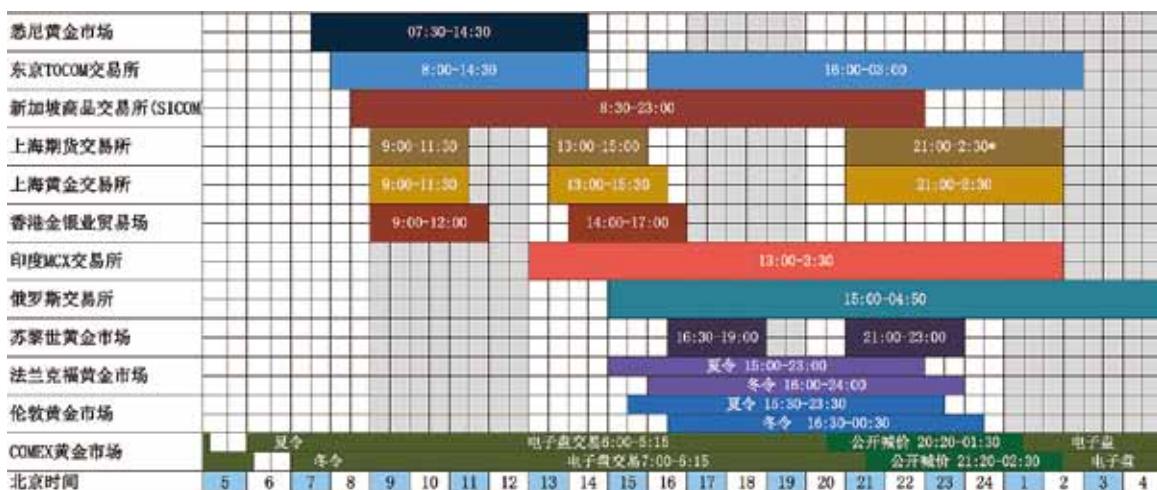
除了实现24小时“全天候”交易外，海外交易所在原有日盘基础上增加夜间交易也早已成常态。

目前，全球主要衍生产品交易所普遍都设有夜市交易时段。美国芝加哥商品交易所、欧洲期货交易所、日本大阪证券交易所、澳大利亚证券交易所、新加坡证券交易所以及纽约-泛欧交易所旗下的伦敦国际金融期权期货交易所等全球主要交易所，都提供衍生品夜市交易，且夜市的成交量都相当大。

亚洲区内多个市场也有期货夜市，比如：新加坡早已推行期货夜市，日本、韩国及印度也先后开启夜市，上海黄金交易所早在2005年就推出了夜间交易。值得注意的是，香港交易所从2013年4月8日起启动期货夜市交易，恒生指数和国企指数大合约可以在夜间时段进行交易，交易时段为17:00-23:00。香港交易所还表示，以后会考虑将黄金期货纳入收市后交易时段。由此可见，通过延长交易时间提升市场竞争力已成为各国期货交易所的通行做法。

目前，国内期货市场暂未开设夜盘，而上海黄金交易所和天津贵金属交易所等两家大宗商品交易所则开设了夜盘交易。其中，作为贵金属现货交易平台的上海黄金交易所，黄金、白银T+D业务量占据了其总业务量的“大头”，并且运行

图1 全球主要贵金属市场交易时间



\*此为上海期货交易所连续交易时间

资料来源：新湖期货研究所

周一至周四晚间的交易已经多年。2013年5月31日起，上海黄金交易所将增加周五夜间交易时段，以满足投资者交易需求。天津贵金属交易所的交易时间为周一早上8:00至周六早上4:00。这两家交易所均拥有庞大的客户群体。

全球主要贵金属市场交易时间见图1。

根据海外市场数据，期货夜间交易时段的交投额一般会占整日成交量的10%至40%，从而成为日间交易的有效补充。

以东京商品交易所(TOCOM)为例，2013年4月份，该交易所的夜间交易成交共计119.8281万张，夜间交投量占该月总交投量的36.6%。按全年计算，2012年东京商品交易所夜间交投量占到三成多。而大阪证券交易所推出的日经225指数期货的夜间交投量在2007年至2012年期间增加了近5倍，特别是在2013年4月5日该交易所夜间交易量首次突破100万张，达到113.8662万张。同样，国内的上海黄金交易所夜间交易也比较活跃。2012年，上海黄金交易所夜间交易共成交黄金1273.8吨，占黄金交易量的20.06%；共成交白银112142.96吨，占白银总交易量的53.67%。可以看出，夜市交易的作用非常明显。

### 连续交易市场意义重大

贵金属是一个全球联动的市场。目前，世界黄金定价的主导权在美国COMEX黄金期货和伦敦LBMA现货黄金，欧美市场的价格影响力占据主导地位。因此，国际黄金期货交易的活跃时段集中在美国开盘时间，

其中交投最为活跃的时段是在北京时间晚间的9点至凌晨2点，这一时段刚好是欧美市场的交叉交易时间以及美国主要经济数据集中发布时间。

尽管中国在贵金属的供应和消费在全球占重要地位，中国黄金市场已成为全球黄金市场的重要组成部分，但与之不匹配的是，国内市场规模和交易参与者和欧美市场仍有不小的差距，导致中国缺少贵金属市场话语权，影响力较为有限。

一直以来，由于国内没有期货夜盘，由此造成交易时间不统一，在外盘行情出现大的变化时，次日经常出现大的跳空开盘格局，增加了投资者的隔夜持仓风险。对于投资者而言，虽然期货在交易费用、市场流动性以及双边机制上具有优势，但是由于缺少夜间交易以及价格频频跳空，在风险管理上较难把握，从而对于期货有所顾虑。“4·12”黄金、白银期货暴跌行情表明，在没有连续交易机制的情况下，贵金属期货投资者面临的不确定性进一步加大，在大级别行情出现时错过可能的机会甚至带来较大风险。

随着我国商品市场国际化程度的不断加深，商品期货市场与国际市场联动日益紧密，价格波动也更加频繁和剧烈。在此背景下，投资者对于延长交易时段的呼声也日益高涨。

目前，国内主要贵金属交易平台均在酝酿完善交易时段，增加夜盘交易，以满足投资者需求。此前，上海期货交易所黄金白银期货夜盘交易已经向社会公开征求意见，上海期货交易所将适时向投资者开放交易。届时，黄金和白银期货也将

贵金属是一个全球联动的市场。目前，世界黄金定价的主导权在美国COMEX黄金期货和伦敦LBMA现货黄金，欧美市场的价格影响力占据主导地位。

增加交易日夜间 9:00 至次日凌晨 2:30 的连续交易。新增时段与上海黄金交易所夜盘时间基本一致，并与芝加哥商业交易所集团旗下成交量最大的黄金电子盘的活跃交易时段（北京时间 21:00 至次日 2:00）及伦敦金银市场协会每日第二次现货定盘价时间（北京时间 23:00）接轨。

推出贵金属期货夜盘，一方面有利于国内客户及时消化国际市场信息，通过国际市场管理风险，进而有效降低交易者隔夜持仓的风险，使产业客户能够更好地规避交易风险，实现套期保值；另一方面，随着市场参与逐渐增加，更多企业客户、机构投资者将参与到贵金属期货市场，增强国内市场与国际市场的联动性，有利于提高我国在贵金属市场定价体系中的地位。

## 期货公司大有可为

近年来，国内期货市场经历了快速发展。随着大宗商品价格和金融市场的剧烈波动，实体经济和投资者对期货公司的风险管理服务能力提出了更高的要求。作为衍生品市场，大宗商品期货市场的价格发现和风险管理功能日趋重要。对于期货公司来说，连续交易的推出不仅是对其客户服务水平的考验，也是期货公司推出差异化服务的有利平台，有利于推动期货公司创新服务、差异化服务的发展，同时还将进一步提升期货市场服务实体经济、产业企业的能力。显而易见，在新的交易规则下，期货公司如何实现差异化服务，将成为期货公司之间竞争的要点。

由于连续交易试点初期只涉及

黄金、白银两个品种，因此期货夜盘推出的初期势必将增加期货公司的运营成本，期货公司在风控、交易、结算、技术上都要增加一定的人力和物力，同时需要做好硬件升级、风险控制和管理。但从长远来看，随着品种的增加和交易的活跃，将使得国内期货市场和全球期货市场联系起来，更多的企业客户、机构投资者将参与到贵金属期货市场中来，成交量整体上会有放大，期货公司也将增加盈利渠道，并更好地满足客户需求。

另一方面，在竞争异常激烈的市场环境下，如何实现差异化服务也是期货公司需要考虑的问题。

目前，贵金属产品创新不断，客户可选择的投资渠道较多。因此，在新的市场形势下，期货公司应该继续把核心竞争力转移服务水平和研发水平上面，健全客户服务体系，充分了解和掌握客户的需求，同时根据客户的资金、风险偏好等为其量身定制有价值的研究报告和个性化风险管理方案，进而提升在投资者服务方面的能力。可以预见，在新的交易制度下，期货公司将更有作为。

## 投资者机遇和挑战并存

对于企业而言，夜盘交易意味着企业可以在更加国际化的期货市场规避交易风险，不但可以实现对外贸易环节中风险管理的时间闭口，更能在资金管理、投资决策、交易机制等方面为企业提供最大的便利，更好地进行套期保值。

对于投资者而言，延长交易时间后，国内贵金属期货和国际期货市场联动意味着投资者有更

多的套利机会，同时还可以极大丰富投资者的投资策略，使多元化期货投资理财产品的爆发式发展成为可能。投资者不仅可以进行内外盘套利，同时在波动比较大的时候还可以利用上海黄金交易所和上海期货交易所同一品种的价差，实现期现套利。

当然，期货夜盘带来的不仅仅是交易机会的增多，同时伴随而来的还有风险和挑战。贵金属价格受全球宏观因素影响较大，特别是受美国和欧洲经济数据的影响非常大。在连续交易推出之后，黄金、白银的波动性将增加，夜盘交易时段的成交量和波动性有可能超过白天交易时段。因此投资者更是需要合理安排时间，提前关注重要经济数据的发布时点。在新的交易规则下，投资者原有的投资策略和风控策略也需要做出适当调整。另外，由于夜间交易无法进行出入金操作，因此需要提前准备好足够的保证金。

总的来看，连续交易推出后，对期货公司和投资者都提出了更高的要求。一方面，期货公司在“软硬件”上都需要强化，不仅要加强人员、技术投入，同时也要提供更为及时、更为优质的客户服务以及来满足投资者的套保、套利需求；另一方面，投资者也需要加强分析和判断贵金属价格短期走势的能力，特别是在欧美时段更是需要加强风险控制。同时还需要了解国内夜盘交易规则，在此基础上熟悉国际市场期货品种的相关交易规则，熟悉两个市场波动的相关性。投资者也可以充分利用期货公司的研究实力和专业服务，从而实现“双赢”。■

（作者系新湖期货研究所研究员）



# 场外商品衍生品交易与产品开发

■ 文 / 王盈人

场外衍生产品的灵活定制化功能非常强大，用它来管理大宗商品风险的受欢迎程度在过去十年中显著提高。

场外大宗商品衍生产品交易受欢迎的原因有三：(1) 场外衍生产品形式多样，不局限于交易所规定的上市合约，从而允许参与者间商议制定个性化的合约来匹配自身的

风险情况；(2) 场外衍生产品交易不需要像在交易所交易那样，每日追加或减少保证金；(3) 场外衍生产品允许客户交易交易所未上市合约或交易所已上市但没有足够流动性的合约。

需提示的是，场外交易市场因提供定制化工具而给参与者带来更多灵活性的同时，也存在一系列风

险。在典型的场外市场交易中，交易的各方将承担对手方违约风险，也没有清算所在其中进行履约担保。此外，不像期货合约，许多单独协商的场外交易工具在没有原始交易双方的同意时不能转让给第三方。

## 交易执行及确认

场外交易通过双边基础上的电

话或者经纪商的交联网络来完成。随时代发展，近年来越来越多的参与者通过电子化交易来执行交易并通过电子撮合平台来进行交易确认，小部分不通过电子化确认的合约则通过纸质文件的方式进行确认。

确认执行是交易双方对交易协议中的全部条款的确认过程。当交易双方提交电子化的含有交易细节的确认信息后，交易确认撮合过程完成。这通常在当日完成，或是在其后尽早时间内完成。

## 商品定价

许多商品交易员同时利用场外市场和期货市场来发现价格及进行套利，他们通常在两个市场上交易相同的工具。绝大多数大宗商品衍生品市场的场外交易定价以易观测的市场价格（基准期货合约或实物标的）作为参考。

尽管交易所交易的期货合约关于交割商品的类型和数量是标准化的，但其仍可用来在场外进行对冲或投机交易，只要场外交易的标的与期货合约的标的商品间存在相关性即可。

例如，多数原油价格与 WTI 或 Brent 挂钩，因此 WTI 或者 Brent 期货合约常被用于多种原油合约的对冲或投机交易。但当场外交易产品与交易所交易的期货合约无直接关联时，大宗商品场外市场的交易员在对场外交易合约进行估值方面仍面临挑战。我们也的确观察到了由于各个市场流动性失衡而带来期望相关性的周期瓦解。

## 抵押及清算

在典型的场外市场交易中，信

用风险是指交易对手方违约的可能性。为减少信用风险，市场参与者大量使用双边抵押契约（通过 ISDA 的信用支持附加协议）。目前，在场外交易的双边清算型场外合约中，约有 60% 的合约遵守信用支持附加协议。典型的双边抵押契约规定合约价值应定期（如每周 / 每月 / 每季度等）进行评估。

如果合约的总价值对交易的其中一方（例如 A）而言，在一个特定阈值之上，那么，交易的另一方（例如 B）就要按契约的规定缴纳价值相当于合约总价值（对 A 而言）与特定阈值之差的抵押品。如果在 B 缴纳抵押品后，对 A 而言合约价值向有利于 B 的方向变动，因而使得合约价值与特定阈值之间的差缩小的话，B 可以赎回部分保证金。在 B 违约的情况下，A 可以获得抵押品。如果 B 没有按要求缴纳抵押品，A 同样有权利终止合约。

上述特定阈值可看作一方授予另一方的信用额度。通常，现金及可接受的证券（例如国债）可以冲抵保证金。这些证券的价值会按其市场价值进行一定比例折算再冲抵保证金。抵押契约为违约情况提供了保护。但是，设定的特定阈值并不受到保护。更进一步而言，即使该阈值设定为 0，也不能构成完全保护。这是因为，如果一家公司陷入财务困境，它很可能停止缴付抵押物。这时当交易对手方行使终止合约的权利时，合约价值已朝有利于对手的方向变动很多了。

在中国，特别是考虑到场外交易市场的健康发展，需要做到如下三点：1) 对现金或其他抵押品拥有全部的再抵押权；2) 基于信用

支持附加协议的、适当的交易对手信用风险评估及融资估值调整；3) 交易对手违约时完善的抵押品及保护条款。

## 场外集中清算

当场外衍生产品变得越来越受欢迎，场外交易市场在过去十年中也开始逐渐走向标准化。一些运营期货交易所的特定机构开始提供场外交易的清算服务。中央交易对手清算相对于场外双边清算面对多个交易对手而言，减少了交易对手的信用风险，且对一系列产品进行多空头或空头的净额结算或将减少对抵押品的要求。同时，这也使得各交易合约价格的透明度有所加强。清算机构在每个交易日结束时提供可用于进行结算的合约价格。

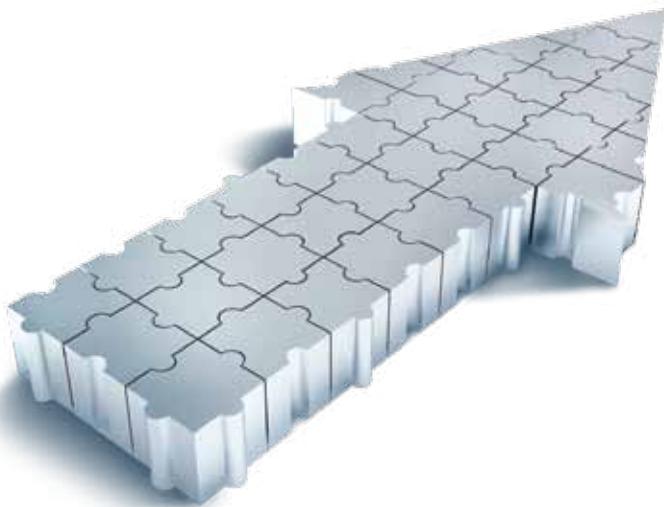
金融危机后，20 国集团领导人在 2009 年匹兹堡峰会达成协议促使集中清算的趋势加速。20 国集团领导人一致同意：所有标准化的场外衍生工具合约都应在交易所或经批准的电子交易平台进行交易，都必须通过中央交易对手进行清算且需报告给交易数据库。目前，美国、欧盟、日本的监管机构都在实施该项改革。

但是，除非场外衍生品合约集中清算变成全球化的强制要求，否则一些交易员还是会支持传统的场外市场。这些交易员更看重个性化交易所带来的灵活性，他们试图避免经纪商费用及交易所要求的保证金，且较其他的交易者来说，有更强的信用风险承担能力。某些交易员也更偏好场外交易的低透明度及低监管度。■

（作者系高盛集团衍生品清算服务执行董事）

# 立足避险才能力争盈利

■ 文 / 施海



投资者在参与期货交易中需正确处理好诸多辩证关系，其中最主要的是需要处理好控制风险和争取盈利的辩证关系。处理好了上述关系，才能使自己的资金权益和资金实力不但能保持稳定，还能有所扩展。

由于期货交易属于高风险高盈利的投资范畴，介入其中，求得生存和发展并不容易。同时，随着国内商品期货市场历经蓬勃发展、治理整顿、规范发展等三个阶段，期货市场已经运行于规范、健康、理性的轨道之中，期货交易所、期货公司、投资者等风险控制理念得以显著强化，投资者理论分析、趋势判断、实际操作等方面水平得以显著提高，避险趋利能力也得以显著强化。

因此，对于投资者尤其是资金实力较弱的广大中小投资者而言，在这样一个高水平规范运行的市场中获取盈利，难度已逐渐提高，不但需要提高自己的理论分析和实际操作水平，而且更加需要处理好有关期货交易的诸多关系和矛盾，才能求得生存和发展。

其一，正确处理控制风险和争取盈利的辩证关系和矛盾。这是期货交易中最主要的辩证关系和主要矛盾。事实上，投资者进入期货市场，首要目标无非是争取盈利，但如果脱离了风险控制，那么争取盈利即成为无源之水、无本之木和无根之树。原因是，市场充满了机会和风险，投资者操作上过于追求盈利，而疏忽风险控制，其结果是盈利也难以落袋为安，而风险则时常

侵扰着投资者，最终必将被市场所淘汰。实际上，期货交易中，在控制风险和争取盈利的辩证关系和矛盾的引导下，还将派生出诸多辩证关系和矛盾。

其二，正确处理交易品种特性之间的辩证关系。目前国内商品期货市场已有多达近30个交易品种，而其中，某些品种价格波动剧烈，震荡幅度大，另外一些品种价格波动平稳，波动幅度小；某些品种趋势明朗，盈利机会和亏损风险均较大，另外一些品种趋势朦胧，盈利机会和亏损风险均较小。因此，投资者选择品种时，必须根据自身的资金实力、资金使用效率、风险承受能力及对品种的熟悉掌握程度，选择适合自己的品种。

其三，正确处理交易习惯之间

的辩证关系。投资者由于个人性情、习惯、能力、理论和实践等诸多方面存在悬殊差异，因此交易习惯也存在明显差异，主要可以划分为激进型和保守型。

激进型往往跟随趋势，进行追涨杀跌，而保守型则偏向于价格和价值，进行低吸高抛。实际上，从操作理念上即相应地划分为左侧交易型和右侧交易型。投资者选择左侧交易型和右侧交易型，除取决于个人自身的习性外，更重要的，还需要符合自身的资金实力、资金使用效率及对于市场的抗风险能力。如果投资者资金实力较强、资金使用效率较低、抗风险能力较强，则可以选择左侧交易型；反之，如果投资者资金实力较弱、资金使用效率较高、抗风险能力较弱，则可以选择右侧交易型。

其四，正确处理仓位管理和资金管理中稳健和激进之间的辩证关系。显然仓位较轻，资金管理稳健，是投资者回避市场风险和交易风险的重要基础，当然也难免资金使用效率偏低。反之，仓位较重，资金管理激进，则虽然可能给投资者带来一时或短期的丰厚盈利，但从中长期看，重仓交易一旦与市场运行趋势相反，则难以避免资金严重亏损。而上述资金亏损很可能超过投资者重新盈利并追回亏损的程度，投资者也由于一次亏损而失去返本机会，并可能一蹶不振，被市场所彻底淘汰。

实际上，期货交易是保证金交易，本身即具有杠杆放大作用，投资者如果建仓资金占据总资金的30%，则资金使用效率已显著超过现货贸易中的资金使用效率。

因此，“留得青山在，不愁没柴烧”，投资者实际操作上还是需要严格控制建仓比例，毕竟重仓交易风险过大。

其五，正确处理基本分析和技术分析的辩证关系。笔者无意贬低技术分析方法，个人认为，基本分析着重从供需关系等根本原因去判断商品市场的运行方向，属于期货分析的战略性的根本方法和主要方法；技术分析着重从技术形态和结构去预测商品市场的运行方向，属于期货分析的战术性的重要方法和手段。投资者分析商品期货市场运行，尤其是分析中长期趋势，必须立足基本分析，而在分析短线走势时，辅助以技术方法。只有这样，才能提高分析和预测正确的概率。

其六，正确处理进场和离场的辩证关系。投资者投入实际操作前应尽可能制定交易计划。在此基础上，选择盈利机会远远大于风险亏损的合适的交易时机，投入适量的资金规模，建立合适的持仓部位，而建仓过程可以稍微稳妥且缓慢一些。

当投资者持有交易部位之际，由于持仓部位始终受到市场剧烈波动的冲击作用和影响，投资者理论（账面）盈亏在不断地变化，投资者必须时刻关注市场波动情况对所持交易部位的影响，当价格跌破止损位置，或突破止盈位置，即应平仓退场。

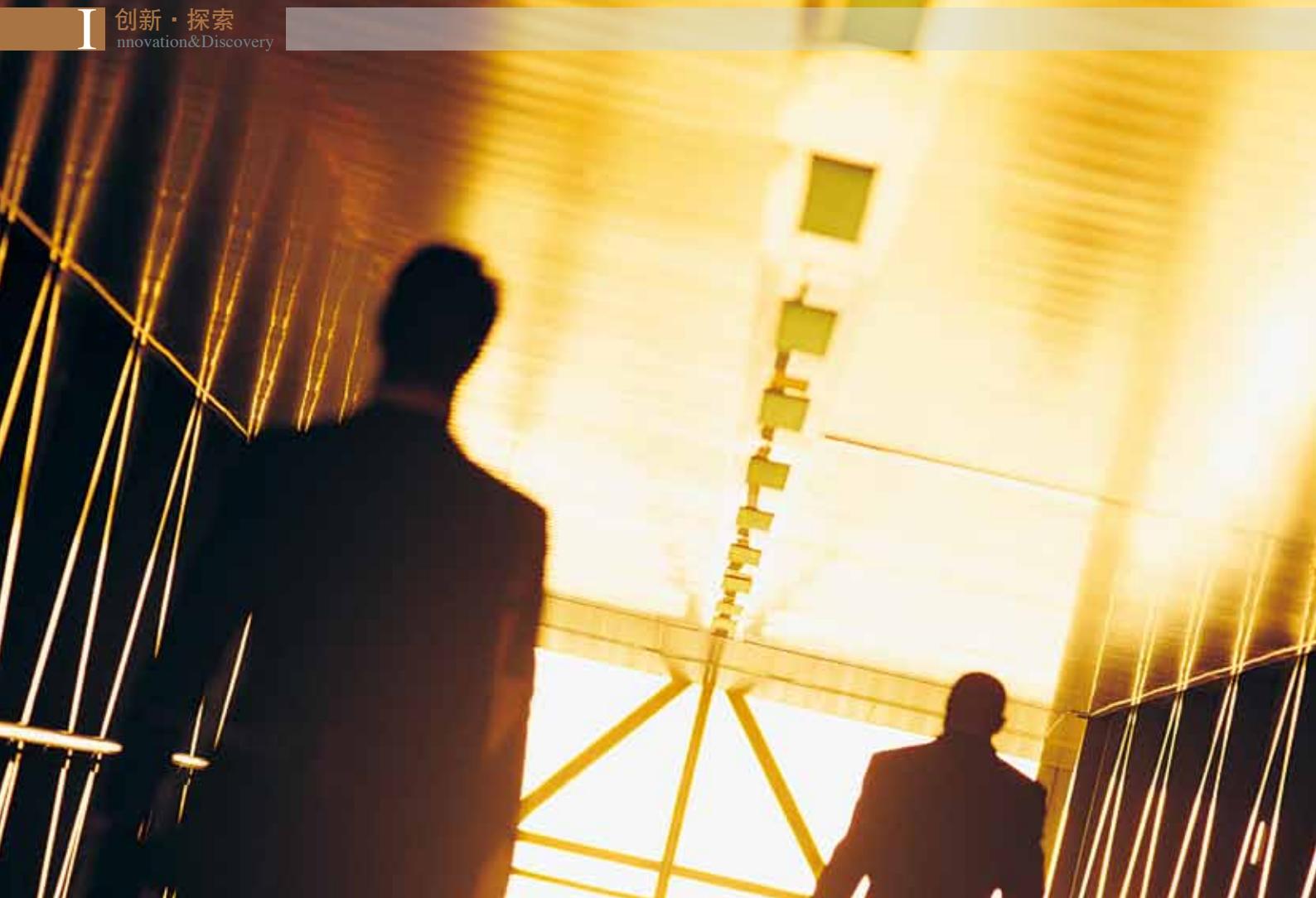
当市场出现意料之外的重大事件，投资者也必须及时做出应对：当市场出现重大有利消息，且市场依然向有利方向运行之际，投资者可以在原有持仓部位基础上加码增仓；而当市场出现重大不利消息，或市场尽管出现重大有利，而市场却向不利方向运行之际，投资者应及时减码甚至全部平仓，以避免市场反向运行而引发的风险。

其七，正确处理波段操作和日内短线操作的辩证关系。国内期货市场中，部分品种紧密跟随外盘走势，而另外一些品种与外盘走势联动效应较为薄弱。相比较而言，前者隔夜持仓往往受到外盘剧烈波动影响较重，因此风险较大；而后者隔夜持仓受外盘波动影响较弱，因此风险也较小，投资者选择波段操作时，应选择受外盘走势影响较强的品种，而对于那些受外盘走势影响较弱的品种，则可选择短线的日内交易。同时，相对于外盘走势，部分品种走势连贯性较好，而另外一些品种连贯性较弱，甚至出现相对滞涨抗跌的特征。投资者进行波段操作之际，应选择与外盘连贯性较好的品种，而对于那些与外盘走势连贯性较弱的品种，投资者则宜选择短线的日内交易。

另外，就波段交易和日内交易对比而言，在设置合理止损的前提下，笔者个人仍倾向于选择前者，原因是盈利空间较大，交易成本较低；而后者盈利空间较小，交易成本偏高。

综上所述，期货市场充满着矛盾，也存在着无数对辩证关系。尽管投资者不断提高理论分析和实际操作能力，然而市场永远是不可知的。虽然如此，投资者仍需要运用辩证法，正确处理市场中的诸多辩证关系，强化风险控制意识和理念，去力争投资盈利。■

（作者就职于兴业期货）



# 期货公司营业部营销管理模式

■ 文 / 刘新州

期货公司的管理和其他企业管理一样，可以分为战略层管理、高层管理、中层管理和基层管理。

从组织结构来看，战略管理层一般是董事会；高级管理层是总经理、副总经理等全体高级管理人员

组成的高层管理团队；中级管理层是企业中间管理部门，如办公室、财务部、结算部、营销中心、信息技术部等部门，他们起着承上启下、上情下达、下情上传，推进战略规划落实的作用，是非常重要的一个

管理层次；基层管理就是营业部管理，营业部是企业所有经营目标得以实现的重要层面。

## 人才和管理是营业部短板

从全行业看，当前期货公司在

战略管理层、高级管理层和中级管理层方面都做得不错。特别是近年来在对期货公司未来发展方向、业务创新、人才引进和储备等方面都有深刻认识，很多公司都采取了适合自己实力的发展战略。有的公司在各方面积极创造条件，取得了境外期货、资产管理、风险管理等各个创新业务的许可，站到期货公司发展战略的制高点。

但不得不提出的是，目前存在的一个问题恰恰是基层管理——期货营业部的管理问题。

营业部存在的问题，是前段时间期货公司快速扩张营业部跑马圈地后，必然出现的后果。为什么会出现这样的情况？原因很多，期货市场竞争激烈，期货市场整体规模和容量不大，以及这一轮行业扩张恰遇百年一遇的金融危机等等。

但有两点非常关键。

**一是缺乏优秀的管理人才。**2007年起始的期货营业部跑马圈地，在各期货公司立刻显现出营业部经理人才的缺乏，很多期货公司都是对照期货公司营业部管理办法中营业部负责人的条件，把公司符合条件的人（本科学历，三年从业经历）都派出去当营业部负责人。而公司原有的一些优秀人才随着扩张，逐步升任到上一级管理岗位。

但符合条件的不一定就是名好经理，就如一名优秀的业务人员不一定是名好的营业部经理。营业部负责人应该经过必要的经理人培训才能上岗。但由于快速扩张，人才成长的速度跟不上扩张速度，跟不上公司对营业部的要求。营业部经理个人的特点直接反映了他所在的

营业部的特点。有的营业部因其负责人是优秀业务人员出身，业务大部分是由这名经理做出来的，当负责人变动后，营业部业绩也随之下滑。有的营业部负责人不懂业务，只是符合“本科，三年从业经历”的要求就来做经理，因而业绩迟迟得不到提升。与之对应的是，那些既懂业务又善管理的负责人，其所在的营业部业绩往往长盛不衰。

**二是缺乏科学的管理模式。**期货营业部的管理体系应包括营销管理、服务管理、合规管理等子系统。我国期货行业虽已有二十多年的发展历程，但长期以来规模较小，具体表现为公司规模小、业务规模小、交易品种少且单一。各家公司营业部的发展路径也基本相同——常年不断地招业务人员，经过简单的培训后（期货的最基础知识培训）撤向社会开发客户，在规定时间内谁开发客户达到规定数量的客户资金，或在规定时间内为营业部创收达标，即留下作为正式员工。

这种放羊式的管理，缺失营销作业管理的培训和指导，完全凭个人的觅食能力，在规定时间内达不到目标即淘汰。不断招聘，不断淘汰。一些老牌期货营业部之所以有相当的业绩，就是在这种模式下积累了长期人才和客户。

2007年以后，期货营业部快速扩张时期诞生的新营业部大多数还是靠着原来的方式，靠着路径依赖的老方法去和已完成人才与业务原始积累的老营业部进行竞争，迟迟打不开局面也就在预料之中。在快速简单扩张的过程中出现人才匮乏，很多老营业部熟练业务人员也出现

流失，导致不同程度的业务萎缩。科学管理模式的缺乏，也使得人才匮乏现象在营业部形成恶性循环。

## 营销是营业部管理的基础

除了营业部负责人的个人因素外，有些营业部根据自身的特点形成了独有的管理特色；有些则在吸收其他行业做法、总结以往经验教训中形成了科学的可复制的管理模式。

一家企业要做大做强做精，做成百年老店，战略管理、高层管理、中层管理很重要，但基层管理也不可或缺。基层组织是一家企业的基础，就像盖房子一样，基础打扎实了才能盖起高楼大厦，基础不扎实高楼就存在倾覆的危险。期货公司要想做大、做强、做好，做成百年老店，就必须重视基础层的管理，即营业部管理。在营业部管理中，科学的营销管理是基础中的基础。

### 第一，建立企业员工培训制度。

员工培训的内容很多，这里主要是针对营业部营销工作提出两点看法。一是对业务人员的营销专业培训。期货需要营销，更需要科学营销。期货业务人员必须进行营销专业培训，培养业务人员良好的日常行为规范，具有良好的科学营销的技能。二是对骨干的培训。骨干培训对象包括后备干部和现任营业部经理。在后备干部培训过程中，要挑选各营业部表现好的业务人员进行培训，作为一个制度每年举办一次。既是培训，也是对表现好的普通业务人员的一个褒奖。后备干部培训着重为营业部经理建立人才

储备。骨干培训内容应包含如何做基层领导、如何做一个成功的业务人员和营业部的科学营销管理等内容。

第二，建立科学的、可复制的营业部营销管理模式。

营销管理模式的管理理念，是用科学的营销过程管理来塑造每个人良好的行为，全心全意帮助每个员工取得成功。营销管理者通过循序渐进的方式指导营销人员的营销实践，塑造每个个体的科学营销行为；组织营销人员和团队开展各种类型、主题的营销活动；协调组织内部的各种关系，全程考核营销人员的行为和成果。通过营销管理模式制定各级人员的行为规范，完成工作行为的目的、要求和标准。

业务人员的行为规范：应做到良好的仪表和准备好充分的营销工具；制定不同周期的工作计划；每天应该完成的营销行为，如拜访客户数量、电话营销数量等；每天应该完成的营销功课，如填写客户信息表、每天营销日志等。

营销管理人员的行为规范：每天必须召开营销工作例会，每周必须召开营销周例会；通过这种营销管理的载体，检查业务人员的各项行为的准备及完成情况，检查各项工作计划的完成情况，对业务人员进行指导，组织业务人员相互交流经验教训；组织开展主题营销活动，组织各种相关的会议营销活动，组织业务人员学习专业知识；开展营销人员队伍建设，加强人员

招聘、培训及人才的挖掘等等。

营销管理模式日常工作流程：

(1) 每天的规定动作——营销例会，营销人员上报客户信息表，上一日营销日志；(2) 每周的规定动作——营销例会，每个业务人员总结交流一周情况，业务人员相互点评，管理者点评，提出营销工作中坚持或改进的意见和建议，指导下周工作；(3) 每月的规定动作——月末总结一月的营销工作，完成营销人员的总结和营销团队的总结；(4) 主题营销和会议营销的规定动作——主题营销和会议营销前的策划，营销人员对将开展的主题营销和会议营销活动所涉及的相关知识的准备，主题营销和会议营销开始时的会务接待和客户信息收集，主题营销和



会议营销结束后客户的回访（客户回访工作必须从活动结束后的第一周开始，并对回访结果进行分类再回访，每次活动结束后对客户的回访工作不得少于三周）。

营销管理模式的营销服务质量回访调查。营业部应根据每个营销人员的业务开展情况，有针对性地进行营销服务质量回访，了解营销人员营销技能的运用、期货专业知识的宣传及其他相关服务内容的实施情况。

营销管理模式的薪酬设计。所有营销体系人员的薪酬分为三部分：一是基本工资，可将当地的最低工资线作为其基本工资；二是行为工资，该部分工资是各个岗位人员完成工作行为的程度的报酬；三是绩效奖励，绩效奖励是根据营销产生的经济收入，按照规定给予营销人员的报酬，同时根据营业部营销创造的收入，按一定的比例给予营业部负责人（营销管理者）绩效奖励。

第三，建立营业部营销管理模式的考核制度。

在企业管理中，考核是无形的指挥棒。任何制度如果没有考核，就形同虚设。要成功实施营销管理模式，必须建立针对营销管理模式的考核办法和制度。前文描述的营销管理模式着重营销人员的行为塑造、营销管理者的行塑造及营业部营销过程的管理。因此，营销管理模式主要考核两方面的内容：营销管理过程考核和营销绩效考核。这个考核制度还必须和薪酬体系挂钩，这样，考核这个指挥棒才能起到作用。

一是营销管理过程考核。营销管理模式规定了各级人员的行为和

标准、营销管理日常工作流程等。过程考核就是对营销行为的完成情况和营销工作的全流程进行考核，并将过程考核的结果和薪酬体系中的行为工资挂钩。

营销管理模式规定了以下内容：(1) 营销业务人员应该做什么（行为）；(2) 营销业务人员有没有做；(3) 营销业务人员做得怎么样。根据考核结果发放行为工资，或没有完成要求行为的则扣除相应的行为工资。考核就是要将行为的作业情况都与行为工资挂钩。

对营业部经理实行同样的行为考核。指导营销人员按照规范完成营销行为和过程；营业部按照营销管理日常工作流程要求完成各项管理工作；营业部按照管理要求组织开展各种营销活动，作为对营销管理者管理行为的考核内容。营业部没有按照营销模式的要求进行管理的，要扣除营业部经理的行为工资。还可以同比例扣除部分根据营业部营销创造的收入，按一定的比例给予营业部负责人（营销管理者）绩效奖励。

二是营销绩效考核。营销绩效考核就是按照营销带来的客户给公司创造的收入，按既定的比例给予营销人员的报酬。可以有以下几种方式：(1) 以营销人员个体作为考核单位，绩效考核及绩效奖励直接与个人挂钩；(2) 以营销团队作为考核单位，团队创收的总额按照规定的比例提取绩效奖励，在团队内部按照团队成员的工作价值，发放绩效奖励；(3) 营销管理者（含营销团队长）除了自身的营销绩效考核外，还可根据营业部（营销团队）营销创造的收入，按一定的比例给

予营业部负责人（营销团队长）绩效奖励，这部分奖励可参照过程考核的相关规定执行。

营销管理模式集过程（作业）管理和结果管理于一体，以过程（作业）管理为主。这个过程管理本身就是一个培养和造就人才的机器。通过对营业部营销活动的指导、组织、管理，形成营业部人才培养的良性循环。

营销管理模式是可复制的。有了科学的模式，就有了优秀的遗传基因。掌握了科学营销模式的经理人就是传教士，在企业内部横可复制，竖可传代。期货营业部不管开办在什么地区，不管是新开办的营业部还是老营业部，都可以复制实施。

以上内容综合起来的实质，在《管理学》的教科书上称之为作业管理（operation management）。作业管理，是指将劳动力、原材料等资源变成销售给顾客的最终产品和服务的转换过程中的设计、作业和控制，按照中文理解习惯也可以看做是行为过程管理。科学的营销管理模式着重关注行为过程管理，通过科学的行为过程管理来提高营销人员和营业部的营销效率。过程正确，作业流程科学合理，取得预期的结果是必然的。

随着“放松管制，加强监管”的监管思路的推行，降低营业部的准入门槛调整审批程序，必然会带来期货行业更加激烈的竞争。而行为过程管理对企业进行成功的竞争具有不可轻视的战略作用。打造科学的营业部营销管理模式，将会有有效提高营业部的生存力、竞争力。

（作者系华证期货执行副总经理）



# 从伦敦金属交易所交易特点 看内盘期货增值服务

■ 文 / 史军

伦敦金属交易所（下称伦交所）是世界上最有影响力的有色金属期货交易所。其合约设计、交易规则和运营方式对当今全球范围内的有色金属生产、消费及贸易活动都有着重要的影响。

## 独特的逐日交割

伦交所期货合约采取逐日交割的方式，即任何工作日都可以进行现货交割结算，交易采取以三个月价格为基准，配合每个到期日加减基差的方式进行。纽约商品交易所（纽交所）和上海期货交易所（上交

所）则采取按月交割的方式。纽交所和上交所可以很容易地完成电子化交易，而伦交所由于基差原因只能采取半电子化交易，即三月期货电子化，而调期依然采用传统报价。

按月交割是当今商品期货交易的主流合约。其优点是合约基差简单、易于电子化交易；但是也有现货交割间隔期较长的缺点。

由此，期货公司子公司可以考虑设计“即期交割 OTC 互换合约”产品，将按月交割合约互换成为多时间点交割合约。“即期交割 OTC 互换合约”将有利于实现价格发现功

能，满足众多实体用户的需求。

## 便利的结算价格

伦交所当日结算价格是指交易日早上第二个场内交易结束时所得现货交割的卖方价格。当日结算价格不是某个时间段的平均价格，而是现实的时点交易价格。其流动性非常好，具有极强的可操作性。每个交易客户都可以依据结算价格做现货对冲。基本金属绝大多数国际合约采取此价格作为现货合同基准价格。

例如，某现货商与外商签订镍

产品采购合同，数量 120 吨镍金属，装船月为 2011 年 6 月，采购价格为 2011 年 5 月伦交所现货结算价月均价减去 100 美元。因担心采购成本上升，现货商可以借助于平均价交易锁定采购成本。伦交所的经纪行也可以通过 OTC 平均价交易扩大交易量。

期货公司子公司可以推出类似的“结算价 OTC 期货合约”来满足客户需求，以做市商（Market Maker）的角色形成自身风险敞口的管理能力。在与上交所合约类似的同样没有可交易结算价的纽交所会员群体中，此种“结算价 OTC 期货合约”已经得到了广泛的开发及应用。

## 规范的交割流程

商品期货不是无源之水，商品期货合约与现货之间的相互转换能力所体现出的现货定价能力，是价格发现功能的重要基础。伦交所在全球范围内有 700 多个仓库，布局合理，现货交割和存储流程完整实用。全球大型有色金属行业的主流生产厂家都把在伦交所注册品牌作为高品质的象征，同时，也为产品的采销提供了一个极有保障的渠道。

伦交所对仓单的管理十分规范，仓单标准统一且适应现货交易的需求，其对注册仓单与取消仓单基本没有限制。如果出于严控风险的目的，对现货交割人为划分等级并实行额度限制，将抑制现货参与者使用期货交易所进行交易及定价。

伦交所仓单是代表所有权的不记名文书，通过仓单凭证由卖方转移到买方来实现交付。伦交所仓单

通过电子转账系统转让。比如，中国贸易商从智利进口电解铜，如果伦敦上海比价逆差较大无法进口时，可以交仓韩国釜山伦交所仓库。入库完毕做出仓单时，可以通过电子仓单方式在极短的时间内通过伦敦经纪行完成仓单的出售交易，而不用等待纸质仓单的送达。

## 庞大的仓单二级市场

伦交所存在一个庞大的二级市场仓单交易体系，市场中仓单交易价格以溢价方式体现，溢价主要包括品牌溢价及交割地点溢价。仓单溢价与现货溢价有比较紧密的关联度，但是并不完全等同。

目前，内盘的期货交易所二级仓单市场亟待拓展。交易所应主导放宽现货交割的限制、丰富交割品牌（包括相互认证的国际品牌）、扩大交割仓库范围、推出仓单交易系统；可以考虑引入有资金或现货背景的公司作为二级仓单市场的做市商，引导产业需求与金融资本参与仓单交易。

## 国际化的交易所与跨市交易

在全球最有影响力的三家基本金属交易所中，纽交所参与者主要集中在美国内或与美国金属消费相关的保值，比如美国进口南美电解铜的作价；上交所因外汇管制等原因只能定位于国内金属的保值。相比之下，伦交所全球认知度最广，受地域限制影响最小，是一家真正意义上的国际化交易所。此外，伦交所具备 6 个有色金属品种，且每个品种都具备世界级现货定价能力，其中，镍、锡为伦交所独有交易品种。

国内贸易与投融资的需求使得伦交所与上交所之间的期货跨市交易已经蓬勃开展。鉴于跨市交易的巨大需求，期货公司子公司可考虑以做市商的身份，分商品设计按月交割的“跨市比价 OTC 期货合约”，直接交易比价。合约的商品品种可考虑流动性最好的品种。需要注意的是，比价合约形成的必要条件除实体用户的需求及风险敞口的管理能力之外，也要考虑具备合规的境内外交易渠道以及内外币种之间的流动能力。

## 期权及远期基差

伦交所的注册期权是期货期权（option on future）。该期权属于按月交割的美式期权。根据商品品种不同，期权合约期限长度也有所不同。伦交所铝和伦交所铜注册期权最长期限为 63 个月。注册期权种类包括看涨期权（Call）、看跌期权（Put）以及平均价格期权。

国内引入有色金属品种期权十分必要，也是大势所趋。考虑到期货公司子公司的风险敞口管理经验、资金背景与头寸对冲能力，金属期权应以交易所设立官方标准化期权并引入做市商。做市商拥有一定的管理经验及流动性后，可以在此基础上设计有针对性的 OTC 个性化期权。

此外，由于内盘期货合约主力交易月份较为集中且时间跨度较近，“远期基差 OTC 期货合约”对于生产类企业，尤其是对于开发周期较长的资源性项目来说，是非常必要的保值性交易形式。■

（作者系五矿有色金属公司期货部总经理）

# 借鉴投行经验发展大宗商品业务

■ 文 / 章如铁

继QE3之后，全球流动性的扩大已推动国际大宗商品价格上涨。这一上涨，将导致作为原料和能源进口大国的中国，进口价格提升和贸易条件进一步恶化，许多企业正设法寻求风险管理工具来对抗风险。

业务创新成为当下中国资本市场进一步发展的动力。融合的业务模式将引领银行、证券及其最小板块——期货经纪的未来发展。大宗商品是国外投资银行近十年来大力发展的新业务。历经浮沉，他们的业务发展经验或可给期货业务创新提供借鉴。

## 大宗商品业务主线

完整的大宗商品业务应由以下四条业务主线组成。它们犹如四个完整的支柱，支撑起以风险管理为原则、客户服务为导向的大宗商品业务平台。

首先，融资结合贸易的衍生服务。目前，国内银行的大宗商品融资业务还未找到护航的方法。现阶段业务存

量很大，但风险敞口也很惊人。在以国企为主导的客户群中，风险以企业贷款为载体实际传导到银行系统，依靠庞大的银行资产来消化。而期货创新业务可以适时推出以贸易为载体，期货套期保值业务为手段的融资产品，以降低企业负债，优化报表，更能降低风险，并考虑如何与银行甚至直接投资者如基金公司、财务公司、信托等进行合作。

回购协议是海外银行从事大宗商品融资的一种形式。在交易起始日时，银行从客户手中买入实物商品。实物商品储存在上海保税仓内，而银行拥有该商品的归属权，并持有仓单和仓库的仓储合同。此外，银行须与客户签订远期卖出合约，约定在“要求到期日”以远期价格售出。同时，银行在期货交易所卖出到期日为“要求到期日”的头寸。在到期日时，客户履行义务，以当初签订的远期价格回购金属。与此同时，银行将头寸平仓。此类方案更好地消除了对家风险，可以很快扩大贸易规模。

其次，期货经纪或做市商。当前国内期货市场缺乏做市商服务，远期价格体系难以形成。基差市场处于未发育状态，对现货市场及套保业务缺乏价格发现功能，难以满足客户风险管理要求。单纯依赖手续费行不通，收入单一，不能提供差异化服务，形成恶性循环。因此，市场急需做市服务，发展风险管理能力。海外LME经纪商的赢利来源于提供做市服务、承担风险。

再次，OTC产品开发。通过开展国内OTC场外交易，客户可以通过在岸交易直接参与海外市场，在相关市场对冲价格风险，或在不同市场中进行套利。在风险管理方面，客户不需要通过境外子公司或第三方，可直接与国内的主体公司进行保值。清算可直接在境内进行，消除了美元跨境清算的限制，同时避免了外汇政策变化的影响。在财务方面，保值合约的亏损能抵消国内公司的盈利，起到节税的作用。同时，直接与国内公司签署保值合约

降低了境外子公司或第三方录入交易产生会计错配的可能性，使财务报表能真实地反映主体公司的经营状况。

当前，可供企业选择的主要 OTC 套期保值工具为远期合约和期权。企业可通过平衡现货市场（采购或销售）和期货市场（OTC 场外交易）来管理价格风险。期权是 OTC 的主要产品之一。

以铜消费商需在远期购入铜为例，该消费商希望在当前锁定铜价，以免未来铜价上涨而导致企业成本增加。若到期铜价上涨，购入看涨期权将赋予该铜消费商以低于当前市价的合约价购入铜的权利，行使该权利将消除价格上涨的风险。不同于期货合约，若到期价格下跌，该铜消费商可选择放弃行权，而在现货市场上直接以低价购

入铜。因此，相比期货合约，期权合约更加灵活，只需支付一定的权利金，便可使消费者在避免价格上涨风险的同时，享受价格下跌带来的利润空间。

最后，实物贸易结合。通过结合实物贸易，投行开发了结构性大宗商品交易。常见的各类结构化大宗商品交易有：融资交易，包括大宗商品即时储备、项目融资保值、储备抵押贷款保值、长期资产抵押保值、出口前融资保值和商品价格债务指数化；商品实物交易，包括库存货币化、量化产量支付、远期溢价支付和实物库存移仓；监管套利最优化，如通过发行免税债券对预付市政天然气合同融资、节税商品交易及物流证券化；非常规性衍生品，如预约重组、能源衍生品债务变更协议等。

## 大宗商品市场概览

目前，在能源和金属市场上主要交易的大宗商品有原油、精炼产品、天然气、基本金属和贵金属。近期市场又推出了煤、碳排放、电力、液化天然气、钢铁和塑料等新的合约。

在能源方面，亚洲大多使用的能源参数有：原油参数，包括西德克萨斯中质油、布伦特原油（洲际期货交易所即期原油报价）、迪拜、马来西亚塔皮斯；燃气，包括纽约交易所天然气价格（亨利港）、沙特阿拉伯丙烷（液化天然气）；煤炭，包括环球煤炭纽卡斯尔指数（澳大利亚）、API4（南非理查德湾离岸价）、API2（阿姆斯特丹离岸价）；石油蒸馏物，包括新加坡浓度为 0.5% 的瓦斯油、新加坡飞机航油；燃料油，包括新加坡





180cst/380cst 燃料油；碳排放配额，如欧盟配额 (EUAs) 和经认证的碳排放减量 (CERs)；液态天然气，如 JCC 方案和燃气方案。

在金属方面，以基本金属为例，其主要交易场所为伦敦金属交易所 (LME)。目前在 LME 交易的主要基本金属有铜、铝、铅、锌、镍、锡、钴、钼、铝合金及北美特种铝合金，合约类型包括期货、期权（欧式期权 / 亚式平均期权）、调期、均价掉期和回购。其中，铜和铝的远期合约期限最长可达 10 年。

作为世界上最专业的、流动性极高的有色金属交易市场，LME 金属的官方价格被用于作为 OTC 场外交易基本金属衍生品合约的参考价格及期货交易所以外的实物交易的基

准价格。该价格于每个交易日早晨第二个圈内交易结束后确定，时间约在中午 12 点半到下午 1 点 10 分之间。LME 的一级圈内会员可在圈内交易时间进入圈内进行公开叫价交易，也可以 24 小时不间断地进行办公室交易。

LME 合约为可交割型，到期可选择现金结算或使用 LME 仓单进行实物交付。然而在现实交易中，大多数机构的交易目的都是为了套期保值，因此，这类机构会在合约到期前平仓以避免实物交割。但若选择实物交割，买方将在交割日收到 LME 提供的仓单，并根据不同的金属种类到指定的仓库交付一定费用后提取金属。仓单交割的实际重量可能会与远期合

约标注的重量产生 +/-2% 的误差，此种情况下，买方只需要对实际收到的重量进行支付。该合约重量差别将于交易后的两个工作日进行现金结算。

远观未来中国大宗商品的市场发展，开放市场和业务创新将是主基调。期货业应当抓紧时机发展大宗商品业务，帮助企业管理风险、驾驭市场，实现增值。中国是全球大宗商品的中心，获取与之相等的定价权依赖的不仅仅是交易量，还有开放的市场体系、全面的服务和方案以及完整的金融支持。

假以时日，我们会看到真正强大的中国影响力，对大宗商品的话语权定会重归东方。■

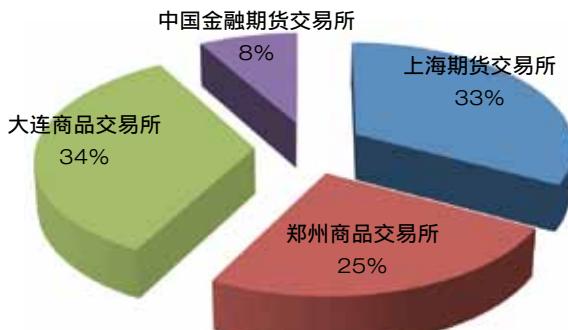
（作者系兴业银行中国区大宗商品销售业务总监）

2013年5月中国期货市场成交情况统计表

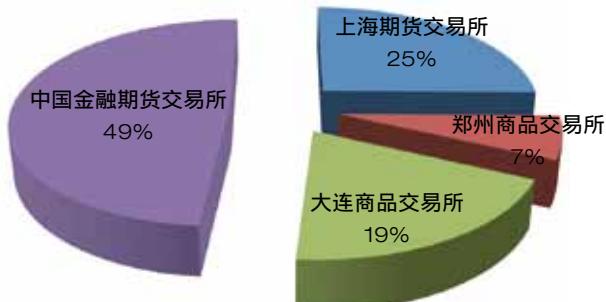
交易所名称	品种名称	本月成交量(手)	同比增减	本月成交额(亿元)	同比增减	今年累计成交量(手)	同比增减	今年累计成交额(亿元)	同比增减	本月月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	10,422,629	54.74%	27,324.76	44.59%	26,147,570	-3.22%	70,331.66	-11.01%	335,177
	铝	283,859	-22.31%	207.24	-29.54%	1,603,793	19.39%	1,188.23	9.49%	94,150
	锌	1,409,957	-16.51%	1,024.72	-19.60%	6,350,029	-42.45%	4,784.53	-44.32%	194,686
	铅	5,009	-13.37%	17.38	-22.20%	26,727	-14.34%	97.81	-20.12%	2,902
	黄金	1,178,181	85.39%	3,332.17	61.58%	2,903,190	8.92%	8,709.07	-3.65%	56,640
	白银	5,972,252	67.12%	4,211.20	33.93%	13,493,894	277.60%	10,677.75	239.60%	123,606
	天然橡胶	8,303,242	83.29%	16,536.30	47.03%	22,612,407	-31.54%	49,498.47	-10.38%	126,632
	燃料油	90	-88.31%	0.23	-88.65%	521	-91.69%	1.34	-92.02%	10
	螺纹钢	40,024,390	424.72%	14,303.09	356.22%	151,217,526	430.40%	57,769.21	378.08%	1,238,318
	线材	508	204.19%	0.19	178.85%	2,679	296.30%	1.03	260.81%	46
郑州商品交易所	总 额	67,600,117	168.65%	66,957.27	67.06%	224,358,336	109.27%	203,059.08	20.62%	2,172,167
	一号棉	10,422,629	54.74%	27,324.76	44.59%	26,147,570	-3.22%	70,331.66	-11.01%	335,177
	早籼稻	283,859	-22.31%	207.24	-29.54%	1,603,793	19.39%	1,188.23	9.49%	94,150
	甲醇	1,409,957	-16.51%	1,024.72	-19.60%	6,350,029	-42.45%	4,784.53	-44.32%	194,686
	菜籽油	5,009	-13.37%	17.38	-22.20%	26,727	-14.34%	97.81	-20.12%	2,902
	油菜籽	1,178,181	85.39%	3,332.17	61.58%	2,903,190	8.92%	8,709.07	-3.65%	56,640
	菜籽粕	5,972,252	67.12%	4,211.20	33.93%	13,493,894	277.60%	10,677.75	239.60%	123,606
	白糖	8,303,242	83.29%	16,536.30	47.03%	22,612,407	-31.54%	49,498.47	-10.38%	126,632
	PTA	90	-88.31%	0.23	-88.65%	521	-91.69%	1.34	-92.02%	10
	普麦	40,024,390	424.72%	14,303.09	356.22%	151,217,526	430.40%	57,769.21	378.08%	1,238,318
大连商品交易所	强麦	508	204.19%	0.19	178.85%	2,679	296.30%	1.03	260.81%	46
	玻璃	67,600,117	168.65%	66,957.27	67.06%	224,358,336	109.27%	203,059.08	20.62%	2,172,167
	总 额	54,378,923	208.32%	20,008.26	112.25%	148,707,798	223.97%	55,636.00	117.86%	1,401,927
	黄大豆一号	806,819	-59.06%	382.12	-56.17%	4,830,953	-37.05%	2,308.27	-33.13%	153,773
	黄大豆二号	719	-8.17%	0.29	-21.98%	3,364	47.54%	1.48	33.09%	232
	玉米	1,630,529	-67.95%	393.58	-67.16%	6,223,640	-63.00%	1,505.66	-62.66%	414,805
	焦炭	16,545,573	23731.95%	25,393.22	18935.11%	57,734,200	26608.64%	96,055.60	21986.11%	166,316
	焦煤	2,057,578	—	1,418.54	—	8,433,619	—	6,067.26	—	56,306
	聚乙烯	6,502,677	22.98%	3,305.58	26.17%	29,819,516	2.04%	15,624.38	3.84%	203,789
	豆粕	23,574,050	-21.04%	7,550.73	-21.43%	111,669,512	84.78%	36,692.30	88.13%	1,443,700
中国金融期货交易所	棕榈油	7,934,946	229.07%	4,833.76	144.54%	31,858,884	306.60%	20,647.89	212.56%	467,607
	聚氯乙烯	115,165	-74.92%	37.93	-75.51%	1,187,166	-65.93%	395.77	-67.48%	19,050
	豆油	10,970,726	84.50%	8,205.90	45.97%	35,282,471	72.43%	28,183.76	44.54%	460,017
	总 额	70,138,782	37.29%	51,521.64	132.21%	287,043,325	96.40%	207,482.35	197.29%	3,385,595
	沪深300股指	16,885,815	134.28%	129,076.04	127.07%	75,791,780	124.59%	584,902.66	125.46%	127,615
	总 额	16,885,815	134.28%	129,076.04	127.07%	75,791,780	124.59%	584,902.66	125.46%	127,615
	全国期货市场交易总额	205,709,218	91.18%	265,271.58	98.81%	834,006,736	125.00%	1,085,544.93	99.04%	7,302,224

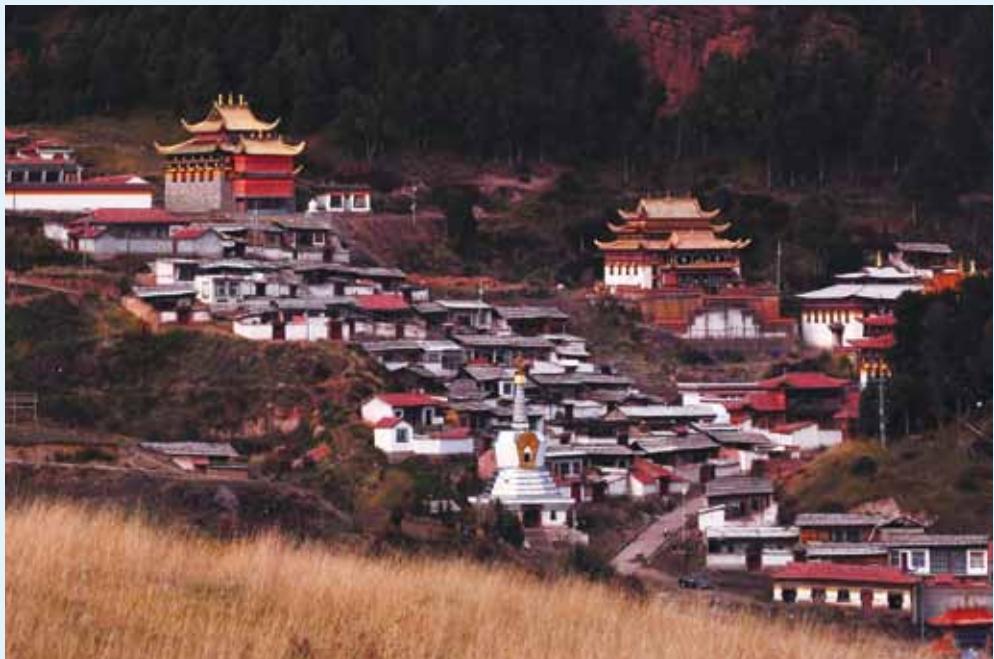
注:1. 本表根据上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所提供数据计算;2. 表中数据均为单边计算;3. 表中数据均不含期转现数据。

2013年5月中国期货市场成交量分布图



2013年5月中国期货市场成交额分布图





《郎木寺》

北京中期 许丹良 / 摄



中国期货业协会

China Futures Association

准印证号：京内资准字 0713 – L0173 号