



中国期货业协会  
China Futures Association

自律·服务·传导

# 中国期货

## CHINA FUTURES

2016年第2期/总第50期

准印证号：京内资准字0715-L0173号

(内部资料 免费交流)

### 封面文章

从“龙头企业 + 期货”到“期货 + 保险”：大商所不断探索服务“三农”新模式 >p09

### 热点直击

一叶知秋：小黄金里的大世界 >p33

### 人物·对话

王志斌：以金融期货为基石构建多元化竞争力 >p36

### 文化·生活

放飞梦想，从心出发 >p46

### 环球视野

2015 年全球场内衍生品市场成交概况 >p76

## 【封面文章】

## 农业供给侧结构改革

## “保险 + 期货”保驾护航 >p08



## 第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛在杭州举行

由中国期货业协会主办的第十届期货分析师暨场外衍生品论坛于4月23日在杭州举行。本届论坛以“新动力·新平台·新服务”为主题，邀请了国内外知名业内人士共同围绕大宗商品、期权与场外衍生品、“期货+保险”三农服务新模式、金融衍生品与风险管理等行业热点进行讨论。浙江省副省长朱从玖、中国期货业协会副会长侯苏庆、中国证监会证券机构部副主任吴孝勇、中国证监会浙江监管局局长吕逸君出席论坛并致辞。

本届论坛由上期所、郑商所、大商所、中金所协办，南华期货、永安期货、浙商期货、中信期货、鲁证期货和深圳开拓者科技有限公司承办，逾千人参加了论坛。



▲ 由中国期货业协会主办的第十届期货分析师暨场外衍生品论坛于4月23日在杭州举行。



1月27日，中共中央、国务院正式发布《关于落实发展新理念 加速农业现代化实现全面小康目标的若干意见》（简称中央一号文件），这是2004年以来第13个关于农业问题的一号文件。13次成为“一号文件”！仅从这个数字看，已足以彰显农业所受到的高度重视。在农产品收储等政策逐渐退出、农产品价格形成机制逐渐市场化的背景下，一号文件要求稳步扩大“保险+期货”试点，探索建立农业补贴、涉农信贷、农产品期货和农业保险联动机制，为期货市场服务“三农”提供更大空间。

如何落实一号文件？期货人早已在行动。在借鉴美国等发达市场农作物收入保险经验的基础上，经政府、期货交易所、保险和期货公司、农业生产者等多方参与和支持，我国的“保险+期货”试点首先在玉米、鸡蛋等农产品上展开。本期“封面文章”从交易所、期货公司、保险公司、高校研究机构等多维角度，综合反映出“保险+期货”服务三农的实践探索以及不同合作模式的经验，并就农业保险推广存在的问题展开分析。

黄金作为权力和财富的象征，自古既受到歌颂和追捧，也倍受批评和指责。百年沧桑，黄金从货币的神坛逐渐走入投资市场，昔日作为货币体系基石的“大黄金”，如今已逐步转型为商品投资市场的一员“小黄金”。黄金价格是否已现拐点？作为一个影响因素众多、金融属性极强的特殊商品，任何时候有关黄金价格走势的展望都充满着分歧和争论。本期“热点直击”栏目带您“观黄金，知天下”。

风起，帆动。金融转型大潮迫使期货公司调整航向，拥抱变化。找到符合公司特点的航向，是对掌舵人的最大考验。招商期货总经理王志斌基于公司的券商系优势，提出“以金融期货为主，商品期货为辅”的发展路径，志在将公司打造成为“锐意创新、投资服务能力突出、具跨境服务优势的专业化衍生品服务提供商”。本期“人物·对话”将邀请您一起，携手踏上王志斌的征程，重温那段激情燃烧的岁月。

春天孕育希望，更承载着期货世界的无数梦想。尽管有话云，梦想很丰满，现实很骨感，但期货人的一生，总是义无反顾，毫无怨言，哪怕在某一阶段付出和收获难成正比，保有初心依然是期货人最大的坚持。在这个春天，让我们放飞梦想，让生命如四季更迭的花海般绚烂绽放，生活不只有眼前的苟且，还有诗和远方，等待我们去快乐追寻。本期“文化·生活”，将带领大家登上期货专列，驶入春天的花田。☞



编印单位 中国期货业协会  
编委会主任 刘志超  
编委会委员 侯苏庆 范辉 孙明福 郑小国 吴亚军 刘涛  
执行主编 王春卿  
媒体顾问 邓妍  
责任编辑 陈茜茜 汪琳力 刘鸿雁 贾燕  
电话 010-88086370  
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 0715-L0173 号  
发送对象 中国证监会及系统相关单位、中国期货业协会会员单位、有关部门等  
设计制作 北京永行传媒广告有限公司  
印刷单位 北京宝隆世纪印刷有限公司  
印刷日期 2016年4月  
印数 3500册

\* 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。



## P08

### 农业供给侧结构改革 “保险 + 期货” 保驾护航

经过政府、期货交易所、保险和期货公司、农业生产者等多方参与和支持，我国的“保险+期货”试点首先在玉米、鸡蛋等农产品上展开了探索。

## “期”事速览

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

## 封面文章

- 09 从“龙头企业+期货”到“期货+保险”：大商所不断探索服务“三农”新模式 文 / 大连商品交易所
- 14 永安期货场外期权 服务“三农”创新之路 文 / 金东升 姜月
- 19 “保险+期货”模式保障农民收入的探索之路 文 / 李北新
- 24 “保险+期货”探索农产品价格改革的金融逻辑 文 / 李华
- 29 期货市场助力农产品价格风险管理 文 / 张峭

## 热点直击

- 33 一叶知秋：小黄金里的大世界 文 / 蒋舒

## 人物·对话

- 36 招商期货王志斌：以金融期货为基石 构建多元化竞争力 文 / 汤中
- 41 对话王志斌：资管业务将成期货公司重点盈利来源 文 / 汤中



P36

王志斌: 以金融期货为基石 构建多元化竞争力



P44

放飞梦想, 追寻诗和远方

## 文化·生活

- 45 写在三十岁前 文 / 褚梓言
- 46 放飞梦想, 从心出发 文 / 李姣
- 47 期货魅力与感悟 文 / 刘翔
- 49 你好! 研报 文 / 黄耀伟
- 51 幸福启示录 文 / 姜远志

## 博弈之道

- 53 期权组合策略的比率化构造 文 / 王晓宝
- 56 与时间共舞 文 / 袁帅

## 创新·探索

- 58 期货经营机构场外衍生品柜台业务研究 文 / 浙江期货行业协会课题组
- 63 基于期货资产管理计划的农业巨灾保险风险管理机制探讨 文 / 甘露润

## 观察家

- 68 供需错配驱动 铁矿石跟随产业链上涨 文 / 张丽丽
- 71 人民币汇率波动新常态下应尽快推出外汇期货以避险 文 / 鲍思晨

## 环球视野

- 76 2015 年全球场内衍生品市场成交概况 文 / 陈静怡



“扫一扫”关注  
中国期货业协会官方微信

## 铁矿石期货保税交割业务落地

2月5日,大商所发布铁矿石期货保税交割规则制度。主要包括:对铁矿石保税仓单生成、期转现、一次性交割、作为保证金使用、所外质押、结算及注销进行详细规定,将提货单交割的商品类型扩充到保税商品,明确保税仓单交割违约有关规定、铁矿石期货保税交割发票流转和逾期处理方式等。

## 大商所征集鸡蛋交割库和车板交割场所

2月17日,大商所发布消息,公开征集鸡蛋期货指定交割仓库(厂库)和车板交割场所。指定了申请企业的交割地点区域范围,并对申请成为指定交割仓库、指定交割厂库、车板交割场所等不同情况,制定了不同的财务及库容(存栏数量)要求。此举有助于更好地发挥鸡蛋期货市场功能,服务鸡蛋现货产业发展。

## 大商所调整铁矿石涨跌停板和保证金标准

据媒体报道,自3月9日结算时起,大商所将铁矿石品种涨跌停板幅度调整至6%、最低交易保证金标准调整至7%。据了解,原铁矿石期货合约涨跌停板幅度和最低交易保证金于去年9月调整至5%和6%。此次各上调一个百分点,利于进一步增强市场抗风险能力,防控运行风险。

## 证券、基金、期货业务许可证将统一

3月11日,证监会发布公告,决定自2016年5月1日起,将证监会及其派出机构向证券期货经营机构颁发的《经营证券业务许可证》、《基金管理资格证书》、《经营期货业务许可证》等10项证券、基金、期货业务许可证统一为《经营证券期货业务许可证》。

## 上期所调整石油沥青1606合约保证金标准

上期所3月11日发布《关于调整石油沥青期货1606合约交易保证金标准的通知》。2016年3月15日收盘结算时起,石油沥青期货1606合约交易保证金标准调整到10%,关于交易保证金的其他规定按照《上海期货交易所风险控制管理办法》执行。

## 中储股份郑州物流中心铝期货交割库揭牌

3月17日,中储发展股份有限公司郑州物流中心上期所铝期货指定交割库举行揭牌仪式。据了解,中储股份郑州物流中心和洛阳分公司仓库今年3月1日获批成为上期所铝期货指定交割库,初始核定库容均为1万吨。河南是铝制品重要的生产基地和消费地,在此设立铝期货交割库有利于提高现货企业的参与度。

## 第十届中国深圳私募基金高峰论坛举行

3月19日,由深圳市私募基金协会、私募排排网、永安期货公司联合主办的第十届中国深圳私募基金高峰论坛之期货私募与量化对冲分论坛于深圳举行。会上,永安国富资产管理公司董事长肖国平表示,期货私募的强项在于能更好地利用衍生品,期货是管理风险、管理产品收益率和代替基础资产的很好的投资工具。

## 中储股份与LME等机构签署合作谅解备忘录

3月21日,中储发展股份有限公司与LME等在英国伦敦签署了关于促进中国“一带一路”地区LMEshield新库存系统的战略合作谅解备忘录。由LME推出的LMEshield新库存系统在多个国家为金属持有者提供安全、稳健的管理仓单机制。中储股份将在海上丝绸之路沿线设立一家LMEshield注册仓库。LMEshield提供电子过户、抵押和管理服务。



## 中金所正积极筹备2年期国债期货

据媒体3月22日报道,由中金所主办的“2016年国债期货策略交流会”上,中金所相关人士指出,将继续推进国债期货市场发展,推进2年期国债期货上市,完善产品期限结构。在海外,较大的国债期货市场的产品,2年、5年、10年是三个关键期限。结合国际经验和我国市场情况,推进2年期国债期货是比较合理的选择。

## 央行等七部门发文加大金融扶贫

据媒体3月24日报道,中国人民银行、国家发改委、财政部、银监会、证监会、保监会、扶贫办日前联合印发《关于金融助推脱贫攻坚的实施意见》,对深入推进金融扶贫工作进行具体部署,其中包括支持期货交易所研究上市具有中西部贫困地区特色的期货产品、支持贫困地区开展特色农产品价格保险等。

## 上期所调整螺纹钢品种交易手续费收取标准

3月25日,上期所发布公告,将螺纹钢品种的交易手续费从成交金额的万分之零点四五调整为万分之零点六。调整自2016年3月29日起执行。此前,上期所曾发布公告,自2016年3月15日起,恢复收取螺纹钢品种当日平仓交易手续费。

## 上期所举办钢铁产业链调研活动

据媒体3月28日报道,上海期货交易所近期举办了2016年第一期产业链调研交流活动,组织40余位来自期货公司、期货公司风险管理公司以及相关机构的研究和产业服务人员赴日照钢铁集团和日照港进行实地调研,并与当地贸易商等企业座谈交流。该活动有利于加强市场各方对相关品种行业现状的客观认识。

## 广州加快建立创新型期交所

据媒体3月31日报道,广州市人民政府近日印发了《广州市国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要(2016—2020年)》。该文件提出,要加快推进设立以碳排放为首个品种的创新型期货交易所,建设大宗商品期货保税交割仓库。《纲要》还提出建设大宗商品交易基地和综合能源交易中心。

## 弘业期货拟出资设公募基金

据媒体3月31日报道,在港上市的弘业期货(港股代码03678.HK)近日发布公告称,公司拟运用自有资金出资4200万元人民币设立并持有弘业基金35%的股权。就在今年1月5日,南华期货全资持有的南华基金设立申请材料已被证监会接收。弘业期货成为继南华期货以来,国内第二家拟设立公募基金的期货公司。

## 证监会取消4项行政审批

中国证监会4月1日发布公告,取消4项行政审批事项及7项行政审批中介服务事项。包括取消“其他期货经营机构从事期货投资咨询业务资格审批”事项,明确了后续管理方式和工作安排“纳入期货业务范围统一管理”。另外,取消的7项行政审批中介服务事项包括“出具期货公司合并资产评估报告”等。

## 中金所以对8家期货公司采取自律监管措施

据媒体4月6日报道,中国金融期货交易所近日对2015年违反适当性制度的期货公司采取了监管措施。据介绍,中金所在去年开展的金融期货适当性制度会员督导检查中,共发现8家期货公司违反了适当性制度相关规定。根据有关规定,中金所近期分别对这8家期货公司采取了谈话提醒等自律监管措施。

## 六资讯商获准在港发期货数据

港交所 2 月 15 日宣布，准予六家内地资讯供应商，发布人民币期货、股票期货及伦敦金属期货小型合约的实时数据。它们分别为上海大智慧股份有限公司、东方财富信息股份有限公司、浙江核新同花顺网络信息、上海彭博财经资讯、上海乾隆高科技以及上海万得信息技术。

## 港交所拟推博彩指数期货等新合约

2 月 29 日，中华证券交易服务有限公司宣布将推出其首只分类指数——中华交易服务博彩业指数（中华博彩指数），并授权香港交易所以该指数推出博彩业指数期货。除了博彩指数期货外，香港交易所还将于 5 月 9 日推出另外 6 只行业股票指数期货合约。

## 伦敦证交所和德意志交易所宣布合并

据外媒 3 月 17 日报道，伦敦证交所和德意志交易所宣布合并。该合并实现后，将成为世界上最大的交易所运营商之一，其上市公司超过 3200 家，交易股票总价值超过 5.2 万亿欧元。双方合并后，还将与美国芝加哥商品交易所集团 (CME Group) 和洲际交易所 (ICE)，以及香港交易及结算所 (HKEx) 形成鲜明的区域竞争格局。

## CME 将出售芝加哥数据托管中心

据媒体 3 月 22 日报道，CME 集团宣布将以 1.3 亿美元价格，出售位于伊利诺斯州的数据托管中心给全球数据服务供应商 CyrusOne。根据合同条款，CME 将租赁数据中心 15 年，继续运维 CME 电子交易平台 Globex，并从数据中心获取托管服务。此外，CME 仍会在租用空间拓展托管业务，并与 CyrusOne 提高双方客户的服务质量。

## CME 和汤森路透将改革白银定盘价

3 月 22 日，汤森路透和芝加哥商品交易所集团 (CME Group) 宣布将在今年 5 月 16 日对白银定盘价进行新的措施。据悉，此次新措施包括盲拍，也就是在拍卖结束之前，只有价格公布但没有交易量公布。CME 和汤森路透目前分别是白银定盘价的监管和计算方，而目前的白银定盘价在 2014 年取代了此前 117 年的传统定盘价制度。

## 港交所与上海金交所签署合作备忘录

3 月 23 日，香港交易所与上海黄金交易所签订非约束性合作备忘录，双方考虑在多个领域开展合作增进共同利益，包括共同发展贵金属产品及跨市场互联互通机制等。这将成为双方进行战略对话及紧密合作的良好基石，为内地和香港的投资者开辟多样化的投资管道，促进两地市场的联系。

## 新加坡交易所发行中国及印度股指期货

据媒体 3 月 28 日报道，新加坡交易所 (SGX) 近日宣布推出以美元计价的 MSCI 明晟中国自由指数 (MSCI China Free Index) 期货合约计划，进一步扩大了新加坡交易所现有的中国市场投资产品池。MSCI 明晟中国自由指数包括在海外上市的金融、IT 以及消费领域的大中型中国企业共 155 家。据悉，上述期货计划已获新加坡监管当局批准。

## 香港证监会再宽免牌照年费两年

据媒体 3 月 29 日报道，香港证监会日前宣布，将再度延长牌照年费宽免期两年，自 4 月 1 日起生效。预计该措施将惠及超过 4.1 万个法团、个人持牌人和注册人。香港证监会行政总裁欧达礼表示，由于经纪行的经营环境困难，希望为期两年的年费宽免政策可以在一定程度上协助中介人特别是规模较小的公司减轻财政负担。



## 东吴证券等4公司成为协会会员

2月1日,协会发布公告,根据公司自愿申请,按照协会章程,经协会理事会审议,吸收4家新入会会员,东吴证券股份有限公司、中电投先融(上海)资产管理有限公司、国联汇富资本管理有限公司成为普通会员,盛立金融软件开发(杭州)有限公司成为联系会员。

## 期货服务实体经济案例征集开展

2月1日,协会向会员单位下发《关于征集期货公司服务实体经济及履行社会责任情况材料的通知》,开展期货公司服务实体经济及履行社会责任情况材料征集工作,发动业内总结宣传期货经营机构服务实体经济的正面案例,并进行研究形成调研分析报告,同时配合《2015年期货市场年鉴》的出版,宣传行业正面形象。

## “期货投教网”纳入首批国家级投教基地

2月19日,中国期货业协会期货投教网纳入中国证监会首批拟命名(互联网)国家级证券期货投资者教育基地名单,由证监会对拟命名名单进行公示。“期货投教网”通过整合行业监管单位、交易所和经营机构的投资者教育和保护资源,为广大投资者和从业人员提供丰富的投教知识。

## 从业考试暨网络培训平台协调工作会议召开

2月24日,2016年期货从业资格考试暨网络培训平台协调工作会议在京召开,协会及ATA公司相关工作人员参加了会议,并围绕考试工作计划、“走进高校”活动方案、培训平台社区建设方案等内容进行了深入交流和探讨。

## 期货业服务实体经济行动纲要征求意见

3月2日,协会发布关于就《期货业服务实体经济行动纲要(2016-2018)(征求意见稿)》征求意见的通知。为进一步提升期货业服务实体经济的能力,引导和帮助实体企业积极运用期货及衍生品工具进行定价和管理风险,改善经营方式,转换商业模式,协会起草纲要并正式征求会员单位及社会公众的意见。

## 对期货中间介绍业务规定公开征求意见

3月15日,协会起草了《期货公司委托开展中间介绍业务管理办法(征求意见稿)》和《期货公司委托机构开展中间介绍业务合同指引(征求意见稿)》,拟用于规范期货公司委托开展中间介绍业务,维护期货市场秩序,保护投资者的合法权益,并就《管理办法》和《合同指引》面向社会公开征求意见。

## 第四届“中金所杯”大学生知识竞赛启动

3月21日,第四届“中金所杯”全国大学生金融及衍生品知识竞赛正式启动,中金所联合中期协先后举办了三届“中金所杯”全国大学生金融及衍生品知识竞赛,受到境内外大学生和高等院校的热烈欢迎以及市场机构的积极关注。三届大赛累计参赛近9万人次,第三届参赛高校已增至1080所。

## 场外业务规则及合同解读视频培训举办

3月24日,协会面向期货公司及风险管理公司相关业务人员,举办了场外业务规则及合同内容解读专题视频培训。培训有利于帮助期货公司风险管理公司更加全面深入地掌握和应用《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》及其补充协议,以及帮助风险管理公司更好地应对业务中遇到的现货合同签订与风险防范问题。

# 农业供给侧结构改革“保险+期货”保驾护航

【编者按】

今年1月27日，中共中央、国务院正式发布《关于落实发展新理念 加速农业现代化实现全面小康目标的若干意见》（简称中央一号文件），这是2004年以来的第13个中央关于农业问题的一号文件，反映出中央一直以来对农业问题的高度重视。在农产品收储等政策逐渐退出、农产品价格形成机制逐渐市场化的背景下，农业保险作为重要的手段，可为农业经营主体保驾护航。一号文件要求稳步扩大“保险+期货”试点，探索建立农业补贴、涉农信贷、农产品期货和农业保险联动机制，为期货市场服务“三农”提供了更大空间。

在借鉴美国等发达市场农作物收入保险经验的基础上，经过政府、期货交易所、保险和期货公司、农业生产者等多方参与和支持，我国的“保险+期货”试点首先在玉米、鸡蛋等农产品上展开了探索。本期“封面文章”分别从期货交易所、期货公司、保险公司、高校研究机构等多个维度，探讨了我国“保险+期货”服务三农的实践探索，并总结了不同合作模式的经验，分析了农业保险推广存在的问题，以为业界提供思考、借鉴。

# 从“龙头企业 + 期货”到“期货 + 保险”： 大商所不断探索服务“三农”新模式

■ 文/大连商品交易所

长期以来，期货市场一直在积极寻求服务实体经济、服务“三农”的新模式，以期完善我国农产品价格补贴政策，切实保障农民收入。与此同时，国家近年来实施的玉米等农产品临时收储政策，效果逐年递减，亟需推进市场化改革。为此，党中央、国务院多次指示和要求，要利用期货市场进行风险管理，支持“三农”发展。

为贯彻落实党中央、国务院的要求，适应当前市场发展形势，在中国证监会的指导下，大商所在服务国家农业发展的战略角度方面已做了诸多尝试，特别是在“龙头企业 + 期货”模式基础上，引入保险机构，探索出“期货 + 保险”这一服务“三农”的新模式，为解决国家农产品价格补贴问题提供了新的方式和途径，在业界引起强烈反响，得到党中央、国务院的高度重视，被写入中央“一号文件”。

## 一、探索服务“三农”新模式的背景

### （一）我国农产品价格补贴方式亟需市场化探索

过去几年，国家在玉米、大豆、棉花等农产品主产区实行最低保护价和临时收储等政策，本意是保护农民生产积极性。但在实践中，这种非市场化的补贴方式效果并不理想，且在一定程度上扭曲了市场价格，增加了巨额的财政支出。

此外，这种方式效率较低。据财政部测算，我国价格补贴的效率仅为 14%（国家投入 1 元钱，农民仅能受益 0.14 元），而美国基于期货市场价格的农业收入保险效率高达 25% 以上。当前，我国正推进的农产品价格补贴

改革，亟需借鉴农业先进国家经验，利用期货市场，探索市场化模式，以规避价格风险。

### （二）农产品价格保险需要找到更有效的服务方式

近年来，保险机构开发的农产品价格保险产品，在定价方面因缺乏未来真实价格作为支持，农户没有得到实惠；同时，在推销保险产品时，因缺乏风险对冲渠道，保险公司的积极性也不高。而在包括美国在内的农业发达国家，以期货价格作为农业保险的定价基准，并对保险机构给予财政补贴以减少其保费损失，这已成为支持农业发展的主流做法。

因此，我国应借鉴农业发达国家经验，将期货价格作为农产品价格保险定价的基准，并在保费没有得到财政补贴的情况下，于期货市场寻求再保险不失为一条可行途径。

### （三）利用期货市场规避价格波动风险是政策所需

解决“三农”发展问题，是我国现代化建设的重中之重。中央“一号文件”连续 13 年聚焦“三农”问题，其中，早在 2010 年“一号文件”就指出，“要加快发展农产品期货市场，逐步拓展交易品种，鼓励生产经营者运用期货交易机制规避市场风险”。国务院的相关文件也多次指出，要支持新型农业经营主体利用期货、期权等衍生工具进行风险管理，鼓励探索开展产值保险、目标价格保险等试点。

国家一系列农业方针政策表明，寻求期货市场支持已成为全国推进“三农”发展的共识。期货市场应适应这一形势和要求，探索与保险市场融合的模式，稳步扩大试点，推进“三农”发展。



#### （四）大商所服务“三农”积累了丰富经验

大商所是以农产品期货起步的交易所，一直以来致力于做好“三农”服务工作。自2005年以来，大商所积极探索、创新服务方式和手段，开展了包括“千村万户”、“千厂万企”等在内的一系列市场服务工作。

推进过程中，大商所设立专项资金，投入大量人力、物力，持续多年积极推动送信息下乡；针对种粮大户、农业带头人、涉农企业组织开展了内容丰富、形式多样的各类培训和宣传活动；推进实施了“公司+农户”、“期货+订单”等一系列试点项目，努力为促进农民增收、解决“三农”问题做实事。尤其是近年来，大商所进一步深化试点工作，加强了与保险机构合作，取得了初步成效。这些都为进一步探索服务“三农”新模式积累了丰富经验，打下了坚实基础。

## 二、从“龙头企业+期货”到“期货+保险”

在前期探索的基础上，2014年大商所组织相关期货公司、涉农企业等，通过项目试点，成功探索出“龙头企业+期货”模式；2015年，大商所对这一模式进一步升级，引入了保险公司，试点项目进展顺利，效果良好，成功探索出“期货+保险”模式。

事实上，“龙头企业+期货”模式与“期货+保险”模式本质一样，都是通过场外期权实现风险转移。其中，“龙头企业+期货”模式实际上是用了保险的理念，期货公司并未参与合作社粮食的现货销售环节，而是以场外期权这一金融工具保护住了农民的售粮收益，因此，期货公司发挥的作用相当于保险公司；同时，场外期权起到了价格保险作用，涉农企业支付的权利金就相当于保费。

#### （一）“龙头企业+期货”模式

“龙头企业+期货”模式参与主体主要是大商所、期货公司、龙头企业和农户，试点项目主要包括“永安云天化”、“浙商订单保险”等。该模式的基本思路是：

期货公司依据期货价格，向龙头企业提供保价产品和服务，再通过场内期货复制期权的方式，对冲价格波动风险。

#### 1. 永安云天化试点项目

该项目于2014年初在玉米种植上开展，具体思路可归纳为“保底租地+场外期权+期货市场”。

具体做法为：一是吉林长岭云天化农业专业合作社（简称云天化合作社）与农民签署保底租地协议，确保农民出租的土地每年可获得保底收益，同时，如果玉米价格上涨，租金将根据上涨幅度同步调整；二是云天化合作社向浙江永安资本管理有限公司（永安期货的风险管理公司，简称永安资本）购买定制的看跌期权，锁定收益，约定一个未来的卖出价格，在到期日如果玉米市场价格低于约定价格，则永安资本须向其赔付价差款；如果到期玉米价格高于约定价格，则可放弃按照预定卖出价卖出的权利；三是永安资本进入期货市场交易，将转移过来的风险进行对冲。

#### 2. 浙商订单保险试点项目

该项目于2015年在大豆上开展，具体思路可归纳为“合作社+场外期权+期货市场”。

具体做法是：一是黑龙江嫩江县政府组织条件较好的12家大豆合作社向浙商期货公司购买大豆看跌期权，锁定未来收益，其中约定价格为每吨4250元，每吨支付权利金40元，县财政补助30元；二是浙商期货公司在大连期货市场以复制看跌期权的方式，实现风险对冲。

#### （二）“期货+保险”模式

“期货+保险”模式试点项目主要包括新湖瑞丰玉米场外期权试点、新湖瑞丰鸡蛋价格险试点和美尔雅鸡蛋目标价格保值试点。

该模式基本思路为：保险公司基于期货市场上相应的农产品期货价格（或现货价格），开发农产品价格险；农民或涉农企业通过购买保险公司的农产品价格险，确保收益；在没有得到财政补贴的情况下，保险公司通过

购买期货公司风险管理公司的场外期权产品进行再保险，以对冲农产品价格下降可能带来的风险；期货公司风险管理公司在期货交易所进行相应的套期保值操作，进一步分散风险。

#### 1. 新湖瑞丰玉米场外期权试点项目

该项目于2015年8月在玉米价格上开展，具体思路可归纳为“价格保险+场外期权+期货市场”。

具体做法：一是中国人民财产保险股份有限公司（简称人保财险）基于期货市场价格，开发出玉米价格保险产品；二是锦州义县桂勇玉米种植专业合作社、义县华茂谷物种植专业合作社（简称合作社）为获取稳定收益，2015年8月购买了1000吨玉米的价格保险，标的为玉米期货1601合约，目标价格为2160元，并支付11.58万元的保费，而理赔结算价则是选取1601合约在2015

年9月16日至2015年11月16日收盘价算术平均值，理赔金额计算公式为 $\text{Max}(\text{目标价} - \text{结算价}, 0) \times 1000$ （元）；三是为对冲玉米价格波动风险，人保财险对价格保险进行再保险，购买新湖瑞丰（新湖期货风险管理公司）1000吨玉米的场外看跌期权，支付了9.66万元权利金；最后，新湖瑞丰通过场内期货复制期权的方式，在期货市场实现了风险对冲。

#### 2. 其他试点项目

另外两个试点项目为新湖瑞丰鸡蛋价格险试点、美尔雅鸡蛋目标价格保值试点，项目的思路也是“价格保险+场外期权+期货市场”。

二者开展的时间基本相同，相关保险公司开发的产品都是鸡蛋价格保险，但前者保险产品标的是上海地区的现货价格，后者为大商所鸡蛋期货价格。



保险公司向养殖户出售鸡蛋目标价格保险，同时购买了期货公司为其定制的场外期权，对价格保险进行了再保险；期货公司则通过参与期货市场，实现了风险对冲。

### 三、试点项目实施效果

#### （一）风险有效转移并实现各方共赢

在服务“三农”发展的市场化模式探索过程中，最为关键的问题就是转移风险和确保各参与主体获取合理收益。这两种模式的试点项目，都是通过创新场外期权产品，将合作社或保险公司面临的农产品价格波动风险转移到期货公司身上，再由期货公司利用期货市场对冲风险，实现农民增收、合作社稳定经营、专业机构获取合理收益多方共赢的目标。

在永安云天化试点项目最终赔付中，由于玉米期现货价格上涨，云天化合作社通过订单出售玉米盈利6万元，抵扣期权权利金损失后，最终获利3.2万元；永安期货公司期权权利金收入与期货市场对冲亏损相抵扣后，实际盈利1.2万元。在浙商订单保险试点项目最终赔付中，由于大豆价格下跌，合作社购买看跌期权获得7.26万元的赔付，除去净支付的权利金，最终获益6.26万元；浙商期货公司在期货市场实现了风险对冲，盈亏平衡。

在新湖瑞丰玉米场外期权试点项目最终赔付中，由于理赔结算价低于目标价格，合作社则得到人保财险公司赔付的24.14万元，抵扣保费支出，合作社最终获利12.56万元；人保财险公司购买场外期权实现了风险对冲，最终获利1.92万元。

#### （二）期货市场价格得到有效应用

期货市场经过多年发展，发现的价格更趋真实、合理，基于期货价格开发的农产品价格保险或期权，也更能反映市场实际，有利于专业机构控制风险；同时，大商所的玉米、鸡蛋期货市场价格应用到农产品目标价格保险产品，解决了保险产品定价难的瓶颈，提高了保险产

品的科学性和合理性，切实保障了农民收入。

在试点中，利用期货价格的试点项目，农民都得到了实惠，专业机构也获取了合理收益。特别是新湖瑞丰鸡蛋价格险试点、美尔雅鸡蛋目标价格保值试点，在开展时间基本相同的情况下，因选择的标的不同，赔付结果却截然相反。其中，前者保险产品标的是上海地区的现货价格，试点项目到期时现货价格并未跌破保险价格，养殖户未能得到理赔，最终损失保费8.7万元；后者保险产品标的是大商所鸡蛋期货价格，试点项目当期期货市场价格低于目标价格，养殖户获利216元/吨。这充分说明了期货市场发现的价格真实、合理，更符合市场实际。

#### （三）期货公司服务“三农”能力进一步提高

在“龙头企业+期货”模式中，期货公司实际承担了保险公司的角色，提供的期权相当于保险产品，锁住了涉农企业或农户的保底收益，在这一过程中，期货公司服务“三农”能力得到了历练，同时为多元化的主体和方式推广“期货+保险”模式提供了可行途径。此外，试点项目中，期货公司无论是面向龙头企业开发的场外期权，还是面向保险公司开发的场外期权，都是定制式、个性化的。期货公司在面向不同主体开发场外期权过程中，积累了经验，能力进一步提升，为试点扩大后开发出更多的期权产品打下了基础。

由于各类试点模式涉及主体多元、诉求复杂、积极性不高，需要公信力较强的机构从中协调和推动。大商所在试点过程中发挥了重要的组织、协调、推动作用，确保了试点项目的顺利实施。

### 四、试点项目实施意义

#### （一）为期货市场功能发挥找到了一条可行路径

服务实体经济、服务“三农”是期货市场发展的根本宗旨。近些年来，包括大商所在内的各家交易所及期货公司，都进行了多元化尝试。“龙头企业+期货”和“期货+保险”，两个本质一致的模式，都



是借鉴国外农业保险的成熟经验，将期货价格作为产品的定价基准，并在专业机构没有得到财政补贴的情况下，通过参与期货市场有效实现了风险转移。这两个创新性的模式，为今后探索更多模式和路径积累了经验。

### （二）有利于完善我国农产品价格补贴机制

当前推动最低收购价格和临时收储政策向“价补分离”的目标价格制度转变，已成为各方共识。2016年“一号文件”明确要求，要扩大“期货+保险”试点；各相关部委也高度重视，正集中优势资源加快推广试点。

“龙头企业+期货”模式和“期货+保险”模式是国际上的成熟做法和WTO规则所提倡的方式，有助于推动农业补贴政策由传统的财政直补向利用市场承担和分散农产品价格风险的转变，既提高了支持“三农”发展效率，又节省了财政支出。

### （三）有利于提高金融机构服务“三农”的积极性

过去由于服务“三农”投入大、效益低，金融机构服务“三农”积极性普遍不高。而在“龙头企业+期货”、“期货+保险”的新模式下，金融机构在业务上发挥了优势，体现了专业价值，实现期货业、保险业以及相关涉农产业之间的优势互补和多方共赢。未来，还可以通过给予保险、期货公司等金融机构一定财政资金补贴的方式保证其合理收益，进一步调动其积极性。

## 五、进一步推广“期货+保险”试点的建议

为深入贯彻落实“一号文件”精神，大商所积极与相关部委、地方政府沟通，研讨推广思路；并联合相关期货公司、保险公司初步确定了开展的试点。同时，围绕玉米、大豆等期货品种，加大支持力度，相关支持方案已向市场公布。

### 第一，稳步推进“期货+保险”试点。

从前期试点效果来看，“期货+保险”试点对保障农民收入、提高农民保险意识取得了一定成效。在试点项

目中，在没有政府财政投入的情况下，农民面临的价格波动风险最终在期货市场实现对冲，这种风险转移机制有助于探索农产品价格市场化改革。

当前，应严格按照中央一号文件的要求，分品种、有节奏地稳步推进试点，逐步积累经验，最终形成市场各参与主体优势互补、相互协作的可复制、可推广的经验做法，进一步完善我国农产品补贴政策。


### 第二，尽快推出农产品场内期权。

在推进“期货+保险”试点过程中，由于没有场内标准化的期权合约，期货公司场内对冲风险程序较为复杂、成本较高，从场内期权模拟交易来看，场内期权的权利金只有场外期权权利金的一半左右。此外，场外期权权利金价格由业务双方谈判形成，并非公开竞价，价格形成机制不公开不透明，交易双方履约能力缺少信用担保，存在交易违约风险等。场内期权则可简化保险公司的风险管理程序，大幅降低成本。

为此，我们建议，加大农产品期权的上市试点推进力度，早日开始试点，进一步完善风险管理工具。

第三，政府在保费上给予财政补贴，有助于探索农业保险可持续发展模式。

从美国的发展经验来看，美国之所以能够大面积推广以收入保险为主的农业保险，政府的财政补贴发挥了关键作用，财政补贴额度平均占到保费的62%，农民只需支付剩余的38%，这已足够使保险公司能够独立承担风险，并利用期货市场价格对保险产品进行定价，以确保其产品定价的合理性与科学性。

借鉴欧美的成功经验，从长远发展来看，亟需发挥政府作用，在保费上给予财政补贴，以便大规模、可持续推行农业保险，使保险公司能够独立承担风险；同时，期货市场应当充分发挥价格发现功能，为保险产品提供未来真实、合理的价格。这种方式有助于形成政府引导、市场化运作、协同推进的可持续发展模式，与目前的农业补贴政策相比较，既可以大幅减少财政支出，又可以在确保农民稳定收入上达到较好效果。

# 永安期货场外期权 服务“三农”创新之路

■ 文/金东升 娄月

吉林是农业大省和国家重要的商品粮生产基地，农业生产特别是粮食生产关系到农民增收、农村经济发展和现代农业建设。尽管在2004年，国家全面放开了粮食收购市场和收购价格，但与此同时也建立了包括“最低收购价、临时收储、农业补贴、进出口调控”等措施在内的、以市场化为基础的农产品价格调控体系。

在此政策下，吉林省粮食生产能力不断跃上新台阶，达到700亿斤阶段性水平，农民收入水平也随着粮食的增产不断提高。2008年，随着玉米国家临储政策的实施，吉林省玉米种植面积达到新高度，临储价格逐年提高，市场扭曲效应日益明显，导致玉米价格完全偏离了真正的市场定价，而下游加工企业的产成品却完全由市场定价，造成了下游深加工企业高进低出的亏损局面。

深加工企业无力采购，大量玉米进入国库，退出了流通环节，深加工企业又面临着收粮难、无粮可用的局面。随着供需价格矛盾的逐渐加深，越来越需要新的方法和工具来解决这一问题。

永安期货长春营业部从成立至今，一直致力于应用金融衍生工具服务“三农”，借鉴国内外先进的经验来解决农产品价格矛盾的问题，尤其是美国的先进经验。

美国作为世界上的超级农业大国，极为重视对农业的保护和调控，从种子研发、贷款，到农业自然风险价格风险防范，再到资源保护及农业基础设施修建等涉及农业的各个环节，都充斥着种类丰富的政策调控手段。但美国的农产品流通体制与价格形成机制市场却占据着主导地位。究其原因，一是美国的政策调控更倚重目标价格补贴、目标收入补贴及种类丰富的保险等对市场扭曲较小的调控工具，使得美国农业健康发展，农场收入增加的同时，也理

顺了农业从种植、流通到加工及出口各环节的关系；二是农业生产者通过粮食收购站及农业合作社等第三方机构进入期货期权市场，利用金融工具丰富产品定价模式规避风险，减少了对政府与调控手段的依赖。

借鉴国外期货、期权等金融衍生品服务农业的经验，结合吉林省自身玉米主产区、农业大省的特点，在大连商品交易所的帮助、省农委的大力支持下，永安期货长春营业部开启了期货期权服务“三农”的创新之路。

## “保底租地协议 + 场外期权 + 期货”创新模式崭露头角

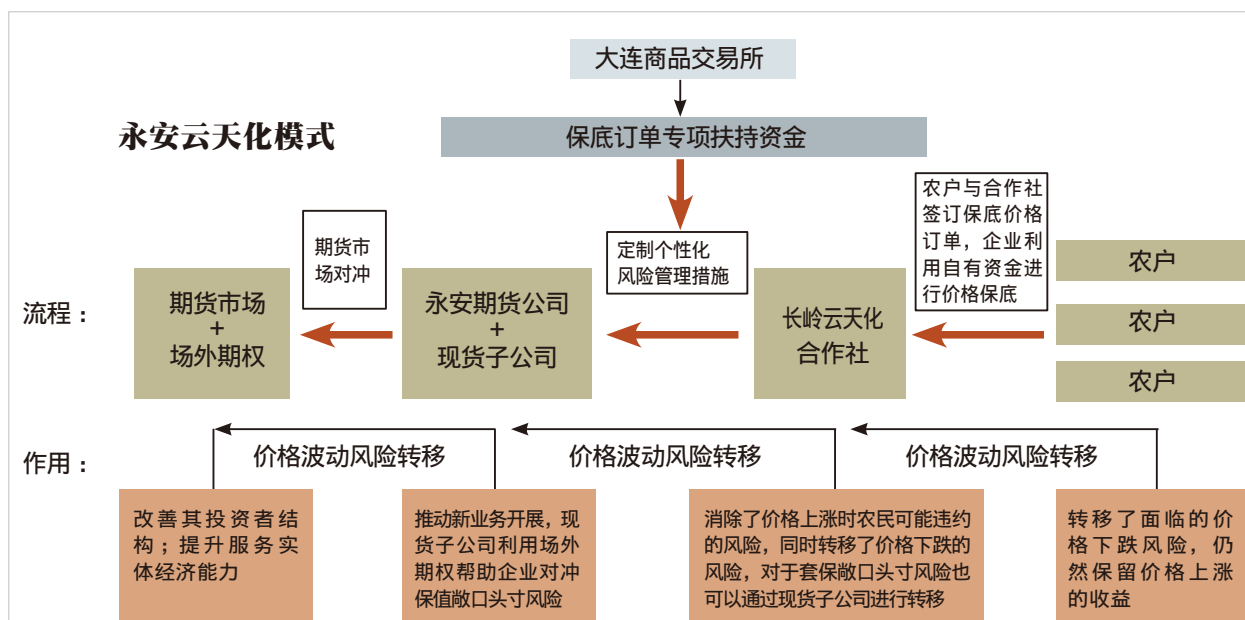
2013年7月至2014年3月，永安期货设计出了“保底租地协议 + 场外期权 + 期货”新模式（见图1），并与大连商品交易所和吉林省农委签订了战略合作协议。这一模式在吉林长岭云天化农业专业合作社开展了试点。合作社以吉林云天化农业发展有限公司为依托，采取“公司 + 合作社 + 农户”的组织运营模式。

### “场外期权”定价与对冲原理

二叉树方法是一种利用分支树法（Tree Approach）来求解期权价值的数值方法。分支树方法的基本思想是在风险中性的条件下，将期权价格的连续时间随机过程离散化，再利用离散节点所形成的价格树状路径反向求解该期权的价值。二叉树法是由Cox、Ross和Rubinstein（1979）提出的，其初衷是为了以二叉树方法来提供B-S期权定价模型的一种简化推导方法。但其后的研究将其发展成为对美式期权和更为复杂的期权（如奇异期权）的基础定价方法。二叉树模型既可以用于欧式期权的定价也可以用于美式期权的定价。

具体来讲，二叉树定价模型是将期权的到期剩余时间

图1 “保底租地协议+场外期权+期货”运作模式



分为N个较小时段，因此，为了确保期权定价的精确，N往往取较大值。对于欧式期权来说，当N的取值趋近无穷大时，二叉树期权定价模型就等价于B-S公式。但是期权定价要求的精度越高，N的取值越大，相应所需要的计算量也就越大。事实上，N的增加将导致二叉树模型计算步骤几何增长，此时计算能力成为了限制二叉树定价模型应用的主要因素。

本次对冲操作采用delta动态对冲的方式，delta中性交易方法需要根据delta值的变化对头寸进行调整，而能否最终盈利，头寸调整方式最为关键。这种方法需要确定一个delta值变动带，如0.1，当delta变动幅度超过0.1时，操作者进行对冲，否则无需对冲。因此，该方法需要借助电脑程序化，实时监控delta值的变动情况。这种方法在日内波动较大的行情中，常常需要多次调整，而在小幅震动的行情中，则无需调整。随着到期日和波动率的变化，交易者可改变delta变动带数值，以适应新的情况，从而达到理想的对冲效果。

#### “保底租地协议+场外期权+期货”的创新意义

通过签署保底租地协议，农户最低收入得到保证，并能分享价格上涨的红利，较好地解决了农企合作中易出现

的农户违约问题；而合作社通过场外期权产品创新，间接利用期货市场对冲风险，实现了定价和避险保值。

#### (1) 保底租地协议——锁定农民保底收入

云天化合作社与农民签署保底租地协议，约定农民每年以8000元/公顷的租金将土地租给合作社，租期为15年，租金随每年玉米价格上涨幅度同步调整，下跌时租金不变，充分保证农民的利益。土地集中后，由云天化合作社统一播种、测土施肥、收割。在当年玉米销售完成后，扣除所有成本后所得的净收益中，40%留存合作社用来扩大经营（如购买农业器械或扩大种植面积），以及增加社区服务设施（如社区医院、社区学校等），余下60%全部分配给入股农民。

这样不仅提高了土地利用效率，消除了农民卖粮的后顾之忧，还能保证农户每公顷8000元的保底收益。而土地流转出去的农民既可以受雇在合作社参加生产，也可以外出打工挣钱，和过去单纯种地相比，收入基本翻了一番。

#### (2) 套期保值——规避玉米销售价格风险

2013年的玉米政策托市一度保护了农民的种植积极性，但随着“速生鸡”、“禽流感”、“漂流猪”等事件的发生，养殖企业遭受重创，饲料生产企业整体不景气，全年玉米呈现高开低走行情。云天化合作社通过空头套期保值的操



作，不仅没有因玉米现货价格走低承受损失，反而因在期货市场进行了合理有效的风险对冲，获得了额外收益。

通过套期保值转移和抛售风险后，合作社能够更加专注于现货经营，不再因为价格的不利波动影响到企业的生产经营计划，实现平稳经营。即使在不利的价格走势中也可以稳定地给贸易商提供玉米，提高了合作社的诚信度和信誉。

(3) 场外期权——规避风险并降低资金压力，实现平稳经营

在我国场内期权工具尚未上市的情况下，为了能最大地保障云天化合作社的利益，实现保值增值，此次服务“三农”新模式项目中，我们引进了场外期权这一新概念。场外期权保值的思路是以小额资金规避行情不利变化发展可能造成的无限损失，并且在行情有利时，给予现货头寸充分的利润空间。永安资本在这一模式中是不可或缺的参与者，依托期货市场进行场外期权创新，为云天化合作社提供量身定制的风险管理服务，并转而在期货市场进行套期保值，担当专业机构投资者角色。

永安资本利用其金融服务与风险管理工具，以现有期货工具模拟出场外期权。云天化合作社作为场外期权的买方，只需向永安资本支付少量的权利金，即享有到期要求卖方履行相应合约或放弃执行的权利。永安资本根据期权定价公式，计算出每日期权的当前 delta 值，并依据该数值确定在期货市场应建立的对冲风险期货头寸。当市场价格变化时，永安资本通过对期货头寸的动态调整，将价格风险转移给期货市场的投机者，保证自身一直处于风险中性状态。

#### “保底租地协议 + 场外期权 + 期货”模式运行效果

以 2014 年 2 月 17 日长岭云天化合作社与永安资本进行场外看跌期权交易的操作实践为例。当日，云天化合作社进行了看跌期权的点价，以 2340 元 / 吨作为执行价格，并按照永安资本给出的 27.09 元 / 吨的权利金报价，对 1000 吨玉米进行套期保值，合作社共向永安资本支付了权利金 27090 元。其中，该期权期限为 31 天，双方约定，如果 2014 年 3 月 20 日大商所玉米 1405 合约收盘价 X 低于 2340 元 / 吨，则永安资本向长岭合作社赔付  $(2340 -$

$X) \times 1000$  元现金；如果收盘价 X 高于或等于 2340 元 / 吨，则不产生任何赔付。

截至 2014 年 3 月 20 日（场外期权到期日），玉米 1405 合约收盘价为 2367 元 / 吨，高于约定的执行价格 2340 元 / 吨，因此长岭云天化合作社放弃行权，永安资本不进行赔付。就本次操作而言，场外期权买卖双方具体盈亏情况如下。

表 1 期权卖方——永安资本盈亏情况

项目	金额（元）
期货对冲	-15320
交易手续费	-180
期权出售获利	27090
行权赔付	0
总盈亏	11590

备注：期权卖方总盈亏 = 期权出售获利 + 期货对冲盈亏 + 交易手续费 + 行权赔付。

表 2 期权买方——云天化合作社盈亏情况

头寸类型	2014 年 2 月 17 日	2014 年 3 月 20 日	数量（吨）	盈亏（元）
玉米现货（出库价）	2200	2260	1000	60000
看跌期权多头	27.09	0	1000	-27090
总盈亏				32910

表 3 场外期权和传统套期保值的效果对比

单位：元	场外看跌期权	传统套期保值
玉米现货盈亏	$60 \times 1000 = 60000$	$60 \times 1000 = 60000$
看跌期权权利金损失	-27090	0
期货空头盈亏	0	$[2340（期货市场卖出开仓价） - 2367（期货市场买入平仓价）] \times 1000 = -27000$
资金占用成本	0	保证金融资成本： $2340 \times 1000 \times 9\% \times 6\% / 12 = 1053$ 交易手续费成本： $4.5 \times 100 \times 2 = 900$
套保方总盈亏	32910	31047

备注：银行贷款利率按 6% 计算。玉米期货交易手续费按每手 4.5 元计算。

#### “场外期权 + 粮食银行”模式再立新意

2014 年，为了解决农户粮食存储及销售价格问题，吉林省提出大力开展“粮食银行”业务。截至 2014 年底，

19 个市县, 35 户企业开展“粮食银行”业务, 为农户代储粮食 63.8 万吨, 解决了 5.42 万户农民庭院储粮问题, 减少储粮损失 5.32 万吨, 农民户均增收 2500 多元。同时, 农户通过粮食银行的延期点价方式, 有效地将价格的决定权转移到农户手中, 农户可以在规定的时间根据市场行情选择有利的价格售粮, 并享受“涨价随市、降价有补”的政策, 为农民增收并保证了农民利益。

这种做法与美国粮食收购站和农户签订“延期定价合同”类似。但在具体实践中, “粮食银行”实质是将农户卖粮风险“转嫁”到自己身上, 保护了农民的售粮利润, 但以企业为主体的粮食银行仍因市场价格的不确定性而存在着巨大的风险敞口, 在很大程度上制约着粮食银行的规模发展。因此, 我们要借鉴美国粮食收购站实施的“延期定价合同”中规避风险的做法, 即通过期货和期权市场对冲农产品的价格波动风险。2015 年我们提出了用场外期权助推粮食银行发展的思路, 得到了大商所和吉林省农委的认可, 开启了“场外期权 + 粮食银行”的创新试点。

这一模式的试点企业是四平天成玉米开发有限公司, 建于 2005 年 4 月, 是一家集 80 万吨 / 年玉米深加工项目

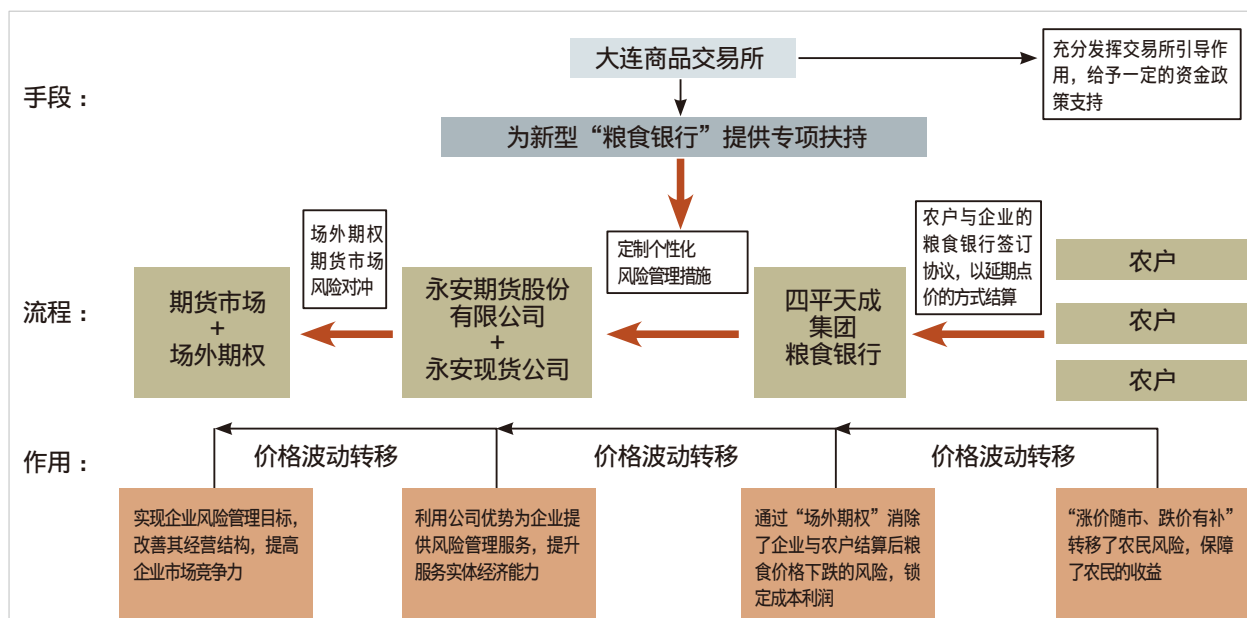
及 100 万吨粮食贸易为主体的大型玉米深加工企业。四平天成“粮食银行”采用延期点价的方式进行结算。农民将秋收产出后的粮食直接交给企业, 与企业签订“延期定价”订单协议。企业根据期货和现货价格情况确定每一日的挂牌价, 在交粮后的一段时间内, 农民可以在任意结算日选择满意的价格进行结算。如果结算日挂牌价低于送粮日价格, 企业按高于送粮日一定价格进行补贴结算。

### “场外期权 + 粮食银行”运作方案

四平天成“粮食银行”原有的收储兑付方式面临较大的市场价格风险, 引入“场外期权”相当于给企业上了保险。企业支付一定的权利金, 能够规避市场由于价格下跌、库存贬值带来的损失, “粮食银行”在获得永安资本赔付后, 按照比例补贴给农户, 企业与农户形成了紧密的利益联合体。

“粮食银行”与农户签订《粮食银行订单协议》, 2015 年 4 月份农户集体向粮食银行销售 5000 吨的玉米, “粮食银行”按照当时的挂牌价 2400 元向农户支付 10% 的预付款, 农户在 6 个月内可自由选择价格进行结算。“粮食银行”采购的 5000 吨玉米将全部用于日后的企业玉米淀粉加工。

图 2 “场外期权 + 粮食银行”运作模式



在农民点价后，为防止玉米价格大幅波动，“粮食银行”利用金融市场寻求解决方案。其运作方式为：“粮食银行”通过永安资本（永安期货现货子公司）买入一份数量为5000吨的场外看跌期权，即粮食银行按40-45元/吨的价钱付给永安资本一笔权利金，并约定有权在C1509合约上以6月1日至8月31日内任一交易日以2500的执行价格实行点价交易。如果2015年6月1日至2015年8月31日大商所玉米1509合约收盘均价X低于2500元/吨，则永安资本向“粮食银行”赔付2500-X元/吨的现金；如果收盘价X高于或等于2500元/吨，则不产生任何赔付。“粮食银行”也可以在到期日之前权利金价格上涨时卖出期权平仓，获得权利金价差收入。通过场外期权对冲玉米价格下跌的风险，“粮食银行”保护了农民的利益。永安资本收取权利金后，可凭借自身的专业判断在期货市场进行套期保值。

#### “场外期权+粮食银行”创新意义

“粮食银行”与“场外期权”有效对接新模式将成为创新金融市场服务“三农”的一大亮点。该模式旨在充分发挥交易所服务三农的引导作用，通过帮助粮食银行规避价格波动风险的同时保留农民利益。

对于农民来说，农民将粮食存在“粮食银行”，不仅大大降低了粮食损耗，减少了农民的储粮成本，而且通过延期点价的结算方式，保证了农民的收入和利润；对于粮食银行来说，与农户合作能够锁定充足货源，通过与永安期货及永安资本的合作转移了价格波动风险。永安期货与永安资本的自身优势相互促进，结合场内交易和场外交易两个市场，综合利用期货、期权等金融衍生工具，深入服务实体产业经济，努力为农民与涉农企业提供更为简便、灵活的风险管理服务，从而更好地推进期货服务“三农”项目的发展。

#### “场外期权+价格保险”模式受关注

2015年，国家首度调低了玉米临储价格，引入市场调整定价，玉米出现了较大波动。2016年中央1号文件提出“推进农业供给侧结构性改革”，按照中央和省农村

工作会议以及一号文件提出的精神，未来玉米将实行市场定价、价补分离，使玉米价格反映市场供求关系。因此，今后一个时期，吉林省作为玉米生产大省，农业风险主要是自然和市场风险。

目前，吉林省在防范市场价格风险、保障种粮农民收益方面，还没有形成有效的应对措施。应当尽快探索建立农产品期货和农业保险联动机制，创新“保险+期货”模式，充分发挥农产品期货市场的价格发现和风险规避功能，保证种粮农民的预期收益。为此，永安期货决定与吉林省内有关保险公司、农业服务公司、粮食收储企业等共同开展玉米“价格保险+场外期权”试点。

#### 玉米“价格保险+场外期权”的运作模式

保险公司基于期货市场上相应的玉米期货价格，开发玉米价格保险产品。农业服务公司组织参与试点的合作社、家庭农场（即种粮主体）和粮食收储企业，购买保险公司的玉米价格保险，加强后续跟踪服务和监督粮食收储入库。粮食收储企业按照市场价格收购试点玉米。

如果市场价格低于保险价格，则按保险价格收储，确保种粮主体的收益。保险价格与市场价格的差价损失由保险公司负责赔付给粮食收储企业。保险公司可通过购买永安期货公司提供的场外看跌期权产品来对冲赔付风险，达到“再保险”目的。永安期货利用其专业操作优势在期货市场进行相应看跌期权复制，从而转移和化解市场价格风险，并通过权利金收益获取合理利润，最终形成风险分散、各方受益的闭环。

开展玉米“价格保险+场外期权”试点是防范市场价格风险、保障种粮农民收益的一项重要举措。特别是在当前农产品市场不确定性因素增多、粮食价格下行风险加大的形势下，开展此项试点更显得尤为重要。当然也需要多方的协作，包括吉林省政府、大连商品交易所、保险公司的共同合力去完成。

（作者金东升系永安期货长春营业部总经理，姜月系永安期货长春营业部副总经理）



# “保险 + 期货”模式 保障农民收入的探索之路

■ 文/李北新

## 中央一号文件奠定基础

2016年1月27日,《中共中央国务院关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》(简称“中央一号文件”)发布。今年的中央一号文件中关于深入推进棉花、大豆目标价格改革试点的提法,跟此前市场的普遍思路保持一致。而对玉米来说,提到了“市场定价、价补分离、积极稳妥推进玉米收储制度改革”,去年的提法是“完善重要农产品临时收储政策”。至3月份,正如大家所预期的,东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制,这是一个重大的变化。

同时,中央一号文件在第25条中提到“探索建立农业补贴、涉农信贷、农产品期货和农业保险联动机制”、“稳步扩大‘保险+期货’试点”,反映了国家对农产品期货在农产品价格风险管理中的定位对于整个农产品期货行业的发展而言,都是极大利好。

事实上,早在2015年,《国务院办公厅关于加快转变农业发展方式的意见》就提出,“支持新型农业经营主体利用期货、期权等衍生工具进行风险管理”,鼓励“探索开展产值保险、目标价格保险等试点”,从政策层面对“保险+期货”这一金融创新提供支持。

客观地说,上海新湖瑞丰金融服务有限公司(下称新湖瑞丰)自2014年开始,在大连商品交易所(下称大商所)支持下着手玉米“二次点价”的农产品结合期货的模式探索,之后于2015年开始将这一探索进一步深化,在模式中引入保险公司,形成“保险+期货”的完善体系。

这一探索获得了证监会、农业部等部门的高度评价,同时,该项目还获得了上海金融创新奖二等奖。在国家政策的支持和鼓励下,利用“保险+期货”模式保障农民收入的探索得以孕育,而随着试点工作的展开以及取得的阶段性成果,又再度成为政策方向指定的依据,已然形成良性循环体系。

## 美国农作物收入保险的经验借鉴

1996年,美国公布了《联邦农业改善与改革法》,设定了目标价保险,而美国政府逐步退出了农作物保险的直接业务,转由私营保险公司经营、代理。到了2014年,美国新农业法又取消了效率较低的农业直接补贴,如今广泛采用的是作物收入保险(CRC)。

作物收入保险涉及到几个概念:一是往年实际产量,也就是最近5年产量的移动平均值;二是单产保险比例,投保比例可以从0-100%,相应的保费价格也阶梯提升;三是预测价格,用于计算作物投保金额;四是收获价格,用于计算作物实际收入。上述两种价格计算的均是投保作物相应指定新作收获期货合约的不同月份的日结算价格的平均价,即CBOT大豆11月合约或CBOT玉米12月合约在2月份日结算价格的平均价为预测价格;在10月份日结算价格的平均价为收获价格。

**投保金额 = 单产保险比例 × 往年实际产量 × Max (预测价格, 收获价格)**

如果收入(收获单产 × 收获价格)低于投保金额,生产者可得到赔偿;如果收获价格高于预测价格,投保

金额可进行上调，保费不变。每年美国农民购买农业保险的最后截止日期为 3 月 15 日。

考虑到中国农业与美国农业的国情不同，国内每年的农产品产量波动较大而且很难做到精确统计，所以，我们在借鉴美国农作物收入保险经验的基础上，认为先试点及推广国内农作物的价格保险比较符合中国农业的现状。同时，2015 年中央一号文件指出，“完善农产品价格形成机制。增加农民收入，必须保持农产品价格合理水平。继续执行稻谷、小麦最低收购价政策，完善重要农产品临时收储政策。总结新疆棉花、东北和内蒙古大豆目标价格改革试点经验，完善补贴方式，降低操作成本，确保补贴资金及时足额兑现到农户，积极开展农产品价格保险试点。”就是希望通过价格险试点，完成农产品收购从临储到市场化的转变。

据财政部测算，我国价格补贴的效率仅为 14%（发达国家为 25%）。即国家投入 1 元钱，农民仅能受益 0.14 元。而在发达国家，其价格补贴的主要表现形式为价格保险，也就是说，如果我们将临储政策改为价格保险政策，国家在保障农民收入上的投入能够产生的效用将提高八成。

## 期权原理介绍

期权的收益曲线是非线性的，这使得期权的买入者可以享有损失有限、收益近乎无限的权利。对于期权的

买入方，其所能面临的最大损失就是支付的期权费用，但是获利空间非常大。

如图 1，对于买入看涨期权的企业，若标的资产的价格未涨过行权价  $K$ ，将面临最大损失期权费  $C$ 。然而，一旦价格涨过  $K$ ，企业面临的亏损将会减少，且在价格涨过  $(K+C)$  时，企业开始获得收益，且此收益理论上没有上限。

同理，如图 2，若标的资产的价格未跌过行权价  $K$ ，将面临最大损失期权费  $P$ 。然而，一旦价格跌过  $K$ ，企业面临的亏损将会减少，且在价格跌过  $(K-P)$  时，企业开始获得收益，且可获得的最大收益为  $(K-P)$ 。

就实体企业来讲，场外期权最具吸引力的特点之一就是套期保值。同期货的套期保值类似，期权的套期保值是利用期权价格、期货价格、现货价格的相关性来实现的。具体如何操作，要根据实际的情景选择不同的策略。农户或者养殖企业面临着农产品价格下跌的风险，可以选择买入看跌期权来进行价格风险管理。

2012 年底，场外金融衍生品名义本金规模约 633 亿美元，占全部金融衍生品规模的 92%。而就期权来看，场外期权在整个期权交易中的占比也都维持在 60%。场外期权可以说是衍生品中最为灵活、高效的风险管理工具。它不仅可以和期货一样管理价格变动的风险，还可以从另一个维度上忽略行情的涨跌，直接管理价格波动的风险，即同时做到对“方向性”和“波动性”两方面风险的把控。

图 1 买入看涨期权

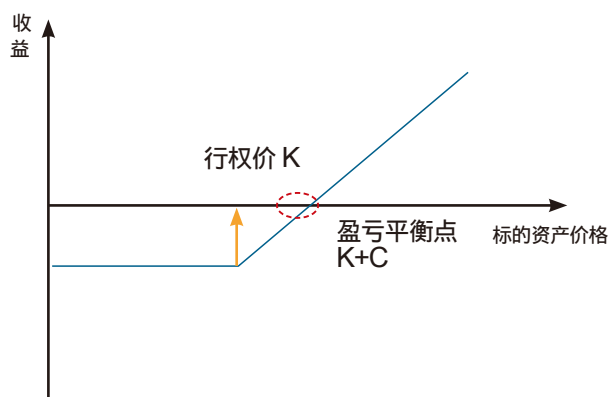
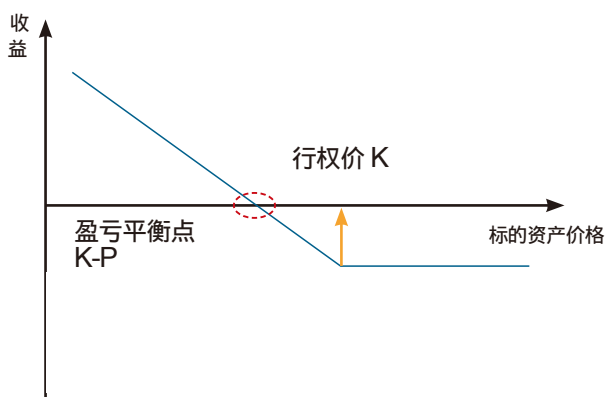


图 2 买入看跌期权



场外期权的买方仅需要在期初一次性缴纳权利金，就可以享有风险管理兼顾收益的好处，不仅提高了资金的使用效率，而且简化了过程中的资金管理方式。对于权利方来说，一切场外期权可变的参数都是可以自由设定的，这也极大地满足了对风险管理工具个性化的需求。

我们国内的场外衍生品市场近几年才开始，且市场上仅覆盖了外汇远期、互换、利率互换等少数种类产品，交易不活跃，参与者甚少。可以看到跟国际市场有着巨大差距，但今年开始，伴随着国家对场外衍生品市场的大力支持，风险管理公司开始在大宗商品场外期权业务方面进行探索，发展相当迅速。据不完全统计，先期开展场外期权业务的5、6家风险管理公司已累计与数百家企业、机构及个人签订了场外期权协议，合同名义本金额已达到数十亿元。

当没有场内期权的时候，场外期权的交易方也可以利用期货的场内交易来对冲风险。用期货来对冲期权风险的具体操作机理如下。

图3曲线为期权价值随标的价格变化，标的价格由A变为 $A_t$ ，那么期权的价值就由B变为 $B_t$ ，这是一个非线性过程，如果我们期望用线性的期货市场来复制期权价值的变化，在A点，我们会持有仓位等同A点斜率的期货，当标的价格由A变为 $A_t$ 的时候，我们期货持仓的价值由B变为 $B'$ 。由图3可见， $B'$ 很接近 $B_t$ ，可以近似认为是复制了期权价值的变化，而且如果调整区间 $A_t$

很接近A，那 $B'$ 和 $B_t$ 的差别也会很小。由此达到了用线性的期货操作来逼近曲线的期权价值的变化。

## “保险+期货”模式初探

“保险+期货”服务“三农”的基本原理是：保险公司可以在期货市场上市的农产品期货的价格作为标的，设立相应的农产品价格险种，农民或农业企业通过购买该农产品价格险来管理价格风险，减少或者平抑由于农产品价格的波动对自身的生产经营所带来的冲击。

过程中，保险公司通过购买由期货公司风险管理公司提供的场外期权来对冲自身风险。期货公司风险管理公司通过在期货市场里的交易，将价格波动的风险分散到整个期货市场。整个流程最终效果是：农民和农业企业所面临的价格风险通过保险和场外期权这两个工具，被汇总、转移和分散，并最终由期货市场中的交易者承接。

第一环节：农民或农业企业通过购买保险公司开发的农产品价格险，管理自身面临的价格风险。

以本次试点的玉米价格险为例。投保过程中，合作社经过对当年国家收储政策的判断和保费支出成本的综合考虑，最终选择在2015年8月份购买1000吨以玉米期货1601合约期货价格为标的、目标价格为2160元/吨的玉米价格保险，锁定了粮食的最低销售价格，并相应支付了115776元的保费（115.776元/吨）。而理赔

图3 用期货来对冲期权风险

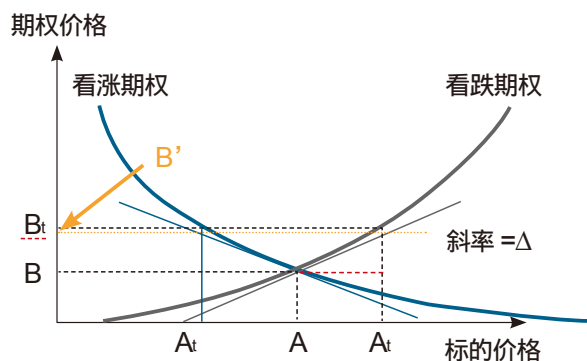
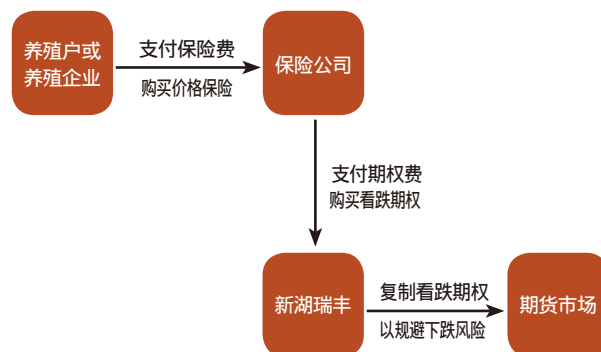


图4 “保险+期货”运作模式





“

在玉米上经过连续两年的尝试，“保险+期货”的模式已取得较好的阶段性成果，事实证明，这一模式可持续、可推广。

”

结算价的计算，则是选取了玉米销售季节，2015年9月16日至2015年11月16日，玉米期货1601合约期货收盘价算术平均值。若结算价低于预设的目标价格，则合作社将会得到对应金额的赔付。

第二环节：保险公司通过购买期货公司风险管理公司的玉米场外看跌期权进行再保险，将价格风险进行转移。

虽然保险公司收取了合作社的保费，但还是存在由于价格暴跌所带来的保费无法完全覆盖理赔金额的风险。倘若理赔结算价跌破 $2160-115.776=2044$ 元/吨，则保险公司面临亏损。为了确保价格保险这个模式可推广、可复制，保险公司需要将自身风险再转移。

因此，本次玉米价格险中，中国人民财产保险股份有限公司（简称人保财险）购买了新湖瑞丰的场外玉米看跌期权，而该期权的赔付条款与之前合作社购买的玉米价格险完全一致，这样，保险公司就把价格波动所带来的赔付风险完全转移。

第三环节：期货公司风险管理公司在期货交易所进行相应的复制看跌期权的交易操作，将价格风险分散到了期货市场。

目前场内期权还没有上市，因此，新湖瑞丰在卖出玉米场外看跌期权后，选择通过期货的场内市场来复制期权，进行对冲。具体操作过程为动态调整玉米1601合约的持仓来实现delta中性的对冲。

该项目于2015年11月16日了结，C1601在2015年9月16日至2015年11月16日收盘价算术平均值为1918.6元，人保财险购买的场外期权获利241400元，人保财险同时赔付给合作社241400元，对比115776元

的保费，赔付率达到了208%。

### “保险+期货”模式在初级农产品的推广

在玉米上经过连续两年的尝试，“保险+期货”的模式已取得较好的阶段性成果，事实证明，这一模式可持续、可推广。在国家政策的鼓励以及相关农产品期货交易所的支持下，新湖瑞丰以及数家保险公司积极参与，该模式正逐步向鸡蛋、白糖等其他农产品推广，以保障蛋鸡养殖者和蔗农的收入。

价格波动大是鸡蛋品种的主要特点之一，而国内鸡蛋养殖规模化程度依然偏低，蛋农收入较难得到保障，这个行业多数时候是微利行业，但在价格持续下跌时，需要承受的风险却极高。鉴于此，蛋鸡养殖行业对“保险+期货”模式的需求度极高。

上海安信农业保险（简称安信农保）与农户签署了1万吨鸡蛋的全年价格保险合同，每月结算，鸡蛋保险目标价格为月均价4元/斤，价格标的以上海市蛋品协会所提供的现货价格为参考依据。同时，作为试点，安信农保从新湖瑞丰购买了11月份鸡蛋期货看跌期权进行该月份保险的对冲，标的为鸡蛋1601合约，看跌期权行权价为3.75/斤，理赔结算价为11月份JD1601的收盘价均价。安信保险收到保费月均87000元，从新湖瑞丰购买11月份JD1601看跌期权费用42240元。

项目于2015年11月30日了结，JD1601在2015年11月1日至2015年11月30日收盘价算术平均值为3742.76元/0.5吨，新湖瑞丰按期权条款赔付保险公司14480元。同期鸡蛋现货均价为4128元/0.5吨，保险

公司无需做出赔付。

2015年，大商所与人保财险签署战略合作协议，首批保单是由人保财险大连市分公司与相关农业机构签订的价格保险，人保财险按约定的期货价格水平，分别为300吨鸡蛋和1000吨玉米提供价格保险。与此同时，为转移承保商品价格风险，人保财险与新湖期货签署协议，优先选择新湖期货的子公司为对手方，通过购买复制期权等衍生工具产品，利用期货市场规避过大的价格波动导致的赔付风险。

2016年，人保财险再次为北京伟嘉集团下属五家蛋鸡养殖场提供鸡蛋期货价格保险，参与投保的蛋鸡养殖场存栏规模共86万羽。本次新一轮投保的鸡蛋期货价格保险试点，是根据伟嘉集团与人保财险、大商所的战略合作协议联合开发推进的新型农业保险产品，其中“嘉助安”鸡蛋期货价格险是本年度重点发展的产品，将成为中国第一家由农牧企业为主体联合开发注册的农业保险品牌。2016年，“嘉助安”鸡蛋期货价格险将在京津冀地区重点推广。

蔗糖业是广西的支柱产业，而白糖期货也正好是商品期货里交易最为活跃的品种之一。我们也在尝试将“保险+期货”的模式推广到蔗糖行业，从而为广西的蔗农、糖厂管理白糖的价格风险，缓解乃至平抑价格波动对整个行业的冲击。

## 经验与问题

新湖瑞丰一直致力于探索农产品价格风险管理的模式，在探索中前进，于实践中成长，现今已经初步形成了一套风险管理业务体系的雏形，并于2015年在国内率先成功完成了“保险+期货”农产品风险管理模式的试点。我们在2016年将进一步加强衍生品团队建设，加快软硬件系统的开发升级，不断完善场外期权业务体系，努力提升风险管理于抗风险能力；积极开拓进取，深化产业服务，大力推广场外期权为实体经济服务。

我们努力为中国玉米收储政策退出后的“价补分离”方向摸索出一条可行的道路，同时，也使得农民、

保险公司、期货公司风险管理公司多方受益。但在课题运行过程中，我们发现了一些问题，需要获得政府的支持，以期在交易所、保险公司、期货公司风险管理公司各方的共同努力下，大规模推广保险公司农产品价格险。


### （一）保险目标价格制定

农产品价格保险的目标价格是保险产品的核心要素之一，也是农民或合作社在购买保险时最为关注的要素之一，目标价格的设定，在美国实行的是可变价格，即利用未来期货合约在某个月份的均价作为目标价格，而在国内，目前最为可行的应该是固定价格，这个价格应该将农民的种植成本及基本收益考虑入内，国家的收储价格仍然是我们最重要的参考依据。本次课题试点中，由于农民投保的时间要先于国家公布玉米收储价格，我们的目标价格设定得不够合理。希望国家有关部门能够考虑在春播前公布收储价格，除了利于农民投保，更能够通过价格机制调控农民的种植品种选择。

### （二）保费

本次课题试点中，保费是由新湖瑞丰替农民垫付，最终整个流程得以打通，课题顺利完成。但在目标价格保险推行的过程中，这种情况无法大规模地推广和复制。借鉴美国农产品价格保险的模式，“政府出大头，农民出小头”的保费支付模式是推广农产品价格保险并替代收储政策的重要一环。这种模式下，政府支付的保费，与收储政策带来的支出相比，其效率几乎有翻倍的提高。

### （三）农产品场内期权

由于没有玉米场内期权，我们选择利用期货复制期权进行风险对冲，这种操作的成本提高了接近30%，同时玉米期货合约的总容量以及交割月的流动性也对复制期权构成了影响，而这些问题通过场内期权都能够得到解决。希望尽早推出农产品场内期权，为服务三农、解决收储政策问题贡献力量。

（作者系上海新湖瑞丰金融服务有限公司董事长）

# “保险 + 期货”探索农产品价格改革的金融逻辑

■ 文/李华

农产品目标价格改革是推行差别化农产品价格改革、完善农产品价格形成机制的重要尝试。当前,中国农产品目标价格改革面临核心价格的形成难题和补贴模式的确定难题,而依托“保险+期货”的农产品期货价格保险,不仅能有效化解这两个难题,在实践层面展现与中国金融市场和农业发展实际相契合的现实可行性,且能撬动农村金融协同服务“三农”发展的合力,发挥强大的衍生功能。

为此,应从国家层面高度重视“保险+期货”的农产品期货价格保险创新,以作为推进高质量农产品目标价格改革的重要探索。

当前,中国处在农产品价格改革的关键时期。2015年中共中央国务院发布《关于推进价格机制改革的若干意见》,明确“完善农产品价格形成机制”为中国未来价格机制改革的六大重点领域之一,并提出农产品价格主要由市场决定的总体方向和对不同品种实行差别化支持政策的改革思路。同年,国务院常务会议研究决定,完善农产品价格和市场调控机制,提出在保护农民利益前提下,推动最低收购价、临时收储和农业补贴政策逐步向农产品目标价格制度转变。

农业部在对十二届全国人大三次会议“关于放开主要农作物农产品价格”建议案的答复摘要中,明确提出下一步中国差别化农产品价格改革的政策导向,即对于稻谷、小麦两个口粮品种,应继续坚持最低收购价,但要改变价格刚性上调的市场预期,以更好地发挥市场机制作用,弱化最低收购价政策“保收入”功能,减少农

民增收对粮食市场价格上涨的过度依赖。同时,统筹运用好价格支持和补贴两个手段,保护农民利益。对于玉米、大豆、棉花、油菜籽等需求弹性大、产业链条长、国内外市场关联程度高的品种,要注重发挥市场形成价格的决定性作用,通过市场价格信号引导生产,调节供求,促进行业持续健康发展。

可见,中国农产品价格改革的核心在于探索一种平衡:一方面,要发挥市场决定性作用、构建主要农产品价格市场化形成机制,确保农产品产业链条的市场化运行;另一方面,要发挥价格支持和补贴政策功能、构建独立于市场价格波动之外且科学合理可持续的收入稳定机制,保护农民种粮利益,服务“谷物基本自给、口粮绝对安全”的粮食战略。

笔者认为,“价补合一”的托市政策难以为继的重要原因正是没有达成这一平衡,当前目标价格制度改革要解决的关键问题也是为了实现这一平衡,而本文探讨“保险+期货”的农产品期货价格保险创新的基点,就是为了更好形成这一平衡格局。

## 农产品目标价格制度改革及面临的困境

农产品目标价格制度改革,是国家对农产品托市收购政策进行调整的有益尝试。追本溯源,分析当前农产品目标价格制度改革问题,理应从托市收购政策的问题以及目标价格制度改革对这些问题的解决情况入手,并逐步展开。

2004年,国务院决定全面放开粮食购销市场和价



格。同时，为了稳定粮食价格，保护农民种粮积极性，防止出现农民“卖粮难”和“谷贱伤农”，也启动了粮食托市收购政策，先后对水稻、小麦实行最低保护价收购政策，对玉米、大豆、油菜籽实行国家临时存储收购政策。

2011年，国家又开始实行棉花临时收储政策。实事求是地说，以最低收购价和临时收储为主要形式的农产品托市政策实施以来，在稳定国内的粮食生产、保护农民利益方面发挥了重要作用。但随着国际国内形势的变化，这种制度的弊端也逐步显现，主要表现在两个方面：

一方面，政策性托市造成了价格扭曲，影响到农业产业链的市场化运行。一是国内市场价格扭曲，托市政策的“托底”效应显著，粮食收购价的逐年刚性上涨推动了国内粮食价格的单边上扬，市场调节空间不断萎缩；二是国内外价差扭曲，托市政策使得国内粮价独立于国际市场影响，形成了国内外粮价严重倒挂的局面，刺激了粮食进口；三是产业链价格信号扭曲，“托市收购”加上“顺价销售”造成企业粮食收购成本居高不下，产业整体处于畸形发展状态。

另一方面，政策性托市造成财政负担日益沉重，且资金的运行效率不容乐观。一是收购价格只涨不跌，并且是敞开收购，耗费了巨量的财政补贴；二是通过托市政策的财政支农效率较低，有关机构的测算表明，粮食托市政策下，国家财政每1美元的补贴支出，有75%都消耗在流通和储备环节，真正到农民手中的只有25%。

所以，现阶段的粮食托市政策不仅没有很好地达到支持农户的效果，而且对市场机制本身也带来了不小的负面影响。基于此，2014年，国家启动了对东北、内蒙古大豆以及新疆棉花的目标价格制度试点，基本做法是：种植前公布棉花、大豆目标价格，当市场价格低于目标价格时国家对差价给予补贴，当市场价格高于目标价格时不发放补贴。从运行情况看，改革遇到了以下困难：

一是难以确定科学合理的核心价格。目标价格制度改革存在两个核心价格：目标价格、参考价格。目标价格即决定差价补贴是否启动的触发点，参考价格即决定差价补贴程度的参照点。根据目标价格制度改革方案，目标价格由生产成本加基本收益的方法确定，并以“一年一定”的方式在作物播种前公布；参考价格由采价期内全省（区）到厂（库）价格的平均值来确定，由国家发改委同农业部、粮食局、供销总社等部门共同监测，按一省一价核定。

那么，疑问就产生了。对于目标价格，生产成本和基本收益属原则性表述，在实践中具体标准和考虑因素难以确定，固定值也难以代表尽可能更广大农户的利益。而且，公布时间上“播种前”的表述也不明确，实际操作中不可控因素较大；对于参考价格，到厂（库）价格的来源到底如何选取，采信的这些厂（库）是否能够代表真实市场情况，是否会有人为干预和操作的空間，而且有关部门的价格核定是否具有符合生产经营实际的科学依据，难免存疑。

二是难以确定客观有效的补贴模式。从补贴标准看，目标价格补贴额与种植面积、产量或销售量挂钩，实行多种多补、少种少补、不种不补的原则。那么，到底以何种标准确定补贴呢？面积还能相对准确核定，单个农户的产量或销售量准确核定实施起来则太过困难。

从补贴方式看，目标价格制度采取先由中央财政按照目标价格与参考价格的差额核定并向试点省区拨付补贴总额，再由试点省区根据实际情况将补贴资金及时足额发放给农户的形式。这种“两步走”方式在实际操作会上会大大降低补贴效率。

## “保险 + 期货”及对农产品价格制度的优化

针对当前目标价格制度改革遇到的问题，中国农产品价格改革迫切需要寻求一种更加优化的新模式，不仅要吸收目标价格制度相对于托市政策的优点，而且要能回避甚至解决当前目标价格改革遇到的问题。本文认为，通过“保险 + 期货”融合创新的农产品期货

价格保险是实现这一目标的理想模式。

农产品期货价格保险，就是根据保险标的的种养殖成本、基本收益并兼顾个体实际情况来确定一定时期内相对固定的目标价格，当保险标的对应的期货品种合约在约定时期内收盘价（结算价）的平均值低于投保的目标价格时，视为保险事故发生，保险人按照差价及保险数量进行赔偿。显然，从基本理念上看，农产品期货价格保险与目标价格制度的改革是一致的，但从具体的环节细分及运行衔接上看，两者的差别一目了然。

首先，从环节细分上看，农产品期货价格保险主要分为“保险+期货”两个环节。

第一个环节表现在保险产品层面，是利用期货市场的价格发现功能，事先根据被保险人的生产经营实际设定目标价格，然后以相关产品的期货市场价格波动作为决定赔付与否的参考价格，从而设计出保障被保险人收入水平的期货价格保险产品；

第二个环节表现在风险分散层面，是利用期货市场的套期保值功能，参照第一个环节期货价格保险的承保实际，同时与期货市场主体合作配置与承保品种相同或者相近、数量相当的期权产品，从而将第一个环节承保的农产品期货价格保险的市场价格波动风险转移到期货市场，构成期现货市场之间的盈亏冲抵机制，达到规避市场价格波动风险的目的。

其次，从上述两个环节的衔接和互动来看，存在着两个非常关键的因素决定着农产品期货价格保险的持续运行。

一是产品设计的参照价格一定是根据期货市场价格波动来确定。一方面，价格指数型农业保险产品设计的核心问题就是确定科学合理可信的市场价格作为保险承保理赔的依据，以期货市场价格波动作为理赔依据更具说服力；另一方面，从环节挂钩的角度看，以期货价格的波动来设计价格保险产品，才能够为下一环节的风险对冲预留接口，真正实现保险与期货的互动。

二是产品设计的赔付周期和费率厘定一定是要充分考虑期货市场的交易规则以及风险对冲的定价规则，一

方面应该是根据保险标的对应的期货产品的交易规则来确定保险产品的赔付次数和赔付参考价格数据来源的区间；另一方面应该是根据期货市场进行套期保值的基本规则，并将期权产品的定价原理与保险产品的纯风险损失率对照匹配来确定保险产品的价格。

只有这样，才能在第一环节承保的同时，实现第二环节的风险转移，实现前端保险产品承保的市场价格风险在后端期货市场上进行时间、规模上完全匹配的对冲。

根据上述逻辑，依托“保险+期货”的农产品期货价格保险至少在以下几个方面，表现出对当前农产品年目标价格制度改革的优化：

一是解决了价格选取的科学性问题。农产品期货价格保险的目标价格是一个价格阶梯，基准是区域范围内农产品种养殖的平均物化成本加上固定收益，浮动阶梯则根据不同投保人的实际需求而设定。由此，解决了目标价格改革中目标价格设定的具体标准和考虑因素难确定的问题，同时也解决了固定的目标价格设定忽略单个生产经营实际的问题。

由于农产品期货价格保险的参考价格以期货市场价格波动为依据，期货市场本身具有的交易主体多元性、交易对象同质性以及交易信息集中性等优势，决定了其更接近完全竞争的市场结构，不仅能够比较准确反映真实市场供求及未来发展趋势，而且形成的价格也具有独立、公开、透明、连续、预期以及权威等特点。

由此，避免了目标价格改革中以现货市场价格作为补贴依据的诸多局限，解决了当前农产品目标价格制度改革中的核心价格困境。

二是解决了政府补贴的有效性。如果政府对农产品期货价格保险进行相应的补贴支持，参照当前政策性农业保险保费补贴的形式，能够达到简单易行、节约高效的效果。

从补贴标准看，因为农产品期货价格保险实行的是以基础价格为准绳的阶梯保价，而且投保户的种植面积可以根据统计部门的统计信息确定，所以国家对于农产

品期货价格保险的保费补贴可以采取补贴价格由基础价格而定、补贴数量根据全国固定的平均单位面积产量由投保面积而定的方式。同时，农户可根据自身实际自愿自费对基础价格之上的阶梯保价及基础保险数量之上的富余数量进行补充商业保险。由此，解决了当前目标价格改革补贴标准确定难的问题。

另外，从补贴方式上看，有多年来政策性农业保险发展经验的农产品期货价格保险完全能够实现“承保到户、理赔到户”，即保险合同直接落实到具体农户，按照合同的赔款也能直接发放到农户。可见，对农产品期货价格保险的保费补贴，不仅是借助了保险这种市场化的方式、运用了保险合同这种法制化方式，而且能够实现直接赔款到户，减少中间环节，提高补贴效率。由此，解决了当前农产品目标价格制度改革中的补贴方式困境。

## 依托“保险+期货”的农产品目标价格改革展望

以依托“保险+期货”的农产品期货价格保险创新来推进当前中国的农产品目标价格改革，除了上述实际操作上的优势之外，更重要的是存在着与中国金融市场和农业实际相契合的现实可行性，使其前景值得期待。

农产品目标价格改革本质上属于化解农产品市场价格波动风险的举措，所以从金融工具功能属性的角度，应该是期货市场发挥主渠道作用，而传统农业保险则主要是做好农业自然风险管理。但现实情况并不乐观，从中国期货市场与农户的对接来看，期货市场是具有一定门槛条件的高度专业化市场，而中国当前小农业生产为主的特点决定了广大农民在生产实际、知识结构、资金水平、信息能力等诸多方面与期货交易要求不匹配，当前中国农民很难直接通过农产品期货市场来规避市场价格风险。

从保险市场与农户的对接看，经过政策性农业保险的快速发展，中国广大农民对农业保险在自然风险保障

方面的经济补偿功能有了切身认识，同时对保险保障程度和水平的需求也不断提升，开始对以价格波动为主要表现的市场风险管理有了更多期待，希望农业保险能够在市场价格风险保障方面有所作为，但这显然又超出了传统农业保险的功能范围。

可见，在中国，整合期货的功能优势和保险的实践优势有着深刻的现实土壤。推动“保险+期货”的融合创新，将期货市场和能与农户直接“面对面”并被认可的农业保险联系起来，发挥农业保险的中介作用，不仅能够实现农业保险发展和期货市场发展的新突破，更关键的是能够真正建立起中国小规模分散的广大农民与风险转移大资本市场的有效连接，为目标价格改革政策措施的市场化运行奠定了基础。

目标价格改革是推动农产品价格市场化形成机制的手段，而“保险+期货”又形成了目标价格改革政策本身的市场化机制，所以，以依托“保险+期货”的农产品期货价格保险推动中国的农产品目标价格制度改革必将衍生出服务经济社会发展的强大力量。

一是从促进“三农”发展特别是农业现代化的发展来看。一方面，通过保险与期货合作撬动的金融链条，不仅能为农业生产提供从传统保自然、疫病风险到保市场价格风险的全方位风险保障，而且探索出了一种缓解融资难问题的市场化渠道，赋予了金融服务“三农”新的内涵；另一方面，“保险+期货”的运行模式实际上是在农业产业链的市场化运作之外建立了一种外循环的市场化利益补偿机制，能够在利用市场化手段补偿农户因价格波动导致损失的同时，避免价格托市等行政干预对农业产业链条上价格信号的扭曲，发挥市场价格引导生产、调节供求的基础性作用，实现保障农民收入政策和农业市场化持续健康发展的双重目的。

二是从促进金融行业本身的规模发展与融合创新来看。“保险+期货”的融合创新是可持续发展的良性互动模式，整个链条上保险、银行、期货等主体将实现多赢。

对于保险来说，不仅是业务规模上的拓展和扩张，更重要的是期货市场的套期保值功能是对保险公司承接



“

对于期货来说，以期货价格保险为纽带，实际上是帮助期货市场解决了期货对接“三农”、小微企业等实体经济的“最后一公里”问题。

”

市场价格风险的重要背书，实际上发挥了“再保险”的作用。而且，天气衍生产品创新和巨灾证券化创新将为保险公司的风险分散提供更加广阔的渠道。对于期货来说，以期货价格保险为纽带，实际上是帮助期货市场解决了期货对接“三农”、小微企业等实体经济的“最后一公里”问题。而且，这种合作将反向促进期货市场的产品创新，显著提升期货市场的活跃度。对于银行来说，“保险+期货”形成的收入保障无疑将是银行服务农村小额贷款的优质抵押物，有利于缓解银行的农村信贷风险控制难题。

可见，以依托“保险+期货”的农产品期货价格保险来推进农产品目标价格改革，不仅具有较强的可操作性，具有市场化运作的可持续性，更重要的是具有服务“三农”的实际意义，具有服务政策行政能力加强的政治意义，必将在中国“完善农产品价格形成机制”的改革中发挥重要作用。

## 结论及建议

我们注意到，2016年3月国家发改委公布的玉米收储制度改革的方向，即按照市场定价、价补分离和保障农民合理收益的三个核心原则在东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，与农产品期货价格保险的客观效果是完全一致的，这进一步印证了“保险+期货”的现实可行性。而且，2016年中央“一号文件”和国家“十三五”规划纲要都明确提出了要稳步扩大“保险+期货”试点。

可以说，依托“保险+期货”的农产品期货价格保

险是农产品目标价格制度改革最具市场意义、实践意义和撬动意义的方向，也已经受到了党和国家层面的高度重视。为此，对下一步推进依托“保险+期货”的农产品期货价格保险，提出以下建议：

一是采取“先专管专营、后全面推广”的形式。考虑到服务“三农”的全局性、价格波动的敏感性、行业合作的专业性，为了在最大限度防范风险的前提下推进创新，建议先由专业的、具有相关规模和实力、有创新试点意愿并且已经做出了积极努力的保险和期货市场主体先行先试，待形成标准化运作模式和规范之后再在全行业推广。

二是对主要粮食作物的期货价格保险实施保费补贴。参照现有主要粮食作物的市场特点及目前政策性农业保险的补贴情况，建议选取玉米、大豆、糖料等产品为试点品种，在主产区率先试点，在补贴结构上可采取“中央补贴+省市配套+农户自缴”的形式，作为最低收购价、临时收储等“价补合一”的直接价格支持政策的有效替代。

三是支持农产品期货市场的完善和优化。推动商品交易所尽快推出农产品期货期权，同时，根据全国或区域性农产品期货价格保险发展需要，开发农产品上市新品种，并根据保险产品设计和实际运行的需要适时调整交易规则。

四是优化监管制度安排和流程规范。鉴于农产品期货价格保险对传统保险在业务流程、风险分散途径等方面的改变，客观上要求监管部门推动创新产品的流程梳理并实施有针对性的监管规范。<sup>[18]</sup>

（作者就职于中国人民保险集团股份有限公司风险管理部）

# 期货市场助力农产品价格风险管理

■ 文/张峭

随着农产品价格形成机制改革深度推进和国内外市场深度融合，我国农产品市场价格风险呈加大趋势。

作为市场风险管理工具，农产品价格保险在不断的创新试点与推广应用过程中，存在保险产品设计中保障价格设定依据的确定和巨额赔付风险分散的两大难题。而农产品期货市场具有的价格发现和转移风险功能，可以有效地破解农产品价格保险推广面临的这两大困境。

我国已开始基于期货市场农产品价格保险产品的设计与风险分散的探索与试点，并总结出一些值得推广的模式和需要进一步改革和完善的问题。

2014年中央一号文件提出“逐步建立农产品目标价格制度”、“探索农产品目标价格保险试点”，2015年和2016年的中央一号文件进一步要求“积极开展农产品价格保险试点”和“探索开展重要农产品目标价格保险”。为贯彻落实中央文件精神，保险业界在各级政府支持下积极开展农产品价格保险创新和试点，目前试点区域达20多个省，试点品种包括粮食、生猪、蔬菜和特色农产品等。虽然试点区域广、试点品种多，但每个试点区域和险种规模很小，很难实现规模化推广。

那么，农产品价格保险大规模推广面临的主要问题有哪些，如何破解这些难题？

## 一、我国农产品价格风险及管理工具

### （一）农产品市场价格风险呈加大趋势

长期以来，在以政府最低收购价和临时收储为核心的保护性收购政策干预下，我国主要农产品市场价格相对平稳。然而，随着农产品价格形成机制改革的

不断深入，农产品价格逐步回归市场已成为改革共识，价格信号对生产和供需的调节作用将不断增强，相伴而生的市场价格风险将更加凸显。

随着我国与东盟、新西兰、智利、韩国和澳大利亚等一系列多双边自贸区及“一带一路”建设的快速推进，国内外农产品市场联动性明显增强，国际市场价格波动对国内市场的传导速度加快和影响加大，价格波动不仅能在品种间传导，还能在不同品种间通过替代传导，国内农产品市场风险明显加大。

受国际地缘政治角逐、全球气候变化、金融资本投机、生物质能源开发等非传统因素影响，未来农产品市场的不确定性将进一步加剧。

### （二）农产品市场风险特性及最优管理工具

由于农产品一般为同质性产品，且生产和需求都很分散，这导致绝大多数农业生产经营者通常为农产品市场价格的接受者。

随着市场一体化发展和市场化程度提高，不同区域和不同层级的同一农产品价格波动趋势和特征基本一致，所有生产经营主体面对相同农产品价格变动趋势和特征基本一致。例如，玉米价格上涨，则所有种植玉米农户收入提升；玉米价格下跌，则农户收入降低。

所以，农产品价格风险具有明显的系统性特征。这一特征不符合传统保险理论中可保风险是独立性风险的要求，很难完全通过基于“大数定理”的保险在时间和空间上分散及转移，必须利用期货市场的对冲机制进行管理，即同时在现货和期货两个市场上进行商品种类相同、数量相等、方向相反的交易，用一个

市场上产生的盈利来弥补另一个市场上发生的亏损，就可以达到锁定价格的目的。农业风险管理理论认为，价格风险最优的管理工具是期货和期权，通过期货、期权交易来有效转移和分散价格风险。

## 二、农产品价格保险的提出及推广难点

### （一）农产品价格保险的提出

虽然期货、期权是农产品市场价格风险管理的最优工具，然而，由于期货市场是标准化商品的批量远期交易，许多农产品特别是鲜活农产品存在难以标准化、难以贮藏、易传染疫病等原因，很难符合期货市场上上市的条件要求，从而使得上市农产品品种有限。

此外，期货、期权作为高级市场衍生工具，需要具备相当专业的期货知识和技能的主体方能参与交易，广大农产品生产经营者的知识结构与业务素养与期货交易的要求不相匹配，期货与期权较高的交易门槛使得农业生产经营者直接参与受限。期货市场农产品最低交易量每手动辄10吨以上的规则，以及每手数千元交易保证金的要求，也与农产品生产经营者的小规模分散经营的特点不相匹配。所以，对于仍以小规模分散生产经营模式的农户来说，通过农产品期货市场管理农产品价格风险具有很大局限性。

亟需通过制度和技术创新找到一种农户易于接受且能进行个性化服务的风险管理工具，来转移和分散农业生产经营者面临的日益凸显的市场价格风险。在这样的背景下，农产品价格保险被催生出来。

农产品价格保险是指以约定的农产品销售价格为保险标的的一种农业保险，是转移和分散农产品价格风险及保障农业生产经营者收入的一种风险管理工具。它针对不同生产经营群体提供个性化产品服务，特点是简单明了，交易门槛低，容易为农民接受，非常适合中国现阶段农业生产经营的实际需求，具有广阔推广应用前景。然而，农产品价格保险规模化推广应用也存在一些突出问题，限制了其大规模推广和应用。

### （二）农产品价格保险推广应用难题

当前，在农产品价格保险试点推进过程中存在两大难题。

一是农产品价格保险产品设计中保障价格的设定问题。农产品价格风险是未来市场不可预期因素导致实际价格偏离预期价格的可能程度，保险承保的是意外事件引发的不可预期的风险，所以，保障价格要以未来农产品市场预期价格作为设定依据。因此，发现和寻找未来农产品市场预期价格，成为开发该种农产品价格保险的首要问题，倘若缺乏未来农产品市场预期价格的发现渠道和方法，就会因保障价格设定不合理导致农业生产经营者严重的逆选择而使农产品价格保险无法开展。

二是农产品价格保险巨额赔付风险的分散问题。农产品市场价格风险属于系统性风险，它会导致区域内所有投保者可能同时遭遇价格下降，并低于保障价格，造成经济损失，使保险公司承担着巨大的赔付风险，而这种巨额赔付风险很难通过保险基于的“大数法则”予以空间上分散，再保险也不愿承接和转移这种巨额风险。

倘若保险公司难以找到转移和分散这种巨额赔付风险的渠道和方法，那么农产品价格保险也难以得到规模化的推广应用。因此，破解这两大难题就成为农产品价格保险推广应用和可持续发展的关键。

## 三、期货市场助力破解农业保险推广难题

期货市场的价格发现和转移风险功能有利于破解农产品价格保险推广面临的两大难题。

### （一）运用期货价格来设定保险产品中保障价格

在有效的期货市场中，期货价格已充分包容了各种可预期因素对农产品价格的影响，期货价格更加接近于远期真实价格，保险人和被保险人双方都不会做出比期货市场更好的预测，所以，期货价格是最理想的预期价格。发达国家的价格保险都是以期货价格作为预期价格，用来设定保险标的保障价格。未来实际





价格低于保障价格的差额，完全是由保险合同签订后的不可预期的因素造成的，这样就可以规避逆向选择问题。

期货是标准化的商品合约，现货和期货对应的标的物不可能完全一致，由于质量和等级差异，当两种商品价格存在着相对固定的比价关系或称升贴水关系时，可依据保险标的物与期货交割标准化商品比价关系，设置保险保障价格为期货价格一定比例或设置一定免赔率，也可利用期货市场点价交易方式由专业风险管理公司提供。

## （二）运用期货市场进行价格保险“再保险”

期货市场能够用来转移保险巨额赔付风险。利用期货市场风险对冲功能，保险公司在承保农业生产者农产品价格风险的同时，在期货市场上卖出与承保品

种相同、数量适当的期货合约，从而将从农业生产者转移来的风险全部或部分再转移到期货市场投资者、投机者身上，达到规避价格保险面临巨额赔付风险的目的。

具体来说，当保险标的价格上涨时，保险公司的保费收入可以支付期货交易成本；当保险标的价格下跌时，保险公司通过期货市场的盈利可以弥补保险赔款支出。这样，保险公司就起到了引导农业生产经营者通过期货市场转移市场价格风险的中介作用。

另外，保险公司可通过购买看跌期权来分散保险巨额赔付风险。保险公司给农业生产者承保相当于卖出看跌期权，承担了农产品价格下跌的风险，需要同时在场内或场外购买与承保品种相同的看跌期权来对冲承接的风险。当保险标的价格上涨时，

保险公司的保费收入可以支付期权费用；当保险标的的价格下跌时，保险公司通过选择期权行权所获得的盈利来弥补保险赔款支出，达到规避价格保险面临巨额赔付风险的目的。

由此可见，在农产品价格保险的基础上，运用期货或期权工具实现对冲，期货市场对保险机构面临的巨额赔付风险进行了“再保险”。

#### 四、我国农业“保险+期货”的实践探索与完善建议

2013年以来，全国各地在农产品价格保险试点中利用期货、期权设定保险保障价格和分散保险机构巨额赔付风险方面开展了积极探索，创新了“价格保险+场外期权+期货市场”的模式。该模式为分散数量众多的小规模农业生产经营者面临的市场价格风险，提供了一条简单易行、成本低廉、推广性强的新思路和新借鉴，取得了宝贵的经验，但同时也面临诸多技术和制度上的问题，亟需改革和完善。

##### （一）“保险+期货”模式探索和试点

该模式由大连商品交易所、人保财险辽宁分公司、新潮期货公司2015年在辽宁盘锦玉米上试点开展。


具体做法是：农民合作社向人保财险辽宁分公司购买1000吨玉米价格保险，约定价格为每吨2160元，支付保费11.5万元；人保财险辽宁分公司向新潮期货公司购买1000吨玉米看跌期权，支付权利金9.67万元；新潮期货公司将保险公司购买的看跌期权在大连商品交易所进行期货市场对冲。由于2015年玉米价格低于约定价格，合作社获得保险赔付24.1万元，保险公司获得新潮期货公司赔付24.1万元，新潮期货公司的赔款来自于期货市场对冲盈利。

同时，大连商品交易所在鸡蛋、郑州商品交易所在油菜籽、棉花等品种上也开展了广泛试点。目前，广西已按照这种模式启动了“糖料蔗价格指数保险”试点。

##### （二）模式推广需进一步完善

该模式推广涉及到农业生产经营者、保险和期货公司、期货交易所和政府多方参与和交易。利用保险、期货期权等市场化手段管理农产品价格风险在我国还是新生事物，农业生产经营者普遍缺乏价格风险管理意识，面对市场价格涨跌只能寄希望于政府补贴或政府稳价。农业等相关部门绝大多数干部对价格风险管理和对冲原理不清楚，对具体操作更是不甚了解，甚至对市场化风险管理持畏惧和抵触态度，难以形成推动模式发展的动力。所以，迫切需要将保险、期货等市场化风险管理工具应用知识纳入新型农民教育内容，开展农产品价格风险市场化管理专题培训。

保险公司在通过期货市场进行风险转移实现“再保险”操作中存在制度性障碍。例如，由于缺乏相关财务和税务指导性文件，保险公司购买场外期权的权利金在财务中无法列支为“再保险”科目，从期货公司获得的赔款也需要列支为“盈利”上税，同样类似问题也困扰着期货公司，严重制约了保险和期货公司主动推广此模式的积极性。

我国农产品期货市场和场内期权不完善，上市的农产品品种还较少，且上市的一些大宗农产品受国家直接干预政策影响交易量普遍不大，现货市场价格风险很难通过期货市场完全对冲。另外我国期货交易所还未推出场内期权产品，保险公司只能通过购买期货公司提供的场外期权产品来对冲赔付风险，而期货公司再利用其专业操作优势在期货市场进行相应期权的复制，从而转移和化解市场价格风险，但期货公司采用复制期权方式对冲风险，费用高、风险大，影响对冲效果，因此，迫切需要稳步推进场内期权、发展农产品期货交易、完善保险公司购买期权相关财务制度，扩大期货市场风险对冲“容量”。

（作者系中国农业科学院农业风险管理研究中心主任、研究员、博士生导师）



# 一叶知秋：小黄金里的大世界

■ 文/蒋舒

进入2016年，在国内外股市持续下跌中，原本沉寂的黄金开始闪耀：国际金价从2016年1月4日的1082美元/盎司开始发力，一路上扬，截至3月24日国际金价收于1221美元/盎司，上扬幅度高达12.85%。自2013年4月和6月金价暴跌确立牛市终结后，进入熊市的黄金市场久已淡出投资者视野，但今年以来的强劲走势使得机构和个人投资者都开始重新审视黄金的投资价值。

黄金在古今文化中的特殊地位毋庸置疑。作为权力和财富的象征，黄金自古既受到了人们的歌颂和追捧，也成为了批评和指责的对象。英国大文豪莎士比亚在《雅典的泰门》里那段有关黄金的经典独白凸现了黄金的魔力：“闪光的金子！你可以使黑的变成白的，丑的变成

美的，错的变成对的，卑贱变成尊贵……”汉代名臣晁错认为“夫珠、玉、金、银，饥不可食，寒不可衣”，但是同时也承认珠玉金银“为物轻微易藏，在于把握，可以周海内而无饥寒之患”。在金本位时代，黄金是欧美国家货币体系的基础。英国经济学家凯恩斯在论述黄金的货币属性时所指出的：“黄金在我们的制度中具有重要的作用。它作为最后的卫兵和紧急需要时的储备金，还没有任何其他的东西可以取代它。”

然而，现代金融投资市场中黄金的地位与其在人们心目中的文化地位并不能等量齐观。脱离了金本位制度和布雷顿森林体系的黄金，在当代市场条件下只是一个与原油、有色金属等并列的商品投资品种。因此，过去的一百年见证了黄金从货币的神坛走入投资的市场，

昔日作为货币体系基石的“大黄金”，已逐步转型为商品投资市场一员的“小黄金”。

## 美元：黄金价格趋势的主线

黄金货币属性的消退并不等于黄金市场重要性的下降，相反，在错综复杂的全球金融市场变化中，黄金市场是观察国际经济大世界的窗口。黄金价格波动的原因似乎无所不包，上至国际地缘政治、金融体系和经济格局，下至股票市场波动和黄金需求变化，凡与金融沾边的因素，似乎都与金价波动有着或多或少的关联。

作为一个影响因素众多、金融属性极强的特殊商品，任何时候有关黄金价格走势的展望都会充满着分歧和争论。因为影响因素众多，黄金价格展望的多空双方都可以从

“

美国经济复苏而新兴经济体增速下降并存的局面，则意味着美国股市在经济复苏刺激下仍有继续上扬的动力，而中国股市则难以出现趋势牛的格局。

”

众多的金价影响因素中找到支持自己论断的依据；因为金融属性极强，商品价格走势分析中最通用的供给—需求分析框架在黄金价格分析中却不甚得力。

通过持续的研究分析和长期的投资实践，我们发现，市场上流行的各类黄金影响因素中能够系统性、大概率地预测未来黄金价格趋势的因素是美元汇率。自1973年布雷顿森林体系瓦解使得黄金与美元脱钩以来，黄金和美元在过去的40年时间里呈现出明显的反向关系，即：每逢美元的走强周期，必是黄金市场的熊市；相反，每逢美元的贬值周期，则黄金市场牛市来临。

有着黄金—美元反向关系这条主线，黄金价格波动就成为观察美元汇率走势乃至全球经济格局的切入点。回顾一下2000年至2011年的黄金超级大牛市，这轮大牛市恰恰是在小布什上台后美元汇率进

入贬值周期的大环境下发生的，而黄金市场之所以在2011年9月以后牛市风光不再，至今都没有摆脱熊市格局，其最根本的原因在于美元汇率由弱变强。

众所周知，从2012年始，美国经济从次贷危机中开始恢复的势头逐渐显露。美国经济复苏的势头不改，这既成为美联储启动美元加息周期的资本，又会在经济增长和资本流动的层面支持强势美元。美国的本轮经济复苏与之前20年的复苏有所区别：在以往美国经济复苏中，金砖四国等新兴经济体的高速增长令其黯淡；但是本轮美国经济复苏却是在新兴经济体的增速整体向下的背景下发生的，全球经济“西热东冷”的格局将支持未来3-4年美元的强势周期。

表1列出了国际货币基金组织最新的有关2015年和2016年全球主要经济体的增长预测，我们可清楚地从中看到“西热东冷”

表1 国际货币基金组织对于全球经济（实际GDP）的最新展望

经济体	2015年 (%)	2016年 (%)
美国	2.57	2.84
欧元区	0.87	1.48
日本	0.59	1.00
英国	2.52	2.23
中国	6.81	6.30
印度	7.23	7.46
巴西	-3.03	-1.04
俄罗斯	-3.83	-0.83

数据来源：IMF，山金金控



的主流全球经济增长格局预期。

基于黄金与美元的负相关来展望黄金价格走势，美元汇率的强弱就成为关键。以目前美国经济在发达经济体中率先复苏的态势来看，加之美联储美元加息周期的展开，我们认为，强势美元周期在未来的2-3年的时间里是汇率市场的主线，因此2011年9月以来的黄金熊市尚未走到尽头。尽管今年以来金价的大幅上扬给投资者留下了深刻的印象，但其性质仍属于熊市中较大规模的反弹，并不是黄金由熊转牛的开始。要问金价何时彻底摆脱2012年以来的熊市状态，何时算是跌倒尽头可以“抄底”，根据以美元反向来预测黄金的逻辑，我们的回答是：“美元见顶日，黄金见底时。”

## 第一波涨势结束，三季度或卷土重来

由于金价今年以来有一波上扬行情，市场大多将之与中国和国际股市下跌对比，并认为黄金避险功能显灵，其实，从黄金一美元的反向关系来看，金价上扬的主要动力来自于3月份美联储没有加息导致的美元下跌。不过，随着3月份美联储议息会议的结束，3月份不加息尘埃落定，6月份美元加息预期的升温很可能令二季度美元走强而金价回调。

3月份的美联储议息会议是给去年12月美元首次加息后激进的美元加息预期浇了一头冷水，但还


没有达到令年内美元加息预期消散的程度。当市场调整了以往激进的美元加息预期后，自然会开始猜度年内可能的两次加息发生在什么时候。以目前市场主流预期来看，相当多的投资者和机构看好6月份美元加息的概率，这意味着，一旦美国核心的经济数据如非农、失业率和CPI同比朝着有利于加息的方向发展，市场预期的风向便会从年内四次加息减为两次的美元悲观情绪，一举蜕变为6月份美元加息启动的乐观预期，在美元屡屡下跌之下，继续看空美元的风险不可不防。一旦美元在短中期见底反弹，便意味着金价高位震荡的格局将被打破，被延迟的金价回调将最终兑现。

目前美国的失业率已降至4.9%，距次贷危机最高峰10%下降过半。过去30年美国失业率的最好水平是在美国新经济繁荣时期，大约在3.8%-3.9%的水平，而目前4.9%的水平意味着美国经济确实在次贷危机以后取得了较大复苏。除此以外，近期原油价格的触底反弹，很大程度上将带动美国通胀水平回升。失业率的下降和通胀水平的回升，都指向了6月份美元加息的可能。因此，随着金价在一季度的飙升后，二季度将是金价的回调整理期。金价的下一波上扬行情或许要到三季度才会显现。

## 小黄金折射大世界

尽管黄金价格影响因素看起

来众多，但从历史数据抽丝剥茧，我们发现美元是掌握金价起伏的钥匙，于是，看似复杂的黄金价格波动便和美元汇率捆绑在一起。不过，黄金与美元负相关却并不意味着黄金市场的单调。正是通过黄金一美元反向关系的传导，黄金市场的起伏折射出全球经济金融格局的诸多变化。

观黄金，知天下。正因为黄金价格的走势与国际外汇市场和经济格局息息相关，金价走势可以为投资者提供超越黄金市场以外的信息。熊市犹存的黄金市场对于汇率市场的投资者意味着强势美元的延续，即所有的非美货币对于美元而言都是走弱的趋势。而支撑美元强势的经济格局则意味着未来美元进入加息周期的同时，非美经济体的货币政策依然宽松，对于中国投资者而言，这意味着美元基准利率上行的同时人民币基准利率仍会下行，人民币固定收益类理财产品收益率不断下行。同样，美国经济复苏而新兴经济体增速下降并存的局面，则意味着美国股市在经济复苏刺激下仍有继续上扬的动力，而中国股市则难以出现趋势牛的格局。因此，虽然黄金已经不再披着货币的神秘面纱而高高在上，但通过观察黄金市场依然可以获得超越黄金市场的金融市场图景，这也正是研究黄金市场的重要乐趣所在。

（作者系山东黄金首席分析师）



## 招商期货王志斌： 以金融期货为基石 构建多元化竞争力

■ 文/特约通讯员 汤巾

风起，帆动。

金融转型大潮迫使期货公司调整航向，拥抱变化；同时，更广阔的成长空间也绚烂敞开。

找到符合公司特点的航向，是掌舵人面临的最大考验。

招商期货总经理王志斌基于公

司的券商系优势，提出“以金融期货为主，商品期货为辅”的发展路径，志在将公司打造成为“锐意创新、投资服务能力突出、具跨境服务优势的专业化衍生品服务提供商”。被招商证券收购9年来，招商期货稳扎稳打，在研究能力、机构客户服

务能力、信息技术支持能力、风险管理能力等方面确立了领先优势。2015年，该公司营业收入、手续费、净利润等多项指标的行业排名大幅上升，并在期货公司分类评级中获得AA级，稳居行业第一梯队。

谈到公司的竞争优势，王志斌

告诉笔者：“首先是股东的大力支持，建立了高效的IB对接机制，业务协同潜力巨大；第二，‘招商’品牌认知度高，有利于吸引客户和人才；第三，在股指期货政策下，行业内期货公司面临巨大压力，而我们由于营业部和员工人数少而负担较轻，经营效率高，人均盈利能力强。”

对于2016年的公司规划，王志斌表示，将在保持金融期货业务优势的基础上，做大资产管理业务、投资咨询业务、风险管理公司业务，培育新的收入增长点，构建多元化盈利能力。

## 初创期渡过难关

王志斌和期货的缘分可以追溯到学生时代，“在北京上大学期间，选修了期货投资这门课，默默地就喜欢上了，从此开始漫漫的期货人生路。”

他曾在三家期货公司任职：1994年7月至2004年11月，历任百福期货副总经理、总经理；2004年11月至2006年11月，任长城伟业期货（现更名为华泰期货）副总经理；2006年11月，招商期货筹备期间进入公司，并于2008年起担任总经理至今。

创业之路总是不平坦的。招商期货前身为新基业期货，是全资股东招商证券于2007年收购而来。新基业期货虽然成立时间较早，但整个公司的盈利情况、市场竞争能力、人才储备、运营管理能力等均不乐观。

2006年该公司营业收入仅为377万元，营业利润亏损145万元。

王志斌以招商证券期货公司筹备组副总监的身份，参与了招商期货的整个收购和创始过程。经营不善、百废待兴，让王志斌体会到了公司起步的艰难，而他身上的压力还不止于此。“招商期货与股东之间的合作机制新建、企业文化重塑和融合等方面也给我的工作提出了不小的挑战。”

面对困难，王志斌自有应对之道。他坚持“硬执行+软文化”的原则，既保证并购重组的交接工作顺利进行，又为公司业务未来发展奠定了基础。

“硬执行”方面，他明确规则和责任，根据《产权交易合同》及新基业的实际情况，促成公司新股东与原股东达成协议，签署了《过渡期工作交接的备忘录》，明确实行“双方共管”的原则以及双方的权利义务，有效保障过渡期内未发生任何重大风险或影响公司正常经营的问题。

“软文化”方面，他对公司文化进行重塑和融合，在保证新基业员工稳定的前提下，加强对员工进行招商文化的宣传力度，积极在公司内部打造“包容互助、勇于开拓”的文化氛围，鼓励员工之间互帮互助。与此同时，业务发展方面，以营销工作为核心，全面提升公司的服务和培训体系，做好客户储备；稳步推进IB各项管理工作以及期货营业部建设工作；确定研究为营销

服务的理念，推进研究体系、产品设计能力建设，为公司业务创新铺路。

谈到自己的管理理念，王志斌总结到，业务发展策略方面坚持以客户为中心，不断提升客户服务能力，致力于为客户提供全产业链、全平台的期货专业服务；人才管理方面坚持“以人为本，任人为贤”的用人理念，公司人才结构优化、员工整体素质高，战斗力强，人均创利能力位列行业前列；秉承“合规创造价值”的理念，高度重视内部控制和风险管理工作，风控合规体系完善，成为连续7年风险管理与合规情况获得满分的期货公司。

## 因势利导成就发展

重组9年来，招商期货以稳健的发展姿态，进入行业第一梯队。

王志斌将公司发展历程分为三个阶段：

第一阶段是“练内功”。2008年中国证监会核准招商证券为招商期货提供中间介绍（IB）业务资格，公司成为国内第一批与券商开展IB业务的期货公司，公司在稳步推进商品期货发展的同时，大力推进IB业务管理，加大营销活动培育市场，积极筹备金融期货成为公司苦练内功的核心。

第二个阶段是“逢机遇”。2010年4月，中国金融期货交易所正式推出沪深300股指期货合约，重大机遇之窗已开启，2010年8月

“

人才匮乏也是期货行业亟待解决的问题。期货公司对专业人才依赖程度较高，优秀期货从业人员已成为稀缺资源。

”

股东招商证券再次注资，注册资本由1.2亿变更为3亿元，同时，公司积极推进期货营业部建设步伐，公司当年的代理交易额较上年激增455%，净利润大增195%。

第三个阶段是“上台阶”。2015年，金融期货的火爆行情带动全国期货市场总成交量快速上涨，以金融期货业务为主要优势的招商期货的核心经营指标实现历史性跨越，迈上新的台阶，营业收入首次进入行业前十四名，手续费收入首次进入行业前十名，净利润首次进入行业前九名，较2014年分别上升了七名、九名、三名。

业绩的持续改善和公司采取的战略密不可分。结合券商控股背景，王志斌提出“以金融期货为主，商品期货为辅”的路径，这主要是考虑到控股股东招商证券的客户主要都是交易股票等金融现货为主，转化成金融期货客户有先天优势。

“在IB业务的对接上，我们在业务制度、业务流程、营销政策、服务网点与服务能力方面与股东单位充分融合、充分协同，将潜在有利因素转化为现实优势。机构客户的开发也充分利用招商证券各IB营业部、总部各部门的优势和丰富资源，通过加大服务力度、共建快速交易系统等，共同开发机构客户，取得了不错的效果。”王志斌说。

招商期货采取IB和直销两轮驱动。IB业务方面，在业务制度、业务流程、考核办法、奖惩措施等方

面都进行了深耕和优化，公司IB业务发展成效显著。直销业务方面，不盲目扩张，不好高骛远，而是以盈利为导向，实行低成本扩张策略，全国仅有6个直销单元（含总部），主要分布于上海、深圳、北京、浙江、广东这些经济总量较大、资金与潜在客户资源丰富的地区，借助公司机构客户服务与产品开发服务两大平台，可以有效辐射长三角、珠三角、京津冀等地区。2015年公司直销客户权益占比已突破50%的份额，直销业务扩张能力持续加强。

## 应对经纪业务竞争

经纪业务竞争日趋激烈，“佣金战”让期货公司利润承压，但招商期货仍有自己的一套办法化解难题。

他们从研究、信息技术、风险管理、客户服务等方面，坚持“以市场为导向、以客户为中心”的理念，长期不懈地进行人力、财力、物力的投入，逐步树立了“招商”的品牌和影响力。同时，加大机构客户的占比，将机构客户权益占比列入公司战略目标，通过多渠道开发机构客户，同时完善机构客户的上中下游产业链服务。

王志斌透露，“以私募机构客户为例，我们一直在上游私募客户群挖掘、中游产品发行通道和下游产品发行与资金来源上面下大力气整合，2015年公司新开发特殊法人机构客户343户，助推机构客户



权益占比突破 52%。”

通过提升客户的服务附加值，招商期货得以避免陷入恶性价格竞争当中。其对客户有一个服务体系，包括一线营销人员的日常服务、营销推动、投资者教育结合的“智胜讲坛”、研究报告，及研究员针对大客户的“点对点服务”、投资咨询建议和投资咨询人员针对收费客户的“点对点服务”、IT 信息系统的个性化服务等等。

“在创新渠道营销方面，我们希望在证券 IB 渠道之外，在政策允许的范围内，再创新一些新的营销渠道，争取花 2-3 年时间，通过创新营销渠道再造一个 IB 业务。”

目前，期货公司网上开户正在推行，招商期货已推出三种开户渠道，分别是临柜开户、电子开户和互联网开户渠道。

2014 年 12 月推出的电子开户，是由开户人员使用公司的移动终端 APP 为客户办理开户手续，因便利性和高效性迅速成为公司开户的主要方式，开户数量逐步提升至月开户总数的 41%。自 2015 年 7 月 10 日期货市场监控中心互联网开户云平台正式上线以来，公司通过互联网渠道累计完成开户 927 户，占总开户数的 18%。随着营业部对于互联网开户便利性 & 高效性的认可，通过互联网开户渠道完成开户的客户数量逐步提高。公司于 2016 年 2 月份共完成开户 455 户，其中通过临柜开户传统渠道完成开户 106

户，占总比为 23%，通过电子开户渠道共完成开户 110 户，占总比为 24%，通过互联网开户渠道共完成开户 239 户，占总比为 53%。

未来，招商期货将通过微信、网站和移动终端 APP 渠道受理客户业务申请，建立业务全覆盖的互联网客户服务平台。在服务产业客户方面，王志斌认为，懂产业、懂企业，是期货公司的核心竞争力之一。最近两年，招商期货在产业研究上做了大量的基础工作，秉承基本面、产业链和定价研究的基本理念，坚持以研究为本，以及“三多五熟”（多阅读、多思考、多交流；熟现货、熟交割库、熟交易所、熟同行、熟客户）的工作作风，以专业服务产业，全产业链调研及产业论坛成绩明显。2015 年公司共举办 24 场专业论坛及 60 余次调研工作，产业客户对公司的黏性明显增强。

## 创新业务稳步推进

创新业务中，资产管理业务是期货公司纷纷看好的利润增长点，而招商期货的资管业务也呈现出良好的发展态势。

据王志斌介绍，招商期货已与银行、证券、私募等机构进行合作发行“一对一”、“一对多”、结构化、权益类互换等产品，2015 年共发行资管产品近百只，最高管理规模近 20 亿元。

王志斌认为，相比银行、证券行业而言，期货公司有专业的期货

品种研究人员，具有熟悉大宗商品、有色金属、产业链结构、期现对冲产品、风险管理经验丰富的特点。期货公司可以抓住重点并充分利用自身优势开展期现量化对冲、套期保值、库存风险管理等特色业务，链接商品期货产业链上下游，实现产融双驱的资本管理模式。

“智睿理财”系列产品正是招商期货把研究成果运用到商品投资上的一种尝试。王志斌表示，“‘智睿理财’系列产品是基于我们对产业运行逻辑的挖掘，在综合考虑价格估值等因素的基础上，推出的主动管理产品。在投研体系逐步成熟后，我们将进一步扩大与投研能力相匹配的资管规模。”

招商期货的资管产品可满足以下几种市场需求：

第一，证券和期货投资者或成立时间不长的私募公司，着眼于发行产品的需求，但碍于没有完整的业绩展示，其借助资管平台作为通道，发行“一对一”产品；第二，市场上较成熟的投资顾问，受限于自有资金规模，无法更好地开展投资工作，可通过招商期货资产管理部的通道募集资金发行“一对多”产品来扩大资金规模，包括分级产品、结构化产品等；第三，市场上部分投资者有闲置资金，但困于没有优秀的投资策略或操作时间，可以认购招商期货资产管理产品；第四，投资者与投资顾问均有融资需求，招商期货自有资金以直投优先

级、直投中间级、中间级母基金形式进行投资，做好风险控制措施。上述产品达到了投资者的预期并且自产品成立以来无发生风险事件。这些产品形态均体现出招商期货较强的创新能力。

另外，招商期货风险管理公司也已在筹备阶段。“考虑到业务模式、风险、团队等综合因素，我们一直本着宁缺勿滥的原则，把各项工作准备充分后再开展相关业务，目前准备工作进行良好，拟于近期提交备案申请。对于资金支持，我们一方面寻求股东支持，一方面开辟融资渠道；对于团队人才，一方面要自主培养，一方面要加快引入，并考虑从现货行业进行引进，以较灵活的薪酬政策去吸引人才。”王志斌说。

## 团队和文化建设并举

虽然招商期货取得了诸多成就，但随着创新转型的持续深化，公司不可避免地迎来一些挑战。

首先，混业经营及牌照放开会引入更多的竞争者进入期货市场，业务竞争将进一步加剧；第二，同业通过收购兼并、股权和债权融资等扩大规模和实力，资源集中度进一步提升；第三，私募、基金等其他金融机构或产业链公司大力引进期货专业人才，将加剧人才竞争，导致人才外流；第四，股指严厉限仓政策持续，将导致2016年金融期货成交量大幅萎缩，公司盈利情况将受到挑战；第五，程序化交易

遭遇最严监管，期货资管策略和产品规模严重受限。

对此，王志斌表示，公司将坚持IB和直销并举的策略，持续增强机构客户服务能力，加快经纪业务发展；落实投研一体化，大力发展资管业务，实现规模和收入的双突破；拓宽融资渠道，设立风险管理公司，积极发展创新业务；完善和优化人才激励制度，重点解决资管投资经理、直销团队的薪酬激励政策。

人才匮乏也是期货行业亟待解决的问题。期货公司对专业人才依赖程度较高，优秀期货从业人员已成为稀缺资源。

据王志斌介绍，招商期货的人才机制是“以人为本，任人唯贤”，一方面，该公司实施具有市场竞争力的薪酬体系和以绩效为导向的激励方式，深化绩效考核结果在薪酬激励、干部任免和职级调整中的应用；另一方面，由于不断完善任职资格管理体系和人才培养体系，调动了员工的积极性、创造性，发挥人力资本的潜能，为公司创造价值，为建设有市场竞争力、有创造力的业务团队与管理团队提供有效保障，实现公司、员工价值最大化。

据了解，招商期货团队平均年龄33岁，其中硕士以上学历占总人数的35%，投研人员占公司总人数达25%。

“我们非常重视投研、IT及营销队伍的建设，人才结构优化，员工整体素质大幅领先同业水平。公

司拥有一支高端的、梯次配置优化的服务团队，云集大量具有海外工作和留学背景、名校毕业的高学历专业人才，有能力为投资者提供丰富的产品和服务能力服务。”王志斌表示。

招商期货对文化建设同样重视有加。作为招商证券全资子公司，招商期货的企业文化与招商证券企业文化一脉相承，企业使命是“以卓越的金融服务创造价值”，同时提出了“客户至上、绩效导向、崇尚专业、人才为本、责任担当、简单高效、团队制胜、珍惜声誉”的基本价值取向，以及“服务立业、均衡发展、创新驱动、战略协同、风控增效、追求卓越”的价值创造方略。

企业文化的形成并非一朝一夕，而是项长期持久的工作。招商期货的企业文化主要通过三方面进行巩固和深化：一是通过全员培训、网站宣传、办公环境塑造等多种方式，加深对企业文化的印象和理解；二是通过树立和培养典型事例、人物，不断丰富企业文化的内涵，让企业文化的内容更加形象、更有层次；三是最重要的一点，围绕企业文化中的核心价值观和理念，新建和修订公司各项管理制度，从制度层面保障文化执行落地。

“百年招商，一脉相承，励新图强，敦行致远。”

这份信仰，是招商期货不断实现自我突破的最强驱动力。■

# 对话王志斌： 资管业务将成期货公司重点盈利来源

■ 文/特约通讯员 汤巾

转型途中的期货行业面临诸多挑战，阵痛能否换来光明的前景？

期货人心中并非没有纠结。

不过，在期货市场经历过20多年风雨考验的招商期货总经理王志斌，却显得很有信心。在他看来，期货市场服务实体经济战略地位的提升，将促使行业保持快速发展。股东背景和自身核心竞争力较强的期货公司，自然能立于不败之地。

虽然期货经纪业务面临挑战，但王志斌表示，随着行业洗牌的深化，期货公司的数量会逐步减少，从而缓解“佣金战”的压力。同时，期货公司也在迎接新的利润增长点。王志斌尤其看好资管业务的市场空间，认为继经纪业务之后，资管业务将成为期货公司的重点盈利来源，而打造有特色的产品，用业绩说话，是期货资管脱颖而出的制胜之道。

**《中国期货》：未来的期货商品市场中，哪些品种会有突破性和创新性的发展？**

王志斌：我认为商品市场上，可以标准化的产品都会陆续上市，如原油、乙二醇、面纱、白条肉等

品种。同时，能反映产业状况、交易量大的品种，相关的衍生品也会陆续挂牌。金融产品方面，利率、汇率、各种指数及其相应的衍生产品也会在时机成熟时推出，在期货市场各相关方的共同努力下，各品种都会有相应的机会。

**《中国期货》：现货企业对期货公司的服务能力提出了哪些新要求？期货公司如何提高服务水平？**

王志斌：现货企业对期货公司的诉求在两个方面，一是专业能力，一是平台服务能力。专业能力就是懂产业、懂企业，能切实帮助企业增加盈利规避风险，平台服务能力体现在能一站式解决企业在交易、交割、结算和资金管理方面所面临的问题。

专业能力提升是个长期渐进过程，需要期货公司有这个战略眼光、耐心和投入，同时，需要专业的人做专业的事，两者缺一不可。平台服务能力要在客户导向的理念下，梳理和简化服务流程，做到“傻瓜化”。

**《中国期货》：在你看来，期货**



**资管业务的发展路径是什么，如何塑造竞争力？**

王志斌：期货公司开展资产管理业务，可以减少期货市场的过度投机行为，平抑行情的非理性波动。可以改善市场的投资者结构，通过设立期货投资基金形成稳定的市场投资主体，期货资产管理拥有专业的研究和投资团队，能够帮助广大不懂期货和没有实盘经验的客户取得资产上的稳定增长。

为此，期货公司应该努力提升竞争力，讲求技术至上、业绩为王；讲求团队合作，用团队和先进的技术平台减少对个人的依赖；用团队

合作的文化，先进的技术平台和具有市场竞争力的薪酬激励政策吸引和留住人才；在策略和系统开发方面，走自主开发和外部合作相结合的路线；创建有特色的资产管理产品，实现产融双驱的资本管理模式；打造领先的技术平台。

**《中国期货》：手续费是期货公司主要收入，但这项收入正在不断减少，期货公司应如何应对这一趋势？如何通过服务创造收入？未来期货公司的业务重点或盈利来源会发生怎样的变化？**

王志斌：虽然手续费收入在期货公司收入结构中的比重会逐步下降，但随着未来期货公司的兼并重组，期货公司的数量会大大减少，手续费大战不会无休止地打下去；同时，随着金融衍生品的发展，尤其是期权的发展，期货市场会从“小众市场”发展到“中众市场”，正如欧美成熟市场或国内的券商行业，手续费收入在整体公司收入结构中还会占有30%-50%的比重。

未来期货公司的业务重点或盈利来源，除经纪业务外，当属资产管理业务。另外，风险管理业务、场外业务、跨境业务等也将成为收入的主要来源。

**《中国期货》：你对期货行业的发展趋势和前景怎么看？**

王志斌：期货行业的发展主要体现在以下几个方面：第一，国家

提升期货市场服务实体经济的战略地位，期货市场有望保持快速增长；第二，股指、商品期权、汇率、利率期货、原油期货等期货品种日趋丰富，规模将快速发展；第三，期货市场日趋完善，机构客户加快进入，机构客户市场地位及影响力快速提升；第四，投资理念的转变，投资理财需求呈现快速增长，期货资产管理业务前景广阔。

**《中国期货》：目前期货公司的短板在哪里？如何解决？**

王志斌：期货公司最大的短板是，由于行业规模较小，薪酬吸引力不够，很难吸引高端金融人才，业务同质化竞争严重，创新业务发展能力严重不足。

要解决上述问题，期货公司可以针对不同业务类型或岗位类别建立差异化薪酬激励政策，比如资管的投资经理、IB和直销业务团队根据业务发展特性分别制定薪酬激励政策。

**《中国期货》：期货公司规模普遍不大，行业洗牌在所难免，未来期货行业的格局会产生何种变化，什么样的公司能够生存下来？**

王志斌：期货公司的数量应由现在的160多家优胜劣汰至60家左右比较合适。从股东背景来看，将面临券商系、银行系、信托系、保险系期货公司共存的局面。股东背景强、自身核心竞争力强的期货公司将在严酷的市场竞争中存活。

**《中国期货》：期货行业的新业务在逐步放开和推进，你对行业监管有哪些建议？**

王志斌：第一，提高期货投资咨询资格考试通过率，或者增加期货投资顾问之类的考试。

第二，统一证券、期货和基金的资管业务监管规则，规避跨行业监管套利。

第三，完善股指期货监管中的信息披露。股指期货交易行为和交易行情要向所有市场参与者和整个社会公开，禁止内幕交易和欺诈行为发生，这是股指期货能够发挥其应有的经济功能的一个前提之一。我国的实际情况是：信息披露制度不健全，在信用缺失、信息不公开、市场透明度不高的情况下，建议完善股指期货监管中的信息披露。

第四，法律法规赋予行业自律组织有效监管的职能太少，建议赋予更多的职能。

第五，减少事前审批，加强事中和事后监管。建议监管部门进一步理顺监管流程，在既保证监管效果，又有利于企业创新与发展的前提下，改善监管方式，减少不必要的监管和无效监管，从而充分发挥期货经营机构的积极性和创造力。

第六，尽快明确“新国九条”相关政策的后续细则。“新国九条”提出实施公开透明、进退有序的证券期货业务牌照管理制度，研究证券公司、基金管理公司、期货公司、



证券投资咨询公司等交叉持牌。“混业”等相关顶层设计为期货行业的发展提供了重大的机遇，但将这一憧憬变成现实需要一个过程，建议监管部门进一步出台后续细则，明确业务延展的空间。

第七，进一步为期货资管业务放开相关限制。

### 《中国期货》：具体而言，你觉得期货资管业务需要放开哪些限制？

王志斌：第一，放宽期货公司资产管理业务的投资范围。目前的期货公司资产管理业务的投资范围已放宽至绝大部分的投资品种，为期货公司开展投资管理服务提供了支持。

为此，我建议，监管部门可以参考前期期货公司资产管理业务的开展情况，进一步放宽业务的投资范围。首先，允许投资性质等同于隔夜或短期银行存款的无风险投资品种——国债逆回购，中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种，以及融资融券和转融通新业务等；其次，允许境外金融产品投资。审慎评估期货公司

境外资产管理业务资格，允许获得合格境外投资者资格的期货公司开展境外金融产品投资，在风险可控、资金额度可控的限制下，稳健、有序地开展境外金融资产管理服务；再次，减少对关联方发行金融产品投资的限制。为提高资产管理部门的运作效率，减少管理人与委托人之间因为不必要的繁琐的沟通协商导致的无效性，建议减少管理人投资关联方发行金融产品的限制，尽可能通过合同约定方式，将投资环节的沟通进行前置，避免投资过程中的重复沟通，切实提高行业整体的投资运作效率。

第二，减少对客户资产提取的限定。在业务开展过程中，客户普遍反映资产提取方面的限定，对其参与和退出资产管理计划有一定制约作用，在其个人资金需求时，可能因为资金提取触及提前终止，导致资产管理目标无法实现。因此，建议放宽对客户资产提取的限定，允许客户自由追加和提取资产，以便于客户根据其投资管理计划配置资产管理资产，也更好地满足其在资产管理存续期间内的资金需求。

第三，取消交易员要求。由于交易员的存在很大程度上限制了交易效率，建议对《期货公司资产管理试行办法》的第三十条进行修改，取消交易员的要求，发挥期货资管业务在衍生品交易方面的优势。

第四，统一规范托管类账户和非托管类账户。现阶段监管部门对期货公司资管类账户的托管与存管未有明确规定。因此，期货资管涉及证券投资的产品均开立托管类账户，而纯期货类投资的产品统一将保证金存管于期货公司的统一保证金账户，该操作对于纯期货类投资的产品而言，资金利用率是极低的，尤其是仓位较低时不能对闲置资金进行有效的最大化利用（比如参与证券市场中无风险现金管理类品种国债逆回购的投资和有出入金限制以及交易时间限制的银行现金协议存款、货币基金等固定收益产品的投资），不利于产品收益的整体提高。建议借鉴对券商专户的监管要求，统一标准，所有的产品均开立托管类账户，真正做到资管业务和传统经纪业务的隔离监管。■



王志斌

### 人物档案

1971年2月出生，香港中文大学MBA，具有20余年期货从业经验，历任百福期货、长城伟业期货等副总经理以上高管职位，现任招商期货公司董事、总经理兼法定代表人，深圳市期货同业协会副会长。



## 放飞梦想，追寻诗和远方

### 【编者按】

一年之计在于春。春天孕育着希望，期货世界更是在春天里承载着无数梦想。有句话曾说，梦想很丰满，现实很骨感。期货人的一生，注定是一个不断努力、不断坚持、不断学习的一生，即使在某一阶段，付出和收获不一定能成正比，期货人依然会义无反顾，毫无怨言。

人生路途上总会有风有雨，但偶尔也会有惊喜。放飞梦想，尤其在这个斑斓的春天，让生命如四季更迭的花海般绽放。正如高晓松在他最新的一首歌中所写道，“生活不只是苟且，还有诗和远方”。本期“文化·生活”，将带领大家走进不同期货人平凡却精彩的心路。

# 写在三十岁前

■ 文/褚梓言



2015 年于我，是人生转折的一年。

这一年，我的主题就是工作。整天都在跑来跑去，最忙的时候四五件事情一起做，既要保证质量又要满足期限，既要迎合顶头上司又要搞好客户关系。每天都像个停不下来的陀螺，说话说得连饭都吃不下，晚上躺在床上耳边都是电话在响的幻觉。我并不开心，这样日复一日的机械工作无法让我成长。直到有一天，我看到朋友转发的微博上，我的男朋友牵着一个大腹便便的女孩在婚礼上幸福洋溢，我一下子就清醒了。

5 月中下旬，我给的职业做了一个小调整，从银行业跨转至期货业。离开了父母的羽翼，独自到一个陌生的城市打拼，最初不是没有迷茫过、彷徨过。我曾经偷偷衡量过失败的最大损值，随后就淡然了。就算最终失败，那又能怎么样？这一路学到了不少东西，为下次做事情积累了经验和能力，学习的过程本身就比我能得到这份工作的结果更有意义。

徐沪生老师在新书《少年啊，前路漫漫》中有一段描述，大意是：二十七八岁的年纪，重新开始的成本很低，不趁着这个时候多尝试不同的选择，多接触新的东西，学习面对新的境遇，并从中获得成长，反而总想着怎么才能过得安稳，左躲右闪，恨不得这辈子不要遇到任何风险，这岂不是提前过上了八十岁的养老生活。读过之后深受启发，我不想等到老去的时候回头抱怨人生

太过平淡，庸庸碌碌，一事无成。

就这样，12 月我顺利入职，成为东海期货的一员。在家人朋友都说我不可能成功的情况下，我做到了。我体会到如果内心有一个非常想要去完成的目标，那股冲劲是势不可挡的，也是轻易不会动摇的。

由于目前工作的岗位，我可以在较短时间内接触到不同行业的不同人，新的行业领域新的知识也让我兴奋不已，这是我喜欢这份工作最主要的原因。平时和客户聊聊天，看看他们工作生活的状态，听听他们有关于目前对行业的一些见解，都使我受益良多。我开始改变自己固有的思维方式，尝试换一种想法看待和思考问题，这是一种很宝贵的经验。于我而言，能够愉快的工作，也是一种很好的生活。我乐于当下，感觉一切终于开始走上了一个正确的轨道，所有的事情都在按照它应该的样子发展着。

过年意味着一年的结束，无论过去曾经经历怎样的困顿与挫折，在这一年结束的时候都已经成为往事。新的一年一切都是崭新的开始，有了重新来过的机会。过年也往往意味着寒冬即将结束，暖春即将到来。终于可以将自己从阴冷的室内和臃肿的冬衣中解放出来，清爽利落地活着。

来年，继续。

要身体健康，要努力工作，要知足感恩。

（作者就职于东海期货）



# 放飞梦想，从心出发

■ 文/李姣



日，腾云而跃；月，迎风犹见；本是云淡风轻，谁扰？  
忆往昔，还记得那个心系祖国，梦想爆棚的孩童吗？  
还记得那个“两耳不闻窗外事，一心只读圣贤书”的学  
生吗？还记得那个满怀抱负，一腔热血走进大学校园的  
有志青年吗？

现如今，仿佛随着年龄和阅历的纵横延伸，留下的  
只有一日三餐。曾几何时，杜工部漫步江畔，春光融融，  
独创“桃花一簇开无主，可爱深红爱浅红”；杨万里重  
返西湖，夏日风情，感叹“接天莲叶无穷碧，映日荷花  
别样红”；元稹散步菊丛，秋日薄暮，吟唱“不是花中  
偏爱菊，此花开尽更无花”；陆游驻足断桥边，寒风凛冽，  
长叹“无意苦争春，一任群芳妒”。

文人墨客眼中，生活是一种境界；诗人笔下，生命是  
一种情怀；然而，当今的我们仿佛活在假想的世界里，身  
体感受着时代发展带给我们的快感，心里却活在虚假的空  
间，自以为是地感受着虚假的感受，自以为是地体验着虚  
假的体验，生活的真谛早已消失在总是拥挤不堪的道路之  
中，生命的真谛早已淹没在总也睡不够的抱怨之中。

一部《行尸走肉》受到热捧，与其说是对影视题材  
新视野的热衷，不如说是当今的我们突然间有了危机意  
识，带着已知结局的心态积极参与这场殊死博弈。在这  
个物欲横流的世界，刹那间，每个个体难道不是空有皮  
囊的肉体？生命的价值只有在这一刻才彰显重要。随着  
时光的推移，怀抱梦想的自豪感、充实感已是昨日黄花，  
活着不知从何时起是为生活而活，而不是为生命而活。

海德格尔讲过“思最恒久之物是道路”；毕达哥拉  
斯讲过“不能制约自己的人，不能称之为自由的人”；  
卢梭讲过“德行啊！你是纯朴的灵魂的崇高科学”……

哲学家们用不同的方式解释世界观，从不同的角度诠释  
价值观。然而，承袭至今，似乎话语还是那些话语，留  
下的只是依稀记忆。原因不言而喻，在这个物欲横流的  
社会，在大多数人眼中，惟钱权是也。

先哲们穷尽毕生精力，他们想要传承的不仅仅是真  
理警句，更希望后人对生活、对人生有更深刻的思考，  
对责任和价值有更深刻的诠释，而不是无畏的随心所欲，  
为所欲为。现如今，翻开报纸，每天必有深陷物质的泥  
淖而不能自拔之人，他们长期以来建立的价值观在欲望  
面前以摧枯拉朽之势瞬间崩塌。生活仿佛只是生活本身，  
生命只是依托物质的存在。

城市的喧嚣难掩对旷野的向往，都市的繁华难抵对  
小巷的执着，生活本就无情，怎奈人有情；广阔天空需  
要无际草原的相伴，灵动草原需要驰骋骏马的映衬，自  
然本是无情，奈何人多情。这种“无奈之情”，从古至  
今都只是文人墨客的爱的表达，心的寄托。凡夫俗子  
的我们，欣赏的能力、赞叹的时间应该有吧，奈何现代  
的我们关注最多的是娱乐版头条及明星八卦。哲学家告  
诉我们存在即合理，既然我们都是合理的存在，为什么不  
为他（她）加个修饰词——有价值。为什么不能像毛主  
席那样即使在四面楚歌的环境下，仍旧拥有赞叹自然“万  
类霜天竞自由”的壮志豪情。

我们作为祖国的中坚力量，是时候重拾那份依稀记  
忆，是时候重振那份风发意气，是时候重谱那份珍贵梦  
想。而立之年的我们回首谈生命，岁月流逝在带来了皱纹增  
长的同时，也让生命如四季更迭的花海一样重新绽放吧。

重新出发，从心出发……

（作者就职于方正中期期货天津营业部）



# 期货魅力与感悟

■ 文/刘翔

期货，绝对是个不容易进更不容易出的魅力行业！

它的投资精彩之处在于——不仅使你赢得很精彩，同样可以败得很精彩！

总之，一旦你进入期货行业，有幸与期货投资者为伍，就注定了这一生不会平庸！

古话说，“男怕选错行，女怕选错郎”，进入期

货，你要谨慎！

而我，有幸进入期货行业，岗位的性质决定了我需要常与期货投资者为伍。

表面上，我们风光无限，甚至还被外界披上一层神秘面纱：顶着金融行业白领金领的头衔，坐在宽敞的办公室里，窗明几净，茶香惬意，熟练地敲着键盘，真的是弹指一挥间，不费吹灰之力却能决胜千里之外。但谁人可知，这其实是一个深得没有底、苦得没有边的行业，也许你用一生的时间都无法碰触到它的本质。

有一次我去参加一个金融高峰论坛，一位业内知名人士讲了一句话，我感触颇深。他说：“在投资市场里，银行资金是最赚钱的，因为他们的成本最低，其次是保险，……，最后才是期货，但期货的从业者却是最勤奋、最好学的，因为次次开会他们都会踊跃参加，很少见到银行工作者如此积极。”

此言一出，台下哗然，所有期货从业者都不禁会心一笑。确实，期货人的牙关总是咬得比别人紧，心中的期待总是比别人多，工作的时间总是比别人长。期货人的一生，注定是一个不断努力、一直坚持、不断学习的一生，且这种努力、坚持与学习并不一定能使你取得最后的圣杯，也许走到人生的墓地你依然是一个失败者，就像苦练了20年的运动员，最终也没能站在最高领奖台上一样，遗憾但无需后悔，人生本来就是如此。

对于投资者来说，期货不过是一项生意而已，但却决非一般的生意！其他的行业一般不会给你这么多的机



会，在有限的生命中去体会太多成功与失败，只有期货可以让你在几十年的人生经历中体验如此多的高峰与低谷，让你有这么多的机会去学习如何面对成功与失败。任何投资都有风险，但风险的降临都不会像期货那样来得如此之快，一个房地产项目投资周期可能要3年才有结果，但期货投资也许只要3天就会揭晓谜底，极端时甚至只需要几分钟你就已经暴富或破产。就刺激性而言，没有什么行业像期货市场，短短时间，会让你经历一生的传奇！

期货投资者从不孤独，因为他们每天都有谈资，滔滔不绝地将一天的行情经历与人分享；期货投资者又是孤独的，因为内心深处的痛苦与喜悦是难以用语言表达的。赢的时候，投资者会觉得自己是天才，输的时候，投资者又会感到自己是傻瓜，天上人间的落差只是瞬间而已。没有单的时候很无聊，有单的时候更着急。总想看透明天，但却永远看不透。因为期货市场会让人觉得这个世界每天都是崭新的，没有一天的行情是相同的，但历史却又有规律地重演着。

期货市场是一个没有硝烟的战场，只是没有血肉横飞而已，但其残酷程度决不亚于战争，醉里挑灯看剑，梦回吹角连营，无处觅硝烟，谈笑间，乾坤已定。

做了期货你才能更深地理解胜负的含义、人生的无奈、大千世界的变幻多端。你才可以品味出“滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄，是非成败转头空，青山依旧在，几度夕阳红”的人生态度和历史沧桑。做了期货再上岳阳楼，你会重新体味“不以物喜，不以己悲”的个中奥妙。

期市如画，但英雄折腰！期货市场有赢家就有输家，赢家有共同点，输家也有。

赢家多为性格开朗，为人稳重，乐善好施，且善于总结自己，能主动接受批评，并及时改正。而输家多为患得患失，舍不得放不下，赚钱就跑，赔钱就挺，赚小钱赔大钱，且不爱和强者交流或是不善于总结，不爱接受他人批评和建议，看不到自己的缺点，就是看到了，也无法及时纠正错误。

期货最大的魅力是认识自己，了解自己，展示自己，

发挥自己的潜在力量，而后将获取的利润作为奖励，证明自己人格、人性的提升与改变。很多人梦想赚更多的钱、操作大的资金，怀揣这个梦想进入期市，最终却颓丧出局，不是他们不够钻研，不够努力，而是无法战胜自己的缺点，没找到利用自己优点的方式方法。

人的性格是一种双重组合：坚定与动摇、顽强与脆弱、胆识与畏缩、耐心与急躁、细心与大意、骄傲与谦虚、知足与贪婪、果断与迟疑……成功的交易者之所以成功，并非天生没有缺点，而是在实践的磨炼中，努力发挥了自己的优点，克服了自己的缺点。

中国有句古话叫万变不离其宗，世界变化万千，我们很难踩对每个步伐，也很难辨别哪些对自己有利，哪些不利，不要被眼前五彩缤纷的事物所迷惑，有所得必有所失。作为一个期货人，唯一要做的就是自修内功，把自己一点点做强，之后再做大。一如《金刚经》所言：“一切有为法，如梦幻泡影。如露亦如电，应作如是观。”浅显，但不失为精妙。

人生无非输赢二字，但人更重要的是应该学会正确面对输赢。不乱于心，不困于情。一个心浮气躁、缺乏耐性的人，往往会因小失大，因贪图眼前而错失未来，永远无法成为一个优雅而闲适的人。只有耐得住寂寞、经得起诱惑，且心平气和的人，才能收获最满意的人生。

期货是一种生活方式，融入期货，你就可以从另一个角度理解这个世界的广阔，从另一个角度理解人生的精彩，从另一个角度了解你自己。一轮行情的输赢说明不了任何问题，长期稳定的赢利才是赢家。

期货投资，与其说是技术，不如说是艺术，与其说是赌博，不如说是拼搏，与其说是做盘，不如说是做人。每一张单都透射出人性的色彩、品性的臻贵。

人生搏击，期货可能是最好的舞台。期货市场的走势和盈亏曲线就像一个人的人生缩写，性格变了，走势也就变了。好的性格、好的品行就会有好的朋友、好的机会、好的人生走势图。■

（作者就职于津投期货研发部）

# 你好！研报

■ 文/黄耀伟



我是一名期货分析师。众所周知，写研究报告，是分析师的本职工作。自2010年以来，我已在这个岗位战斗了近6个年头。写过很多的评论、研报和培训课件，期间也获得过一些荣誉，如2012年获文华财经三季度研究报告冠军，2014年获大连商品交易所养殖饲料类优秀研究员称号。

期货研究，本质上是分析师专业化的主观判断。既然是主观判断，分析师就会受到各种主观因素的影响。分析师的工作主要是设法收集可能影响供需结构和宏观经济的各种信息，并根据合理的逻辑对这些信息进行分析。

从写期货研究至今，我慢慢摸索出了一套适合自己的方法。

第一，一定要从一个好的构思开始。一个好点子的迸发，足够点燃写作的激情，并力求做到完美、有价值。很多时候我觉得做研究的，基本上是对同一个供需基本面，大的数据是相同的，如何破局，成为每一个研究员需要思考的问题。理论上，完善的基本面分析报告都应该得到一个同样的结论。但是事实上，很多著名的分析师通过近似数据分析，却得到了完全不同的走势预测。我在写研报前，总是要先考虑一个问题是：如何找出因素中的主要矛盾和这些矛盾的主要方面。

第二，研报的主要内容要经得起逻辑论证和推演。这就要求我们利用大量有价值的数据来验证观点。作为研究农产品（豆类油脂）的我，目前手头能够运用的数

据主要有：万得资讯、天下粮仓。在撰写基本的供需结构方面，确实是够用了。但是，这些数据都是二手数据，而期货研究的对象是现货产业链的真实状况，这种真实状况却掌握在很多具体的现货企业之中，这就是所谓的一手数据。破解这种困局的最佳办法就是走进企业、调研企业。过去一年中，我曾参加大连商品交易所组织的黑龙江大豆、玉米春季播种实地调研，在与同行的交流中，学到了不少关于调研方面的知识。

第三，任何情况下都要写明风险点，即使它是潜在的。我们写研报，要多问为什么。要勤于思考，对自己提出疑问。即使我的逻辑工具支持我的观点，仍然要反复思考其中可能存在的风险点在哪里。我一直记得这样一句话：分析师无法穿越未来，充分而可信地揭示风险是专业素质的体现。

第四，换位思考。如果我设身处地站在客户和投资经理的角度来看，就会发现，他们每天要看那么多报告，他们多数对具体的行业了解不是那么细致，太多细节也记不住。因此我特别重视写好报告的开头和结尾，让读者能从中鸟瞰大的产业环境、供需结构和市场看法，这样能够强化整体印象。

虽然总结了这么多关于写研报的体会和心得，但我对自己的东西仍不满意，或许是长期深浸在写作本身，缺乏与外界尤其是企业的联系所致吧。这样的研报写出来，我认为主要有两个不足：一是由于缺乏一手数据，对于产业链的联动关系很难做出敏锐的判断；二是“反

身性”理论的干扰，是价格先影响了基本面，还是基本面先影响了价格？当然，市场上有一些高质量的研报值得我们去学习。这些高质量研报的作者无疑是优秀的分析师，我想他们首先是定位于行业专家，其次要定位于行业投资专家。

所谓行业专家，就是分析师不但具备宏观的视野、全局的思路、战略的眼光来把握所研究行业或商品的运行规律，同时还要深刻理解行业或企业的业务发展、产品与服务、运营管理、营销管理等管理事宜。在这方面，我还有很长的路要走。在新的一年里，我已做好了走访几家省内大型粮油企业的计划，这将成为我研究工作的新起点。

从另一角度来看，我写研报，不论是因为职责所在，还是为爱好驱动，其目的也并不仅仅在于研报本身。我要做的是，让读者在看到一份好的研报的同时，能够及时与我交流。事实上，通过写研报的这几年努力，我还获得了很多客户的咨询并与其中的很多人建立了比较稳定的咨询关系。在为客户做咨询的同时，我也在观察他们对于价格变化的反应，看看能否找出一些共性。

期货市场上，有一种分析，叫典型客户交易行为分析。我们知道，中国期货市场以散户为主，市场参与的高度趋同，最终由单一类型主导的市场无法有效配置资源，无法有效分散风险，有内在的不稳定性。截至去年10月末，期货市场总体有效客户104万左右，一般机构客户仅为2.1万，占比仅2%左右。机构投资者时代的到来，仍需时日。因此，当前以散户为主的期货市场上投资者的交易行为值得我们研究。从我这几年接受客户咨询的情况来看，绝大部分散户没有系统地学习过期货交易的知识，只是看过几本书，道听途说一些理念，还没有来得及在市场上验证，就仓促地入市交易了。

其中大部分人的交易结果是亏损的，甚至严重亏损。分析其原因，他们的交易行为存在一些共性：一是不能容忍单笔较大的止损；二是持仓的时间过短。这就是所谓的典型客户交易行为。


当然，这并不是说绝大部分散户的交易行为是反向

指标，而是说，他们在观察市场，市场也在观察他们。价格来自于市场，还会影响市场，会不断单向强化投资者预期和投资方向，造成市场大幅波动，而不是小幅度围绕平衡线波动。我想，作为一名分析师，确实应该思考受众的角度，从其立场出发。

另外，写研报时间长了，必然会和投资者形成互动，从而带动期货投资咨询业务，结合研报的内容，再加上期货规则的讲解，我想我们是能够更好地满足投资者的咨询需求，这也是对投资者真正的保护。

新的一年已经开始，每个人都会对自己的工作或人生目标制订一个新的计划。对于我来说，计划当然还是继续写研报。记得第一次向文华财经投稿，还是2012年，目前我基本向这个平台每周交一篇研报稿子。去年下半年开始，我又成为中国农产品期货网的特约撰稿人。今年春节过后，我开始向期货日报投稿，截至3月底，已经发表7篇文章。但是，由于过去几年积累了很多写作的经验，这按说是一笔财富，可反过来也可以说是一种思维定势，即局限在头脑中用一种固定的思维模式思考问题。定势思维是学习的大敌，是人生进步的绊脚石。我要想写出更好的研报，首先就要破除自己的思维定势，适当运用一些逆向思维。其实，对于某些问题，从结论往回推，倒过来思考，从求解回到已知条件，反过去想或许会使问题简单化。

举个例子来说，分析师对市场的判断会有四种结果：第一，逻辑工具用对了，预测结果也对；第二，逻辑工具用错了，预测结果也错了；第三，逻辑工具用对了，预测结果却错了；第四，逻辑工具用错了，预测结果却对了。在这种背景下，预测结果可能不是那么重要了，因为即使是预测结果错了，由于我事先有风险提示，那么这种错误自然是包含在内的。最重要的是，当预测结果出来之后，无论对错，我都要去反推逻辑工具，以确定我的逻辑工具到底是不是用对了。

写到这里，我开始对自己充满信心了。研报，你好，我来了！

（作者就职于德盛期货）



# 幸福启示录

■ 文/姜远志

刚刚过去的那个夏天，四叔家的老弟结束高考成了一名大学生，让我喜出望外的是，他半是主动半是被动地来到了我所在的这个城市。半主动是他郑重地在高考志愿书上填上了孤注一掷般的第一志愿，半被动是老天真的如了他的愿。

在老弟还无法拥有一所面朝大海的房子之前，老天先给了他一所面朝大海的学校，并且这学校距离我家不过半小时的车程。于是整个夏天、秋天乃至冬天，我有了再充分不过的理由进出老弟的学校，而且老弟的学校与我的母校仅一街之隔，进进出出之间，曾有无数的瞬间，球场上的碰撞呐喊和球场边的白球鞋让我恍惚觉得我变成了“夏洛”，回到了可以重新来过的过去……

“喂，哥们儿，还睡呢？经济学原理老爷子可撂下话儿了，您老要再不现身就直接荡掉！”一骨碌爬起来，慵懒地出现在阶梯教室最后一排临窗的位子上，那天的阳光很好，经济学原理老师的语言也莫名其妙暖了起来。如此的课业学习只是大学丰富多彩之中最轻轻浅浅的一点，而现实的这一端，是怀揣着对所学专业模糊不清的认识和粗浅的知识积累在期货行业里不算虚度的近十年光阴。教室黑板上写下的那些数字、符



号和公式还有老师的苦口婆心，也许真的不曾在实际工作中给你“有如神助”的神秘魔力，但在你困顿时，在你思绪不清时，在你无计可施时，那些朴实如真金的道理，一定曾默默地帮助过你，指点过你，甚至保护过你。

假使不是每一种职业都能让你参透人生，那么，期货绝对可以称为王牌导师。如果真的可以重新来过，我想我还是会选择同样的专业，进入同样的行业，我愿意在这种起伏不定中摸索到属于自己的那一条路，路途之上虽风雨未断，惊喜亦不停。

“她有一头俏丽的短发，脖颈的线条极其优美，这是因为只有在她埋头学习的时候我才敢透过课本斜起

的角度偷偷地看她，每每看到的是她脖颈的线条；假期邀请的一群青春小伙伴里，她是最傻的那一个；各自拥抱大学时，她是书信往来最多的那个。”或许每个成年男人心中都有过那样一个姑娘，独我成熟，唯她不老。而现实的这一端是，可爱的妻子既不像“秋雅”般如梦似幻，也不似“冬梅”般人间烟火。一起爬山，她是气喘吁吁但绝不认输必须一口气爬上山顶的倔犟丫头；一起逛街，她是越走越慢超级没有战斗力最后转变成陪我逛街的知心爱人；一起买菜，她是精打细算目标明确想到什么做什么味道还不差的快乐厨娘……更多的时候，她捧一本书，我煮一杯咖啡，很安静，很舒心，仿佛时光不再流淌。

爱情可以是怦然心动，但我更渴望细水长流。如果真的可以重新来过，我想我还是会选择这份水到渠成的情感，不黏腻，不依附，有真实可爱的温度，有相知相伴的气度。

“看天气预报你们那边降温了，穿羽绒服了吗？什么时候考试啊？复习的怎么样？别熬夜玩电脑啊，眼睛本来就不好，度数再长怎么办……”我生命的前二十年几乎都是在这样的絮叨之声中度过，于是青春期的我有各种卡带机、CD机、MP3，音乐成了调节我和母亲和谐关系的一个秘密武器。

而现实的这一端是我三十而立，成家于千里之外，一年见父母的天数是清晰可见数的过来的，更为残忍的是父母头上过半的银丝和微驼的脊背有一种难以遏制的愈演愈烈之势，我忽的意识到，人衰老的速度是和婴童成长的速度一样快的。而当我也成为父亲之后发现，曾经烦恼至极的那些唠叨，不过是父母爱的语言，因为爱之深切，所以无休无止。于是在父母面前，我开始让自己变得柔软，不再一味佯装坚强；变得“依赖”父母，选择性地心事说给他们听；在每一个能回家的假期，义无反顾地踏上回家之路。

亲情，永远是温情等待的那一种不言而喻，在你身后，难舍难离。如果真的可以重新来过，我想我依然会选择远离家乡的这一片天地，因为我想有自己的一抹色彩。但我会比现在觉醒得更早，让我的涓涓细流更早地汇入亲情之海，相拥相泣，绵绵此生。

就在写这篇文章的时候，老弟已顺利完成了大一第一学期的考试，即将踏上回家的火车。校园里的树从翠绿到枯黄，如今已是白雪做花。四季的轮回吟唱在向我们诉说一种绝对：生命里的每一种遇见都是幸福的伏笔，我们需要的，是虔心静候，是宠辱不惊，是笃信美好。■

（作者就职于中州期货）





# 期权组合策略的比率化构造

■ 文/王晓宝

期权作为最重要的非线性衍生产品，以策略组合多样化著称。理论上讲，任何市场状态下都能构造相应策略来获取利润，表面上看，组合可以任何形式构造，但其构造方式要遵循一定逻辑。

一般来讲，基于期权的非线性损益、时间价值衰减、执行价格差异等特征，可以总结为跨式化、比率化、价差化、日历化、对角化五种组合构造方式，其中比率化相较于其他构造方式的灵活性、变化性、适用性更强。本文在简要介绍期权比率化组合的构建基础上，说明正向比率化组合的风险管理方法，并对比率化方式的拓展做适当讨论。

## 期权比率化组合的构建

期权比率化组合，是指买入M手看涨（跌）期权，同时卖出N手相同到期日、不同执行价格的看涨（跌）期权的组合交易策略。

若  $M < N$ ，即期权多头数量 < 空头数量，称为正向比率期权组合，而若  $M > N$ ，即期权多头数量 > 空头数量，则称为反向比率期权组合。

一般来说，正向比率组合中的期权空头执行价格要高于期权多头执行价格，而反向组合中的期权空头执行价格要低于期权多头执行价格。此外，无论是正向还是反向比率组合，其多空比率都要遵循零成本原则，即卖出N手期权所得权利

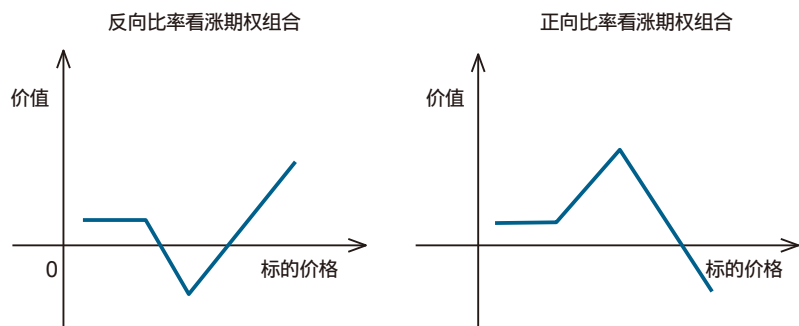
金大于等于买入M手期权所付出的权利金，最终使组合整体构造成本大于等于零，该原则有效保证标的资产价格向某一方向运行时，比率期权组合没有任何风险，只需防范另一方向风险，大大简化操作难度。

下面以看涨期权为例，通过表格和到期损益图，说明正向和反向比率组合在构造方式、运用场合、风险、收益四方面的异同（表1、图1）。

表1 正反向比率看涨期权组合的比较

	正向比率看涨组合	反向比率看涨组合
构造方式	买入M手看涨期权，同时卖出N( $N > M$ )手相同到期日，更高执行价格的看涨期权	买入M手看涨期权，同时卖出N( $N < M$ )手相同到期日，更低执行价格的看涨期权
适用场合	预期行情下跌或适度上涨	预期行情下跌或大涨
风险	行情大幅上涨，并超过高执行价格时，风险显现，且随着行情的上涨，风险不断增大	行情上涨但不超过高执行价格时，风险显现，但限定在一定范围内
收益	行情下跌时，收益仅为净权利金收入；行情适度上涨，开始产生收益，若到期时价格位于执行价格处，产生最大收益	行情下跌时，收益仅为净权利金收入；行情大幅上涨并超过高执行价格时，有收益产生，且随着行情的上涨，收益不断增大

图1 两类比率组合策略的损益图对比



由上表和上图可知，仅仅因为比率变化，使得两个构造极为相似的组合产生了巨大差异，正向比率组合收益有限，但风险无限，而反向比率组合则是风险收益均有限的交易策略。也正因为此，正向比率组合无论是从构造还是风控角度而言，都要较反向比率组合更为困难，当然，这也赋予正向比率更灵活的策略延伸性，实战交易经验也表明，因为其本身具有风险有限性，反向比率组合持仓后期无需进行复杂的风险控制，耐心持仓是最为简单有效的风控方式，所以下面以正向比率看涨组合为讨论重点，从构建原则、风险管理和延展性三个角度说明期权比率化组合的实际应用。

### 如何有效构建正向比率组合

前面提到，正向比率组合要遵循构造成本非负的零成本原则，其主要目的在于简化操作难度，事实上，M和N的具体选择，也是值得推敲的。

#### 比率不低于1:4

既然低比率可以保证价格下行时能够赚取净权利金收益，那么随着比率的不断降低，投资者赚取的净权利金不是越来越多吗？如此看来，低比率要明显好于高比率组合，这种思路难免有些偏颇，过低的多空比率意味着较多裸期权空头头寸，当标的资产价格暴涨时，期权价格会因此快速大幅增长，投资者往往来不及对裸期权风险进行控制，而造成巨大损失，因此最好在初始构造阶段便减少裸期权头寸数量，

市场经验表明，多空比率以不低于1:4为宜。

#### 期权类型选择：依据对行情的判断

该策略中，期权的选择关系到利润与风险的相对高低，一般来说，期权虚值程度越深，权利金越低廉，对下行风险补偿不足，但优势是预留了较高行情利润，因此，越是看涨后市，越应该选择虚值期权，对行情呈偏弱看法时，选择平值或浅实值期权为宜。

### 正向比率期权组合的风险管理

标的价格下跌时，投资者可以赚取净权利金收入，而当标的价格大幅上涨时，组合会产生巨大亏损，因此风险控制主要在组合价值下跌层面进行。以大商所计划推出的豆粕期货为例说明，当豆粕期货价格为3000元/吨时，假设投资者买入1手一个月后到期的豆粕平值看涨期权，付出权利金82元/吨，卖出3手相同到期日，执行价格为3160元/吨的看涨期权，得到权利金28元/吨，从而构成1:3比率的正向比率看涨组合策略。

豆粕期货价格上涨情况下，亏损源于多空对冲不匹配，裸期权头寸数量较多，因此风控原则在于增加对冲比率，当对冲比率增加至1:1时，上涨风险消除。

显然，有两种方式用于增加比率，一是买入开仓更多看涨期权，加大上行获利力度；二是买入平仓部分看涨期权，降低上行亏损力度，无论哪种方式，增加比率至1:1可以一次完成，也可以随着价格的波动率分阶段完成。

该例中，假设一周后，豆粕期货上涨至3100元/吨，看涨期权多头价格随之增至133元/吨，空头头寸价格涨至48元/吨，组合浮亏9元/吨，为控制风险进一步加剧，此时买入一手豆粕平值看涨期权或买入平仓一手看涨期权，将



比率增加至 2:3 或 1:2，后市若价格继续上涨，则可继续买入一手豆粕平值看涨期权或买入平仓一手看涨期权空头，将比率增加至 1:1，完全消除价格上行风险。

此外，鉴于裸期权的存在，还可以应用展期操作，这是针对看涨期权空头而言的。若按照同等价值原则展期，展期的结果便是空头头寸数目不断加大，那么很可能导致多空比率的进一步降低，潜在风险加大，因此展期只适用于对后市有较强方向性预期的前提下。

由以上分析可知，正向比率组合策略在盘整行情下会产生很好的投资效果，即使风险不期而至，也有多种方法应对，这也是该策略较为流行的本质原因。

## 期权比率化的合理拓展——比率日历化

日历化期权组合，同样是构造期权组合的一类重要方式，它是指买入看涨（跌）期权的同时，卖出相同数量，但不同到期日的看涨（跌）期权组合。该方式旨在利用不同期限期权时间价值衰减速度的差异进行套利。将其与比率相结合，可以达到“免费”买入期权的目的。

比率日历组合是指买入 M 手长期看涨期权，卖出 N (N>M) 手短期看涨期权的投资组合，其中 M 与 N 的配比依然遵循零成本原则。


以目前上市交易的上交所

上证 50ETF 期权为例，当上证 50ETF 为 3 元 / 份时，执行价格为 3.4 元 / 份的 1 个月期和 3 个月期认购期权价格分别为 0.08 元 / 份和 0.2 元 / 份，可见卖空 5 手 1 个月期认购期权所得权利金总计 4000 元，正好弥补买入 2 手 3 个月期认购期权所付出权利金，因此该组合最优比率为 5 : 2，即买入 5 手 1 个月期认购期权的同时，卖出 2 手 3 个月期认购期权，二者执行价格都为 3.4 元 / 份，从而构成 0 零成本比率日历期权组合。

在持有期内，若 1 个月期认购期权到期作废，那么无论价位处于何处，剩下的 2 手 3 个月期认购期权都是免费获取的。后期价格下跌，3 个月期认购期权同样到期作废，但由于该期权为免费获取，投资者不会有任何损失。一旦后期价格上

涨，则 3 个月期认购期权获利颇丰。由于卖出期权数量大于买入期权数量，该组合风险在于 1 个月期期权到期前价格大幅上涨直至超过执行价格 3.4 元 / 份，此时 3 个月期认购期权盈利很可能无法抵补 1 个月期认购期权的亏损，从而造成大额亏损。当然这和达到 3.4 元 / 份的时间有关，下面通过情景分析对风险状况做一分析（表 2）。

由上表 2 可知，越晚达到 3.4 元 / 份，风险越小，这是由于随着时间的推移，短期认购期权时间衰减远远快于长期认购期权，在临近到期时，短期期权已是强弩之末，变得越来越没价值。

总之，比率日历期权组合在极大降低投资风险的同时，增加了获取大额盈利的概率。

（作者就职于永安期货）

表 2 不同时间下的盈亏对比

	1 个月期期权盈亏 (元)	3 个月期期权盈亏 (元)	总盈亏 (元)
一周到达	-7600	+5000	-2600
二周到达	-5428	+4578	-850
三周到达	-2641	+4127	+1486

表 3 不同行情变化下的盈亏与概率对比

行情变化	盈亏	概率
标的价格盘整，距离执行价格较远	小额盈利	高概率
标的价格短时间内超过执行价格	小额亏损	低概率
标的价格在短期期权到期后距离执行价格很近，或超过执行价格	高额盈利	低概率

# 与时间共舞

■ 文/袁帅

在简单目标事件中，拿时间来指导和约束实践往往可以奏效，比如计件发工资，或要求在某一时间点到达指定地点等。时间约束简单事件，并没有什么问题，然而，在复杂的多目标系统中，过分强调时间，只会适得其反，事倍功半。

很多时候，时间只是描述地球自转的自然周期而已，并不具有更多内涵，像会计年度，只是为了给股东和税务局在一定时间范围内一个比较明了的历史描述。把时间赋予太多内涵，甚至想战胜它，后果往往是输，且可能从一开始就输了。

宋人有闵其苗之不长而揠之者，芒芒然归，谓其人曰：“今日病矣！余助苗长矣！”其子趋而往视之，苗则槁矣。天下之不助苗长者寡矣。以为无益而舍之者，不耘苗者也；助之长者，揠苗者也。非徒无益，而又害之。

这个故事，就是我们熟知的“揠苗助长”，大意是说，有个担忧自己的禾苗长不高而把禾

苗往上拔的宋国人，一天十分疲惫地回到家，对他的儿子说：“今天我累坏了，我帮助禾苗长高了！”他儿子去看那些禾苗的情况，禾苗却都枯萎了。天下不犯这种错误的人很少。以为没有用处而放弃的人，就像是不给禾苗锄草的懒汉。妄自帮助它生长的，就像拔苗助长的人，非但没有好处，反而危害了它。违背了自然规律，即使充分发挥了个人

的主观能动性，最后结果也很难符合自己的初衷。

这个小故事，小学生都知道，但作为有一定社会经验的我们，有时候却会犯同样的错误。很多期货投资者，希冀自己的本金在一个周期内，如一个月或一年内翻番，进而两三年就能进入“成功人士”的行列。但对大多数投资者而言，这显然不现实。因为做交易，赚钱很难，能不亏钱已很不容易。在这



“

如何让时间成为你的朋友？  
这得问你是否真的尊重市场和自己走的道路是否正确。

”

个市场上，大多数投资者在不断地亏钱，能够不亏钱就是不易之事，如果过分追求爆赚，和时间赛跑，并非明智之举。

以往时间在交易中的作用还不是十分明晰，自从进入财富管理时代之后，市场对基金经理（操盘手）的要求不再是翻几倍，而是在稳健前提下，高于融资利息即可。因此，现在操盘手不要求与时间赛跑，而是“与时间共舞”。

邹先生是一名有近十年投资经验的操盘手，他曾经参加过多次期货实盘大赛，并曾多次获得良好的比赛成绩，有几次曾翻了番，邹先生认为在限定的时间里，收益率越高越好，这样优秀的成绩也让他获得了许多个人投资者的青睐和期货公司的追捧，多次受邀做演讲嘉宾给投资者讲授操盘方法。

2014年期货公司资产管理放开之后，越来越多的期货公司有了资产管理资格，邹先生也想发一只产品，于是跟期货公司和投资公司沟通合作事宜，他认为以他的账单和交易水平，期货公司肯定是求之不得地跟他合作。但事与愿违，期货公司表示发产品和邀请他当嘉宾讲课是两码事，发产品牵扯更多的法律责任，得做尽职调查……

期货公司资管部门在分析了邹先生账单之后，认为他操作手

法太激进，虽然收益率很高，但回撤太大，仓位太高，并且喜欢单品种重仓操作。最后，令邹先生感到意外的事发生了，期货公司提出邹先生要完善自己的交易系统，降低仓位，严格止损，如果半年后账户能够盈利10%就可以发行产品了，而账户大幅波动的话，哪怕收益率再高，期货公司等金融机构也很难认同，机构看的不是短时间之内收益率多高，而是在时间允许的情况下，追求相对稳健的收益。

有了对市场敬畏的心，才能适应市场。事实上，我们能控制的只能是自己，甚至有时候连自己都控制不了，想市场听你的安排，无异于痴人说梦。看清楚这一点，压力和亢奋度会减弱很多。想通了这点，交易上的很多难题便迎刃而解，你就不会太贪婪或太冒险。

如何让时间成为你的朋友？这得问你是否真的尊重市场和自己走的道路是否正确。如果你真的做到了，市场就会奖赏你。你向时间施加压力，时间便向你施加压力；你越跟随时间的节奏，时间便会与你和谐共生。

没有了时间的压力，时间也许就会成为你的朋友，能逐渐地把你带入到赚钱之大道。

作诗，功夫在诗外。交易亦如此，学会尊重市场，尊重时间。[印]

（作者就职于招金期货）

# 期货经营机构场外衍生品柜台业务研究

■ 文/浙江期货行业协会课题组

场外交易市场（OTC）又称柜台市场、店头市场。在美国证券发展史上，OTC 市场已有三四百年历史，对美国经济发展起到了至关重要的作用。从国内来看，近年资本市场业务逐步开放，场外衍生品业务的发展迎来新的契机，已有一些期货公司取得一定成绩。然而，场外衍生品业务的业务模式、风险控制及自律监管等仍处于不断探索中。

本文主要通过实地及问卷调查，并结合我国市场实际发展背景，提出符合我国场外衍生品柜台业务发展的模式、风控体系及平台建设，并将研究成果应用到政府监管体系、制度建设及企业实际发展中去，以期促进期货经营机构场外衍生品柜台业务及整个市场的发展。

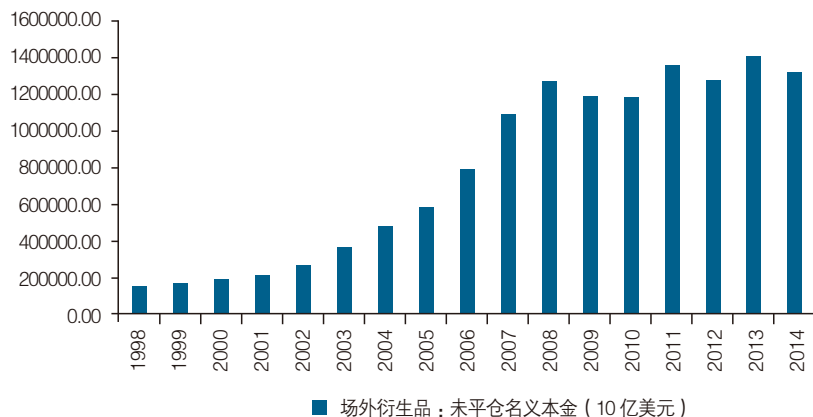
## 一、全球场外衍生品业务的发展状况

进入 21 世纪之后，场外衍生品市场规模连年递增，2014 年全球场外衍生品未平仓名义本金已高达

1321.8 万亿美元，是场内市场的近 20 倍（图 1）。

首先，自场外衍生品市场诞生以来，利率掉期的快速发展推动利率类衍生品市场份额不断提升；其次，

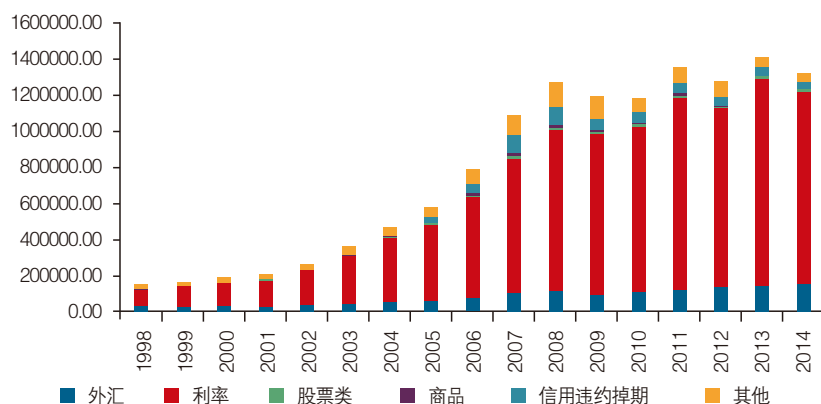
图 1 全球场外衍生品市场规模



数据来源：国际清算银行



图2 不同类型场外衍生品市场规模对比



数据来源：国际清算银行

各国为规避汇率波动风险，外汇类衍生品也得到了较大幅度的增长；第三，2008年金融危机爆发后，催生了信用类衍生品的市场需求。股权以及商品类场外衍生品市场发展则相对缓慢，市场份额也相对较小（图2）。

## 二、场外衍生品业务的发展模式研究

### （一）场外衍生品业务发展状况

随着国内金融创新不断加快，期货公司风险管理公司（下称风险管理公司）逐渐承接了期货行业场外衍生品业务<sup>①</sup>的重任。

据了解，风险管理公司从事场外衍生品业务最早从2014年1月起，截至2015年9月，已有13家风险管理公司开展场外衍生品业务，累计名义本金约40亿。大多数风险管理公司负责场外衍生品业务的工作人员不超

过10人，主要组织架构为前台（交易、业务等）、中台（风控、结算等）、后台（合规、财务等）。风险管理公司主要利用期权、掉期、期货、远期等工具，为实体企业提供各种风险管理服务。

在具体的品种上，主要涵盖农产品、钢铁、化工等商品品种及股指品种。从清算看，绝大多数风险管理公司使用自行开发的公司内部结算系统，极少数运用手工清算。大多数清算方式采用双边清算，极个别通过单方面给客户清算。业务推广方面，风险管理公司主要通过举办会议、加强投教的方式，此外还通过机构间合作、互联网等方式进行推广和宣传。

### （二）场外衍生品业务发展存在的问题

#### 1. 税收财务问题规定不明

据了解，目前实体企业参与场

外衍生品交易仍是“现货”和“衍生品”两边分别入账。当企业在衍生品交易出现盈利时，现货端往往会有相应亏损，然而，税务部门对其衍生品交易的盈利征收所得税，对其现货端亏损却没有相应的税务处理，造成明显的不公平。此外，风险管理公司推出的风险管理产品应该被视为金融产品，还是归入现货贸易类别，目前也没有明确的税务政策。

#### 2. 信用风险暴露

场外衍生品交易市场以双方信用为基础，产品或服务的交易双方签订合同协议，明确各自的责任与义务。风险管理公司在与实体企业进行场外衍生品业务过程中，作为买方通常会收取保证金，而作为卖方时一般不会向对方支付保证金，主要在于担心对手方的信用风险。

#### 3. 市场流动性不足

场外衍生品作为量身定制的产品，天生存在流动性不足的问题。由于场外产品本来就是一对一服务，期货经营机构进行场外业务时很可能找不到对手方。这样，公司就成了风险的承担者，需要对冲风险。此外，由于缺乏场内期权，目前场外衍生品业务的风险对冲只能通过期货市场对冲Delta风险。据了解，目前，机构间合作是风险对冲的一个渠道，但这一渠道能提供的流动性极其有限。

<sup>①</sup> 本文研究的场外衍生品业务主要是指在场外市场进行交易，以股权类和商品类标的为主的场外期权、远期及互换产品。

#### 4. 投资者认知度较低

场外衍生品的特殊性和复杂性，决定了重视保护投资者利益、加大投资者教育力度的必要性。尽管一些大型企业前期参与过期货套期保值，甚至国际市场期权交易，对场外业务有一定的了解，但是，绝大多数中小型企业及客户对场外市场尤其是场外期权类产品了解有限，认知度和接受度都较低，对此类结构性产品的认可度也不够。

### （三）场外衍生品业务推广模式研究

#### 1. 探索机构间合作，拓展市场参与广度

目前，各期货经营机构在场外衍生品业务推广过程中，独自探索前进，对于国内场外衍生品业务发展而言，没有形成规模效应。探索期货经营机构间的合作，共同探讨场外衍生品业务的发展，各机构扬长避短，形成差异化、专业化及特色化的业务发展模式。

同时，期货经营机构与银行间市场、证券交易市场发展空间巨大。场外衍生品可丰富结构型理财产品的类型，增加结构型理财产品的收益，在结构型产品的设计、避险及创新等方面，场外衍生品可挖掘的潜力无限。此外，期货经营机构应积极探索与境外交易机构的合作，突破已有交易模式，将境内与境外品种联系起来，丰富场外交易标的品种，为涉及境外商品的贸易类企业及投资者提供更加个性化的避险工具。

#### 2. 利用互联网金融，拓展市场参与深度

期货经营机构应充分利用互联网技术创新产品、业务和交易方式。除了探索网上开户、网络实时报价平台以外，应将场外衍生品业务的产品进行打包，在风险可控的前提下，开通支付功能。同时，客户也可选择不同标的产品，并且可根据市场变化情况，在到期日前提前解约，最后损益以现金进行结算，直接体现在客户资金账户中。此外，客户也可利用互联网提出风险管理需求，期货经营机构可据此需求设计个性化的避险方案。

#### 3. 加强投教工作，提升市场参与高度

由于场外衍生品业务在国内刚刚发展起来，提升投资者风险管理水平、加强投资者教育工作，对于场外衍生品业务的推广至关重要。所以，期货经营机构在开展此项业务过程中，培养专业的交易商团队是其长久可持续发展的必要条件。

### （四）场外衍生品业务经营模式研究

从 25 家期货经营机构调研的情况来看，目前国内场外衍生品业务主要由以下几种模式组成。

#### 1. 价格保险

企业通过与风险管理公司进行合作，风险管理公司场外衍生品部门通过驻厂调研等方式了解企业实际经营状况，运用期权及期货等衍生品工具，为其量身定制符合其运

营特点的保值产品和风险方案，规避其原材料和产成品价格变动风险。

#### 2. 财富管理

伴随场外衍生品业务的发展，期货财富管理产品当前不局限于投资期货、固定收益等传统金融领域，期货经营机构将定制化的期权和固定收益资产相结合，打包为本金有保障，浮动收益挂钩期指、商品等品种的理财产品。

#### 3. 清算业务

由于目前没有集中清算平台，各期货公司仍采用各自独立清算的方式进行结算，但结算模式的不统一显然不是长久之计，因而引入第三方结算迫在眉睫。部分期货公司已经开展这方面的合作，建立统一的报价结算平台，在规范整个行业发展的同时，也进一步提升了市场活跃度。

### （五）场外衍生品业务清算模式研究

#### 1. 探索一：中央清算模式

我国场外衍生品市场刚刚发展，规范、有序的业务清算模式有利于其健康、可持续发展。所以，期货经营机构间不应仅局限于各自的业务范围，典型的、有代表性的机构可合作建立一个中央清算平台，共同出资设立，按出资比例占有股权。中央清算平台作为中央对手方，为场外衍生品市场的所有客户进行清算。

#### 2. 探索二：场内清算模式

从国际发展经验看，场外衍生品进入场内结算的规模和速度非常

快。其主要表现为交易所清算模式。场内交易所结算拥有一些天然的优势：一是成熟的清算体系和业务模式，及现成的结算会员管理和保证金管理制度；二是打通场内外的市场。交易所可以更加了解客户在场内和场外的交易情况，采取组合保证金策略，大大降低交易成本；三是交易所收取的清算费用较低，其利润可以反补集中清算业务。

### 3. 探索三：银行清算模式

目前，期货经营机构在开展场外衍生品业务时，对于客户承做交易的资金统一存放在专用交易账户中，而据了解，目前已有很大金融机构和产业客户对其资金安全性有一定担忧，但限于国内法律法规及场外业务刚刚发展的原因，银行对于场外业务客户资金的托管没有着力开拓。所以，这也是部分大型企业没有参与场外衍生品业务的原因之一。

## 三、场外衍生品业务风险控制研究

期货经营机构在承做场外衍生品业务时存在一定的风险，主要分为外部风险和内部风险。外部风险主要包含了标的资产价格变动风险、场外衍生产品的流动性风险、客户违约风险和法律风险；内部风险主要来源于交易员操作失误风险、产品定价错误风险和模型评价不当的风险。

应对风险，期货经营机构可以采用“保证金预警及追缴指标”、“希腊字母参数指标”、“VaR 值”三类

可量化的风险评估指标值，这三种指标在使用时间以及衡量角度有所不同。保证金预警主要用于盘中的监督。希腊参数对交易员的监督运用较多，风控人员可通过观察部门总的希腊参数，大概了解避险交易员的操作情况。VaR 指标用于盘后对第二天可能发生的最大亏损进行预测，监管层和领导通过该指标对部门总风险有个大概的了解。

上述三类指标在其使用范围内都发挥出了巨大的作用，但是，如果把其割裂开来，很可能会产生矛盾的结果。例如，较小的 Delta 暴露可能伴随着较大的 VaR。所以，风控人员也不能过度依赖风险度量指标，应该深入了解承做业务背后所隐藏风险。

## 四、构建场外衍生品业务风险自律监管体系

### （一）建立交易及税收制度，建设场外市场平台

#### 1. 完善市场监管法律体系

尽快制定规范场外衍生品交易的法律法规，对交易、结算、风险控制等环节进行统一规范，明确监管机构、自律组织、中介机构和市场成员的各自责任边界，将场外衍生品市场纳入到统一的监管框架中。

#### 2. 明确和改进现行税收政策

针对期货经营机构场外衍生品业务存在的纳税方法没有明确规定、制度缺失、定义不确定等问题，需要相关税务机关、期货经营机构等

各方的努力。在没有统一明确如何征税前，建议暂免征收营业税。政府机关应该为场外衍生品业务营造较为宽松的纳税环境。

### 3. 构建统一的场外市场平台

参照国外场外交易场内化的发展模式构建一个综合性第三方平台。该平台可实现机构间的报价、转让、清算、监控、信息披露、互联互通等功能，不仅提高了市场透明度、匹配程度，降低交易与清算成本，降低违约事件发生率，还可以对市场风险实时监控，最大限度减少市场损失。

### （二）壮大市场参与主体，推动市场规范化发展

#### 1. 促进期货经营机构增强资本实力

期货经营机构要在衍生品市场发挥风险管理作用，应通过多种渠道融资，推进期货公司股东增资、新三板挂牌上市、发行次级债等，夯实资本实力，优化治理结构，不断提高服务能力和竞争力。

#### 2. 积极培育和发展衍生品交易商

要探索建立以套期保值和风险管理为目的的专业交易商制度，支持期货公司作为对手方为客户提供个性化的产品和服务，支持期货经营机构开展期现结合业务，推进场外衍生品机构间市场的建立，促进市场价格发现和风险对冲功能的实现促进期货及衍生品和银行、证券等相关市场间的互联互通。

#### 3. 要推动场外衍生品规范运行 这包括产品标准化和清算集中



“

充分了解客户资产及资信状况，合理度量客户信用，完善客户适当性评估制度，建立客户的信用评级体系，持续更新客户最新信息，可有效减低信用风险。

”

化。在合约标准化方面，要充分借鉴国际互换和衍生品协会颁布的主协议，并积极引入最新的交易、结算和风控机制。在操作标准化方面，编制统一的、为全行业接受的产品操作手册，尤其是对于履约担保品的范围、折算率、担保比例、法律风险等方面予以完善。

### （三）建立信息披露制度，设置风控指标

#### 1. 完善市场信息披露制度

建立全面的信息披露制度，明确场外衍生品交易主体应向监管机构、交易对手和股东披露的信息，其中向监管机构和股东报送的信息至少包括场外衍生品的交易量和风险头寸等，向交易对手披露的信息至少包括合约条款、产品内在风险、可能引发损失因素等。

#### 2. 设置行业整体风控指标

期货经营机构设置一套完整的、专业的、较为合适的风险评估指标，不过更重要的是，需要防范出现系统性的风险，这就要求自律组织集合整个市场的智慧，设置一套较为科学的、及时的系统性风控指标，做到对整个行业实时监控，即使某一家公司出现风险，也要坚决防止整个风险蔓延到整个行业中去。

#### 3. 严格期货公司风险控制

场外衍生品结构复杂、交易不透明、杠杆较大、流动性差等，存在着很多未知风险，要始终把风险监测、预警和处置贯穿于市场创新

发展的全过程。要加强投资者保护工作，让投资者详细了解产品特点和交易机制，充分揭示可能发生的风险对交易影响，守住不发生区域性和系统性风险的底线。

#### 4. 合理度量客户信用


充分了解客户资产及资信状况，合理度量客户信用，完善客户适当性评估制度，建立客户的信用评级体系，持续更新客户最新信息，可有效减低信用风险。此外，还要加强期货经营机构的合作，合力形成相对完善合理的场外衍生品业务客户适当性规则。

### （四）加强人才队伍建设，保护投资者合法权益

#### 1. 加强专业人才培养力度

场外衍生品市场的发展需要高素质的从业人员，必须建立人才培养长期规划、人才激励约束长效机制，造就一批能开发、设计、利用不同的衍生品工具为实体企业管理风险的复合型专业人才。

#### 2. 加强投资者保护

投资者保护工作一直以来都是各机构日常工作的一项重点，也是推广新兴业务，提高投资者质量与数量的必经之路。期货经营机构可以单独或是合作的形式来开展因时制宜的投资者保护活动，让投资者能够独立做出分析判断，充分了解可能的风险。

（本文摘自“中期协联合研究计划（第十期）”课题，课题组成员包括张明卫、邱家律、赵晶、董翠萍、陈倩）

# 基于期货资产管理计划的农业巨灾保险风险管理机制探讨

■ 文/甘露润

农业是风险集中度较高的保险领域，系统性风险爆发的概率远大于其他行业。在农业生产中，自然气候风险和市场价格风险是两个主要的非人为风险。一般情况下，期货公司可以通过适当的业务安排和工具对市场价格风险实施管理，而保险公司则可以通过保险产品对自然气候风险进行有效的管理。

自然灾害风险中，当属巨灾风险对农业生产的影响最为严重。巨灾风险以其破坏力强、损失范围大、补救措施困难等特征，对经济活动的影响尤为强烈。农业生产中，一旦出现重大自然灾害，农产品的供应水平将出现下降，农产品价格将向上偏离市场均衡水平。因此，农产品的价格与农业生产的受灾程度之间存在一定的负相关关系。这种存在于巨灾风险与市场价格之间的相关关系，使得利用期货衍生工具对冲巨灾风险成为可能。

## 一、农业保险巨灾风险管理的传统路径

### （一）财政补贴

根据 WTO《农业协议》的规定，

农产品价格补贴被列入限制使用的补贴范围，而针对农业保险的保费补贴则视为允许使用的补贴项目。因此，WTO 成员国纷纷采用削减农产品价格补贴，而转向农业保险补贴。通常情况下，农业巨灾保险的财政补贴分为灾前补贴和灾后补贴两种形式。

财政补贴是以国家财政资金对农业巨灾保险的直接资金支持。除此之外，国家财政资金仍可以参与农业保险共同基金对农业保险巨灾风险提供资金保障。农业巨灾保险基金通常是由政府机构、保险公司和行业协会出资构成，基金组建的目的在于集中社会各方面的资源，降低农业保险巨灾风险对保险公司的影响。

国外发达保险市场上，巨灾保险基金的运营模式主要为四种：政府主导模式、多方合作模式、巨灾再保险模式、商业化管理模式。

### （二）再保险

在传统巨灾风险分散机制中，通过完善的再保险体系分散保险合同巨灾风险是国际上成熟的巨灾风

险分散机制。再保险可以进一步细分为比例再保险和非比例再保险，其风险转移机制均以原保险人通过签订分保合同将其所承保的部分风险和责任向其他保险人进行转移。其中，分保合约确定了再保险人与原保险人之间的承保关系，从而使再保险业务在本质上成为面向保险公司的保险业务。

再保险公司利用自身的技术优势和资本优势，可以在更大的范围内分散风险，从而提高了巨灾保险的可得性。不可否认，传统的巨灾风险分散机制仍在当前巨灾风险管理模式中占据主导地位。传统的巨灾风险分散机制的共同特点是在巨灾风险发生前构建用于支付巨灾补偿的资金池，体现了对巨灾风险的被动管理特征，即利用保险资金的规模优势消化巨灾风险损失。通常情况下，保险资金通过投资少数低风险的固定收益类产品进行价值管理，但是其收益远不能弥补巨灾赔偿后，保险资金出现的缺口，因此保险资金的财务连续性将受到削弱。

## 二、基于期货资产管理计划的农业保险巨灾风险管理

### (一) 期货衍生工具对冲农业巨灾风险的逻辑

#### 1. 巨灾事件对农产品市场的影响

农业是很多行业的上游产业，承担了主要的原料供应来源；同时，农业也是具有较强自我修复能力的产业，往往在巨灾事件结束后的较短时间内能够开展自救性生产活动。由于农作物种植具有长周期的特征，因此农业巨灾损失在上述两种效应的影响下，将导致四种市场反应。

首先，作为生产原料的农作物因巨灾事件导致大规模减产或绝收，因此市场预期其未来的供应规模将会下降，在图1中，表现为远期供

图1 远期市场变化

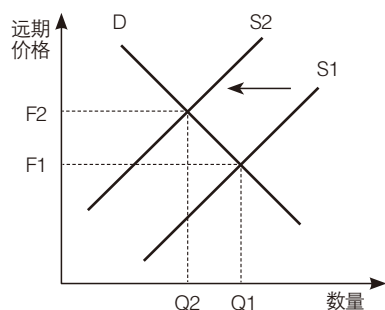
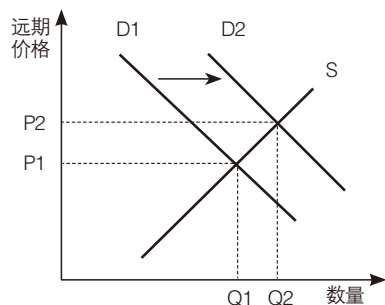


图2 即期市场变化



应曲线由S1向S2移动，远期市场价格由F1上升至F2。

其次，农产品的下游使用者由于预期远期价格上涨，因此将增加即期现货市场的采购规模，以防范远期供应的不足。这种动机导致现货市场需求的增加。在图2中表现为需求曲线由D1向D2移动，并导致现货价格由P1上升至P2。出于经济性的考虑，市场需求者将统筹考虑现货采购成本、库存成本以及资金占用成本等因素，决定其在期货与现货市场的采购规模。当现货市场存量逐渐降低时，远期市场价格的增速将不断加大，因此远期升水不断增加，基差逐渐缩小。

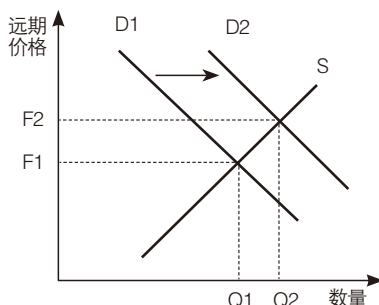
由于远期供应水平下降，在替代品市场上，远期的需求规模将有所增加。如图3所示，由于远期需求曲线右移，替代品远期价格预期上升。

最后，随着自救式补种生产的展开，首先导致对农业生产物资需求的增加；另外由于补种措施增加了当季作物的种植面积，从而提高了对远期供应规模的预期，因此补种品种的远期价格将有所下跌。

#### 2. 利用期货市场对冲巨灾风险的路径

商品期货市场的价格波动主要来自对未来市场供需关系的预期，商品期货合约的交易量、净多（空）头持仓量的变化对期货合约预期价格的变化反应具有强烈的敏感性。因此，来自商品期货基本面的信息，

图3 替代品市场变化



均可以在期货市场得到快速扩散和放大。利用期货市场远月合约价格波动，进行受灾作物品种、替代品作物品种远月多头跨期套利操作；对补种品种进行远月空头跨期套利操作。通过跨期套利操作，锁定因巨灾事件所导致远月期货合约价格升水产生的现金流，以远期价格上涨所产出的收益冲销巨灾事件引起的当期损失对保险资金池流动性的影响，从而实现巨灾风险在期货市场的转移。

### (二) 期货资产管理计划的业务安排

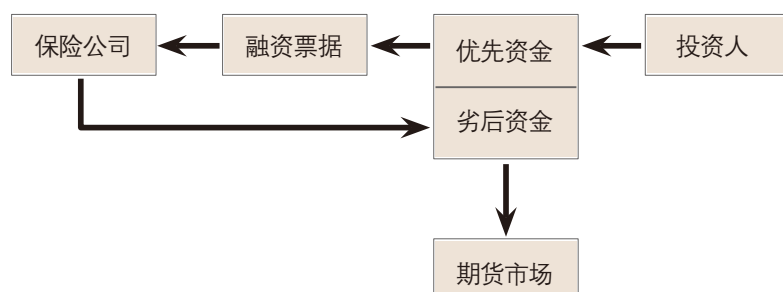
#### 1. 资产管理计划的运营结构

图4中，优先级资金投资A公司发行的短期融资债券，以获取相对稳定的固定收益；劣后级资金投资期货市场相应品种合约以及巨灾风险导致更大的系统性风险后所涉及的所有商品期货市场、金融期货市场、股票现货市场交易品种。

当未发生巨灾事件时，资产管理人以资产管理计划收益最大化原则使用劣后资金进行投资；当巨灾事件发生，巨灾损失逐渐扩大时，



图4 巨灾风险期货管理计划运营图示



劣后资金应在期货市场对受灾品种及其替代作物实施期货衍生工具的多头操作，利用巨灾事件进行套利操作，对冲优先资金赔偿巨灾损失后本金缺口。

## 2. 期货资产管理计划跨期套利的最优成本

利用大宗商品场内期货合约对冲巨灾风险超赔损失时，应权衡期货合约跨期套利保证金成本与其他巨灾风险分散工具使用成本之间的关系。由于巨灾风险的发生是不确定事件，而跨期套利策略只有在巨灾风险事件发生后才存在获利的可能；因此当巨灾事件未发生时，用于跨期套利策略的保证金可能遭受损失，甚至全额损失。

图5中，将农业巨灾保险的保险金额按照损失概率划分为三个层次：当损失概率 $P < P_1$ 时，保险赔偿由原保险人支付；当损失概率 $P \in (P_1, P_2)$ 时，保险损失由再保险人支付；当损失概率 $P > P_2$ 时，跨期套利将产生收益，用于弥补保险金的不足。设原保险人收取的保费总额为 $I$ ，超

赔再保险保费为 $f$ ，赔偿金额分别为 $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_3$ ，套期保值收益函数为 $H$ ，假定上述参数已知。设用于套期保值的保证金与保费数额的占比为 $\gamma$ ，则套期保值收益为 $H(\gamma I)$ ，可以简化为 $H(\gamma)$ ，同时假定在套利条件未满足时，跨期套利将损失全部保证金。在上述参数基础上，可以将原保险人的损益函数描述如下：

$$R(\gamma) = \begin{cases} I - X_1 P - f - \gamma I, & P < P_1 \\ I - X_1 + X_2 P - f - \gamma I, & P_1 < P < P_2 \\ I - X_1 - f + H(\gamma), & P > P_2 \end{cases} \quad (1)$$

1式中，套保资金占用比例 $\gamma$ 是唯一变量，因此可以得到最优解为：

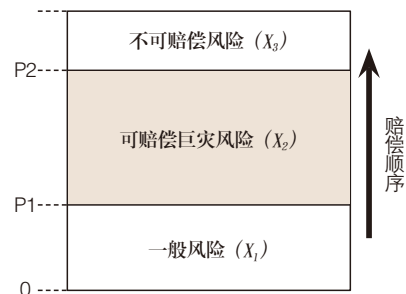
$$\gamma = \arg \max E[R(\gamma)] \quad (2)$$

保证金是利用期货合约跨期套利风险转移方案中的最大或有支出，因此合理确定保证金支出水平对于最大化风险转移效用至关重要。

## 3. 巨灾事件跨期套利的择时管理

在式2中，假定跨期套利方案在保险计划成立之初就开始实施，因此产生在损失概率小于 $P_2$ 时的全部保证金损失。在实际中，对跨期套利方案实施的时间仍是可选择的。例如可以预先设定一个损失概率 $P^*$ ，

图5 巨灾保险的损失概率分层示意



$P_1 < P^* < P_2$ ，当赔偿金额触及 $P^*$ 对应保险金额时，套利方案开始启用，并随着赔偿金额的增加扩大保险金额度，具体表现为：

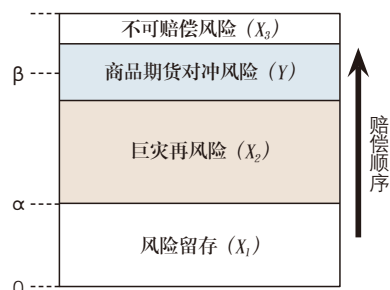
$$\frac{dy(P^*)}{dP^*} > 0$$

可见通过设定合理的择时方案，可以最大限度地节省保证金支出，并实现最优的套利收益。

## (三) 引入商品期货对冲机制的巨灾风险分散层次

巨灾风险事件的发生导致农作物市场供需关系的变化，从而提供了在期货市场进行套利操作的机会，并最终形成利用期货合约对冲巨灾风险损失的风险转移方案。图6中，商品期货对冲巨灾风险的策略的效果表现为对巨灾再保险赔偿机制的补充。由于期货市场操作属于高杠杆、高风险的投资行为，因此，只有在巨灾事件所造成的损失影响成为大概率事件时，期货市场套利才能取得最佳效果。期货合约对冲工具起到了缓解巨灾再保险赔偿不足所导致的原保险人财务风险的作用，发挥了对冲不可赔偿风险的功能。

图6 商品期货对冲风险层次



#### (四) 模拟交易

##### 1. 交易工具

为了保障资产管理计划的风险可控，本案例的模拟交易中选择在期货市场以玉米期货合约为例，利用复制看涨期权的高杠杆收益对冲巨灾风险损失。由于保险公司在期货市场复制看涨期权的目的是对冲巨灾事件所造成的损失，因此在期货市场持有的对冲头寸管理必须要与保险公司的巨灾风险暴露保持一致。当巨灾损失发生后，保险公司必然行权，由此可见巨灾理赔概率与行权概率具有趋同的特征。

期权复制过程中，基于对未来巨灾事件发生后期货市场波动率的预期，根据期货合约价格对持仓头寸进行动态调整，以实现期货端收益符合持有期权多头的收益分布特征，从而实现对巨灾风险损失的有效管理。

##### 2. 持仓管理

当保险公司测算的理赔概率达到  $P^*$  时，资产计划管理人在  $P^*$  的基础上对行权价和市场波动率进行预

估。当  $P^*$  与  $\Delta_2$  存在较大差异时，应选择其中较大者作为建仓依据，具体为方法为：

首次建仓， $A_0 = (A \times X_T) / S_0 \times P^*$

仓位调整， $A_t = (A \times X_T) / S_t \times (\Delta_t - \Delta_{t-1})$

其中： $P^*$  为首次建仓时保险公司的理赔概率

$\Delta_t$  为 t 日，保险公司的行权概率

当  $A_t > 0$  时，表示多头加仓；当  $A_t < 0$  时，表示多头平仓。

##### 3. 资产管理计划的构成

按照看涨期权的权利金的同等规模设立复制期权资金池，用于支付期权复制过程中需要支出的保险金以及持仓损益；劣后级资金的剩余部分可以投资于固定收益产品。

##### 4. 模拟交易

###### (1) 复制期权的期货端收益

交易参数：合约现价：1850

行权价：2150

波动率：30%

无风险利率：1.5%

保护头寸：10000 手

模拟交易次数：5000 次

交易结果如图 7 所示。

可以看到，复制看涨期权的收益分布与欧式看涨期权的收益曲线基本一致。图 7 的收益曲线中，持有复制的期权多头可能发生的最大损失与权利金规模相当，因此实现了风险可控。

###### (2) 看涨期权的权利金分布

将图 7 的模拟交易参数在行权价格和波动率分别扩展，在每个交易条件上进行 5000 次模拟后，可以得到权利金的分布曲面，如图 8 所示。

图 8 中，可以发现权利金水平随着行权价格的降低、波动率的提高而增加，因此在同一波动率下，虚值看涨期权的权利金更低廉；而在相同行权价格下，对波动率的高估将增加权利金的支出。

图7 复制看涨期权的 Monte Carlo 模拟

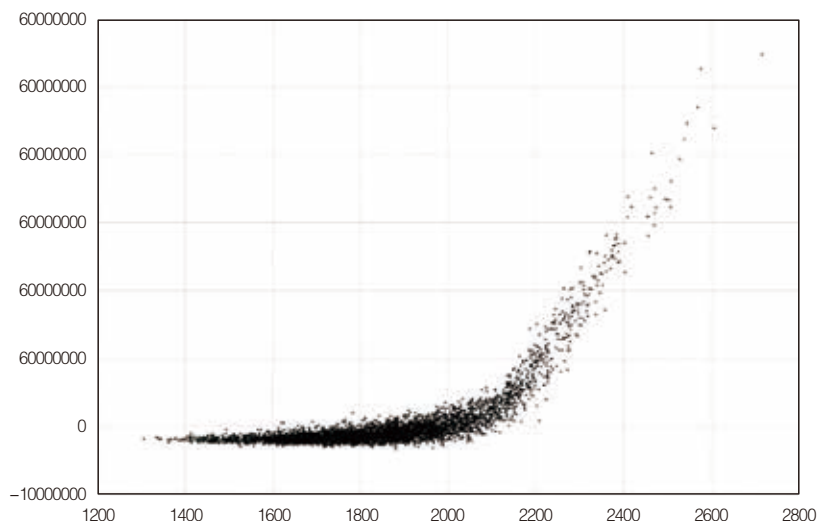


图 8 欧式看涨期权权利金分布

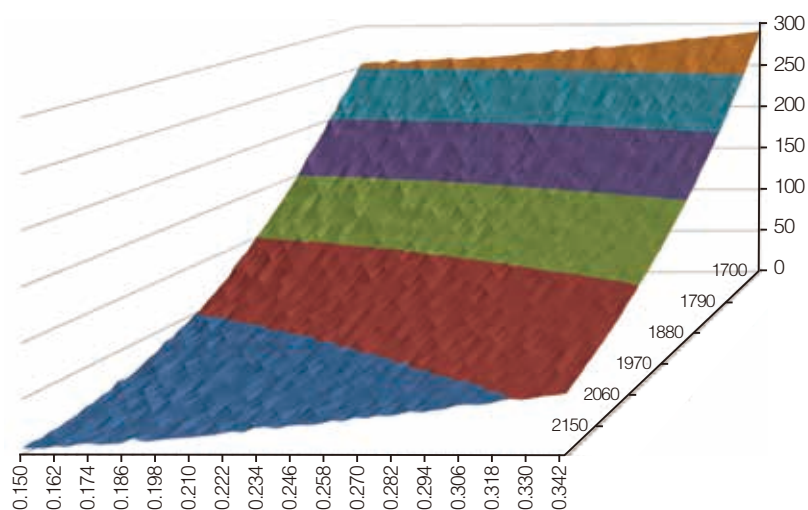


图 9 复制看涨期权行权收益的 Monte Carlo 模拟

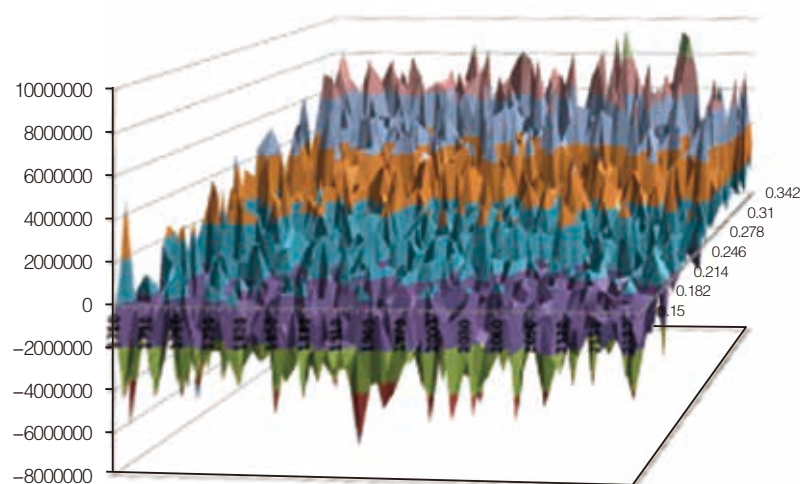
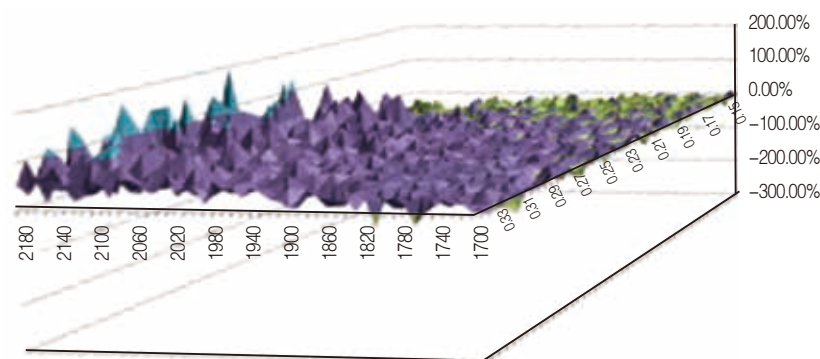


图 10 复制看涨期权行权收益率的 Monte Carlo 模拟



### (3) 复制期权的行权收益

利用图 8 的模拟交易条件，我们选取对每个交易条件进行 Monte Carlo 模拟时所产生的行权收益的中位数，绘制图 9。

图 9 中，随着波动率的提高，行权收益的为正的交易数量也不断增加。

我们将行权收益换算为收益率后，可以得到图 10。

图 10 的收益率曲面中，当巨灾事件发生后，期货市场将出现比较剧烈的价格波动，并提升对远月合约的定价，从而符合高行权价格和高波动率交易条件，在此情况下复制看涨期权可以取得较高的行权收益。

### (五) 研究结论

基于期货资产管理计划的巨灾保险风险管理方案是针对巨灾保险的高层风险设计的，其功能在于改善保费资金在投资过程中的低流动性，弥补巨灾再保险不足所形成的风险暴露。

保险赔偿是由低层大概率风险向高层小概率风险分层进行，随着风险层次的提高，赔偿金额也逐步放大。期货资产管理计划的赔偿顺序位于再保险之后，有利于资产管理计划连续运行，保证期货风险对冲头寸的规模。因此其定位仍是对现有保险和再保险功能的补充，而非替代。保险公司通过期货资产管理计划可以扩大理赔规模，从而有助于其市场竞争能力的提升。<sup>[8]</sup>

(作者就职于兴证期货有限公司，本文根据中期协联合研究计划(第 10 期)改编)





张丽丽

永安期货研究院黑色分析师，2013 年进入永安期货，主要负责黑色品种产业链研究，侧重基础研究、策略报告撰写及投机机会挖掘，多次在中国证券报、冶金报、北京期货业协会等媒体发表观点。

## 供需错配驱动 铁矿石跟随产业链上涨

文/张丽丽

2015 年 12 月中旬以来，黑色期货品种开启强势反弹之路，铁矿石主力连续合约价格从 282.5 元 / 吨上涨至 454.0 元 / 吨，涨幅达 60.7%；螺纹钢主力连续合约价格从 1618 元 / 吨上涨至 2201 元 / 吨，涨幅达 36%。

从过程来看，去年 12 月份，黑色期货品种超跌，开启反弹第一阶段的修复过程，随后钢材供需错配推动第二波反弹，而近期宏观预期转暖则带来第三阶段暴涨行情。在供给侧改革的大背景下，黑色金属是反弹还是反转？笔者拟从宏观、下游需求、矿山成本等方面展开分析。

### 信用周期扩张带来宏观预期修复

从国内第一季度经济数据来看，除 1 月份人民币信贷量破两

万亿的零星惊喜外，总体经济数据略显平淡，主要是受去年四季度全球经济增长放缓的拖累。

投资方面，1-2 月份固定资产投资累计增长 10.2%，其中基础设施建设投资增长 15.71%，较去年下降 1.58 个百分点，制造业投资增长 7.5%，较去年下降 0.6 个百分点，房地产固定资产投资增长 3%，较去年增长 0.5 个百分点。总体来看，房地产投资有所好转，基建和制造业投资不及预期，投资数据整体表现平淡。

唯一的亮点来自信贷数据。1 月金融机构新增人民币贷款 2.51 万亿元，同比增幅扩大 1.04 万亿元，环比增幅扩大 1.91 万亿元，创下单月最高纪录。尤为重要的是，1 月企业中长期贷款新增 10600 亿元，创同期新高。这预示着，过去银行风险偏好低迷导

致的流动性无法有效流入实体经济局面将发生改变。而信用周期一旦开始扩张，实体经济出现一个相当量级的反弹只是时间问题。因此，虽然整体宏观趋势并没有发生逆转，但 1 月信贷和社融数据好转使得市场宏观预期较前期有了较大修复，这是本轮黑色品种行情的内在推动力。

### 钢材下游需求阶段性回暖

2015 年，我国生铁产量 6.91 亿吨，同比下降 3.5%，粗钢产量 8.03 亿吨，同比下降 2.3%，钢材产量 11.23 亿吨，同比增长 0.6%，粗钢净出口量 1.06 亿吨，同比增长 25.78%，粗钢表观消费量 6.97 亿吨，同比下降 5.52%。中国粗钢产量为 33 年以来首次下降，粗钢表观消费量连续两年下降，产量、需求双双下降，正式宣告中

国钢铁消费进入峰值弧顶区。

钢材下游需求方面，近期房地产市场数据改善带来需求阶段性回暖。1-2月，全国房地产开发投资同比名义增长3.0%，时隔两年以来首次回升，房屋新开工面积同比增长13.7%，去年全年下降14.0%，商品房销售面积同比增长28.2%，去年全年增长6.5%，商品房销售额同比增长43.6%，去年全年增长14.4%。从数据上看，去年商品房销售的持续转暖已经逐步传导至新开工，房地产固定资产投资有所回升。

此外，房地产市场去库存效果也较为明显。去年，全国范围内房地产政策暖风不断刺激房价上涨，深圳房价在“330”政策后带头领涨；随后，随着利好政策的不断出台，南京、苏州等城市在7-8月份接棒；北京、上海等一线城市元旦前后开始猛涨，其他二三线城市房市也纷纷升温。目前全国房地产销售呈现一线涨、二线急、大城市买不起房的回三四线买房的火爆局面。销售的持续好转，带动房地产库存下降，全国房地产库存已基本回落至2013年底的水平，去库存效果较为明显。

影响钢材下游需求的主要是房地产新开工情况，从数据来看，短期内一二线城市新开工预期有所好转，但尚未传导至三四线城市。从全国整体范围来看，新开工面积在逐年下降，三四线房地产钢材消费占比在60%左右，因

此，乐观的一二线新开工，并不意味着能对下游钢铁、水泥有大幅拉动作用，后市需要关注目前的销售热潮能否持续，能否有效带动三四线城市的新开工情况。

除此之外，研究数据表明，重型卡车销量与发电量和房地产施工量成正比，可以侧面反映房地产新开工或施工情况。去年四季度开始，我国重卡的销量下滑速度已有收窄，2月份重卡销量同比增长16%；1-2月发电量累计8702亿千瓦时，同比增长0.3%，去年全年下降0.2%，2月下旬六大电厂发电耗煤增速回升至36.7%，前两个月发电耗煤累计下降16%。可见，重卡及发电量数据近期均出现反弹，预示着后期房地产新开工等数据仍较乐观，钢材下游需求阶段性回暖的态势仍将持续。

## 供需错配是此轮反弹驱动核心

钢材供给端明显收缩。从2015年9月数据来看，我国高炉开工率从82%持续下降至73%，下降近十个百分点；全国日均粗钢产量从228万吨下降至199万吨，降幅近30万吨。节后至今，全国高炉开工率回升3.5个百分点，但同比下跌7.6个百分点，当前全国高炉开工率均值仅为74.78%，大大低于2015年开工率均值83.08%，可见钢材供给端出现明显收缩。

需求方面，钢材季节性需求环

比释放。螺纹钢作为建筑钢材，有其天然的季节性消费属性，冬季受寒冷天气影响，北方工地多停工放假，螺纹钢消费下降，节后随着天气转暖，钢材在三、四月份需求会出现较为明显的增长，故有“金三银四”一说。从钢材成交量来看，2015年3月北京建材贸易商月均成交量13531吨，2月份月均成交量仅为4701万吨，环比增长188%，钢材季节性需求明显转暖。

同时，低库存带来的投机性需求也出现回升。前期钢材价格的持续低迷使得产业链参与者心态一致悲观，钢厂和贸易商多维持低库存策略，2016年节后螺纹钢社会库存较去年同期下降20%。近期钢材价格出现反弹，而二级贸易商手中没有库存，“买涨不买跌”的心态下，投机需求开始显现，进一步扩大了钢材价格反弹空间。

总体来看，钢材供给端实质性收缩叠加需求季节性回暖是此轮钢价反弹最重要的原因，而库存作为调节价格的中间变量，投机力量的释放使得价格波动性增大。

## 铁矿石跟随钢材价格反弹

本轮铁矿石价格的反弹幅度远远大于钢材，但从基本面来看，铁矿石自身供需矛盾并不大。供给方面，一季度属于矿山生产淡季，发货量下降较为明显。数据显示，3月13日，铁矿石主出口国澳大利亚铁矿石发货量1304万吨，环比减少111万吨，发往中国971

“

短期内，宏观偏暖格局未变，钢材供需继续错配，在这两个条件未变的情况下，黑色很难出现顺畅下跌，后市需重点关注钢材需求和开工率的变化。

”

万吨,环比减少93万吨。需求方面,铁矿石主要需求来自于钢厂开工情况,诚如上文所述,钢材整体产能处于收缩态势,因此虽然铁矿石供给量下降,但在需求没有激增的前提下,供需矛盾并不大。

那么,本轮铁矿石反弹的逻辑是什么呢?

我们需要从整个产业链的价值驱动来分析。首先需要明确的是工业品价格最主要的影响因素是需求,这决定了产业链的价值驱动方向是自下而上的,价格和产业链利润也是自下而上轮动,这意味着原料价格会跟随成材反弹。从整个黑色产业链来看,下游钢材需求环比释放是此轮整个产业链反弹的核心动力和源头,铁矿石处于钢材的上游,钢材价格反弹后,铁矿石跟随钢材价格上涨,但因铁矿石期货自身波动率较大,导致其反弹幅度大于钢材,这是其背后的主要逻辑。

### 50 美金为关键点位

对于铁矿石后期的走势,我们试图从矿山成本角度加以分析。随着铁矿石价格反弹近60%,国外矿山和国产矿复产意愿逐步增强,意味着后期供给压力会逐步增大,价格上涨空间会受到限制,我们将从国内外矿山目前的成本,来分析目前铁矿石价格的反弹能否持续。

从外矿成本来看,四大矿山成本处于30美金以下,且后续随着产量提升及汇率贬值,仍有小幅下

降空间;澳洲中小矿山成本普遍位于38-48美金,若汇率贬值至0.65,则40美金略平衡,50美金以上矿山套保意愿强烈,30美金以下矿山亏损幅度过大;巴西矿山受益于运费大幅下调和巴西雷亚尔贬值,竞争力显著提升,平衡点下行至35美金;南非矿山中两家主要矿山盈亏平衡点降至40美金,目前价格矿山尚可接受,但扩产意愿不强,且受制于运力瓶颈,大概率维持当前出口。国产矿是2016年主要平衡器,从了解的成本来看,国产矿在40美金处于平衡状态,30美金会出现紧缺,50美金会过剩。因此,总体来看,50美金以上矿石价格难长期维持。

### 后市展望

对于此轮黑色品种反弹,首先来自于信贷周期扩张下的宏观预期转暖;同时恰逢房地产数据环比回升,下游需求出现阶段性修复,加之供给端收缩相对彻底,钢材供需错配为此轮反弹提供了坚实基础,铁矿石作为黑色产业链上游,自身矛盾并不突出,此轮反弹中更多扮演了钢材的“影子”角色。

后市来看,短期内,宏观偏暖格局未变,钢材供需继续错配,在这两个条件未变的情况下,黑色很难出现顺畅下跌,后市需重点关注钢材需求和开工率的变化。长期来看,国内宏观经济进入“新常态”,供给侧改革背景下,去产能过程仍将持续,黑色品种不具备反转的条件。■



鲍思晨

现任中金所研究院实习研究员。美国加州大学戴维斯分校管理经济学学士，对外经济贸易大学金融学硕士，两年内通过 CFA 全部三个级别考试。擅长数据分析，曾在中国金融等期刊发表过专业评论文章。

# 人民币汇率波动新常态下 应尽快推出外汇期货以避险

■ 文/鲍思晨

2016 年新年伊始，人民币对美元汇率连创新低，惊爆市场。1 月 7 日离岸市场人民币即期汇率报价一度跌至 6.7608 元 / 美元，比在岸价贴水超过 1000 个基点。此后，汇率有所企稳，离岸在岸价差大幅缩小，市场的恐慌情绪有所缓解。

在 3 月美联储鸽派声明的影响下，人民币汇率创下年内新高。3 月 18 日离岸人民币即期汇率一度升至 6.4110 元 / 美元，比在岸价升水超过 400 个基点；相对 1 月 7 日的低点，涨幅达到 5.46%；如果与 2015 年 8 月 11 日中间价报价

机制改革之前相比，贬值幅度则达 3.06%。

整体来看，自 2014 年年初以来，人民币汇率已经一改过去单边升值为主的走势，波动更加显著。汇率市场化是“十八大”确定的改革任务之一，让市场决定汇率有利于减少汇率扭曲、提高资源配置效率，但是从国际经验看，汇率市场化也会让汇率的波动性加大。对于企业和个人来说，这也意味着汇率风险的加大，对汇率风险管理的需求将随之增加。在推进汇率市场化的同时，必须加快人民币外汇衍生品市场建设的步伐，以满足企业和

个人的避险需求。

## 人民币汇率波动将成为新常态

随着我国汇率市场化和人民币国际化的不断推进，人民币汇率波动区间必将逐步扩大，人民币汇率也将一改过去单边升值的走势。面对这种新常态，我们不必太在意汇率的短期波动行为。

纵观全球各主要货币，无论是成熟经济体货币还是新兴经济体货币，其汇率波动都非常显著。2015 年，成熟经济体货币对美元汇率的平均涨跌幅为 11.93%，而



新兴经济体货币对美元汇率的平均涨跌幅则更大,达到了 26.75% (见表 1)。

一般来讲,成熟经济体的汇率制度更为灵活,汇率也更富有弹性,这使得成熟经济体的汇率波动较小,其货币出现大幅升值或贬值的情况也相对较少。而新兴经济体的汇率制度较为僵硬,其汇率往往会被固定在某一水平上,由于缺乏弹性,一旦形成贬值预期,其汇率就会一贬再贬,造成币值的较大波动。

作为新兴市场国家,我国实行的是有管理的浮动汇率制度,2015 年在岸人民币汇率的全年跌幅仅为 4.84%,人民币汇率波动远远小于成熟经济体货币,就更不要提与新兴经济体货币相比了。所以我国的汇率制度相对比较固定,因此,汇率制度改革应继续朝着市场化和国际化的方向迈进,并在汇改中进一步提高人民币汇率的双向弹性。

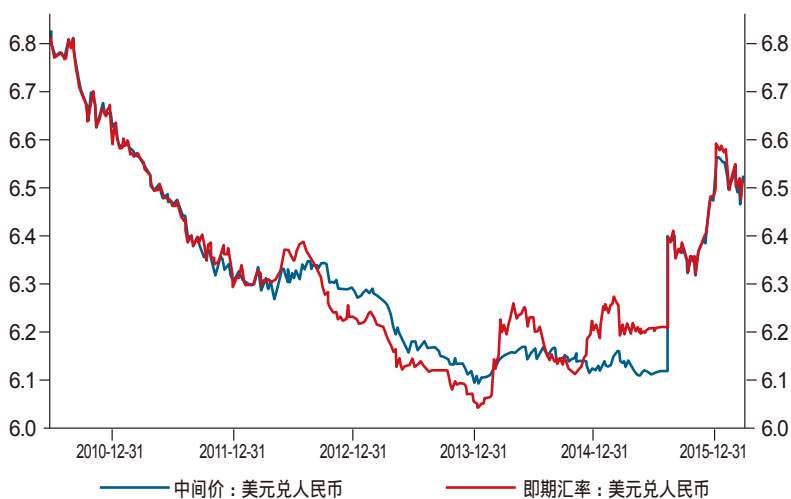
回顾 2015 年,“811”汇率中间价改革标志着我国汇率市场化又向前迈进了重要一步,而随着汇率市场化的推进,汇率波动也会逐渐增强,这也正是市场发挥决定性作用的一种体现。党的十八届三中全会明确提出,使市场在资源配置中起决定性作用,汇率市场化正是题中之义。这有利于人民币的长期稳定,从而促进我国的经济增长。具体来说,

表 1 2015 年全球各主要货币对美元汇率的最大涨跌幅度

货币	汇率制度	最大涨跌幅度
欧元	自由浮动	-13.60%
日元	自由浮动	-7.96%
英镑	自由浮动	9.37%
澳元	自由浮动	-16.81%
巴西雷亚尔	浮动	-38.61%
俄罗斯卢布	浮动	-32.52%
印度卢比	浮动	-8.40%
南非兰特	浮动	-27.47%

资料来源:Wind 资讯

图 1 2010 年 6 月 19 日汇改重启以来人民币中间价与市场价



资料来源:Wind 资讯

“811”汇改使得汇率中间价和交易价之间产生了连续性,这可以抑制央行对汇率的过度干预,让市场这只无形的手能够在汇率定价中发挥更大的作用。在 2014 年到 2015 年汇改之前的一年多时间里,人民币中间价明显高于市场价 (见图 1),因而人民币汇率

存在一定的贬值压力。而汇改后,人民币较大幅度的贬值正是外汇市场供需驱动的结果。

同时,纳入 SDR 货币篮子有利于人民币国际化程度的提高,使得汇率干预更加难以适应金融全球化的大环境,而干预的减少则意味着汇率市场化的推进。因

此，人民币国际化之后，汇率波动将会有所加大。

虽然 IMF 的货币可自由使用标准，并没有提及汇率制度，也没有要求该货币必须是可自由兑换货币，但为了避免国际社会对人民币汇率产生诟病，我国应该向金融体制改革中的一个既定目标，即浮动汇率制度继续迈进。从这个角度来说，人民币国际化正在倒逼我国的汇率市场化改革，且在人民币国际化的大背景下，过度的管制和干预已在诸多方面表现出不适应，例如，市场与政府之间的博弈会提高交易成本，阻碍供需均衡市场的形成。

## 人民币汇率中枢将会相对稳定

从国际经济环境来看，美元阶段性见顶，人民币对一篮子货币趋

于稳定，因此，人民币对美元汇率短期内或将稳中有升。在 2016 年 3 月 16 日的议息会议上，美联储释放了更为鸽派的信号，使得美元指数在 3 月 17 日向下跌破了 95 的低位。

实际上，本轮美联储的加息预期早在 2014 年 7 月就开始出现，至 2015 年 11 月美元指数已从 79.75 上涨到 100.24，累计升值了 26%（见图 2）。然而，2015 年 12 月 17 日美联储宣布加息之后，市场出现了靴子落地的反应，美元指数未创新高，反而有所回落，所以美元加息并不必然导致美元升值。

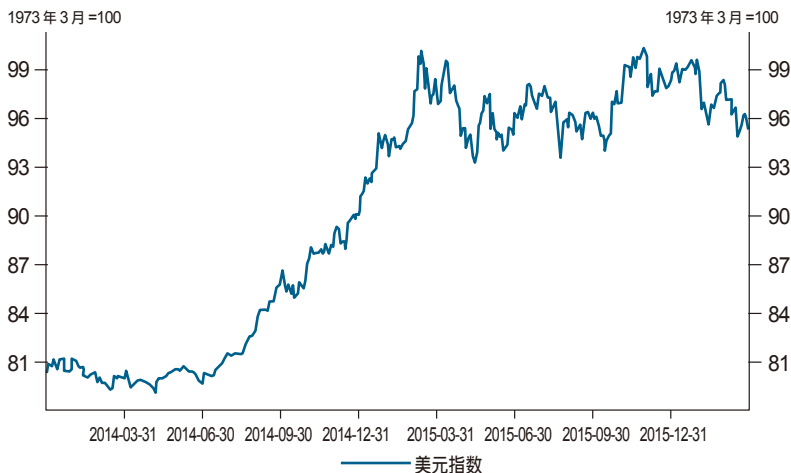
短期来看，这次加息 25 个基点的幅度并没有超出市场预期，因此加息对汇率的短期影响早已消化。长期来看，美元实际有效汇率并不受美联储加息降息的影响，关

键还是要看美国的经济基本面，而美元早已大幅升值，且其幅度已经超过了美国经济的改善程度。就目前美国经济喜忧参半的状况来说，美国并不希望、也不能够承担美元成为全球唯一强势货币所带来的后果。因此，美元已经处于短期内的相对高点，对人民币汇率的外部压力不大。

另外，美联储也不得不顾及其加息对全球经济金融所产生的外溢效应。去年美元加息后，新兴市场国家面临的冲击较大，表现为货币贬值和资本外逃。哈萨克斯坦和阿塞拜疆等国的货币暴跌就是很好的例子，其中阿根廷比索更是在美元加息后的一天时间里就下跌了 26%，同时出现大量资本外流。

其实，美元加息只是这些国家货币暴跌的导火索，或者说只是引爆其货币危机的外部条件，危机是否爆发，还是由这些国家自身的经济状况所决定的。从经济基本面的来看，GDP 增速相对较慢，经常项目逆差较大，外汇储备规模较低，这些都是其汇率贬值的根本原因。从汇率制度来看，这些国家都采用固定汇率制，其汇率缺乏足够的弹性，对于资本流动也不能及时反应与消化，当外汇储备不足以守住其固定汇率时，其币值便如同洪水决堤一般飞流直下，而降低贬值预期和减少资本流出的有效办法其实就是使汇率更加富有弹性。

图 2 美元指数走势



资料来源：Wind 资讯

从国内经济环境来看，相较于其他国家，我国的经济发展仍然相对较快，利率水平也相对较高，其经济基本面决定了人民币不存在大幅贬值的基础。

第一，因为人民币资产相对全球资产的实际回报率才是决定资本长期去留的核心，而在世界经济低迷的大背景下，我国的经济增速在主要经济体中仍然名列前茅，使得投资收益率依然领先于其他国家，比如中美利差仍然为正，所以人民币汇率具有保持基本稳定的基础。

第二，目前资本外流的动机合理，并且不会导致系统性风险。我国资本外流的原因：一个是偿还外债，因为美元进入加息周期，导致外债成本上升，所以企业正在大量归还过去借入过多的低息美元债务，同时这也降低了企业以后面临的汇率风险；另一个是增持海外资产，

对于居民来说，海外资产配置需求上升，对于企业来说，从2011年开始对外直接投资逐年上升，2015年我国对外直接投资资产达到1671亿美元，同比增长108%。

第三，我国外汇储备虽然有所下降，但依然充足，仍占全球外汇储备总额的30%左右。综上所述，虽然人民币对美元汇率在年初时经历了剧烈波动，但是在3月份略有走强并一度出现年内高点的情况下，未来短期内，人民币汇率，特别是对一篮子货币，仍会围绕目前水平保持相对稳定。

## 人民币外汇期货理应尽快推出

自2013年市场形成QE退出预期以来，全球各主要货币对美元汇率的波动都非常剧烈，汇率风险不断加大，避险需求进一步增加，

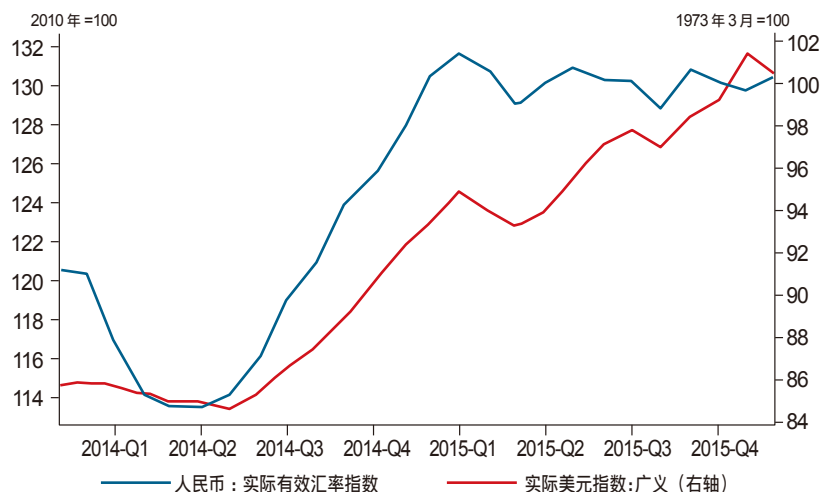
这些都给在岸外汇期货市场的建设提供了良好的发展机遇。面对全球货币市场动荡，人民币也未能独善其身。由于自2014年6月起人民币已经跟随美元被动升值过多（见图3），因此在2015年8月11日汇改引爆人民币贬值预期之后，人民币汇率开始剧烈波动。人民币汇率风险的进一步凸显，使得实体经济的避险需求急剧增加。

回顾历史，美国芝加哥商业交易所（CME）就是在布雷顿森林体系瓦解，全球汇率波动明显加大时，上市世界上首支金融期货产品——外汇期货。同样，南非约翰内斯堡股票交易所（JSE）和印度国家证券交易所（NSE）在2008年国际金融危机，汇率风险积聚时，也都先后在其境内推出了外汇期货产品，其主力合约的报价方式为美元对本国货币。这些先例都证明，当前的市场环境为在境内推出人民币外汇期货产品创造了一个非常有利的窗口。

在人民币汇率波动弹性不断加大的背景下，市场普遍存在人民币汇率避险需求，因此全球已有多家交易所上市了人民币外汇期货合约，而一旦境外外汇市场发展成熟，境内外汇期货市场的建设将会存在后发劣势。

自2006年8月CME推出首支人民币外汇期货和期权产品以来，境外已有10家交易所上市了人民币期货合约（见表2）。特别是在

图3 人民币与美元实际指数



资料来源：Wind 资讯

表2 人民币外汇期货推出时间

交易所	时间	标价	品种	备注
美国 CME	2006年8月	人民币/美元、欧元、日元	期货、期权	
	2011年10月	美元/人民币	标准、电子微型期货	
	2013年2月	美元/离岸人民币	标准、电子微型期货	
南非 JSE	2010年11月	人民币/兰特	期货	撤牌
	2013年5月	离岸人民币/兰特	期货	
巴西 BM&F BOVESPA	2011年8月	人民币/雷亚尔	期货	
香港 HKEx	2012年9月	美元/离岸人民币	期货	全球首只可交收
	2014年4月	离岸人民币/美元	期货	
欧洲 CME	2014年4月	美元/离岸人民币、 美元/在岸人民币、 欧元/离岸人民币、 欧元/在岸人民币	期货	
新加坡 SGX	2014年10月	美元/离岸人民币、人民币/美元	期货	
俄罗斯 MOEX	2015年3月	人民币/卢布	期货	金融衍生工具市场
台湾 TAIEX	2015年7月	美元/离岸人民币	标准、小型期货	
新加坡 ICE	2015年11月	美元/离岸人民币、人民币/美元	迷你期货	
阿联酋 DGCX	2015年12月	美元/离岸人民币	期货	

资料来源：2015年境外人民币外汇期货发展报告等

2014年3月人民币汇率波幅扩大至上下2%之后，人民币汇率波动所激发的汇率避险需求有所增加，所以在不到两年时间里，全球先后有6家交易所扎堆上市了人民币外汇期货，并且他们还在不断研发新产品来进一步争夺场内人民币衍生品市场。究其原因，则是这些交易所都看到了，随着汇率市场化和人民币国际化的不断推进，人民币汇率双向波动幅度将不断扩大，市场避险需求将日渐凸显。而当境外人民币外汇期货市场已呈现出一片繁荣景象的时候，在岸人民币外汇期

货市场的长期缺失或将威胁人民币汇率定价权。离岸市场不受实需原则限制，人民币外汇期货等衍生品交易活跃，价格发现能力较强。同时，离岸市场又可以通过预期传导和跨境套利来影响在岸市场，长此以往，人民币定价权则可能旁落。为了避免陷入过于被动的局面，我国应该加快上市人民币外汇期货的步伐。

为了管理汇率风险，服务实体经济，我国应尽快推出人民币外汇期货产品，并以此为依托，发展在岸外汇期货市场。我国企业的平均

利润率较低，一次反向的汇率波动可能就会让企业血本无归，所以企业十分需要一种有效的汇率避险工具。但是目前，我国的外汇市场还不够完善，外汇交易种类也不够齐全，这使得企业缺少行之有效的避险工具，从而会加大他们的恐慌，甚至会促使他们进入银行抢购现汇。从这个意义上讲，外汇期货的缺失不但使企业无法有效规避汇率风险，而且还会加剧即期汇率的波动。所以，呼吁我国应顺势尽快推出人民币外汇期货，以服务实体经济的套期保值需要。<sup>[4]</sup>



# 2015 年全球场内衍生品市场成交概况

■ 文/陈静怡

2015 年全球期货及其他场内衍生品成交一改往年微弱增长的趋势，在亚洲地区成交强劲的带动下，全球成交总量录得较大幅度的增长。

根据美国期货业协会（FIA）对全球 78 家交易所中期货与其他场内衍生品成交量统计结果显示，2015 年全球交易所合约成交量相较 2014 年增加 13.48%，达到 247.76 亿手，虽然仍未超过 2011 年 250 亿手的峰值水平，但仅一步之遥。且在细分成交数据中，期货合约与期权合约成交量均呈增长趋势，其中全球期货成交量增长 19.3% 至 144.80 亿手，超过 2011 年的最高水平；场内期权成交量规模增长相对期货较小，2015 年录得 102.96 亿

手，同比增长 6.2%。

## 亚太再次超越北美登上榜首

从全球期货与其他场内衍生品成交量地域分布来看，亚太地区的成交活跃是 2015 年全球成交量能够实现快速增长的最重要因素。

北美与亚太两个地区在市场竞争上异常激烈，自从 2012 年被亚太地区反超之后，2013 年，北美地区夺回成交冠军的地位，而 2015 年，亚太地区成交量大幅增长 33.69% 至 97.02 亿手再次超越北美成为榜首。北美地区成交微弱回落 0.25% 至 81.95 亿手。

虽然 2014 年北美地区不出彩，只有 4.9% 的增长率，但相比而言，在欧洲地区增幅更小、亚太地区成

交微弱收缩、拉美地区成交大幅回落的环境下，北美地区依然是全球成交量增长的主要拉动力。不过这样的情况在 2015 年发生了较大变化，亚太、欧洲实现增长，北美与南美出现回落。

总体来看，亚太市场的高增长覆盖面较广，无论是此前增长的主力——中国内地和印度市场，还是此前表现较为平淡的香港、台湾、新加坡市场，或是表现较为低迷的日本市场，2015 年均较好表现。在美国期货业协会跟踪的 28 家亚太地区的衍生品交易所中，18 家实现了成交量的双位数增长，仅有 6 家出现回落。

## 交易所排名总体变动不大

从具体的交易所 / 交易所集团

的成交排名来看，前二十名内的交易所名单基本没有变化，只有澳大利亚证券交易所集团由2014年的第17名跌出至2015年的第21名，而迈阿密国际证券交易所的成交量，则是大幅增长87.8%跻身第20名。

相比总体排名的稳定，前三甲的争夺较为激烈。自从韩国交易所的Kospi 200期权在2013年扩大了合约乘数之后，成交量锐减，交易所成交排名也从此前一直稳居第一滑落至第12，自此以后，榜首便由成交量稳步增长的美加芝加哥商业交易所集团（CME集团）占据。

从2015年数据看，CME集团旗下三家交易所成交量增减不一，但集团总体实现2.6%的成交增长至35.32亿手。排名第二的印度国家证券交易所2015年成交量实现61.2%的增幅，至30.32亿手，直逼第一的CME集团，且是唯一一家不以集团排名位列前三甲的交易所。

2014年成交量排名第二的洲际交易所则因为2015年成交量回落9.8%排名下滑至第四。

## 中国因素功不可没

在各品种的表现方面，2015年成交量情况继续呈现明显分化。

其中股票指数表现相当亮眼，主要是来自于美国各家期权交易所以及印度孟买证券交易所的贡

献。特别是印度国家证券交易所（NSE）的CNX精选指数期权，2015年成交量上涨81.5%，成交17.7亿手。

外汇市场扭转了去年的颓势，表现十分优异，全年成交量增加31.2%，其中美元/印度卢比期权贡献巨大，在印度国家证券交易所（NSE）和孟买证券交易所（BSE）的涨幅分别达到118.9%和430.4%；美元/俄罗斯卢布期货增长37.6%至9亿手，稳固了其板块第一的位置。

商品方面表现强势，农产品、金属和能源类别期货和期权成交量在2015年增加22.6%至46亿手，占全球场内衍生品成交量的19%，各自细分类别的成交量也在2015年创下纪录高位。

具体来看，农产品合约去年继续强势表现，且仍是由中国市场主导。在农产品成交量排名前20的合约中，一半合约在中国的期货交易所上市交易，且前五名最活跃的合约均出自中国。豆粕期货合约2015年成交量大增41.2%至2.89亿手居于首位；白糖合约成交1.87亿手，上涨91.7%，升至第三位。除中国以外，美国交易所拥有另外一半的活跃农产品合约。

此外，非贵金属保持了活跃的表现，全年增长幅度达到47%，其中中国因素再次发挥关键的作用，上海期货交易所的螺纹钢期货持续强势，成交量上涨32.6%

至5.4亿手；大连商品交易所的铁矿石期货成交26亿手，大涨169.4%；另外，上海期货交易所新上市的镍期货成交6359万手，一跃跻身前五的行列。

能源市场也实现了反转，整体成交量攀升21.2%，莫斯科交易所的布伦特原油期货暴涨1472.7%，成交量达到1.1亿手，凭借着10桶每张的小合约与国际市场两个主要的原油期货基准NYMEX轻质低硫原油期货（WTI）和ICE的北海布伦特期货（Brent）位列能源类合约的前三甲。


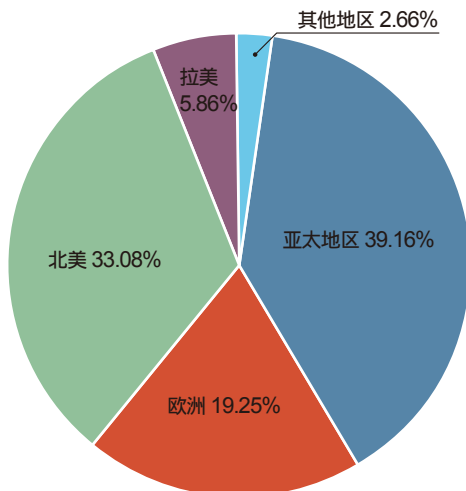
在商品类的成交中，除了上述四类美国期货协会划分的传统的类别外，今年划分到“其他”类别的合约成交量增幅惊人，2015年成交量为8.20亿手，相比2014年不止翻倍，其中最主要的贡献力量来自于中国交易所上市交易的化工类品种。例如郑州商品交易所上市交易的PTA合约在2015年成交量达到2.32亿手，约为2014年成交量的两倍。此外，也是在该交易所交易的甲醇合约，成交量增加至3.14亿手，是“其他”类合约中成交量最大的品种，也是全球商品市场成交最活跃的合约之一。大连商品交易所上市的PP以及LLDPE合约成交量分别增长333.9%以及169.4%至1.08亿手以及1.20亿手。2015年化工类品种在中国期货市场吸金能力异常强劲。

表 1 2014-2015 年全球期货与其他场内衍生品成交量分地区比较情况

地区	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
北美	8,215,935,876	8,195,399,670	-0.25%
亚太地区	7,257,085,363	9,701,681,822	33.69%
欧洲	4,409,853,320	4,769,831,611	8.16%
拉美	1,516,759,488	1,450,744,978	-4.35%
其他地区	433,297,533	658,103,273	51.88%
全球总量	21,832,931,580	24,775,761,354	13.48%

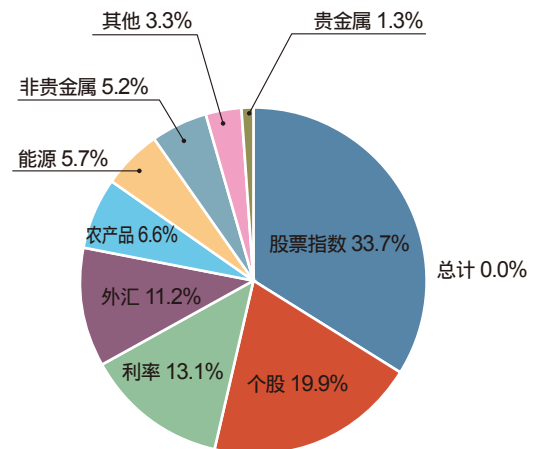
注：交易所所在地按交易所注册地划分；其他地区包括迪拜、以色列、南非以及土耳其。  
资料来源：美国期货业协会（FIA）。

图 1 2015 年全球期货及其他场内衍生品成交量地域分布



资料来源：美国期货业协会（FIA）

图 2 2015 年全球期货及其他场内衍生品各品种成交量分布



资料来源：美国期货业协会（FIA）

表 2 2015 年全球交易所 / 交易所集团成交量前 20 位排名

排名	交易所 / 交易所集团名称	2014 年成交量	2015 年成交量	同比变化 (%)
1	芝加哥商业交易所集团 (CME Group)	3,442,700,984	3,531,760,591	2.59%
2	印度国家证券交易所 (NSE)	1,880,363,732	3,031,892,784	61.24%
3	欧洲期货交易所集团 (Eurex)	2,097,975,470	2,272,445,891	8.32%
4	洲际交易所集团 (ICE)	2,215,559,295	1,998,810,416	-9.78%
5	莫斯科交易所 (Moscow Exchange)	1,413,222,196	1,659,441,584	17.42%
6	巴西证券期货交易所 (BM&FBovespa)	1,420,479,205	1,358,592,857	-4.36%
7	芝加哥期权交易所集团 (CBOE Holdings)	1,325,391,523	1,173,934,104	-11.43%
8	大连商品交易所 (DCE)	769,637,041	1,116,323,375	45.05%
9	郑州商品交易所 (ZCE)	676,343,283	1,070,335,606	58.25%
10	上海期货交易所 (SHFE)	842,294,223	1,050,494,146	24.72%
11	纳斯达克 OMX 集团 (NASDAQ OMX)	1,147,450,449	1,045,646,991	-8.87%
12	韩国交易所 (KRX)	677,765,128	794,935,326	17.29%
13	孟买证券交易所 (BSE)	754,992,572	614,894,523	-18.56%

排名	交易所 / 交易所集团名称	2014 年成交量	2015 年成交量	同比变化 (%)
14	南非约翰内斯堡证券交易所 (JSE)	299,742,584	488,515,433	62.98%
15	美国 BATS 交易所	201,985,667	396,415,424	96.26%
16	日本交易所集团 (JPX)	309,732,384	361,459,935	16.70%
17	香港交易所集团 (HKEx)	319,590,751	359,364,547	12.45%
18	中国金融期货交易所 (CFFE)	217,581,145	321,590,923	47.80%
19	台湾期货交易所	202,411,093	264,495,660	30.67%
20	迈阿密国际证券交易所	134,535,972	252,605,427	87.76%

资料来源：美国期货业协会 (FIA)

表 3 2014-2015 年各品种成交量情况对比

品种种类	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
股票指数	7,338,870,063	8,342,860,438	13.7%
个股	4,931,561,737	4,927,935,476	-0.1%
利率	3,293,164,521	3,251,257,586	-1.3%
外汇	2,122,783,609	2,784,884,902	31.2%
农产品	1,387,993,407	1,639,668,492	18.1%
能源	1,160,869,956	1,407,235,307	21.2%
非贵金属	872,626,126	1,280,935,517	46.8%
其他	353,997,195	819,713,435	131.6%
贵金属	371,064,966	321,272,201	-13.4%
总计	21,832,931,580	24,775,761,354	13.5%

资料来源：美国期货业协会 (FIA)

表 4 2015 年全球股票指数期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	指数乘数	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	CNX 精选指数期权, 印度国家证券交易所 (NSE)	50 印度卢比	972,738,636	1,765,858,934	81.5
2	SPDR 标普 500ETF 期权 *	N/A	609,148,644	655,942,274	7.7
3	Kospi200 指数期权, 韩国交易所 (KRX)	500000 韩元	462,010,885	488,009,055	-20.4
4	电子迷你标普 500 指数期货, 芝加哥商业交易所 (CME)	50 美元	425,020,210	429,803,221	1.1
5	欧洲斯托克 50 指数, 欧洲期货交易所集团 (Eurex)	10 欧元	293,837,558	341,824,375	16.3

注：\* 美国多家期权交易所交易

资料来源：美国期货业协会 (FIA)

表 5 2015 年全球农产品期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	交易单位	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	豆粕期货, 大连商品交易所 (DCE)	10 吨	204,988,746	289,496,780	41.2
2	菜粕期货, 郑州商品交易所 (ZCE)	10 吨	303,515,966	261,487,209	-13.8
3	白糖期货, 郑州商品交易所 (ZCE)	10 吨	97,726,662	187,323,456	91.7
4	棕榈油期货, 大连商品交易所 (DCE)	10 吨	79,996,388	111,515,010	39.4
5	豆油期货, 大连商品交易所 (DCE)	10 吨	64,082,631	92,504,264	-3.0

资料来源：美国期货业协会 (FIA)



表 6 2015 年全球金属期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	交易单位	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	螺纹钢期货, 上海期货交易所 (SHFE)	10 吨	408,078,103	541,035,860	32.6
2	铁矿石期货, 大连商品交易所 (DCE)	100 吨	96,359,128	259,572,085	169.4
3	白银期货, 上海期货交易所 (SHFE)	15 千克	193,487,650	144,786,451	-25.2
4	铜期货, 上海期货交易所 (SHFE)	5 吨	70,510,306	88,318,558	25.3
5	镍期货, 上海期货交易所 (SHFE) *	1 吨	63,590,118	N/A	N/A

注: \*2015 年 3 月上市交易。

资料来源: 美国期货业协会 (FIA)

表 7 2015 年全球利率期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	交易单位	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	欧洲美元期货, 芝加哥商业交易所 (CME)	1000000 美元	664,433,493	586,913,126	-11.7
2	十年期美国国债期货, 芝加哥期货交易所 (CBOT)	100000 美元	340,485,319	328,341,066	-3.6
3	一天期银行间存款期货, 巴西证券期货交易所 (BM&F)	100000 巴西里尔	286,125,664	309,308,981	8.1
4	五年期美国国债期货, 芝加哥期货交易所 (CBOT)	100000 美元	196,429,135	190,707,727	-2.9
5	德国欧元长期债券期货, 欧洲期货交易所 (Eurex)	100000 欧元	179,136,822	177,107,346	-1.1

资料来源: 美国期货业协会 (FIA)

表 8 2015 年全球外汇期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	交易单位	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	美元 / 俄罗斯卢布期货, 莫斯科交易所 (Moscow Exchange)	1000 美元	656,476,373	903,374,140	37.6
2	美元 / 印度卢比期货, 印度国家证券交易所 (NSE)	1000 美元	294,069,368	358,801,689	22
3	美元 / 印度卢比期货, 孟买证券交易所 (BSE)	1000 美元	171,642,176	258,083,484	50.4
4	美元 / 印度卢比期权, 印度国家证券交易所 (NSE)	1000 美元	98,750,882	216,130,236	118.9
5	美元 / 印度卢比期权, 孟买证券交易所 (BSE)	1000 美元	32,110,966	170,311,114	430.4

资料来源: 美国期货业协会 (FIA)

表 9 2015 年全球能源期货及期权成交量排名前五位合约

排名	交易品种及上市交易所	交易单位	2014 年 (手)	2015 年 (手)	同比变化 (%)
1	轻质低硫原油期货, 纽约商业交易所 (NYMEX)	1000 桶	145,147,334	202,202,392	39.3
2	布伦特原油期货, 洲际交易所欧洲期货分所 (ICE Europe)	1000 桶	160,425,461	183,853,174	14.6
3	布伦特原油期货, 莫斯科交易所	10 桶	7,084,451	111,415,185	1472.7
4	亨利港天然气期货, 纽约商业交易所 (NYMEX)	100 吨 10000 百万英国热量单位 (MMBTU)	74,206,602	81,772,492	10.2
5	柴油期货, 洲际交易所欧洲期货分所 (ICE Europe)	100 吨	52,800,084	63,239,874	19.8

资料来源: 美国期货业协会 (FIA)

(作者就职于华泰期货)

2016 年 3 月中国期货市场成交情况统计表

交易所名称	品种名称	本月成交量（手）	同比增减	本月成交额（亿元）	同比增减	今年累计成交量（手）	同比增减	今年累计成交额（亿元）	同比增减	本月末持仓量（手）
上海期货交易所	铜	9,573,066	16.51%	17,962.72	2.01%	22,504,295	-2.59%	40,967.15	-15.30%	388,118
	铝	3,432,110	287.68%	1,967.93	237.92%	9,513,705	290.10%	5,267.76	232.05%	329,550
	锌	6,984,844	242.47%	4,985.01	208.61%	16,636,693	142.69%	11,393.11	106.58%	149,354
	铅	157,339	107.01%	107.69	130.93%	454,141	63.06%	305.41	78.02%	14,499
	锡	703,242	15753.07%	772.92	14656.86%	1,098,874	24671.73%	1,166.65	22174.14%	10,778
	镍	10,761,962	10228.08%	7,490.00	7271.03%	24,622,529	23529.84%	16,978.82	16609.13%	334,524
	黄金	5,397,518	138.40%	14,144.18	159.65%	11,138,114	79.05%	28,255.80	82.56%	169,177
	白银	8,032,161	-54.77%	4,141.31	-56.10%	16,447,195	-67.74%	8,383.86	-69.78%	330,752
	天然橡胶	11,819,380	100.00%	13,509.90	76.49%	24,488,826	40.01%	26,500.95	15.51%	217,470
	燃料油	81	-88.05%	0.09	-91.81%	259	-74.13%	0.32	-80.69%	15
	石油沥青	30,380,076	5436.06%	5,623.37	3229.96%	51,737,563	7542.71%	9,314.34	4422.21%	564,110
	螺纹钢	154,598,723	276.15%	32,753.18	220.63%	256,127,827	159.79%	51,379.02	108.09%	1,915,167
	线材	10	-86.30%	0.00	-88.79%	11	-89.52%	0.00	-91.65%	0
	热轧卷板	3,102,996	1939.30%	708.04	1732.41%	4,697,489	1182.06%	1,021.18	973.98%	86,654
总 额		244,943,508	209.82%	104,166.35	96.83%	439,467,521	112.18%	200,934.38	36.78%	4,510,168
郑州商品交易所	一号棉	5,334,525	244.53%	2,743.95	167.28%	8,965,657	65.12%	4,716.23	31.49%	456,594
	早籼稻	54	-86.26%	0.03	-86.84%	114	-90.97%	0.06	-89.83%	6
	甲醇	20,781,621	-71.10%	3,977.72	-77.20%	46,446,203	-56.29%	8,509.35	-65.72%	267,234
	菜籽油	1,463,418	215.84%	839.06	207.41%	2,893,984	72.54%	1,638.71	65.13%	137,938
	油菜籽	1,008	1045.45%	0.40	900.00%	1,509	528.75%	0.60	440.91%	374
	菜籽粕	19,631,748	-40.46%	3,822.04	-49.13%	38,371,869	-41.40%	7,414.95	-49.05%	516,560
	白糖	15,084,408	-10.05%	8,258.03	-3.82%	39,012,133	-10.35%	21,323.06	-2.55%	658,597
	PTA	17,116,030	-34.20%	4,000.59	-36.21%	36,225,673	-36.61%	8,170.57	-39.90%	708,870
	普麦	3	-50.00%	0.01	0.00%	26	-51.85%	0.03	-57.14%	6
	强麦	71,813	1075.14%	40.56	1175.31%	195,737	912.97%	111.78	995.88%	15,021
	玻璃	4,605,546	39.64%	879.98	40.76%	9,141,720	-3.48%	1,660.91	-6.61%	88,740
	动力煤 TC	2	-100.00%	0.00	-100.00%	147	-99.96%	0.09	-99.97%	0
	动力煤 ZC	3,611,287	—	1,278.79	—	7,659,613	—	2,572.57	—	67,119
	粳稻	24	118.18%	0.02	200.00%	31	63.16%	0.02	100.00%	0
	晚籼稻	46	-47.13%	0.03	-50.00%	59	-91.79%	0.03	-92.59%	2
	硅铁	11,413	5283.49%	2.71	4827.27%	19,419	1038.28%	4.34	874.16%	321
	锰硅	16,210	228.87%	4.31	214.23%	25,073	171.47%	6.21	139.11%	615
总 额		87,729,156	-42.72%	25,848.17	-38.31%	188,958,967	-34.70%	56,129.47	-31.16%	2,917,997
大连商品交易所	黄大豆一号	2,402,140	60.16%	840.20	34.31%	4,632,368	39.10%	1,629.49	13.49%	118,074
	黄大豆二号	345	0.88%	0.11	2.89%	447	-30.48%	0.15	-29.18%	32
	胶合板	4	-99.97%	0.00	-99.98%	6	-100.00%	0.00	-100.00%	1
	玉米	14,147,826	1714.30%	2,278.38	1056.51%	24,402,593	1283.33%	4,080.13	831.81%	1,230,578
	玉米淀粉	6,629,150	843.88%	1,330.29	532.19%	19,129,181	1764.25%	3,886.41	1189.53%	217,905
	纤维板	18	-99.77%	0.00	-99.80%	165	-99.67%	0.04	-99.74%	10
	铁矿石	76,214,430	661.43%	30,913.02	599.40%	132,336,997	516.64%	49,513.78	393.49%	832,784
	焦炭	6,720,345	806.49%	5,045.78	593.91%	10,399,030	340.06%	7,462.21	208.56%	112,489
	鸡蛋	2,158,167	55.96%	720.53	21.61%	5,252,076	39.72%	1,719.12	7.65%	93,075
	焦煤	4,407,600	487.43%	1,626.32	410.19%	8,415,137	292.55%	2,982.68	220.13%	92,433
	聚乙烯	16,767,396	15.85%	7,497.75	10.32%	36,638,971	9.16%	15,722.45	5.47%	465,951
	豆粕	25,360,251	-16.27%	5,937.95	-30.24%	53,117,290	-24.23%	12,588.94	-35.18%	1,561,303
	棕榈油	16,786,267	159.48%	8,816.10	183.93%	37,238,892	158.39%	18,600.61	166.32%	520,621
	聚丙烯	27,191,998	138.30%	9,573.83	102.58%	56,253,068	145.74%	18,338.46	102.84%	461,751
	聚氯乙烯	316,337	104.17%	83.29	96.82%	628,634	71.11%	158.68	64.53%	30,986
	豆油	10,195,589	57.99%	5,998.11	69.01%	21,127,260	41.22%	12,163.45	46.92%	591,211
	总 额	209,297,863	145.83%	80,661.67	138.41%	409,572,115	112.94%	148,846.60	95.89%	6,329,204
中国金融期货交易所	10 年期国债	550,266	3883.97%	5,469.53	4000.78%	1,514,789	10867.20%	15,116.85	11233.86%	44,295
	沪深 300 股指	562,412	-98.17%	5,162.75	-98.52%	1,361,178	-98.33%	12,441.44	-98.59%	47,318
	5 年期国债	313,722	-24.39%	3,155.11	-22.58%	1,006,862	45.71%	10,132.84	49.47%	36,029
	上证 50 股指	215,968	—	1,349.71	—	506,113	—	3,113.28	—	19,061
	中证 500 股指	433,560	—	4,870.92	—	947,364	—	10,748.72	—	31,154
总 额		2,075,928	-93.34%	20,008.02	-94.32%	5,336,306	-93.49%	51,553.14	-94.21%	177,857
全国期货市场交易总额		544,046,455	56.10%	230,684.21	-52.01%	1,043,334,909	35.35%	457,463.59	-61.69%	13,935,226

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。



---

## 《圣湖喀纳斯》

南证期货 刘玥 / 摄



中国期货业协会  
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0715 — L0173 号

