



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4期/总第52期

准印证号：京内资准字0716-L0173号

(内部资料 免费交流)

### 封面文章

人民币国际化新阶段的发展动力与挑战 >p09

### 热点直击

“一带一路”下的基础设施与金融合作机遇 >p33

### 人物·对话

刘胜喜：迟到 20 年的期货创业人 >p40

### 文化·生活

期货那些事儿 >p56

### 创新·探索

探秘金融衍生品与机构化投资 >p60

## 【封面文章】

# 人民币国际化的机遇与挑战

>p08



### 第四届理事会第十一次会议召开

8月24日，中国期货业协会召开了第四届理事会第十一次会议，中国证监会副主席方星海出席会议并作了重要讲话。会议选举王明伟同志为中国期货业协会新任会长。

此外，会议还审议通过了郑州商品交易所副总经理张静同志担任协会理事代表，并选举张静为中国期货业协会兼职副会长。

中国证监会期货部、人教部有关领导，第四届理事会全体理事代表及中国期货业协会相关领导出席会议。



▲ 8月24日，中国期货业协会召开了第四届理事会第十一次会议



▲ 中国期货业协会会长王明伟

“士不可不弘毅，任重而道远。”

这或许是描绘当下人民币国际化征程图景的最佳写照。近年来，人民币国际化取得了丰硕成果，但依然任重道远。而要实现人民币国际化，离不开我国实体经济在全球贸易中实力的提升，离不开国内宏观经济与市场制度的不断完善，离不开资本市场对外开放程度的深化，同样，也离不开期货和衍生品市场功能的发挥和完善。

成为全球贸易商品特别是大宗商品的定价货币，被认为是衡量一国货币国际地位的重要标准，我国大宗商品贸易大国地位的强化和人民币国际地位的初步确立，为推动大宗商品的人民币定价提供了帮助。本期“封面文章”将透视人民币国际化的动力与挑战，把握人民币国际化进程中我国债券市场开放之趋势，并深入探讨期货和衍生品在人民币国际化中的推动作用。

基础设施投资能带动一国经济发展，更能紧密国与国、地区与地区间的联系。衍生品在跨国基础设施项目融资中扮演着重要作用，正是由于期货和衍生品市场提供了活跃品种，才可能降低铁路、公路等基础设施项目建设中的风险，从而保证未来收益；国际衍生品的交易和清算存在着各种风险，相应的风险缓释工具如何发挥作用？如何保证跨境交易的及时和高效？本期“热点直击”栏目收录了“2016 中德衍生品论坛”两位专家的精彩发言，以管窥见豹，领略跨境衍生品的魅力。

“开疆辟土先点将”。期货公司风险管理公司掌门人的名录上，永安资本总经理刘胜喜是其中的一颗将星。虽说风险管理公司出炉时间不长，但拥有 21 年行业经验的刘胜喜，却实实在在是位阅历丰富的期货老兵。布兵谋局，一蓑烟雨，刘胜喜率军厉兵秣马、勇于创新，交出了一份令同行羡慕的优异答卷。本期“人物·对话”将走进刘胜喜栉风沐雨背后的突破与从容。

感悟，是日常的思考和体会。因不同经历、阅历，生活或工作的思考、理解和感悟内容亦不尽相同。期货感悟，是期货从业者对行业、对工作的体会和思考，也是期货众生的内心写照和体现，更是参与者人生的丰富和充实。本期“文化·生活”，引领大家感悟期货人对工作和行业的理解，体会他们的酸甜苦辣、百味杂陈。■



编印单位 中国期货业协会  
编委会主任 王明伟  
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 张冬  
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 0716-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、有关部委等  
设计制作 北京永行传媒广告有限公司  
印刷单位 北京雷杰印刷有限公司  
印刷日期 2016年8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

### 人民币国际化的机遇与挑战

2015年，人民币国际使用继续较快发展，人民币国际地位持续提升，人民币国际接受程度不断提高。

## “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 人民币国际化新阶段的发展动力与挑战 文 / 涂永红 王芳 赵雪情
- 17 高度重视金融衍生品在人民币国际化中的推动作用 文 / 涂永红
- 22 大力发展商品期货市场助力大宗商品人民币定价 文 / 赵庆明 鲍思晨
- 28 从人民币汇率相对稳定看当前中国债券市场开放趋势 文 / 巴曙松

## 热点直击

- 33 “一带一路”下的基础设施与金融合作机遇 文 / Dr.Joachim von Amsberg
- 35 国际衍生品市场交易和清算过程中的风险管理 文 / 史宁

## 人物·对话

- 40 永安资本刘胜喜：迟到20年的期货创业人 文 / 特约通讯员 张玟
- 45 对话刘胜喜：坚持做好一件事 文 / 特约通讯员 张玟





## P40

刘胜喜：迟到20年的期货创业人



## P48

美好的历程

### 文化·生活

- 49 细品白水 体味茶香 文 / 胡潇潇
- 51 期货红尘 文 / 宋文
- 53 海上的蝴蝶 文 / 王力伟
- 55 TO Future! TO Dream! 文 / 蔡小静
- 56 期货那些事儿 文 / 孙凯

### 博弈之道

- 58 保持敬畏之心 文 / 袁帅

### 创新·探索

- 60 探秘金融衍生品与机构化投资 文 / 沙石
- 65 专业交易商自律管理：背景、现状与方向 文 / 陈瑞华

### 观察家

- 69 黄金价格蓄势待发 文 / 王志萍
- 73 锌矿紧缩支撑锌价走强 文 / 纪元菲

### 环球视野

- 77 英国脱欧的市场应对及对衍生品市场的影响 文 / 吴长风 鹿波



“扫一扫”关注  
中国期货业协会官方微信

## 2016中国塑料产业大会在深召开

5月26日,大商所与中国石油和化学工业联合会、中国轻工业联合会在深圳联合主办“2016中国塑料产业大会”。大会首次在华南地区举办,以期借助特区良好的金融环境,延伸大商所服务塑料及相关产业的广度和深度。大会吸引了来自相关行业组织、现货企业、期货公司及投资机构等300多家企业和机构代表。

## 基金业核心系统统一测试合作备忘录签约

6月3日,中国证券投资基金业协会、大连商品交易所行业测试中心及恒生电子股份有限公司在大商所共同签署了《基金行业核心系统统一测试合作备忘录》。基金业协会、飞创公司和恒生电子代表在备忘录上签字。此次合作将可发挥测试中心的专业优势,来自基金业协会、基金公司、飞创公司、恒生电子等机构的代表参加了签约仪式。

## 职业年金基金将可投股票和股指期货

6月21日,由人社部、财政部研究起草的《职业年金基金管理暂行办法》面向社会公开征求意见。职业年金基金指依法建立的职业年金计划筹集的资金,及其投资运营收益形成的机关事业单位补充养老保险基金。根据《办法》,职业年金基金可由投资管理人设立投资组合或由受托人直接投资养老产品进行投资管理。

## 证监会与俄罗斯央行签署合作谅解备忘录

6月25日,中国证监会主席刘士余与俄罗斯中央银行第一副行长谢尔盖·什维佐夫在北京签署《证券期货监管合作谅解备忘录》。该备忘录的签署对于进一步加强双方在证券期货领域的监管交流合作、促进两国资本市场的健康发展均具有重要的意义,标志着两国证券监管机构的合作进入一个新阶段。

## 证券期货纠纷多元化解机制试点推进

7月13日,最高人民法院与证监会联合召开全国证券期货纠纷多元化解机制试点工作推进会,部署和推进《关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》的落实工作。对于促进资本市场长期健康稳定发展具有十分重要的意义,标志着投资者合法权益保护的基础制度建设又向前迈进了重要一步。

## 上期所修订完善风控结算等规则

上海期货交易所于6月1日发布修订后的《上海期货交易所风险控制管理办法》、《上海期货交易所结算细则》、《上海期货交易所套利交易管理办法》,建立交易限额制度,完善手续费制度、限仓管理制度以及大户报告制度等。修订后的风险控制管理办法引入了交易限额制度,具体标准和实施方案由交易所另行公布。

## 上期所与上标院达成战略合作

6月16日,上海期货交易所和上海市质量和标准化研究院在上海签署战略合作协议。根据协议,双方将围绕期货市场发展和上海科创中心建设的目标,深入开展院所合作共赢的高层次合作,共同开展期货行业的质量和标准化基础及应用研究,共同推动物品编码与自动识别技术在有色金属行业的深入应用。

## 华泰期货与东京商品交易所签署备忘录

6月21日,华泰期货与东京商品交易所签署合作备忘录,双方约定未来将在研究、数据、资源共享、交易所会员单位资质、国际化战略及投资者教育等方面加强交流与合作。华泰期货成为我国境内首家与东京商品交易所签署合作备忘录的期货公司,双方的合作有助于更好地服务国内投资者的跨境投资。

## 期货市场服务钢铁企业座谈会在大连召开

据媒体7月17日报道,由中国钢铁工业协会和大连商品交易所联合主办的“期货市场服务钢铁企业座谈会”在大连期货大厦举行。来自中钢协、钢铁行业的企业代表参加了会议,就钢铁期货对产业影响、期货工具在企业转型中的应用、发挥期货市场作用更好地服务产业等议题进行了交流。

## 证监会与阿布扎比金管局签署合作备忘录

7月14日,中国证监会主席刘士余与阿布扎比全球市场金融服务监管局首席执行官Richard Teng(邓伟政)在京签署《证券期货监管合作谅解备忘录》。此举对于进一步加强双方在证券期货领域的监管交流合作具有重要意义,标志着中阿证券监管机构的合作迈入一个新的阶段。

## 期货投资者保障基金缴纳比例拟大幅下调

7月15日，中国证监会就修订的《期货投资者保障基金管理暂行办法》及配套通知公开征求意见。此次修订涉及下调期货交易所和期货公司缴纳比例、不设定期货投资者保障基金规模具体标准等。配套通知明确，拟将期货交易所按其向期货公司会员收取的交易手续费的百分之三比例缴纳降低为百分之二比例缴纳。

## 证券期货私募资管业务暂行规定发布

7月15日，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》。《暂行规定》着眼于正本清源、划清底线、强化约束，重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等问题的规范。

## 上清所上线人民币电解铜掉期业务

7月18日，上海清算所正式推出人民币电解铜掉期中央对手清算业务。人民币电解铜掉期是以上海有色网信息科技有限公司发布的SMM1#电解铜价格指数为标的、现金交割、以人民币进行计价、清算和结算的场外大宗商品金融衍生品。该业务的推出有利于满足实体经济参与者对于境内铜的套期保值需求。

## 强麦期货标准仓单由通用改为非通用

7月27日，郑商所发布《关于强麦期货业务细则修改事项的通知》，优质强筋小麦（简称强麦）期货业务细则的修改已经郑商所第五届理事会2016年第九次通讯会议审议通过，并报中国证监会备案。业务细则修改后，强麦期货标准仓单由通用改为非通用，自2017年10月1日注册的标准仓单（合约为WH711）开始执行。

## 黄金衍生品市场发展论坛在京举行

7月28日，由上海期货交易所主办的“黄金衍生品市场发展论坛”在北京举行，来自中国黄金协会、芝加哥商品交易所、东京商品交易所、交通银行、渣打银行、CPM集团、商品发现基金等机构的专家学者，围绕“黄金衍生品市场的创新与发展”主题，就黄金衍生品市场如何进一步服务好实体经济展开了深入交流。

## 金融期货账户将纳入一码通账户体系

据媒体8月1日报道，由中国结算和中国期货市场监控中心有限责任公司共同拓展建立的跨期现一码通账户系统于7月底建成上线。金融期货账户将全面纳入一码通账户体系中，实现金融期货市场和证券市场的互联互通。这是继中国资本市场推出一码通证券账户后，在账户体系建设方面的又一重要举措。

## 郑商所启动“保险+期货”试点建设

8月1日，郑商所发布通知，为贯彻落实中央一号文件关于“稳步扩大‘保险+期货’试点”的政策精神，探索推进农产品价格风险管理市场化进程，积极推动期货市场围绕服务实体经济进行创新性发展，决定对“保险+期货”服务“三农”试点建设工作予以支持。这意味着郑商所“保险+期货”试点工作正式启动。

## 锰硅期货保证金标准及涨跌停板幅度上调

8月1日，郑商所发布通知，决定自8月3日结算时起，锰硅期货合约交易保证金标准由5%调整为7%，涨跌停板幅度由4%调整为6%。按规则规定执行的交易保证金标准和涨跌停板幅度高于上述标准的合约，仍按原规定执行。

## 多部门携手完善衍生品投资控制制度

8月11日，工信部、国家发改委、财政部、证监会等十一部门联合发布《关于引导企业创新管理提质增效的指导意见》。《意见》称，当前世界经济仍处于深度调整期，全球总需求不振，我国经济发展进入新常态，要加强全面风险管理，完善金融衍生品投资控制制度，结合自身实际强化汇率风险管理，减少汇兑损失。

## 大地期货资产将被纳入上市公司

据媒体8月15日报道，浙江东方集团股份有限公司8月13日发布公告，拟以发行股份的方式购买资产，其中标的资产包括大地期货有限公司100%股权。据此测算，本次交易大地期货100%股权将增值15603.34万元，增值率为24.18%。本次交易完成后，大地期货资产将被全部纳入由浙江省国际贸易集团有限公司控股的上市公司中。

## CME获MAS授予在狮城开设结算所许可

5月27日，芝加哥商品交易所（CME）集团宣布，新加坡集团业务开设结算所（RCH）受到新加坡金融管理局（MAS）的许可。CME 新加坡集团业务结算所成员将可以清算新加坡当地的买卖期货和期权以及场外交易（OTC）衍生品的交易，RCH从5月18日起正式生效。芝加哥商品交易所结算部将成为继伦敦结算所（LCH）后第二个由 MAS 授权的 RCH。

## 港韩交易所签股本衍生品互挂意向书

6月21日，香港交易所与韩国交易所签署无约束力意向书，探讨将彼此股本衍生产品在对方市场互挂上市事宜。商讨中的股本衍生产品包括（但不限于）以对方当地货币买卖的股票指数期货及期权和单一股票期货及期权。港交所与韩交所产品互挂上市将为两地投资者带来全新的交易及风险管理机遇。

## 台湾期交所推人民币汇率期权产品

中国台湾期货交易所于6月27日推出全球首个美元/人民币期货选择权商品。台湾期交所同时挂牌两档选择权，分别为以 CNT（中国台湾离岸人民币）定盘价为标的小型美元/人民币汇率选择权（RTO），契约规模为每口2万美元；以及以 CNH（香港离岸人民币）定盘价为标的汇率选择权（RHO），契约规模为每口10万美元。

## 港交所调高恒指及国指期货按金

据媒体6月30日报道，港交所旗下期交所及结算所决定自7月4日起，将恒生指数及H股指数期货合约按金水平提高，期指基本按金由目前的每张62100元，上调至65300元，上升幅度5%。H股指数期货合约，基本按金由目前的每张26200元，上调至27250元，增幅4%。

## 新交所设附属专责监管工作

据媒体7月20日报道，新加坡交易所日前公布成立一间新的监管机构 RegCo，以负责前线的监管职能，以隔离交易所的商业、营运及监管工作，预期可于2017年下半年成立。RegCo 的委员会将完全独立于新交所，并会监管各新交所市场。RegCo 的设立并不会对新股上市程序提出额外要求，新加坡金管局将继续直接监管新交所。

## ESMA授予CME申请欧盟清算所认可

6月14日，泛欧金融监管机构欧洲证券与市场管理局（ESMA）宣布，已通过总部位于芝加哥的芝加哥商品交易所集团（CME）的申请，将其视为欧盟的交易核心对手方（CCP）。CME 集团受到了在欧洲开设清算所的临时批准负责清算欧洲业务，但永久性清算业务的申请还需花费数月才可完成。

## 港交所与汤森路透推联合冠名人民币指数

6月23日，香港交易所与汤森路透宣布推出一系列人民币指数，以反映人民币兑中国内地最重要及相关贸易伙伴货币汇率的单日表现。该组指数主要计算人民币兑一篮子14种货币的汇率表现，采用全球标准，有利于协助市场参与者获得更多信息以做出投资决定及管理风险。

## 首批以美元交易ETF登陆港交所

6月29日，安硕6只ETF（交易所交易基金）产品在香港挂牌上市，这是港交所首批以美元交易的ETF。这6只ETF包括德国、韩国和台湾等股市指数产品，分别追踪德国DAX指数、安硕纳斯达克100指数、欧元区STOXX50指数、富时100指数、韩国综合股价200指数及MSCI台湾指数。

## 芝商所拓展棕榈油风险管理组合产品

6月27日，芝商所宣布推出四种新的棕榈油合约，合约将于2016年7月11日开始交易。新合约包括美元计价的马来西亚毛棕榈油跨期期货（CPO）、美元计价的马来西亚棕榈液油跨期期货（OPF）、美元计价的马来西亚毛棕榈油均价期权（POO）以及马来西亚衍生品交易所毛棕榈油一气油价差期货（POG）。合约将在 CME Globex 电子交易平台上交易。

## 东京商品交易所推实物黄金市场

7月25日，东京商品交易所（TOCOM）推出新的黄金实物交易，同时，TOCOM 还对黄金滚动现货合约（Gold Rolling Spot contract）采取一个可选结算的交割模式，而最初是采取一个现金结算合约，这种变化预计可以更好地满足投资者需求。投资者可以在东京商品交易所推出的单一实物黄金平台上通过透明的报价来进行黄金现货或是对冲交易。



## 期货经营机构投研一体化培训举办

5月18日,协会开展以“期货经营机构投研一体化体系建设”为主题的视频培训,北京大学经济学院客座教授、北京华通万物投资管理有限公司总经理王军进行了多层次的分析讲解和经验分享,对进一步提高期货经营机构相关业务人员投资研究能力,促进风险管理公司业务健康有序开展提供了有力支持。

## 第四届理事会第十次会议召开

6月16日,协会第四届理事会第十次会议以视频方式召开。会议审议并表决了《关于中国期货业协会2015年财务收支情况和2016年预算的报告》、《关于期货投资者教育基金和期货人才培养基金2015年收支情况及2016年度预算的报告》、理事变更事项等,通报了2016年协会自律规则制订计划、专业委员会委员变更和会员发展情况等。

## 2016中德衍生品论坛在京举办

6月27-28日,由中国期货业协会和欧洲期货交易所共同主办的“2016中德衍生品论坛”在北京举行。本次论坛吸引了来自监管部门、境内外交易所、银行、证券、期货等金融机构的近100名嘉宾参会。与会者就“一带一路”战略背景下境内外金融机构合作机遇、人民币国际化背景下汇率利率风险管理等议题进行深入讨论。

## 期货公司信息化与信息安全培训班举办

7月至8月,为帮助期货公司了解行业信息化与信息安全工作重点,掌握行业信息安全监管相关要求、信息技术规章和标准,推动行业信息系统建设,提高行业信息系统安全保障水平,加强行业经验交流,协会举办了三期期货公司信息化与信息安全培训班,其中第一期培训班与中国证券业协会共同举办。

## 第11期中期协联合研究计划课题招标启动

8月2日,协会启动“中期协联合研究计划(第11期)”申报工作。本期研究围绕期货及衍生品行业创新发展,结合市场和行业发展需要设置10个公开招标课题。具体课题分为服务实体经济类、技术创新类、立法监管类、业务发展类四大类。此次课题招标的启动有利于推动期货及衍生品市场发展相关问题的研究工作。

## 行业三商自律规则制定会议召开

6月14日,行业三商自律规则制定工作会议在协会召开,证监会机构部、证券业协会、基金业协会以及证券期货经营机构的代表参加了本次会议。会议重点通报了前期期货行业开展三商服务质量试评价的有关情况,并在此基础上对行业三商服务质量评价指标进行了讨论修改。

## 期货及衍生品风险管理网络研讨会举办

协会与欧交所通过“GoToWebinar”网络平台分别于5月25日、6月22日举办了以“如何利用期货及衍生品进行有效风险管理(上、下)”为主题的网络研讨会。欧洲期货交易所的资深特聘专家Paul North先生担任主讲,共有来自期货、证券公司及交易所和监控中心的200位研究人员、产品研发人员等参加了会议。

## 期货投资分析考试报名条件变更

7月7日,协会发布公告,根据《期货公司期货投资咨询业务管理试行办法》和《期货从业人员资格考试管理规则(试行)》,协会决定自2016年11月的期货投资分析考试开始,将报考学历条件变更为“取得本科及以上学历或者本科在读”,期货投资咨询从业资格的申请条件仍为“本科及以上学历”条件不变。

## 2016年第一期期货资管业务专题讲座举办

7月27日,协会面向会员单位推出2016年度第一期“期货资管业务系列专题(视频)讲座”,该视频讲座的举办有利于加强经验交流,积极推广典型业务模式,拓宽期货公司与相关行业金融机构资产管理业务合作的广度与深度,提高相关人员的专业素质和技能。

## 第四届理事会第十一次会议召开

8月24日,中国期货业协会召开了第四届理事会第十一次会议,中国证监会副主席方星海出席会议并作了重要讲话。会议选举王明伟同志为中国期货业协会新任会长。此外,会议还审议通过了郑州商品交易所副总经理张静同志担任协会理事代表,并选举张静为中国期货业协会兼职副会长。



# 人民币国际化的机遇与挑战

【编者按】

近年来，人民币国际化取得了一些丰硕成果，根据央行 8 月发布的《2016 年人民币国际化报告》，2015 年，人民币国际使用继续较快发展，人民币国际地位持续提升，人民币国际接受程度不断提高。实现人民币国际化任重道远，离不开我国实体经济在全球贸易中实力的提升，离不开国内宏观经济与市场制度的不断完善，离不开资本市场对外开放程度的深化，同样，也离不开期货和衍生品市场功能的发挥和完善。

随着我国大宗商品贸易大国地位的强化和人民币国际地位的初步确立，人民币已具备成为大宗商品定价货币的基础条件。近年来，我国期货市场的迅速发展，更为推动大宗商品的人民币定价提供了帮助。

本期“封面文章”将深入剖析人民币国际化的动力与挑战，并从汇率稳定展望我国债券市场开放趋势，同时，将深入探讨期货和衍生品在人民币国际化和大宗商品人民币定价中的推动作用。

# 人民币国际化新阶段的发展动力与挑战<sup>①</sup>

■ 文/涂永红 王芳 赵雪情

## 一、人民币国际化实现阶段性重大突破

2008年美国雷曼兄弟公司破产引发了全球金融海啸，美元大幅贬值，为维护我国出口收入的价值稳定，规避巨额汇兑损失，2009年我国推出了贸易人民币计价结算，开启了人民币国际化征程。

人民币国际化的目标是成为主要的国际货币，在国际贸易、金融交易和官方储备中发挥国际货币的职能，获取与中国的国际经济地位相匹配的国际货币地位。经过七年多的努力，人民币国际化取得了丰硕成果。

### （一）跨境贸易人民币结算大幅提升

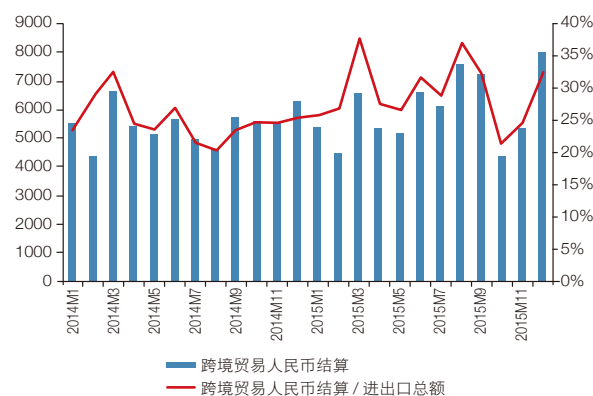
受全球经济总体复苏乏力、我国经济面临下行压力以及人民币汇率形成机制改革的影响，2015年，我国进出口自2009年以来首次出现双降局面，人民币兑美元经历十年的升值后首次较大幅度贬值。

尽管国内外经济环境非常复杂和严峻，但是人民币作为结算货币的优势已经被众多企业认同，2015年跨境贸易人民币结算依旧保持了增长态势，累计发生7.23万亿元，占中国进出口总额的比例从2011年的不足7%提高至29.36%，4年翻了两番。跨境贸易人民币结算规模全球占比也提升至3.38%，相较于2010年末水平提高近五倍（图1）。

### （二）人民币金融交易功能不断强化

人民币的国际金融计价结算功能大幅拓展，人民币使用规模不断扩大，并保持较高的增长态势。2015年反映人民币在国际信贷、直接投资以及国际债券和票据

图1 跨境贸易人民币结算规模



数据来源：中国人民银行、商务部

交易中使用情况的指标——人民币国际金融交易计价结算综合占比达5.9%，与2010年末相比攀升近50倍。中国香港、中国台湾、中国澳门、新加坡及韩国五个地区的离岸人民币存款规模总计14971亿元，随着人民币离岸市场信贷业务的开展，人民币国际信贷规模大幅增加，全球占比达0.66%，较2010年提升近五倍。

债券市场是国际金融市场的重要组成部分，国际债券市场的比重份额是衡量一国货币国际使用程度的重要指标之一。2015年，人民币国际债券与票据余额为1247.9亿美元，同比增长30.8%，全球占比从2010年末的0.08%增长至0.59%左右。虽然国际债券市场中人民币使用规模快速提升，但全球份额仍旧较低，影响力有限。

① 本文系马克思主义理论研究和建设工程重大项目研究成果，批准号：2015MZD033，名称：防范和化解经济金融风险研究。

随着“走出去”战略和国际产能合作的深化，人民币直接投资规模保持高速增长。据商务部统计，2015年中国境内投资者共对全球155个国家或地区的6532家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类直接投资7350.8亿元人民币，其中，以人民币结算的对外直接投资额7362亿元，较2014年增加5496亿元，增长294.53%。2015年末人民币直接投资规模全球占比达16.56%。

中国“十三五”规划进一步明确强调，支持企业扩大对外投资，推动装备、技术、标准、服务走出去，深度融入全球产业链、价值链、物流链，建设一批大宗商品境外生产基地，培育一批跨国企业。未来，中国将进入对外投资新时代，也将为人民币直接投资增长提供持久动能（图2）。

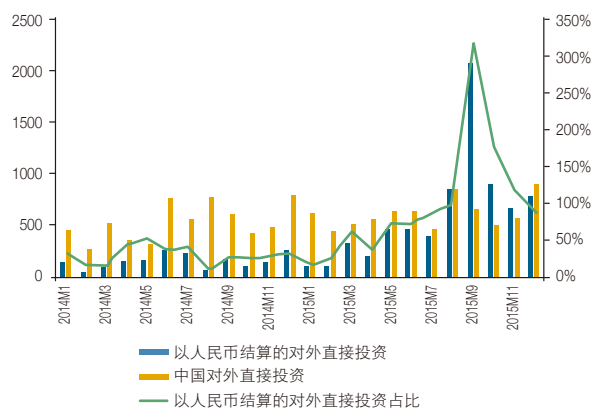
### （三）人民币加入SDR正式成为官方储备资产

中国是世界第二大经济体和最大贸易国，是100多个国家的最大贸易伙伴，具有很大的全球影响力，加上中国经济保持较高增速，而且在全球金融危机中人民币币值稳定，在人民币国际化启动后，人民币受到越来越多的认可，已经进入数十个国家的官方储备。2015年，蒙古、加拿大、韩国、英国政府纷纷发行人民币债券，将人民币纳入外汇储备资产，表明人民币的储备货币功能逐步增强。

截至2015年末，中国人民银行已与33个国家和地区的货币当局签署货币互换协议，货币互换余额为3.31万亿元。其中，中国人民银行与白俄罗斯、阿联酋、土耳其、澳大利亚、乌克兰以及英国第二次续签协议，与马来西亚第三次续签协议。与2014年相比，新增了苏里南、亚美尼亚、南非、智利和塔吉克斯坦5个国家和地区。不同于发达经济体间签订的旨在应对危机的货币互换协议，中国人民银行与境外货币当局签订本币互换协议的目的不仅包括维护区域金融稳定，还包括促进双边贸易和投资（图3）。

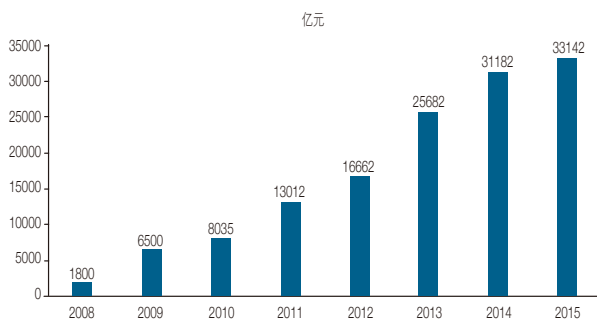
鉴于人民币发挥越来越重要的国际货币功能，2015年11月30日国际货币基金组织宣布，将人民币纳入

图2 人民币结算的对外直接投资占中国对外直接投资的比重



数据来源：中国人民银行、商务部

图3 中国人民银行与其他货币当局的货币互换余额



数据来源：中国人民银行

SDR货币篮子，SDR货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑5种货币，人民币在SDR货币篮子中的权重为10.92%，美元、欧元、日元和英镑的权重分别为41.73%、30.93%、8.33%和8.09%，新的SDR篮子将于2016年10月1日生效。

毋庸置疑，人民币加入SDR是人民币国际化的一个里程碑事件，标志着人民币的国际货币地位得到了IMF官方的正式认可，人民币将在国际货币舞台上发挥更大的作用。

### （四）人民币国际化仍然任重道远

为真实反映人民币的国际使用程度，中国人民大学国际货币研究所综合人民币的贸易结算、金融交易和储



备功能,编制了人民币国际化指数(RII)。2015年,人民币作为国际货币的职能全面扩展,RII继续呈上升态势,达到3.60,五年间增长逾十倍(图4)。

尽管人民币很有可能在2至3年内超越日元和英镑,成为第三大国际货币,但我们依然必须清醒地意识到,与美元、欧元等主要国际货币的国际化程度相比,人民币还有不小差距。

例如,由于美联储启动了加息进程,美元大幅走强,推动美元国际化指数在2015年上升至55.82,完全收复了2007年次贷危机爆发以来的失地;尽管受到难民危机、英国“脱欧”等事件的沉重打击,欧元前景黯淡,然而欧元国际化指数仍然维持在24.29的水平;日本经济正在缓慢恢复,企业收入大幅增长,日元国际化指数上升至4.06,国际地位得到巩固;英国经济表现好于预期,贸易与投资增长较快,英镑国际化指数为4.82,国际地位也有小幅上升。因此,人民币“入篮”并不等于人民币国际化目标实现。人民币国际化的最终目标是要实现与中国经济和贸易地位相匹配的货币地位,这注定要经历一个漫长的历史过程(图5)。

## 二、人民币国际化快速推进的五大动力

全球经济曲折复苏,国际金融局势动荡加剧,国内经济下行压力增大。在复杂严峻的国内外经济环境下,人民币国际化指数增速虽有所回落,但整体上仍保持良好上升态势。

2015年,五大动力推动RII再创新高。

第一,中国经济运行总体平稳,金融改革有序推进。

2015年,尽管我国经济面临较大下行压力,但仍是全球最稳健的经济体之一,为人民币国际化奠定了坚实基础。作为新兴市场旗舰,中国GDP全年增长6.9%,位于世界前列;国内着力加强结构性改革,货币政策总体稳健,经济金融体系在风险中彰显韧劲,为人民币国际使用提供持续动能;经常项目实现顺差2932亿美元,同比增长33.5%,对外直接投资同比增长14.7%,国际收支基本保持平衡,跨境资金流出逐渐收敛回归基本面。

图4 人民币国际化指数

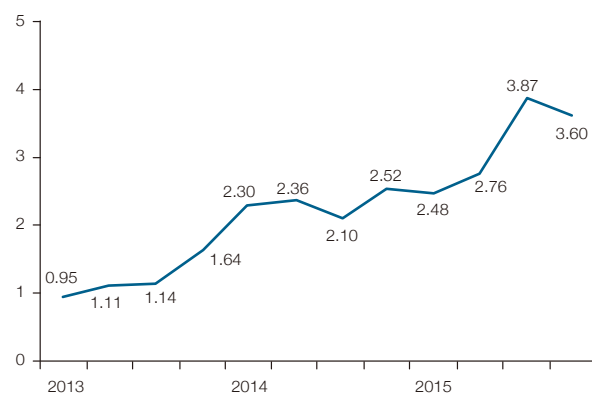


图5 世界主要货币国际化指数变化趋势



金融改革方面,2015年我国把握时间窗口,对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限,基本取消利率管制;完善人民币中间价形成机制,进一步提高汇率市场化程度,实现中间价与市场价、在岸价与离岸价的有效纠偏,CFETS人民币汇率指数发布、央行外汇市场管理、打击海外做空等,有利于引导市场预期回归理性;以试点促创新、全国复制推广,稳步推进人民币资本项下可兑换。人民币加入SDR,也是国际社会对我国货币金融改革成就的充分肯定。

第二,资本项目跨境人民币业务政策进一步深化。

尽管国内外金融市场波动加剧、资本外流压力增大,

但我国在资本项目跨境人民币使用政策方面仍然取得突出进展,为拓宽人民币回流渠道、优化企业资金运营配置、支持实体经济发展发挥了积极作用。

2015年,我国进一步放松企业发行外债管制,放宽跨境双向人民币资金池业务,提升企业跨境融资的自主性与便利化;允许境外央行(货币当局)和其他官方储备管理机构、国际金融组织、主权财富基金依法合规参与中国银行间外汇市场,开展包括即期、远期、掉期和期权在内的各品种外汇交易,提高人民币汇率代表性,增强人民币国际储备功能;合格境内投资者境外投资(QDIE)试点机构在深圳前海正式落地,“沪港通”健康运行,资产配置多元化增强。同时,我国在中国(上海)自贸区对人民币资本项目可兑换先行先试,实行以试点促创新、全国复制推广、快速发展与风险防范并举的模式,稳妥推进人民币资本项下可兑换。

第三,人民币基础设施逐步完善,相关配套体系与国际接轨。

2015年,我国进一步融入全球金融体系与管理框架之中,金融基础设施与配套体系建设日趋完善,为人民币国际使用提供了各类软硬件支撑。2015年10月,作为战略性金融基础设施,人民币跨境支付系统(Cross-border Interbank Payment System, CIPS)一期上线运行,为境内外金融机构人民币跨境和离岸业务提供资金清算和结算服务,基本覆盖除美国以外的主要金融中心,人民币现代化支付体系建设取得重大进展。同时,我国在统计管理等方面积极与国际接轨,采纳IMF数据公布特殊标准(SDDS),加入IMF协调证券投资调查(CPIS)、BIS国际银行统计(IBS)以及外汇储备币种构成调查,全面实施国际收支第六版标准(BPM6),完善统计方法、申报和核查制度,提升经济金融统计的标准性与透明性。

此外,金融市场指数体系更加丰富,CFETS人民币汇率指数、中国银行境内外债券投融资比较指数与人民币债券交易指数、瑞银国际银行需求指数、星展人民币动力指数等纷纷推出,都为全球投资者了解、使用人

民币提供了有益参考。

第四,“一带一路”战略有序推进,中欧经济金融合作掀起热潮。

“一带一路”战略启动以来,我国先后与31个国家和地区签署一系列合作协议与谅解备忘录,大批重点建设项目落地,区域经贸交流加深,亚投行成立运营,为沿线人民币联通使用构筑了坚实载体。

2015年,中国与澳大利亚、韩国自贸协定正式实施,与10余个国家签署国际产能合作协议,先后和苏里南、亚美尼亚、南非、智利、塔吉克斯坦五国货币当局签订货币互换协议,国内自贸区、金融试验区加快建设,进一步夯实人民币支付结算与投融资功能。

另一方面,时值建交40周年之际,中欧金融合作大步前进。欧盟已成为中国第一大贸易伙伴、第一大技术引进来源地和重要的投资合作伙伴,2015年中欧商业合作达1692亿美元,中欧领导人互访、经济财经对话,进一步支持欧洲离岸人民币市场建设,并在市场准入、跨境监管、投资平台、配套设施等方面加深合作。同时,人民币逐渐叩开中东欧大门,11月第四次中国—中东欧国家领导人会晤,倡导设立16+1金融公司,探讨创建人民币中东欧合作基金的可能性,支持中东欧国家建立人民币清算机制,为中东欧离岸人民币市场提供了优良的外部政策环境。

第五,在金融市场动荡、美元大幅走强背景下,大宗商品领域人民币计价使用程度增强。

国际油价持续低迷,石油美元收紧,中东地区人民币使用水平逆势上升。2015年,卡塔尔人民币清算中心成立,中国与阿联酋央行签署合作备忘录,人民币成为阿联酋、卡塔尔对中国内地和香港地区支付的常用货币,支付占比分别达74%与60%,同比激增52%与247%。

塞尔维亚启动人民币项目;俄罗斯对人民币接纳度不断提高,人民币成为仅次于美元、欧元受客户欢迎的第三大货币,莫斯科交易所也推出了人民币兑卢布期货交易。伦敦金属交易所接受人民币作为质押货

币，7月中国（上海）自贸区跨境人民币大宗商品现货交易启动，人民币在大宗商品领域的计价功能大幅增强。

### 三、人民币国际化新阶段面临的主要挑战

人民币加入SDR后，特别是中国深化金融改革，在更高层次实现对外开放后，人民币国际化不仅将面临人民币汇率波动加大、资本更频繁流动、金融系统性风险增加的风险，而且还有贸易、投资动力萎缩、产能过剩和经济结构艰难调整的巨大压力。短期内，人民币国际化有可能受到一定的阻碍，面临以下三大挑战：

第一，人民币汇率阶段性贬值，影响国际持有与使用信心。

由于短期汇率几乎与一国的基本经济面不相关，更多地受短期资本流动的影响，境内外利差、市场预期和投机力量往往成为短期汇率变化的决定因素。伴随美国收紧货币政策，以及“8·11”人民币汇率形成机制改革，人民币汇率更多地由外汇市场供求关系决定，不再盯住美元，改变了单边升值走势，增加了波动弹性。人民币市场预期逆转，出现了阶段性贬值压力，全年对美元贬值4.5%，资本外流、海外做空进一步加剧汇率波动，致使人民币国际化、资本账户开放进程等受到一定的冲击。

居民调整资产负债安排，提前偿还美元债务，非居民减持境内人民币资产，离岸人民币存款、人民币债券发行规模都出现不同程度的萎缩。2015年，香港人民币存款缩减至8511.1亿元，同比下降15.2%；香港点心债发行量减少至1265.08亿元，同比降低42.8%。汇率波动加剧对人民币支付结算、投融资功能产生负面影响，境内外利率倒挂则进一步抑制了海外人民币使用。外汇市场及产品体系、市场主体汇率风险管理意识、货币当局金融管理能力与工具箱，均存在完善与提升的空间。

第二，中国经济下行风险增大，国际看空舆论进一步施压。

2015年，我国结构性改革艰难推进，去产能、去杠杆、去库存压力增大，经济下行风险突出。对外贸易出现了30多年来罕见的逆差，固定资产投资连续3年下降，民间投资的增长幅度甚至下降到3%，传统上作为中国经济增长主要引擎的出口和投资几乎同时熄火，致使全年GDP增长仅有6.9%，较上年回落0.4个百分点，创近25年来新低。

新旧动能处于转换之中，金融风险加速释放，传统银行不良贷款、国内债务问题、互联网金融、股市动荡、资本外流等多点爆发，贸易与投资相对低迷。人口老龄化、金融资产投资效益波动增大、供求的结构性矛盾突出以及全要素生产力增速的下降，影响经济持续活力，对人民币国际化进程产生负面作用。与此同时，国际形势复杂严峻，各类摩擦增多，海外看空中国舆论再度高企，将经济金融动荡、货币战等归因于中国，甚至夸张、歪曲中国汇率、债务等问题，误导市场预期与资本流向，降低人民币资产吸引力。

第三，美元走强收复失地，人民币国际化阻力增大。

国际货币体系再平衡是一个反复博弈的过程，一种货币国际地位的上升，通常伴随着另一种货币地位的下降。2008年金融危机以来，美元走弱为人民币国际化推进创造了时间窗口；2015年，美联储收紧货币政策、启动加息进程，美元强势回归，搅动国际市场，指引全球资产配置和资本流动。

2015年，新兴市场货币形成1997年以来最长贬值周期，投资者避险情绪高涨，资金净流出达7350亿美元。作为新兴市场货币代表，人民币国际化环境更加复杂严峻，使用信心有所下降。在支付结算、投融资、外汇交易以及国际储备等诸多方面，美元份额显著收复提升，对人民币国际功能拓展形成一定的挑战。

### 四、保障人民币国际化战略目标实现的抓手与重点

人民币国际化是21世纪中国最重要的国家战略之一，它不仅是中国向国际社会提供的一项重要公共物品，

体现了中国的大国责任和担当，还是中国有效配置国内外资源、通过经济全球化来加速经济转型升级的一项重要制度保障。需要在人民币加入 SDR、迈上新台阶后，突出抓手与重点，抓住新的机遇，克服阻碍，扎扎实实继续推进人民币国际化进程。

第一，加强宏观金融风险管理，守住不发生系统性金融危机的底线。

经典理论和德日两国历史经验表明，随着人民币国际化程度逐渐提高，货币当局必然要面临宏观金融政策调整及其引致宏观金融风险的严峻考验。应当以宏观审慎政策框架作为制度保障，将汇率管理作为宏观金融风险管理的抓手，将资本流动管理作为宏观金融风险管理的切入点，全力防范和化解极具破坏性的系统性金融危机，确保人民币国际化战略最终目标的实现。

伴随货币国际化水平的逐渐提高，货币发行国将不得不在放开资本账户、维持汇率稳定、保持货币政策独立性这三大宏观金融政策目标中做出重新选择。从历史经验看，德国和日本选择了不同的政策调整路径，对两国经济和金融运行产生了迥然不同的深刻影响，使得这两个国家在货币国际化的道路上明显拉开了差距。

德国先实现了马克国际化，然后才完全开放资本账户。在此期间，德国对于汇率和货币政策的稳定一直是有着近乎偏执的追求，一直以审慎的态度逐步开放和调整资本账户。这种调整策略不仅为德国赢得了工业核心竞争力提升的黄金时期，还为德国应对马克国际化后出现的各种金融市场波动，准备好了充足的技术手段和政策工具，最终成就了马克和德国在国际金融市场中的地位。

而日本则过于激进，从 20 世纪 60 年代开始就试图大幅放开资本账户，并且高估了本国实体经济应对汇率升值冲击的能力，没有很好地保持日元汇率稳定。日元过快升值导致产业转移，出现了经济“空心化”，严重损害了本国实体经济。虽然 80 年代日本试图通过宽

松型货币政策和金融市场开放来刺激本国经济，但是实体经济的衰退已不可避免，最终不仅日元国际化成为泡影，东京金融市场发展也受到拖累。

当一国货币已跻身于主要国际货币行列后，货币当局都只能采取“资本自由流动 + 浮动汇率 + 货币政策独立性”的宏观金融政策组合。这同样也适用于中国。然而，贸然放开资本账户和人民币汇率，极有可能发生系统性金融危机，严重损害实体经济和金融发展，致使人民币国际化进程中断。因此，政策调整不能急于求成，要在本国经济和金融市场、监管部门做好应对国际资本冲击的充分准备以后才可放开汇率和资本账户。

在货币国际化水平由低而高变化的时候，对货币发行国来说，首当其冲的挑战就是汇率波动。但汇率过度波动会对金融市场造成负面冲击，并对实体经济稳健增长产生不利影响。在这个问题上，我们应该效仿德国，在货币国际化初期将汇率稳定目标置于首要位置。

伴随着资本账户的逐步开放，中国的外汇市场和资本市场将成为国外游资和投机资本主要冲击的目标。应充分吸取广大新兴市场国家因国际资本流动冲击引发金融危机的教训，对于国际资本流动特别是短期资本流动保持高度警惕。因此，宏观金融风险管理要以资本流动管理作为关键切入点，重点识别和监测跨境资本流动所引起的国内金融市场连锁反应，加强宏观审慎金融监管，避免发生系统性金融危机。

当前，货币当局宏观金融管理的核心任务就是构建更加全面、更具针对性的宏观审慎政策框架，追求金融稳定目标，为推动人民币国际化战略提供必要前提。

一方面要将汇率政策与货币政策、财政政策等工具协调使用，将物价稳定、汇率稳定、宏观经济稳定增长等政策目标统一在金融稳定终极目标的框架之内；另一方面要继续完善微观审慎监管政策，重视金融机构的风险控制与管理，加强金融消费者权益保护，同时积极探索宏观审慎监管政策，着眼于金融体系的稳健运行，强化金融与实体经济的和谐发展，以防控系统性金融风险作为实现金融稳定目标的重要支撑。



第二，推动供给侧结构性改革，夯实人民币国际化的实体经济基础。

实体经济是一国货币国际化的根基。强大的经济实力、庞大的国际贸易体量、稳定的币值、资本可自由使用、有效的宏观政策是货币国际化的必要前提。当前中国经济面临模式不适应、创新能力落后、贸易大而不强、民间投资萎缩等发展障碍，需要抓住主要矛盾进行供给侧改革，降低实体经济风险，夯实人民币国际化的物质基础。人民币国际化可在直接投资、技术进步、贸易升级等方面与供给侧改革形成良性互动机制，化危为机，共同推动中国经济进行结构调整和转型升级。

自2008年国际金融危机爆发以来，国际经济环境变迁使得严重依赖出口和投资驱动的中国传统经济模式陷入困境，实体经济面临诸多结构性障碍，风险点不断爆发，突出表现为：创新能力薄弱，无法跻身国际产业链分工的中高端；经济结构失衡，储蓄率过高，消费对经济的拉动不足，部分行业产能过剩；中小企业融资难，民间投资萎缩；缺乏国际贸易的组织者和定价权，贸易大而不强等。

与此同时，主要贸易伙伴经济疲软，增长复苏困难，使得出口对中国经济的驱动失效；发达国家纷纷采取措施重振制造业，去杠杆，回归实体经济，给中国制造带来巨大的竞争压力。对G20国家资本流动的实证研究表明，自人民币国际化以来，资本流动冲击较以前更复杂、更频繁，加剧了实体经济的波动性。在全球经济虚拟化程度较高的今天，中国还需防止资本流动导致经济虚拟化加剧的风险。针对当前实体经济的风险积聚问题，中国必须大力进行供给侧改革，构建一个能够确保经济可持续发展的创新型工业体系，夯实人民币国际化的物质基础。

供给侧改革是培育中国经济增长新动力、建立经济可持续发展新结构的必由之路。应该在供给侧改革中确立三个抓手，并有所建树。

一是增加研发，加大海外并购，内外并举提升技术水平。供给侧改革一大核心任务是补短板，补短板应该

从内外两个方向齐头并进。对内通过加大研发投入，进行制度改革，鼓励企业发展科技和创新能力，提高全要素生产率，增强中国制造的核心竞争力。对外鼓励企业走出去，加大对发达国家高端制造业的并购，增加高技术的供给。

二是重视金融结构调整，拓宽融资渠道，降低资金成本，强化金融服务实体经济的功能，防止金融“脱实就虚”和虚拟化。应该大力发展要素市场，更多地运用利率杠杆来调节资金供求关系，提高资源配置的经济效率；促进金融开放和创新，在风险可控的情况下鼓励企业境外融资，利用境外市场利率较低的优势，帮助高负债企业去杠杆，大幅降低资金成本，提高企业的活力和竞争力。加快金融机构国际化步伐，为走出去的企业、为我国的跨国公司提供全方位金融服务，帮助它们拓展海外市场，增强他们在国际分工中的地位和影响力，使其在组织贸易中有更大的话语权。

三是金融手段与财政措施协调配合，鼓励民营企业进行直接投资，利用国内外两个市场优化生产要素配置。一方面，必须加强企业的品牌建设与管理，满足国内对高质量生活用品、奢侈品的消费需求，逐步实现进口替代；另一方面，合理设计外援模式，有效进行PPP模式的海外扩展，帮助企业进行国际产能合作，延长传统优势产品的生命周期，提高全要素经济效率。

必须强调的是，作为一项长期金融发展战略，人民币国际化依托的是中国强大的综合经济实力和贸易地位，这一趋势并不会因中国经济的周期波动而改变。相反，人民币国际化的稳步推进，不仅增加了国际社会对中国经济的信心和需求，其所带来的贸易计价结算和投融资便利，还有利于扩大贸易和国际合作，推动跨国并购和技术进步，形成大宗商品供应新模式，实现在国内外更广阔的市场上优化资源配置。尤其是，人民币在国际化进程中的稳步升值，迫使贸易结构升级，从产业链低端迈向中高端，形成了加速中国经济增长动力转换的倒逼机制。因此，从某种意义上看，人民币国际化与供给侧改革是相辅相成的，具有内在

“

加强中国国内证券、商品交易所与法兰克福、卢森堡和英国交易所的合作，重点推出人民币国际债券、股票、基金、结构型证券等金融产品，以及人民币标价的黄金、石油等大宗商品期货，充分利用当地的营销网络，扩大人民币产品的规模，推动人民币离岸金融市场向纵深方向发展。

”

的相互促进机制，人民币国际化本身就是中国实体经济转型升级的一大推手。

第三，充分发挥中国在“一带一路”建设中的引领作用，构建人民币“国际大循环”通道。

人民币加入 SDR 篮子后，国际社会对中国发挥大国作用的期待更高，对人民币发挥国际货币功能的需求也会增加。因此，在新的历史阶段，中国应该更加积极参与国际货币体系治理，在国际货币基金组织、世界银行、国际清算银行等国际组织的政策制定和协商谈判中发挥更大的作用；与此同时，通过亚投行、丝路基金、人民币跨境支付系统的务实、高效运作，引领国际资本支持“一带一路”重大项目建设，争取尽快取得更多实际成果，明确中国在国际金融组织、国际货币体系改革中的新理念，以实际行动提供有中国特色的公共物品，提升中国在国际金融领域的主导权和话语权。

充分利用当前国际市场动荡和人民币国际化推进的时间窗口，及时推进离岸人民币市场发展。借鉴美元、欧元、英镑、日元等主要国际货币离岸市场发展的经验，必须形成货币资金的自我循环，有充分的投资工具和投资渠道能够满足市场对货币流动性的要求。在构建人民币“国际大循环”机制时，需要进行某些特别的政策安排，使得离岸市场和在岸市场相互协调。从离岸市场的

角度看，目前应以香港为中心，培育人民币的国际资本市场，从而建立资本项下的人民币海外循环机制。从更广阔的视角看，要致力于构建大中华货币区，将人民币周边化作为阶段性的战略选择。大中华货币区，主要区域必然是大陆、台湾、香港、澳门和新加坡。

人民币回流机制的安排为香港和上海提供了很多新的历史机遇，两地可以围绕这条主线根据各自的优势和需求进行分工与合作，互补互动，以共同推进人民币的国际化进程。离岸在岸的新格局为：香港建立离岸人民币市场，上海建立在岸人民币离岸市场。两地在各自培育人民币国际金融市场的同时，积极开展更深层次的合作，尤其是在人民币回流机制的安排上进行协调，即香港安排人民币回流，上海推动人民币流出和回流后的去向，进而形成良性循环机制。

加强中国国内证券、商品交易所与法兰克福、卢森堡和英国交易所的合作，重点推出人民币国际债券、股票、基金、结构型证券等金融产品，以及人民币标价的黄金、石油等大宗商品期货，充分利用当地的营销网络，扩大人民币产品的规模，推动人民币离岸金融市场向纵深方向发展。■

（作者涂永红系中国人民大学国际货币研究所副所长，王芳系中国人民大学财政金融学院副教授，赵雪情系中国银行国际金融研究所博士后）

# 高度重视金融衍生品在人民币国际化中的推动作用<sup>①</sup>

■ 文/涂永红

## 一、必须通过金融交易培育人民币国际化的新动力

人民币国际化的目标是让人民币成为国际经济中最主要的国际货币之一，发挥贸易、金融交易和储备货币的职能。从英镑、美元、欧元、日元等主要货币的历史经验看，随着世界贸易格局的变化，那些贸易份额名列世界前茅的国家的主权货币，由于进出口双方扩大国际份额、稳定市场占有率、降低汇率风险的实际需要，通常都会发展成为主要的贸易计价结算货币。

中国，也不例外。

2005年中国成为世界第三大贸易国，2011年和2013年先后成为世界第二大和最大贸易国，为降低使用美元等第三方货币带来的汇率风险损失，促进贸易平稳、健康发展，2009年人民币开始充当跨境贸易计价结算货币，并很快得到贸易伙伴认同，截至2015年底，大约30%的中国对外贸易使用人民币结算，全球贸易中人民币结算份额也提高至3.38%。随着中国与“一带一路”沿线国家之间合作意向不断加深以及务实合作的不断推进，“一带一路”沿线国家对华贸易规模大幅提升。据商务部统计，2015年中国与“一带一路”沿线国家双边贸易总额为9955亿美元，占同期我国进出口总额的25.1%，这些国家在对华贸易中使用人民币结算的意愿明显增加。

实体经济和贸易发展离不开强有力的金融支持，资

本流动是实现经济全球化的重要推手，金融交易不仅促进了全球资源的优化配置，而且还在全球范围内分散个别地区、行业、产品的风险。鉴于金融交易具有速度快、规模大、自由流动的特点，全球金融交易规模远远大于全球经济总量和贸易总额。

根据国际清算银行的统计，2013年全球外汇市场每天的交易额为5万亿美元，按照一年300天计算，全球外汇市场的年交易额就是1500万亿美元，是同期75万亿美元全球GDP的20倍。而2013年国际贸易总额为23万亿美元，尚不足5天的全球外汇市场交易额。因此，在人民币加入SDR后的新的发展阶段，除了继续扩大跨境贸易人民币计价结算的使用范围和规模外，应该将扩大人民币金融交易规模作为人民币国际化的新动力。

事实上，随着中国金融市场和资本账户的开放度提高，人民币逐渐拓展其国际金融计价结算功能，在国际信贷、直接投资以及国际债券和票据交易中努力扩大人民币使用规模。截至2015年末，中国香港、中国台湾、中国澳门、新加坡及韩国五个地区离岸人民币存款规模总计1.5万亿元。境内金融机构人民币境外贷款余额达3153.47亿元，较2014年增长58.49%。银行累计办理人民币跨境直接投资结算业务2.32万亿元，较2014年增长121.6%，使得人民币直接投资规模全球占比达16.56%。人民币ODI规模达7362亿元，较2014年增长294.6%，累计已达10683亿元。

① 本文系马克思主义理论研究和建设工程重大项目研究成果，批准号：2015MZD033，名称：防范和化解经济金融风险研究。

2015年中国企业对“一带一路”相关的49个国家进行了总计148.2亿美元的直接投资，同比增长18.2%，投资主要流向新加坡、哈萨克斯坦、老挝等国家。人民币国际债券与票据余额为1247.9亿美元，全球占比从2010年末的0.08%增长至0.59%左右。基于上述发展变化，人民币国际金融交易计价结算综合占比达5.9%，同比增长107.3%，较2010年末攀升了50倍（图1）。

过去7年中，贸易计价结算是推动人民币国际化的主要动力。考虑到贸易总额仅占金融交易额很小的比例，如果未来还是主要依靠人民币贸易计价结算，即使人民币贸易结算份额有较大的提升，人民币国际化也不可能取得显著的进步，很难实现其最终目标。因此，有必要扩大金融交易，培育人民币国际化新亮点和新增长点，构建人民币贸易计价结算、金融交易双轮驱动人民币国际化的机制。

金融交易的目的是实现有效的资金配置和风险分散，资源配置主要依靠借贷、债券、股票、外汇即期等基础产品，风险分散则主要依靠远期、期货、期权、互换等衍生品。没有规模巨大、品种繁多、交易活跃的衍生品，基础产品交易就会失去安全盾，变得寸步难行，金融的功能将大打折扣。

## 二、人民币衍生品市场现状及存在的问题

2015年，随着利率市场化改革任务的基本完成，

利率在引导资金流向、调节资金供求关系方面发挥着越来越重要的作用，利率风险对资产负债、融资成本与收益产生了巨大影响。

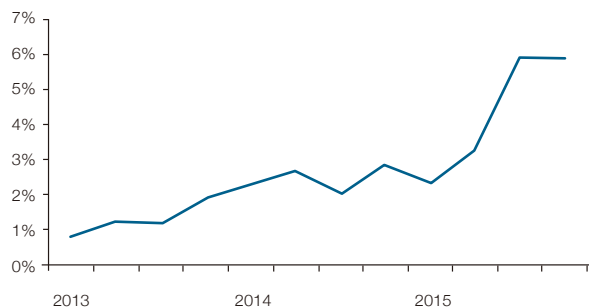
同年8月11日，人民币汇率形成机制进行了重大改革，汇率水平更多地由市场力量决定，在美联储加息、中国经济下行压力加大、资本大规模流出的情况下，人民币结束了长达十年的单向升值，对美元贬值5%。此轮汇改引发外汇市场剧烈震荡，离岸人民币存款规模随即减少了6000亿元。汇率风险成为国内外关注的焦点，人民币金融交易的避险需求显著增加。在这样的背景下，人民币利率和汇率衍生品市场迎来了新的发展机遇。

在外汇市场，衍生品在汇率风险管理中受到高度重视。中国外汇市场衍生品中使用最多的是掉期，交易币种主要是美元。2015年外汇市场人民币对美元掉期交易量8.34万亿美元，同比增加3.88万亿美元，增长了86.8%。人民币对美元远期交易量371.99亿美元，比2014年减少156.46亿美元，同比下降29.6%。

2015年9月30日，中国人民银行发布公告，开放境外央行（货币当局）和其他官方储备管理机构、国际金融组织、主权财富基金依法合规参与中国银行间外汇市场，开展包括即期、远期、掉期和期权在内的各品种外汇交易。此举是人民币资本项目可兑换和人民币国际化的重要步骤，为外国央行在官方储备中持有人民币资产创造了条件。包括各国央行在内的一批重要国际金融机构参与中国银行间外汇市场，将极大地提高人民币在岸市场的成交量，提升银行间市场人民币汇率的代表性。

为满足市场规避人民币汇率风险的迫切需要，离岸人民币市场的衍生品创新不断涌现。2015年3月17日，莫斯科交易所推出人民币/卢布期货交易。7月20日，台湾期货交易所挂牌两档人民币汇率期货商品，分别为契约规模2万美元的“小型美元兑人民币汇率期货”及契约规模10万美元的“美元兑人民币汇率期货”。目前，在香港交易的人民币衍生产品有两种：美元兑人民币期货和中华120指数期货。2015年美元兑人民币期

图1 人民币国际金融计价结算综合指标



注：人民币国际金融计价结算综合指标由全球对外信贷总额中人民币信贷比重、全球国际债券和票据发行额、余额中人民币债券和票据比重，以及全球直接投资中人民币直接投资比重构成。



货共成交 262433 手，比 2014 年增长 67384 手，增幅为 34.55%，中华 120 指数期货 2015 年共成交 27427 手，每季度成交量呈递减趋势（表 1）。

在资金市场，2015 年人民币利率互换市场继续保持活跃，交易热度不断上升。利率互换的交易金额达到 8.22 万亿元，比 2014 年增加 4.18 万亿元，增幅为 104%（表 2）。

在股票市场，2015 年沪深 300 股指期货成交额快速增长，共成交 439.67 万亿元，比 2014 年增加 276.54 万亿元，增幅达 170%。沪深股指期货成交金额与沪深 300 指数波动之间保持较高的同步性，说明沪深 300 股指期货在对冲风险方面发挥了积极作用。国债是

境外机构投资者的主要投资对象，具有对冲利率风险功能的国债期货受到市场青睐，2015 年国债期货成交 4.36 万亿元，比上一年增长了 396%（表 3）。

人民币金融资产具有越来越多的国际吸引力。2015 年境外机构和个人持有境内人民币金融资产数量大体保持稳定，2015 年上半年受益于中国股市的上涨，境外机构和个人持有的境内股票、债券和贷款等都有一定幅度的增加。2015 年下半年由于股市的下跌和人民币汇率的下挫，境外机构和个人持有的境内股票和存款有一定幅度的减少（表 4）。

然而，中国与发达国家相比仍然存在较大的差距，人民币衍生产品尚未被国际清算银行单独统计，仅被

表 1 美元兑人民币期货和中华 120 指数期货交易情况汇总（单位：手）

	2014 年				2015 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
美元兑人民币期货	75498	33359	42843	53349	58303	34390	86580	83160
中华 120 指数期货	9824	8678	10935	10756	14375	9403	3363	286

资料来源：香港交易所

表 2 银行间市场利率互换交易额（单位：亿元）

	2014 年				2015 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
利率互换	8044.5	8908.53	9577.68	13786.59	16597.79	19319.37	22519.47	23721.98

资料来源：中国外汇交易中心

表 3 股指期货、国债期货交易情况（单位：亿元）

	2014 年				2015 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
沪深 300 股指期货	272821	275356	348607	734601	882766	1546583	977621	989717
国债期货	1083.95	1078.99	1322.63	5299.58	6778.97	7167.55	4334.30	25314.17

资料来源：中国金融期货交易所

表 4 境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况（单位：亿元）

项目	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
股票	9790.76	10426.99	13332.98	15313.38	20121.46	24325.43	16782.28	16513.76
债券	14003.20	16295.90	17979.59	19600.92	21345.98	22478.36	23402.83	22718.63
贷款	21299.51	24945.63	26129.73	24900.87	26174.44	26899.73	28661.28	26942.65
存款	55576.06	60215.43	65126.38	70538.32	63386.11	63844.34	54574.54	46635.06

注：股票市值余额因非居民通过沪股通持有的股票市值余额纳入统计进行调整

“

中国与发达国家相比仍然存在较大的差距，人民币衍生产品尚未被国际清算银行单独统计，仅被列入其他币种之中，这与人民币的国际货币地位很不相称。

”

列入其他币种之中，这与人民币的国际货币地位很不相称。

中国衍生品金融市场存在的主要问题是：发展滞后，创新能力偏低，规模偏小。导致这一状况的原因在于三个方面：第一，中国的金融市场欠发达，直接融资比例较低，市场交易的基础金融产品不够丰富，交易规模不大，这从根本上制约了衍生品的发展；第二，利率和汇率的市场化进程漫长，2015年才进入实质性突破阶段，在此之前，市场风险管理需求并不迫切，市场参与主体缺乏强烈的动机去研发避险工具；第三，金融基础设施落后，迄今为止尚未形成市场化公认的包含短期、中长期的基准利率曲线，使得衍生品很难科学定价。此外，衍生品市场的相关法律和监管制度尚不健全，鼓励市场创新的机制有待完善。

### 三、金融衍生品市场助推人民币国际化的具体路径

一是在外汇市场发展多币种掉期和远期，鼓励非银行金融机构参与交易。

根据2013年BIS公布的统计数据，全球外汇市场中交易份额最大的是掉期（41%），其次是即期（38%），再次是远期（13%），期权的占比仅为6%。而且从1998-2013年期间的发展态势看，即期增加了1%，远期增长了5%，掉期下降了7%，期权的份额没有任何变化。据此可推论，当人民币汇率弹性增加后，进出口企业、投资者、金融机构的避险需求更加强烈，应该大力发展人民币掉期和远期。

鉴于人民币被不少国家尤其是亚洲国家用作贸易和

投资货币，中国需要在美元之外发展更多币种的掉期和远期，例如发展人民币对卢布、韩元、林吉特等货币的掉期，以适应“一带一路”战略的现实需求。如何让掉期和远期产品更丰富，定价更科学，更标准化和更便于交易，是我国外汇市场衍生品创新亟需解决的关键问题。

此外，我们必须认识到，全球外汇市场的交易主体已经发生明显变化，银行逐渐丧失了主导地位，其市场份额已经从1998年的63%降低至2013年的38%，目前其他金融机构成为市场上最大的交易主体，份额从20%升至53%。因此，应采取措施，鼓励更多非银行金融机构进入中国外汇交易市场，以便扩大外汇衍生品交易规模。

二是将债券市场作为推动人民币国际化的重要突破口，提供更多衍生品。

自上个世纪80年代以来，金融证券化已成为国际金融的主流。债券市场是国际金融市场最重要的组成部分，在金融市场最发达的美国，债券市场规模也是股市的2倍。国际债券市场的比重份额是衡量一国货币国际使用程度的重要指标之一。截至2015年，人民币国际债券与票据余额为1247.9亿美元，仅占全球债券与票据市场的0.59%，国际影响力微不足道。因此，大力发展人民币债券市场，是提升人民币金融交易功能的重中之重。

第一，要抓住有利的时间窗口，提升人民币在国际债券市场的份额。目前的国际环境有利于人民币债券的发行，因为美国大选之前不可能加息，英国脱欧后经济增长受到打压，英格兰银行将基准利率从0.5%下调至0.25%，日本和欧盟继续实行负利率政策，与主要经济体较低的利率相比，人民币债券具有明显的吸引力，应

该拓宽发行渠道，利用人民币加入 SDR 的有利时机，吸引国际主流机构投资者进入人民币债券市场。

第二，推动资产证券化，将之作为供给侧结构性改革去杠杆、降成本的抓手。目前，银行资产结构不合理，信贷资产比重过大，信用风险较高，必须将基础设施、住房贷款、供应链金融中的应收账款等国际社会公认的基础资产进行出售，转化为资产支持债券。通过结构化设计，提升债券的信用，多主体分摊金融风险，不仅可以创造出种类繁多、满足国内外不同风险偏好投资人的债券，还可以降低发行人的融资成本和银行的风险，大大提升金融功能。

第三，发展资金市场衍生品，特别是国债期货、利率互换、利率远期等衍生品，为债券市场提供必要的、充足的利率风险管理工具。

三是实现离岸市场和在岸市场良性互动，提高国内金融市场的开放水平。

主要国际货币都有一个发达的离岸市场。因为离岸市场具有资金流动自由、不受货币发行国管辖、独特的利率结构、规模大、使用便捷等特点，深受国际投资者和融资者的青睐。在人民币资本账户完全自由兑换之前，发展人民币离岸市场尤其重要，可为人民币的国际使用提供现实平台，满足境外人民币资产持有者的保值增值需要，同时为走出去的中资企业提供新的投融资渠道，帮助他们获得低成本资金。

由于存在境内外利差变化，驱使市场主体自主选择，客观上促进了在岸、离岸人民币债券市场互补发展。当中国境内利率水平普遍高于境外时，众多机构选择境外融资降低资金成本，极大地推动了点心债等离岸人民币债券市场发展；当中国央行数轮降息降准、美元进入加息轨道后，境内外利差缩小甚至出现收益率倒挂，熊猫债受到市场热捧，发行量爆发。通过在岸与离岸人民币债券市场相互补充、起伏变化，对实体经济发展、人民币投融资功能强化都具有积极意义。

值得一提的是，随着人民币国际债券市场的发展，相关基础设施指标日趋完善。2015 年，韩国启动人民

币债券实时清算系统，中国台湾开始公布宝岛债券收益率曲线等，对于推动韩国、台湾地区离岸人民币市场的建设具有积极意义。中国银行境内外投融资比较指数、人民币债券交易指数等市场指数也相继设立发布，有效反映离岸、在岸人民币债券市场收益率差异及其变动情况，为市场主体融资选择提供量化参考。

2015 年我国采取了一系列措施，提高中国金融市场的开放水平，推动人民币的金融交易。

首先，放开了市场准入限制，汇丰、摩根士丹利和法国巴黎银行等 30 余家境外金融机构获准进入银行间市场，使得 292 家境外央行主权财务基金等境外机构可以参与银行间市场交易；其次，批准境外人民币业务清算行、境外银行开展银行间债券市场债券回购交易，在一定程度上打通了人民币在岸和离岸市场，吸引境外机构进入国内债券市场，满足其债券投资和流动性管理需求；第三，取消企业发行外债的额度审批，采用备案登记制管理，扩大人民币国际借贷规模；第四，加强离岸市场建设，2015 年 11 月 18 日，由上海证券交易所、德意志交易所集团及中国金融期货交易所分别按 40%、40% 和 20% 的比例合资成立的中欧国际交易所在法兰克福开业，交易人民币金融产品。产品包括以人民币计价的以中国 A 股指数为基础的 ETF 产品，以及中国银行发行的人民币金融债。已在德交所挂牌的 12 只中国市场相关 ETF 及 200 多只人民币债券也转移至中欧所交易平台。

然而，与人民币在国际范围可自由使用的最终目标相比，金融市场的开放和国际化程度还远远不够。应该在以下三个方面做出更多的努力：一是加强离岸和在岸债券市场之间在产品、价格、机构方面的联系，构建一个规模巨大、有活力、生机勃勃的人民币债券国际网络；二是尽快实现股市的“沪伦通”，将主要国际机构投资者引进中国资本市场，建立资本市场的人民币国际大循环；三是与伦敦、纽约、法兰克福等国际金融中心的商品交易所建立合作机制，互相提供交易平台，开发适应境外投资者的人民币期货产品。<sup>[3]</sup>

（作者系中国人民大学国际货币研究所副所长）

# 大力发展商品期货市场 助力大宗商品人民币定价

■ 文/赵庆明 鲍思晨

成为全球贸易商品特别是大宗商品的定价货币，被认为是衡量一国货币国际地位的重要标准。当前，国际大宗商品几乎都以美元进行定价和结算。美元之所以成为国际大宗商品的最主要定价货币，除了与战后国际货币体系有关外，还与美国主动布局、拥有一个发达完善的商品期货市场密不可分。

借鉴美元经验，通过发展商品期货市场来实现大宗商品的人民币定价，是我国进一步推动人民币国际化进程的可行路径之一。

以人民币来定价大宗商品不仅具有必要性，而且也存在可行性。从必要性来看，中国作为大宗商品的最主要消费国，有必要以人民币来定价大宗商品，避免美元定价结算所带来的汇率风险；从可行性来看，我国大宗商品贸易大国地位的强化和人民币国际地位的初步确立，使得人民币具备了成为大宗商品定价货币的基础条件。

近年来我国期货市场的迅速发展已使得大宗商品的人民币定价取得了不少进展，但同时，商品期货市场依然存在小众、封闭、投机力量较强等问题。为此我们建议，加快国际主要大宗商品期货的上市步伐，从对内对外两个角度完善投资者结构，防止暴涨暴跌的过山车行情，从而协调推进我国期货市场的建设与发展，实现大宗商品的人民币定价，助力人民币国际化迈上新台阶。

## 一、国际大宗商品定价货币现状与成因

分析国际大宗商品定价货币的现状与成因，将对实现大宗商品的人民币定价具有借鉴意义。目前，美元是国际大宗商品最重要的定价货币。据联合国贸易和发展

会议（UNCTAD）统计，截至 2015 年底，在 88 种大宗商品价格序列中，有 53 种大宗商品以美元定价，份额超过六成（参见表 1）。

事实上，美元在大宗商品定价中的地位远比 UNCTAD 的统计结果要高。如果按照交易量来测算，美元在大宗商品定价中的市场份额可能超过 90%。至今，美元仍然牢牢占据着黄金、原油等国际最重要大宗商品的定价货币地位。而美元之所以能够成为大宗商品最重要的定价货币，有历史渊源关系，也是其主动布局的结果（表 1）。

首先，美元成为黄金定价货币主要与历史渊源有关。二战结束后，在美国的主导下，44 个国家建立起了旨在规范国际金融秩序的布雷顿森林体系。

布雷顿森林体系的主要内容是：美元与黄金挂钩，1 盎司黄金等于 35 美元；其他国家的货币与美元挂钩；其他国家的货币不能直接兑换黄金，只能通过美元向美国政府兑换黄金。在布雷顿森林体系下，在伦敦、苏黎世等黄金市场的黄金交易亦由此前的英镑转为美元。

表 1 大宗商品定价货币概览

定价货币	大宗商品品种	比例
美元（USD）	53	60.23%
欧元（EUR）	29	32.95%
英镑（GBP）	3	3.41%
新加坡元（SGD）	1	1.14%
马来西亚林吉特（MYR）	1	1.14%
特别提款权（SDR）	1	1.14%
总计	88	100.00%

资料来源：联合国贸易和发展会议（UNCTAD）



尽管美国 1973 年宣布美元与黄金脱钩并停止兑换黄金，以及 1976 年 1 月牙买加会议通过的国际货币基金组织协定第二次修正案正式决定黄金非货币化，但黄金以美元计价交易却被市场保留了下来。尽管在香港等地也存在以本地货币计价的黄金交易，但是从全球来看，美元仍然是黄金最重要的定价货币。

其次，美元成为原油定价货币则可能更多的是美国主动布局的结果。二战后，廉价的石油为西方国家的经济发展注入了强劲动力，但是产油国却没有获取到多少好处，依然贫困。为了打破西方国家对国际油价的掌控，1960 年，沙特、伊朗、伊拉克等产油国联合成立了石油输出国组织(OPEC)，试图掌控原油定价权。1973 年，第一次石油危机发生，OPEC 阿拉伯成员国宣布收回石油定价权，国际油价大幅上涨，对西方国家经济造成重创。为了对抗 OPEC，1974 年，美国倡议成立了代表西方石油消费国利益的国际机构——国际能源署(IEA)。1975 年，美国陆续与沙特等中东产油国签订协议，使用美元作为石油的结算货币。美国政府承诺给沙特王室绝对和明确的政治支持，一旦需要，哪怕是采取军事行动也要保证他们在沙特的统治地位，以此换取最大产油国沙特在原油供应与美元定价等方面的支持。

此外，美国还通过发展原油期货等来掌控原油的美元定价货币地位。经过一系列尝试，1983 年，美国纽约商品交易所正式推出 WTI 原油期货交易；1988 年，英国伦敦国际石油交易所推出以美元计价结算的布伦特原油期货。直到今天，无论是纽约 WTI 原油、伦敦布伦特原油，还是迪拜、印尼辛塔等地的原油交易（包括原油期货交易）均使用美元定价。

再次，美国期货市场的快速发展，也是美元成为国际主要大宗商品定价货币的重要原因之一。除伦敦金属交易所(LME)的期铜外，其他主要大宗商品的定价权几乎均由美国的期货交易所垄断，例如纽约商业交易所(NYMEX)的原油期货和芝加哥期货交易所(CBOT)的农产品期货。而芝加哥商业交易所(CME)于 2006 年和 2008 年先后收购了 CBOT 和 NYMEX，一举成为

美国最大的期货交易所。虽然洲际交易所(ICE)在 2000 年才成立，但其在 2001 年时就收购了伦敦国际石油交易所，之后又与纽约期货交易所、芝加哥期货交易所、纽约泛欧证交所、新加坡商品交易所合并，将其经营范围和经营区域极大地拓展，至今已发展成为美国第二大期货交易所。

值得一提的是，在 ICE 欧洲分部推出的全部 29 种产品中，只有 3 种碳排放和 2 种天然气合约不是以美元计价，而其余 24 种大宗商品合约则全部以美元计价。可以说，美国期货市场的整合进一步巩固了其在国际资本市场上的传统优势地位，并使其更加牢固地掌握了国际大宗商品定价权。

总之，商品期货的美元定价在巩固和提高美元国际地位方面发挥了积极的作用。全球主要期货产品几乎均由美元来定价，这也使美元理所当然地成了国际大宗商品最重要的定价货币。Goldberg (2010) 认为，美国在全球范围内的较大贸易份额以及美元作为国际大宗商品定价货币的现状，使得美元不但成为了国际计价货币，而且还成为了最核心的国际货币，并且短期内其地位将难以被撼动。楚国乐、吴文生(2015) 也认为，因为美元与大宗商品进行了绑定，所以美元成为了国际计价货币并被广泛使用。因此，商品期货的美元定价进一步促使美元成为国际主要大宗商品的定价货币，而美元成为大宗商品的定价货币又是保持和提升美元国际地位的重要手段之一。

## 二、大宗商品人民币定价的必要性与可行性

虽然目前美元是国际大宗商品最主要的定价货币，但以人民币来定价大宗商品不仅具有必要性，也存在可行性。

从必要性来看，中国作为大宗商品最主要消费国，有必要以人民币来定价大宗商品，避免美元定价结算所带来的汇率风险。随着经济的快速发展，我国已成为全球第二大经济体，由此成为绝大部分大宗商品最主要消费国，像铁矿石、大豆等多个品种进口数量已高居全球榜首。虽然对大宗商品市场价格的影响越来越大，但整体上看，我国仍然是价格的被动接受者。同时，大宗商

品主要是用美元定价结算,使得我国在大宗商品国际贸易中,不仅要面临价格风险,还要面临汇率风险,这既提高了我国的进口成本,也降低了整个国民的福利水平。如果直接采用人民币进行国际大宗商品定价结算,就不会存在汇率风险问题。由此来看,我国确实有以人民币来对国际大宗商品进行定价和结算的必要。

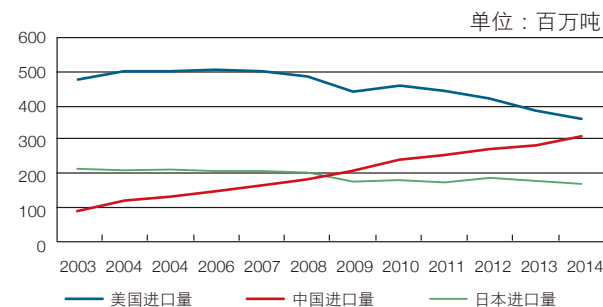
从可行性来看,虽然目前美元拥有大宗商品定价货币的地位,但是以人民币来定价大宗商品也依然存在可能。

一是我国已经成为大部分全球大宗商品的最主要进口国,这是人民币成为大宗商品定价货币的基础条件。2009年,我国原油进口量超过日本,仅次于美国,成为世界第二大原油进口国。2014年,我国进口原油3.09亿吨,占世界进口总量的16.48%,仅比美国低3个百分点。如果延续过去几年的中美原油进口量变化,我国将会在近一两年内超过美国成为原油第一大进口国。自2003年起,我国铁矿石进口量超过日本,成为全球第一大铁矿石进口国。2014年,我国铁矿石进口量占全球出口总量的65%,占全球铁矿石产量的46.6%。另据统计,2014年,我国大豆进口额为443亿美元,占世界大豆进口总额的49.9%。2014年,我国铜消费量占全球的一半。此外,来自世界黄金协会的数据表明,我国早在2013年时,就成为了世界上最大的黄金市场,需求量约占全球总需求的三分之一(图1、2、3)。

二是人民币国际地位初步确立,国际认可与接受程度逐步提高。据环球银行金融电信协会(SWIFT)统计,2015年12月,人民币成为全球第二大贸易融资货币、第五大支付货币、第六大外汇交易货币。自2009年7月启动人民币跨境贸易结算试点以来,人民币在跨境贸易和直接投资中的使用规模稳步上升。2015年,跨境人民币收付金额合计12.1万亿元,同比增长22%。在储备货币方面,一些境外央行已经把人民币纳入其官方外汇储备。

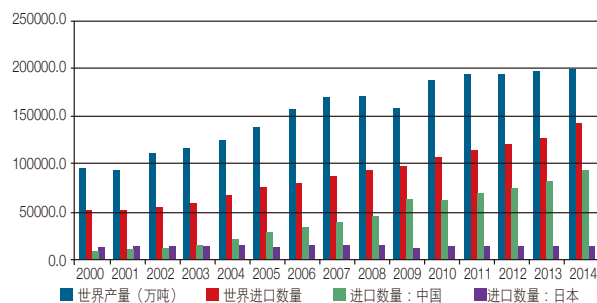
另外,全球性的人民币离岸中心网络也已初具雏型,继香港之后,新加坡、台湾、伦敦等人民币离岸市场发展迅速,德国、法国、卢森堡、美国、加拿大等国也在争取成为人民币离岸中心。2015年11月30日,IMF决定将人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子,这是

图1 中国及部分国家原油进口量



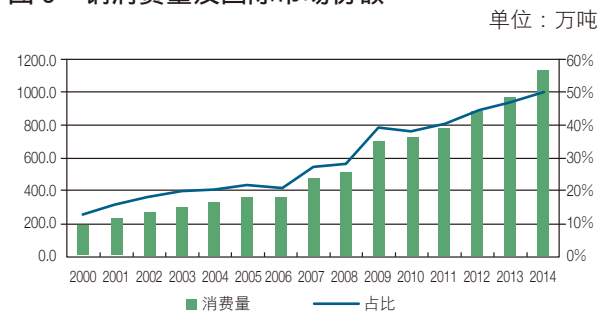
数据来源: Wind

图2 中国与相关国家铁矿石进口量



数据来源: Wind

图3 铜消费量及国际市场份额



数据来源: Wind

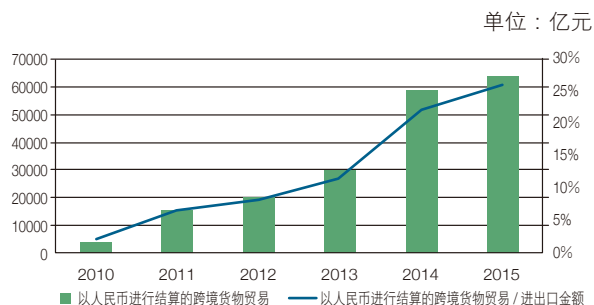
人民币国际化道路上的又一里程碑(图4)。

### 三、大宗商品人民币定价取得的进展与存在的问题

#### (一) 大宗商品人民币定价取得的进展

目前,大宗商品的期货市场价格在大宗商品国际贸易定价中起着越来越重要的作用。一般来说,大宗商品可以被分为四大类:以原油、煤炭为代表的能源类;以

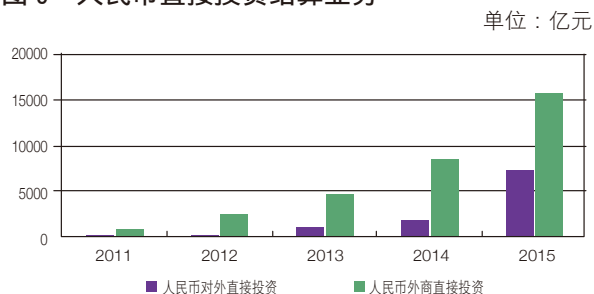
图4 跨境货物贸易人民币结算规模



数据来源：中国人民银行、Wind

注：2013年及以前无货物报关的转口贸易纳入服务贸易统计，2014年及以后调整到货物贸易统计。

图5 人民币直接投资结算业务



数据来源：Wind

矿石、螺纹钢为代表的原材料类；以大豆、玉米、棉花为代表的农产品类；以黄金、白银为代表的贵金属类。随着金融市场的发展，几乎所有大宗商品都有相应的期货交易市场。

当前大宗商品的期货市场价格与其国际现货贸易定价之间大体呈现四种关系：第一种是现货完全按照期货价格来定价，其中黄金最为典型；第二种是现货交易价格是在期货价格基础上通过加成一定升贴水和运费等来确定，例如原油、棕榈油等；第三种是现货定价与期货价格相互影响，各自不具有完全的独立性；第四种是现货定价与期货价格相互独立。

从当前的现实情况来看，品质规格标准越容易统一的大宗商品，例如黄金、铜、原油、大豆等，其期货市场的国际化程度就越高，现货交易定价就越依赖期货市场价格。

随着以人民币作为计价结算货币的商品期货市场的发展和壮大，人民币作为大宗商品定价货币的地位正在逐步

提高。不同于国际上其他国家的商品期货市场，例如伦敦，主要使用美元作为商品期货的定价和结算货币，我国商品期货市场自建立以来就是完全使用人民币计价和结算。

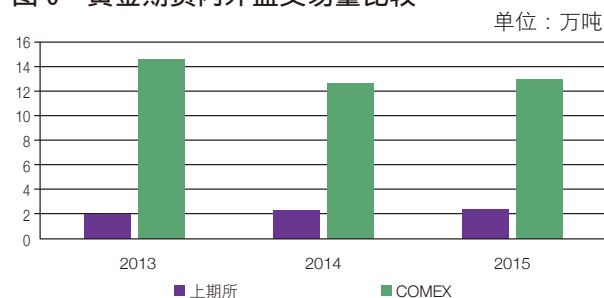
随着我国期货市场的发展，“中国价格”在国际大宗商品期货价格中的地位正在提升。2012年5月，上海期货交易所上市的白银期货目前已在全球交易量排名中位居第一，基本实现了白银的中国定价和人民币定价。上期所的黄金、铜（沪铜）等也已跻身全球期货交易前列，尤其是沪铜，其交易量仅次于伦铜，尽管仍与我国铜消费量的全球占比不相匹配，但无论对于期铜还是现货铜的交易定价来说，它都已经成为不可忽视的力量（图6、7、8）。

就目前情况分析，人民币在铁矿石定价上最有可能率先取得突破。

首先，我国是全球最大的铁矿石进口国，国际市场上近七成铁矿石进口到我国；其次，我国铁矿石期货交易后来居上，已远远地甩开国际竞争者。2013年10月18日，大连商品交易所（大商所）上市铁矿石期货合约。早在2009年4月，新加坡交易所就推出了全球第一个场内铁矿石掉期合约；2011年1月印度两家交易所推出全球第一个铁矿石期货合约；同年8月，纽约商业交易所和新加坡交易所相继推出铁矿石期货。但是，它们的交易一直比较清淡，对现货交易影响甚微。大商所的铁矿石期货交易日渐活跃，市场影响力日渐显著。2016年3月，大商所铁矿石期货合约日均成交量达到6.6亿吨，交易量处于第二位的新交所，整个3月交易量仅为1.3亿吨。

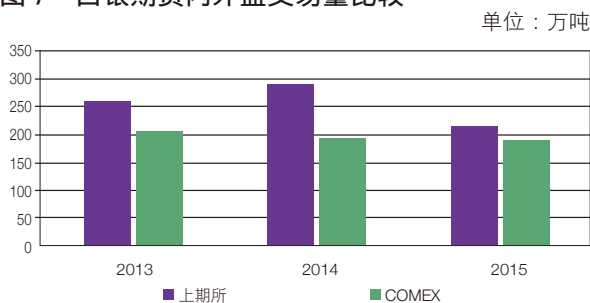
此外，“上海金”定盘价的诞生，有助于中国金价全球影响力的提升。首笔“上海金”定盘价于今年4月

图6 黄金期货内外盘交易量比较



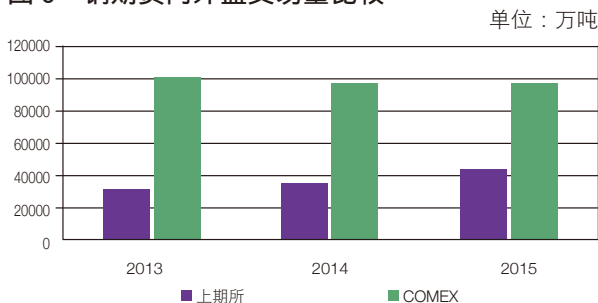
数据来源：美国期货业协会（FIA）

图7 白银期货内外盘交易量比较



数据来源：美国期货业协会（FIA）

图8 铜期货内外盘交易量比较



数据来源：美国期货业协会（FIA）

19日“诞生”。2015年，上海黄金交易所的黄金总成交量已列世界第三位，并连续9年位居全球第一大黄金现货场内交易所。根据上海黄金交易所的规则，“上海金”每日集中定价交易分为早盘和午盘两场，早盘集中定价开始时间为10点15分，午盘集中定价开始时间为14点15分。目前，包括银行、黄金企业等在内的18家机构参与定价和提供参考价。在中国交易时段推出黄金定盘价，无疑将提升中国对全球金价的影响力，“上海金”有望与“伦敦金”、“纽约金”形成三足鼎立格局。

港交所正加快推出以人民币计价结算的商品期货交易，这在人民币成为大宗商品定价货币方面会起到积极的作用。据介绍，港交所计划今年将推出以人民币计价和结算的黄金等商品期货产品。

毫无疑问，人民币在大宗商品定价货币方面取得的任何进展都将有利于人民币国际化。当然，人民币国际化的发展也有助于人民币成为大宗商品的定价货币，它们之间存在着相互依存、相互强化的关系。

## （二）大宗商品人民币定价存在的问题

虽然人民币在大宗商品定价货币方面已取得了不少进展，但在当前激烈的国际竞争下，我国实现大宗商品人民币定价的过程，注定不会一帆风顺，其中依然存在一些问题亟待解决。尤其是作为商品定价主战场的我国期货市场，更是面临着三方面突出问题：

一是我国商品期货市场目前仍然是个对内小众、对外封闭的市场。对内小众，是说我国商品期货市场中机构投资者较少，以银行、基金为代表的金融机构和位于产业链上、下游的现货企业在市场中的占比较低，而零散贸易商和中小散户却成为了市场参与主体；我国商品期货市场目前的资金规模也较小，作为衡量期货市场规模的一项重要指标，2015年期货持仓所占用的保证金仅为3800亿。

对外封闭，是说我国的商品期货市场目前还很不开放，缺乏境外投资者的参与。这种闭关锁国式的自娱自乐无法使我国商品期货市场真正融入全球市场，更不用说在国际市场上占有一席之地，甚至主导全球大宗商品的定价了。小众、封闭的商品期货市场无法形成均衡价格，这使得我国期货市场很难发挥其应有的定价作用。

二是我国大宗商品市场投机程度过高，短期投机力量较强。据神华期货分析师预计，中国铁矿石和螺纹钢期货市场上，大约70%的资金都来自于主要从事投机交易的中小散户，而不是来自于开展套期保值业务的实体企业。虽然在某种程度上，期货市场也需要投机者的参与，投机者在寻求风险利润的同时，也承接了市场风险，但是随着短期投机者的不断增多，商品期货市场的投机炒作愈发严重，使得期货交易价格过度反映供求关系的变化，偏离基本面。

例如，当有众多市场参与者一致看多时，商品期货价格就会被推高，而价格的走高反过来又会刺激投机者的追高行为，继续推动商品期货价格上升，反之亦然。因此，期货市场投机热度过高可能会导致追涨杀跌、价格超调，使得市场波动幅度加大，不利于我国期货市场国际竞争力的提升。

三是我国商品期货市场与实体经济发展要求的匹配



程度同发达国家相比,存在较大差距。尽管我国商品期货市场发展很快,商品期货成交量已连续多年位居世界前列,但其在国际上的地位与我国的大国地位并不相称,这使得我国商品期货市场还不足以支撑人民币成为国际大宗商品的定价货币。虽然在2015年,大连、郑州、上海三家商品期货交易所的成交量均以两位数增长,并分别排在全球第八、九、十位,但是这三家交易所与全球顶级交易所相比,仍存在较大差距,与我国经济总量世界第二、贸易总量世界第一的大国地位相比,也还相距甚远。这些差距体现在产品结构、市场结构、投资者结构、系统性风险防范等诸多方面,这也给我国发展具有国际竞争力的商品期货市场提出了不少挑战。

综上所述,大宗商品的人民币定价还存在诸多问题,不利于人民币国际化进程的推进。为解决这些问题,我国应充分利用大宗商品主要进口国地位,从多角度协调推进我国期货市场的建设与发展。

#### 四、商品期货市场助力大宗商品人民币定价的政策建议

要使人民币成为大宗商品的主要定价货币之一,须充分发挥商品期货市场的作用。针对我国期货市场的发展状况,我们建议从如下三个方面进一步完善境内期货市场:

第一,加快新产品上市步伐,品种选择应集中在国际主要大宗商品上。目前,我国已经成为许多大宗商品的全球最大生产国、消费国和贸易国,大豆、铁矿石、原油、天然橡胶等国际大宗商品的外贸依存度分别超过80%、60%、60%和50%,但是对于上述大宗商品我国却普遍缺乏定价权。


为了改变“中国买什么,什么就涨价,中国卖什么,什么就降价”的尴尬局面,在风险可控的前提下,我国应该把重点放在国内需求量大、但却没有掌握定价权的国际大宗商品上,积极推进其期货合约的上市工作,完善期货品种体系。这种以市场需求为导向的期货产品上市机制,有助于我国争取大宗商品国际定价权,从而节约我国企业的进口成本。同时,人民币成为国际大宗商品的定价货币,无疑将会对人民币国际化进程产生巨大的推动作用。

第二,完善投资者结构,从对内、对外两个角度放开大宗商品期货市场。一方面,对内要逐步取消相关政策限制,允许银行、证券、保险、共同基金、养老保险基金等机构投资者参与期货交易。同时,鼓励和支持现货企业进入期货市场,取消对现货企业入市的各种不必要限制,在信贷、会计、审计等方面为现货企业参与期货市场创造更多便利条件,提供更多优质服务。

另一方面,也要加大对外开放力度,允许境外投资者逐步参与境内期货市场。虽然在对外开放的过程中,走出去和引进来都很重要,但就目前的宏观和微观情况来看,我国商品期货市场应把重点放在引进来上,逐步引入境外投资者参与国内商品期货市场。这有利于提升中国价格在大宗商品交易市场上的国际影响力,提高我国期货市场的国际化程度,从而推动人民币国际化的进程。

第三,规范市场秩序,提升监管有效性,防止暴涨暴跌的过山车行情。针对商品期货市场过度金融化带来的价格波动增大、套期保值功能难以发挥等问题,我国必须实行更为严格有效的监管措施来加以应对,否则商品期货市场将面临功能丧失的危险。由于非商业交易者在不审慎、不完善的市场中,往往更容易充当投机排头兵的角色,导致市场生态的进一步恶化,所以必须要有适度有效的监管,不断规范市场交易行为,建立合理的市场交易秩序。

具体做法如下,一是期货公司要坚持做好风险管理主业,配合期货交易所做好风险控制,落实好对客户尤其是大客户的管理和服务责任;二是期货交易所要进一步提高运行和一线监管水平,满足日益增大的市场需求;三是加快推进《期货法》的立法,促进《期货法》的早日出台,从而推动行业有序发展,使之尽快与国际接轨,并提高国际竞争力。

总之,只有商品期货市场走上健康发展之路,我国才有可能实现大宗商品的人民币定价,从而助力人民币国际化迈上新台阶。

(作者赵庆明系中国金融期货交易所北京金融衍生品研究院副院长兼首席经济学家,鲍思晨系中国金融期货交易所北京金融衍生品研究院实习生)

# 从人民币汇率相对稳定看 当前中国债券市场开放趋势

■ 文/巴曙松

## 一、中国债券市场扩大开放的历史进程

第一阶段（2002 至 2009 年）：中国债券市场初步开放，投资者类型、市场渠道有限。

引入境外投资者方面，2002 年，中国首次通过 QFII 制度为国内金融市场引入境外投资者，允许境外合格机构投资者投资交易所市场，但大部分额度是投资股票市场，直到亚洲债券基金入市后，QFII 才逐步进入债券市场。

2005 年，中国允许亚洲债券基金中国子基金（ABF2）进入境内债券市场，同时参与银行间和交易所债券市场，为境外投资者在银行间债券市场的投资活动开通渠道。笔者担任亚洲债券基金中国子基金（ABF2）在中国地区选择管理人的评审专家期间，了解到这个开放过程。总体而言，这一阶段债券市场的境外投资者参与度有限，投资债券渠道单一，投资规模有限。

第二阶段（2010 至 2014 年）：债券市场开放有所扩大，银行间债券市场主渠道凸显。

2009 年人民币跨境结算试点实施后，离岸人民币资金池持续丰富，对于人民币资产的配置和流动性管理的需求逐渐成为境外投资者的重要投资目标。2010 年 8 月，中国人民银行允许境外央行或货币当局、港澳地区人民币业务清算行和跨境贸易人民币结算境外参加行进入银行间债券市场开展投资试点，打开了境外机构进入中国银行间债券市场的门槛。

之后，在 2010 年至 2014 年间，债券市场开放有条不紊地进行，先后允许 RQFII 和 QFII 进入银行间债券

市场，并不断放宽其投资范围和产品比例限制，银行间债券市场作为债券市场开放的主渠道特征凸显。境外机构类型和入市渠道不断丰富，截至 2016 年 2 月末，共有 311 家境外机构进入中国债券市场，境外机构持有中国债券 5412.7 亿元。

第三阶段（2015 年至今）：债券市场开放进入深化阶段，开放措施呈现综合化、立体化特征。

进入 2015 年上半年，中国债券市场开放步伐明显加快，开放措施也呈现出更加综合化、立体化的特征，合格境外机构范围不断扩大，参与交易类型和准入条件也在逐步放宽。首先，从资金渠道的拓展方面，允许境外人民币业务清算行和境外参加银行开展债券回购交易，且回购资金可调出境外使用，为离岸市场开拓了新的跨境人民币输出渠道，方便海外投资者从在岸市场融资。

其次，从投资范围的扩容方面，境外机构可投资的债券品种逐渐丰富。目前，交易所债券市场对外资（QFII、RQFII 为主）相对开放，除质押式回购有所限制外（主要限制信用债质押式回购），国债、公司债、可转债、资产支持证券等品种均已放开。银行间债市可投资品种也不断扩容，从现券交易、债券回购扩展到债券借贷、债券远期以及利率互换等衍生品种。

## 二、扩大开放债券市场助力国际收支平衡与人民币汇率均衡

一方面，进一步向境外机构开放中国银行间债券市

场,有助于丰富银行间债券市场的交易主体,促进债券市场投资者的多样化,从而进一步完善债券市场对收益率曲线的价格发现功能;另一方面,在目前外汇市场波动频繁的背景下,扩大开放债券市场,对于外汇市场的波动可起到一定的平滑效果。从中长期来看,中国的国际收支已经发展到一个新的阶段,居民对外投资的需求上升,需要培育新的资本流入渠道来平衡这种资本流出,提高国家的国际收支平衡能力。

第一,以外汇市场干预作为稳定汇率的手段见效快,还需要培育新的市场力量来促进外汇市场的平衡。

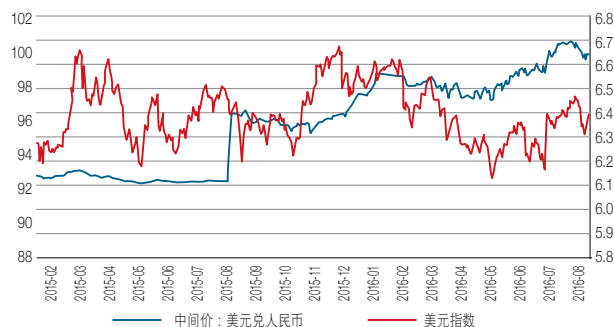
随着人民币国际化进程的推进,外汇市场与国内金融市场的互动循环进一步增强,外汇储备则成为市场间相互影响的重要纽带,汇率、外汇储备和国内金融市场呈现出明显的一致变动趋势,这也使得仅利用外汇储备干预汇率稳定有明显的效果,但还需要培育新的资本流入的渠道来对冲。

“8·11”汇改之后,美元兑人民币即期汇率一直保持宽幅波动的状态(图1),反映出外汇市场参与者短期内对人民币波动的预期出清有限。根据近期的央行货币政策执行报告,当前人民币兑美元汇率中间价的形成机制是“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”,“收盘汇率”主要反映外汇市场供求状况,“一篮子货币汇率变化”则是为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的调整幅度。

这意味着,人民币对一篮子货币的有效汇率主要作用是作为政策目标存在,提升汇率政策灵活性和货币政策有效性,而针对人民币兑美元汇率的讨论可以归结为外汇市场供求和美元走势,其中核心是国际收支反映的供求趋势。在这一背景下,尽管CFETS人民币指数显示人民币内在币值并未存在大幅贬值基础,从外汇市场交易状态却显示人民币贬值预期的存在。

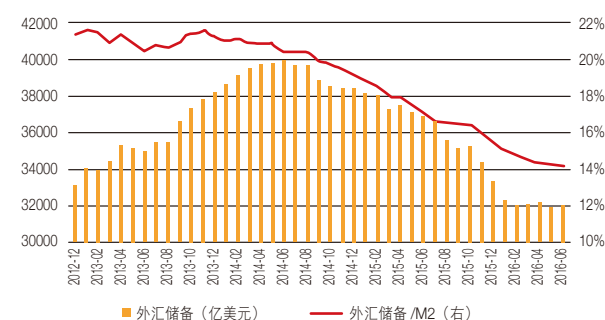
可以看到,这一时期内,外汇储备波动加剧,持续的外汇干预使得中国外汇储备充足率(外汇储备规模/M2比率)由2015年年初的18.80%下降至2016年6月末的14.17%(图2),当然这一水平仍处于10%至

图1 美元兑人民币即期汇率与美元指数



数据来源: Wind 资讯

图2 外汇储备水平与外汇储备充足率



数据来源: Wind 资讯

20%的合理区间,但已表现出央行在外汇市场干预的同时,需要寻找新的对冲力量,在当前的市场环境下,扩大开放债券市场可发挥这样的作用。

第二,平衡国际收支需要培育新的市场力量,即债券市场开放。

从平衡国际收支的角度看,在资本流入通道进一步打开的条件下,通过债券市场流入的资本可以一定程度上抵消资本流出规模,更重要的是其背后体现出市场参与者的一致性预期,从而改善外汇市场对人民币汇率真实水平的发现功能。

2014年之前,中国基本处于国际收支“双顺差”的运行状态,外汇政策也重点关注国际收支“双顺差”环境下的国际资本流入;自2014年下半年开始,因为中美经济周期的差异和分化,中美货币政策之间也出现明显的分化与利差收窄,这在一定程度上形成了人民币对美元贬值的短期市场预期,此时,在原来的国际收支

结构下形成的“严流入，宽流出”的外汇管理政策基调已较难适应当前新常态下的国际收支状态（表 1）。

自“8·11”汇改以来，人民币贬值预期在短期内一度加大，离岸与在岸人民币汇差逐渐扩大至月均 400bps 以上，同时境外机构投资者持有中国主要债券券种也出现了大幅减少的趋势（图 3），汇差增大与资本净流出增加的同期及前后趋势显著；而从 2016 年 2 月末央行进一步放开境外机构投资者投资银行间债券市场后，境外投资者持有中国债券增量显著改善，且在国债与企业债的增持比例方面表现出较为均衡的配置，其中配置国债、国开行银行债和企业债的增长率均显著增加 10% 左右。

与此同时，人民币离岸与在岸汇差也迅速下降，这一方面来自于美联储加息预期减弱、全球低利率环境等国际市场因素，另一方面也说明央行在汇率波动期间对

资本项目的适度放开产生了成效，双向资本流动一定程度上缩短了人民币真实汇率的价格发现过程，以及降低了价格发现过程中的波动成本。

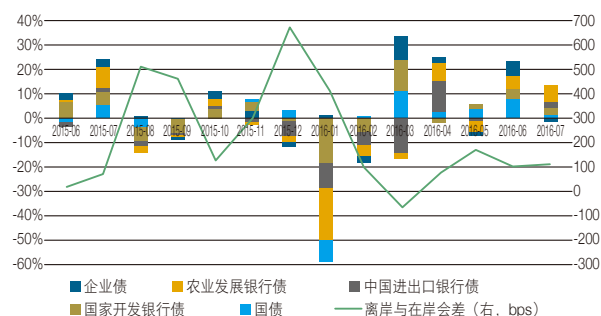
2015 年 9 月，亚洲开发银行对亚洲债券市场流动性结构改善因素的分析显示（图 4），相比于东亚新兴市场整体，以及各国的债券市场结构，中国的外汇管制对债券市场流动性起到了更高层次的制约效应，影响因子达到 3.8，高于东亚新兴债券市场为 3.2 的平均水平，也远高于中国香港债券市场和新加坡债券市场的外汇管制因子（分别为 2.3 和 3.0），而这一管制主要体现在外国投资者投资于内地债券市场的渠道受限，表现在中国内地债券市场准入对流动性的影响因子达到 3.0，高于东亚新兴市场 0.2，以及远高于香港债券市场（香港市场准入政策影响债券市场流动性的程度仅为 1.6）。

此外，在人民币汇率宽幅波动影响下，人民币国际

表 1 东亚新兴市场对境外投资者的管制比较

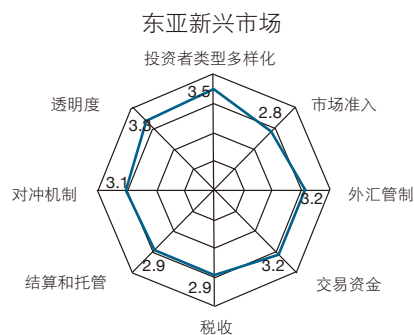
市场	债券市场资本流入管制
中国内地	合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）允许进行交易所和银行间债券交易，但受一定配额限制
中国香港	非居民可以自由购买债权类金融工具
日本	非居民可以自由购买债权类金融工具
印度尼西亚	外国投资者可以自由购买债权类证券，对于零售债券，只允许在二级市场购买
韩国	非居民允许购买由本国居民出售的债券及其他债权类证券，但如果购买行为并非通过投资账户，则须向韩国央行的外汇交易部门备案
马来西亚	非居民可以自由购买债权类金融工具

图 3 境外投资者持有债券增量与离在岸汇差



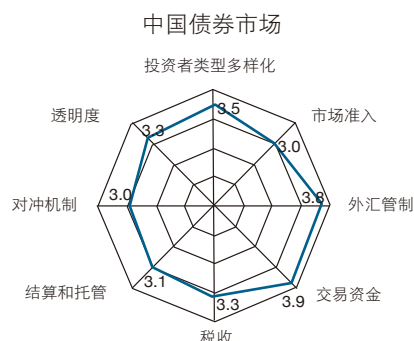
数据来源：Wind 资讯

图 4-a 东亚新兴债券市场流动性的影响结构



资料来源：亚洲开发银行《Asia Bond Monitor》（2015-09）

图 4-b 中国内地债券市场流动性影响结构



资料来源：亚洲开发银行《Asia Bond Monitor》（2015-09）



化进程在离岸市场阶段性的放缓，此时开放债券市场，引入境外机构到银行间债券市场进行投资，有利于推动人民币由国际结算货币逐步发展成为国际投资货币，符合人民币国际化战略的整体要求。特别是在人民币汇率预期渐稳之后、新的 SDR 货币篮子生效之前开放债券市场，为外汇市场带来人民币资产供给量的增加，符合

人民币真正进入 SDR 货币篮子后境外投资者配置人民币资产的需求。

第三，国际范围内低利率环境持续，中国债券市场具有进一步开放的广阔空间。

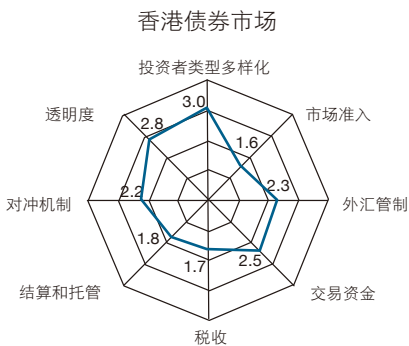
当前全球正处于大范围低利率环境，尤其是负利率水平的加深使得中国债券与境外债券收益率差距增大，全球投资者在资产配置中对人民币资产的需求也有所上升。在日本和欧元区开始实施负利率之后，全球负利率的程度逐步加深，负利率债券规模也在持续扩大（表 2）。

根据惠誉评级统计，随着英国退欧事件的影响扩大，全球负利率债券规模已达 11.7 万亿美元<sup>①</sup>，日本 10 年以内国债均为负利率，欧元区 10 年以内国债也大部分处于负利率水平。全球主要经济体的低利率甚至负利率范围扩散使得机构投资者在配置资产时逐渐关注海外更高收益率债券市场的投资。中国国债收益率始终维持在 2% 至 3% 的水平，高于主要经济体的零利率和负利率水平。随着人民币离岸与在岸汇差的逐渐缩小，人民币币值逐渐显稳，人民币贬值预期改善后，境外投资者对中国债券的需求预计可能会迅速增加。

在这一背景下，债券市场的开放时机已凸显，且具有进一步开放的空间。以政府债券的持有者结构为例，截至 2016 年 7 月，境外机构投资者持有中国国债比例最高，也仅达到 3.16%，政策性金融债次之，约为 1.80%，持有信用债等其他券种比例低于 1%（图 5），远低于亚洲其他债券市场的境外投资者持有情况。

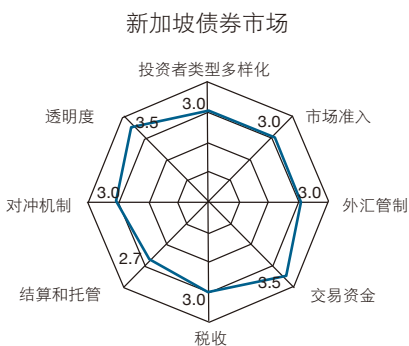
以政府债一类券种为例，日本和韩国的外国投资

图 4-c 中国香港债券市场流动性影响结构



资料来源：亚洲开发银行《Asia Bond Monitor》（2015-09）

图 4-d 新加坡债券市场流动性影响结构



资料来源：亚洲开发银行《Asia Bond Monitor》（2015-09）

表 2 实施负利率经济体

	丹麦	欧元区	瑞士	瑞典	日本
引入时间	2012.07	2014.06	2015.01	2015.02	2016.02
初次负利率水平	-0.20%	-0.10%	-0.25%	-0.10%	-0.10%
目前水平	-0.65%	-0.40%	-0.75%	-0.50%	-0.10%
负利率标的	7 天定期存单利率	隔夜存款利率	超过上限的隔夜活期存款利率	回购利率	新增超额准备金

资料来源：各国央行

① 资料来源：Fitch Ratings, Bloomberg 全球负利率债券规模按年期统计

“

适时开放债券市场，即使面临着国际资本流入和流出规模的同时放大，但也一定程度上缩小了国际资本流动的净额，从而增强了平衡国际收支的能力，同时也相应降低了对实体经济和金融市场的冲击。

”

者持有占比已超过 10%，而诸如马来西亚、印度尼西亚等新兴市场国家的政府债超过 1/3 的部分由外国投资者持有，且这种持有趋势增速显著<sup>②</sup>。即使在全球主要发达经济体结束量化宽松政策后，新兴市场的国际资本流出态势渐显的时期内，以及 2015 年下半年以来新兴经济体币值宽幅波动的情况下，以中长期投资者为参与主体的政府债市场上，外国投资者参与比例也未曾大幅下降。

这表明，配置全球资产的中长期国际投资者主要考虑的是汇率中性下全球资产配置的风险对冲功能及不同市场上资产收益利差因素，而非简单的对币值升贬值的博弈。

可以推知，在当前全球低利率环境下适时开放中

国债券市场，一方面中长期国际投资者参与度提升，对于债券收益率曲线的价格发现机制具有完善的效果；另一方面，对人民币资产需求的上升也有助于人民币均衡汇率的价格发现效率提升和人民币国际化进程的推进。

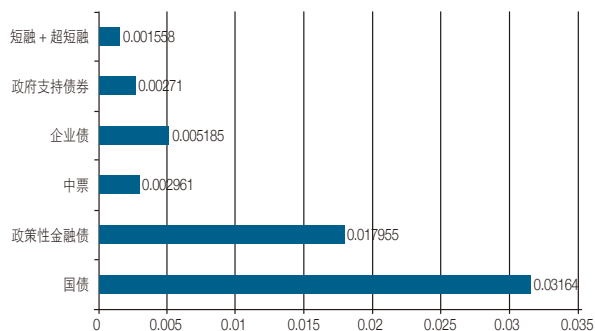
国际经验表明，相较于股票市场，债券市场的开放能够更好地平衡国际收支，降低短期大幅波动的金融风险，促进长期资本形成，因此，债券市场通常会成为金融市场开放的主渠道功能。另外，一国债券市场开放程度往往是投资者决定是否持有该国资产的主要因素之一。

美国、英国成熟的债券市场是美元和英镑具有国际货币地位的强大后盾；20 世纪 80 年代德国马克的国际化加速也与其金融市场特别是债券市场的开放和发展联系紧密。人民币加入 SDR 篮子，也显现出人民币从计价结算货币到投资货币，再到国际储备货币的演进趋势，这更加要求中国债券市场的完善和开放，以发挥联系利率和汇率的重要纽带作用。

此外，适时开放债券市场，即使面临着国际资本流入和流出规模的同时放大，但也一定程度上缩小了国际资本流动的净额，从而增强了平衡国际收支的能力，同时也相应降低了对实体经济和金融市场的冲击。<sup>[1]</sup>

（作者系香港交易所首席中国经济学家）

图 5 境外机构持有券种比例（截至 2016 年 7 月）



数据来源：Wind 资讯

② 资料来源：亚洲开发银行《Asia Bond Monitor》（2016-06）亚洲主要债券市场境外投资者持有政府债券比例统计

# 2016 中德衍生品论坛 China-Germany Derivatives Workshop

主办方  
Organizers



中国期货业协会  
China Futures Association



欧洲期货交易所  
Eux Exchange

2016年6月27-28日 中国·北京  
June 27-28 2016 Beijing, China

## “一带一路”下的 基础设施与金融合作机遇

■ 文/Dr.Joachim von Amsberg

基础设施最主要的功能就是把市场以及人们的需求联系起来，所以，基础设施可以做对接的工作，比如，让家庭能获得更好的供电用水。基础设施也能够让大家更贴近市场，农民可以通过基础设施，把他们的农产品，更好地运向市场，卖出更好的价钱。所以，不管是从全球层面来看，或是小范围来看，基础设施的目的就是要对接市场。

基础设施可以说是增长的一个撬动点，过去几十年来，中国就是通过基础设施的大力建设来拉动经济的增长。无论道路、铁路、空港、能源、发电设施等等，一直都是经济发展的前导工作。但在其他地方，

如果缺乏基础设施的话，经济发展容易遭到障碍。基础设施的重要性，不仅仅体现在直接带动经济增长，还可以拉动其他能够带动经济增长的行业。

亚开行、世行等机构的研究显示，现在有众多的基础设施缺口，在未来的十到十五年需要1万亿美元的资金投入，甚至更多。另外，许多机构投资者正饥渴地寻求更好的投资收益率，因此，一方面有大量的投资需求，另一方面又有大量的资金。资金需要收益，项目需要融资，这两者之间如果不能很好地对接，市场就没有很好的流动性。从目前的现状看，流动性在真正需要资本的项目和需要投资的

投资人之间，仍存在有很大的需求落差。这样的缺口，让亚投行应运而生。

基础设施的建设首先应立足于大家对于基础设施的需求，因为你要有这样的需求之后，才会有支付的意愿。市场的参与者，或是用户，愿意为新的公路过路费买单；或者这个支付意愿也可以是民众以外，比方说政府买单。所以必须在建基础设施的时候，对于如何收费、未来基础设施如何运营，都必须事先进行设想，进行有效率的管理。

另外，基础设施建设过程中，投资人可能会碰到各式各样的挑战，比方说在金融危机之后，很多

地方也许想要投资，但真正要投资的一些机构投资人却由于各式各样的限制而无法进行投资。而对于基础设施运营者，他们也希望寻找这种可行的一些项目，并希望有好的投资回报，这样投资人才愿意出钱投资。最后，基础设施往往需要跨境，以及各国之间的协调。

这些事实都说明，一方面资本希望能够找好的基础设施作为资产来投资；另一方面，必须要仰赖多边的发展银行，来把基础设施融资当中的需求和供给对接起来，现有的比如世行、亚洲开发银行、欧洲复兴开发银行等都是多边机制。他们过去的经验显示，多边发展银行能够起到作用，能够通过资本的共享，更好地利用资本杠杆，能够以相对低廉的成本借贷给发展中国家的政府开展基础设施项目。

多边发展银行的过去也显示，他们有能力把项目做得非常健全，从而让所有的利益相关者感到有利可图，同时也可以基础设施项目各方之间进行更好的风险分配，让这些项目能够持续发挥效用。所有的金融风险以及项目风险，能够平均地分摊给可以承担这些风险的利益相关者。多边发展银行也通过他们的机制，通过彼此经验的切磋交流以及借鉴，把已有的一些方式发扬光大，推广到世界各地。最后，这些多边发展银行，是由成员、政府以及国家共同出资，可以协助政府更好地面向可靠的民营企业。

亚投行其实就是基于上述种种原因而成立的。几年之前，中国政府认识到亚洲区域的一些国家需要更多的基础设施项目，所以才成立一个亚洲的投资开发银行，许多国家响应了中国政府的号召，同时也投入了他们的支持。


到去年为止，一共有 57 个国家成为亚投行的成员。到今天为止，已有 1 万亿承诺资本，同时实付资本达到 200 亿。这些资本投入的目的就是希望能够让亚投行有一个更有针对性的工作任务。2016 年正式开张营业后，最近在北京进行了第一次年度会议，董事会亦通过了首批亚投行项目，金额高达 5.09 亿美元。

除此之外，亚投行获得了其他多边机构的支持，包括世行、亚洲以及亚洲以外的一些政府、民间企业，还有多边机构，这些机构共同为亚投行的一些成员国家建立支持机制。某种程度而言，与世行以及亚洲开发银行非常类似，亚投行关注的是高质量项目，然后在项目实施、质量控制、环境评估、社会评估，以及财务管理方面都会坚持最高的标准。

最后，我想简单提一下，亚投行非常希望能够与各个金融机构进行合作。我用一个例子来说明，衍生商品为什么能够在基础设施投资时起到一个重要的基石以及资金对接的作用。例如，汇率风险对很多基础设施项目来说，都是非常重要

的一个风险。假设你用美元进行项目融资，但公路建成以后，公路的过路费要用本地货币收取。这意味着这个项目长期当中有非常大的外汇错配风险，这样项目的外汇风险是否能够对冲掉？时间够长，当然是可以的，但对于本地政府、本地市场来说，没有办法进行这样的对冲。所以我们必须要通过当地市场的衍生商品市场才能够对冲掉外汇风险。

还有一个是很多基础设施的项目，取决于大宗商品的流通。比方说如果要建一个铁路，这个铁路是要把铁矿石从矿厂运营到港口，如果大宗商品的价格没有得到很好的对冲，这条铁路作为铁矿石的运输而产生未来的收益也就难以保证。所以很多基础设施的一些项目未来收入，其实都取决于衍生商品市场的活跃度。如果我们有充沛的衍生商品，很多的项目风险可以降低，本来很多做不了的一些项目，就可以通过风险的对冲而进行。

未来的衍生品市场正在建立桥梁，使得你们的工作与我们的工作紧密相连。除此以外还有机构投资者，包括期货投资者能够投资于基础设施的资产，如果我们进一步开发这个领域的衍生品市场，就能起到重要的作用，使得我们现在的基础设施投资变得更有吸引力。  
(Dr.Joachim von Amsberg 系亚洲基础设施投资银行副行长。本文根据其演讲记录整理，略有删改)



# 国际衍生品市场交易和清算过程中的风险管理

## ——以清算会员为视角

■ 文/史宁

从清算会员的角度来分析衍生品交易和结算当中的风险管理，与我们经纪商或清算商息息相关的风险大约有十几种，今天和大家简单讨论最主要的三到四种。

### 关于港汇金融

港汇金融自1993年起为全球客户提供境外衍生品市场的交易和清算服务，至今已有逾二十年历史。除伦敦总部外，在芝加哥和香港分别设北美和亚太区分支机构。目前，港汇金融业务范围涵盖了全球三十家主要衍生品市场，北美、欧洲以及亚太区所有耳熟能详的衍生品市场都有涉足。多年来，非常难能可贵的是，港汇金融一如既往地专注于场内衍生品的交易和结算业务，目前尚无自营或资管类业务线。

过去几个财年以来，港汇金融的清算代理量始终保持在年均近2.85亿张合约的水平。在全球范围内，客户以专业投资者和机构投资者为主，包括银行、保险公司、期货经纪商、券商和基金管理公司等

等，另外也包括一些大型的自营交易商；但在亚洲，尤其是在香港，港汇金融以服务该区域的期货经纪商客户为主，即境外市场没有清算权的这部分期货商。

### 港汇金融风险管理综述

风险管理在我们内部制度里的要求，首先是要有一个合适的风险度，那么什么叫“合适”？就是一定要是可持续的，另外还要能够跟公司的业务发展需求保持一致。作为清算商，我们必须无时无刻地保证资本充实，目的是当整个金融系统或者经济体系承压时，能够抵御一定的冲击。

对于经纪商或者清算商而言，至少有如下四种风险类别与我们息息相关。第一是源于客户对手方的信用风险；第二是集中度风险。这主要包括两个方面：一是持仓头寸过度集中于单一客户的风险；二是从公司整体来看，持仓头寸过度集中于单一品种或者单一合约的风险；第三是合规风险。2008年全球金融危机之后，各地监管机构都

陆续出台了相应的监管措施，在法律、法规方面较之前更为严苛。就衍生品市场而言，一些新规的出现对不同的市场参与主体都产生了较为深远的影响；第四是操作风险。

下面，我们来分别考察上述各项风险类别及相应的风险缓释工具。

### 对手方信用风险管理

经纪商和结算服务提供商面临的最主要风险，在于因客户违约而被迫承担亏损头寸所带来的经济损失。由于不同类型客户的风险值和风险偏好各有不同，在管理对手方信用风险时，需要针对性地采取不同的风险管理工具分别进行管理。

管理对手方信用风险的一个比较大的原则就是，要给每一个客户设置一个风险敞口上限。这样做一是可以通过设置每笔最大下单量以防止乌龙指交易；二是可以设置每个客户的最大净持仓手数以及最大保证金风险敞口值。

在给客户设置盘前风险敞口上

限方面，我们主要会考虑如下几种因素。

第一是客户自身的风险分散程度。举例来讲，如果客户属于交易类型的团队，而该团队的交易是由基金经理统一下达交易指令来完成，那么，其交易策略的趋同会为经纪商带来较高的风险集中度。当然，如果该交易团队是由每位交易员根据自己对市场走势的分析自主完成交易，那么交易员的人数越多、交易策略越不趋同，源于该客户的对手方风险就越小。风险分散程度越高的客户，我们对该客户风险敞口上限设定值的容忍度就越高。

第二是客户交易的方式及策

略。我们会根据客户交易方式和交易策略的不同，在设置盘前风险敞口上限时区别对待。诸如手动下单相对于程序化下单方式、单边投机交易策略相对于跨市或跨期套利交易策略等等。

第三是期货合约本身的风险特征，如合约的流动性、市场深度、历史波动率等影响因素。一般来讲，流动性越好、市场深度越大、波动率越平缓的合约，我们认为风险值会比较小，则相对应的风险敞口上限值较大。

第四是持仓品种的集中度。例如，持有多样化投资组合的客户相对于只交易单一期货品种的客户，

其市场风险敞口要小的多，因此会对应较大的对手方风险敞口上限值。

第五是客户的信用资质评定，主要依据客户的财务状况，特别是对对方提供的经审计的年报而得出。当然，资本较充实、盈利较稳定的客户，其对应的风险敞口上限值可能越高。

为客户设置风险上限是管理对手方信用风险的常用风险缓释工具。在具体应用过程中，我们通常会结合客户不同的接入方式而采用不同的系统和工具设置并管理客户的风险敞口上限。

例如，对于通过港汇金融提供的交易系统下单的客户，我们会在



相应的交易系统中为该客户设定风险敞口上限，可以用最大净持仓、单笔最大下单量等指标来表示。而对于直连交易所（SDMA）的客户，由于其订单会不经过期货商或结算商的交易系统而直接进入交易所的撮合成交系统，我们更多的是依赖于交易所为清算会员提供的一些盘前风控工具来设置并管理客户的风险敞口上限。诸如欧交所的 TPR 系统、CME 集团的 GC2 系统，以及港交所新近推出的 PTRM 系统等等。

针对不同的账户类型，我们一般将管理对手方信用风险的方法分为两大类。一是最低客户权益（MRE）类账户。MRE 是我们对自营交易等类型的客户设置的最低客户权益要求。该类客户一般需要足额缴付交易保证金后方可允许进行交易，但可以享受一定的日内交易信用额度。我们会基于客户的最大风险敞口值计算出该客户每个交易品种的 MRE 值，进而加总其所有交易品种的 MRE 值之后得出对该客户的最低权益要求。MRE 值反映出客户被允许的日内交易的最大杠杆乘数，每种合约的日内最大杠杆乘数则由我司对于该种合约的内部风险评级而得出。具体的计算方法是：合约的 MRE 值 = （持仓上限 × 清算所保证金水平）/ 杠杆乘数。客户的最低权益值 =  $\sum$  每个交易品种的 MRE 值。

在对每一种期货合约进行内部

风险评级时，主要会考虑合约的历史波动率、日均成交量、未平仓量、基点价值以及买卖价差等因素（其中合约的历史波动率以“历史在险价值”来衡量）。

每个风险评级都对应一定的交易杠杆乘数，比如，我们会把所有不同类别的期货合约做一个从 A 到 F 的评级——A 级表示市场流动性最好、市场波动率最为平缓因而风险度最小的合约。如果 A 级期货合约对应的日内放大倍数是 8 倍，那么日内交易型账户在交易该类合约时最高可以运用到 8 倍的日内杠杆。又比如，F 级期货合约对应的杠杆乘数是 0.8，则表示我们会在清算所要求的最低保证金之上额外加收 20% 的交易保证金。在审批出金时，MRE 值也是一个非常有效的基准——批准出金必须以出金后该客户权益水平不低于事先设定的 MRE 值为准则。

第二类是综合账户，比如说期货经纪商客户在我司开立的账户。该类账户之下通常包括多个终端客户（如散户、机构户和专业投资者户等），每个终端客户都应该相应地被设置持仓上限或者风险敞口上限。

管理的方法有两种：一是经纪商客户委托我们代为对其终端客户进行风控，那么我们会首先为该经纪商客户设置一个总的持仓上限和风险敞口上限值，进而将经纪商的总持仓上限依据一定的原则分配到不同的终端客户进行微观管理；二

是我们只在经纪商客户这个水平上进行总体风控，而经纪商客户则对其终端客户进行风控——这也就是“逐级风控”的概念。

对于其他类型的账户，比如程序化交易和高频交易账户，我们会采取其他风险评定标准和风控机制来进行风险管理；对于保值类账户，我们在为其设置风险敞口上限时一般会根据客户的具体保值策略而具体分析。

另外，除上述盘前风控的措施之外，盘后风控也是我们日常风险管理的一个重要组成部分。盘后风控系统可以实时监控客户当日损益和总权益的变动状况，相关比率一旦超出既定值，系统则会发出警示信号。

## 集中度风险管理

第二个与经纪商或清算商密切相关的风险是集中度风险，包括两种情况：一种是持仓过度集中于单一客户的风险，另一种则是持仓过度集中于单一期货品种的风险。这两种情况都会导致违约事件发生的概率上升。

在管理集中度风险方面，我们秉承如下原则：一是对于单一客户的风险敞口不能过大。这主要通过设定客户的保证金规模上限来完成。不论客户的类型、业务规模和财务状况如何，我司都秉承着严格控制集中度风险的理念，以免造成该客户的风险敞口相对于公司自有



资本过大的情况；二是对于单一品种的风险敞口不能过大。这主要通过设置整个公司对于单一期货品种的净持仓上限来完成。其主要目的是防止由于多个客户持有同向、同品种的头寸过大而招致清算所巨额盘中追保情况的发生；或者在客户违约的极端事件发生时，为在较短时间内变现客户头寸而被迫承担合约的不良市场流动性带来的巨额隐性交易成本。

综上所述，集中度风险的缓释工具主要有如下两条：一是就单一客户设置保证金规模上限，将其维系在企业自有资本和资金流动性所能够承受的范围之内，以确保客户违约时公司有能力承担相应的潜在损失；二是就单一期货品种设置净持仓上限（以每手合约来计），就整个公司而言，对每一个期货品种要有一个最大的承受度，这个额度的界定主要考虑的依然是期货合约的市场波动率（以“历史在险价值”和“清算所保证金”来衡量）和市场流动性（以“未平仓量”和“日均成交量”来衡量）两大因素。

## 合规风险管理

在合规风险管理方面，近年来全球各大衍生品交易所及监管机构都对清算会员或持牌机构提出了更高要求，这主要体现在查处违规交易方面。尤其是一些新技术接入方式的出现，对清算商在监控客户交易行为方面提出了新的挑战。比如，

当客户使用清算商的交易资格以SDMA的方式直连交易所时，订单无需经过清算商的交易系统即可直接进入交易所的撮合成交平台。如果届时客户出现异常交易行为，则清算商会面临被交易所责难的潜在合规风险。

这是因为，虽然交易主体是该客户，但由于相关订单是以清算商的名义传递至交易所，任何触犯交易所相关条例的交易行为都有可能引发交易所甚至当地监管机构对该清算商或持牌机构的调查。

总之，谁为客户提供了直连交易所的条件，谁就要相应地承担一定的责任。所以，我们在把控交易所合规风险时，要尽到最大努力、做到最好。否则就有可能被交易所或监管机构认为是“不作为”，或者是“纵容”违规交易行为。

近来，境外交易所和监管机构比较关注的两大类异常交易行为是“虚假买卖（Wash Trades）”和“欺诈（Spoofing）”。Wash Trades类似国内“对敲”或“对倒”的概念，大致上就是，同一个客户在同一时间挂出两单合约相同、价格相同但方向相反的订单。由于这会导致期货合约的成交价格或成交量被虚高，该种异常交易行为引发的误导投资者的后果是显而易见的。除了会产生交易所和经纪商的手续费之外，整个交易不会产生任何损益或经济价值。近期，CME集团就分别对三宗Wash Trades案件对当

事人进行了1万至3万美元的罚款以及禁市10至15天的处罚。

另一类备受境外交易所关注的异常交易行为是Spoofing。该种交易行为的特征是，要么频繁挂单撤单，不以成交为目的，使得交易所报价系统无端承压；要么在成交之前取消订单，使市场深度被虚高，以图从中获利。

一个比较经典的例子，就是客户一边挂卖盘大单，一边挂买盘小单。比如客户挂出卖盘500手，但并不是想要成交，而是希望卖盘承压，市场价格朝更有利于买盘的方向移动。其最终的目的是撤掉卖盘大单，使得50手的买盘小单以更优惠的价格成交。此类违规交易行为是近期各大衍生品交易所，尤其是欧美交易所比较“青睐”的一个热点话题。

之前并非未出现过类似异常交易行为，只是由于市场上缺乏相应的盘后监控工具，无法有效捕捉此类违规交易的痕迹。而近两年随着更加先进的盘后监控系统的出现（如SMART），Spoofing这类交易行为也顿时变得难以遁形。今年四月，CME集团就对两名被认定有Spoofing违规交易行为的阿联酋交易员分别做出了130万美元巨额罚款以及终身禁市的判决，突显境外交易所对该类异常交易行为的重视程度，已经提升到了前所未有的高度。

作为经纪商或清算商，该如何



规避上述合规风险？首先，要配备高效、精准的盘后监控系统，以尽早发现和鉴别潜在的异常交易行为。如能在交易所发现违规交易之前及时发现并制止客户异常交易，就可避免其后被交易所或监管机构勒令整改的被动局面；其次，要引入终端客户识别机制（例如 CME 的 Tag 50 值），通过客户交易终端以及经纪商自身后台系统的相关设置，可实现在异常交易行为发生时，及时、精准地定位到终端客户的相关交易员，从而为违规交易的排查工作带来便利；再次，也是非常重要的一点，要对客户及其终端客户持续进行交易所合规方面的教育和培训，防止由于“无知”而造成的不应有的异常交易行为的发生。

## 操作风险管理

操作风险通常是指由于系统失灵、人为失误或者欺诈行为等不可控事件造成潜在损失的可能。操作风险不像市场风险、信用风险那样等更容易通过风险对冲工具来对冲掉，而只能从内控、制度等各个层面着手，尽可能地降低操作风险对于日常经营业务的影响。

以下举几个清算商经常会遇到的操作风险典型例子。

一个是无法准确、完整、及时地履行清算、结算义务。尤其是在清算、结算过程中，因未能按照客户指令行事而致使客户造成不必要的损失。比如，客户下达了期权的

行权指令，然而不管是出于系统还是人为的原因，最终未能按照客户的指令行权，导致行权指令未完成，从而为客户造成一定的经济损失。

另一个是在交易网络断线发生时无法顺利启动重连机制。由于每个经纪商客户背后都有成百甚至上千的客户，如果在清算商层面出现断线重连机制无法正常启动的情况，其实难性的后果可想而知。无数终端客户会面临无法确认订单状态且无法及时平仓的“高危”局面，这无疑也会对清算商和经纪商带来潜在客户纠纷的巨大烦恼。

还有一种清算商可能会遇到的操作风险是，由于未能向交易所或清算所及时、准确地呈报净头寸值而招致被巨额追保的情况发生。由于很多境外交易所都是按照净持仓来计算和收取保证金的，如果因为系统或人为的原因导致隔夜头寸未能在清算所层面完成对冲或净头寸信息未及时呈报，清算所则有可能按照未对冲的总头寸值来计算和向清算商收取保证金。如果多空持仓头寸较重，则有可能出现清算商被交易所巨额追保的现象，使得清算商面临资金流动性甚至因未能向清算所及时补足保证金而违约的风险（因为在清算商层面客户的头寸已经按照净头寸计算，所以清算商无法向其客户要求追加保证金）。

非常遗憾的是，操作风险并没有很好的缓释工具。作为清算商或

经纪商，我们能够做到的就是要清楚交易所、清算所的相关交易、结算规则和细则，并要针对交易所、清算所的相关规定制定并严格执行内部操作指南；建立健全各个岗位的复查机制，对于高操作风险的领域层层设防，以最大程度地避免因人为因素而导致的操作风险；交易网络和系统方面，要引入稳妥、有效的断线重连机制，以应对不经意的交易网络断线情况。

在应对交易网络断线方面，港汇金融的全球网络系统不仅在各大洲采取了多点接入、互为备份的方式，且点对点皆采用双专线连接，从而有效地规避了由于某一接入点或者某一条专线出现故障而使得全球或者部分区域的客户无法正常交易的情况。

另外，在交易系统方面，我们也尽可能地做到多样化，目前和港汇金融合作的软件提供商有十余家。这样，如果客户通过我们提供的两种或以上的交易系统进行交易，当其中一个交易系统出现故障时，其他备份交易系统仍然能够保证交易的正常进行。以上这些举措，都使得我们在处理交易线路断线重连的问题上显得更加游刃有余。

（史宁系港汇金融（香港）有限公司总经理，特许金融分析师、注册金融风险管理师、香港证券及投资学会高级从业人员、香港董事协会会员。本文根据其演讲记录整理，略有删改）



## 永安资本刘胜喜： 迟到 20 年的期货创业人

■ 文/特约通讯员 张玟

2012 至 2013 年，中国期货行业两大创新业务——风险管理业务、期货资产管理业务开闸。

事关行业未来发展，一场考验“老板们”眼光与谋略的较量，无声中拉开序幕。开疆辟土先点将。期货行业许久没有这么热闹了，业务联系名单上一个个新鲜的名字背

后，新的力量渐渐峥嵘。

在众多“新掌门”中，1993 年便开始学习期货、1995 年已踏入期货行业的刘胜喜，算是老字辈儿。这个看上去平易近人的中年人，在最近三年多的探索中，正带着浙江永安资本管理有限公司（下称永安资本）渐入佳境。

### 期货——命运给的新选择

今年，距离刘胜喜大学毕业已 21 载。25 年前的 1991 年，中国期货业处于创始年代。是年，渴望学习经商的刘胜喜，在三叔的推荐下，选择并考入北京物资学院仓储运输专业。

谈起报考北京物资学院的初

衷，刘胜喜坦言，自己对经济学比较感兴趣。小学时代的他就曾用课余时间卖冰棍，3年里挣下了此后9年的学费。这个小生对自己的生意乐此不疲，卖冰棍的前后几年还倒腾一些小画册、西瓜子、水等小商品，积累了初步的商业经验。

命运在1993年给了刘胜喜一个新的选择，北京物资学院设立期货专业，刘胜喜被选拔进入该专业，成为中国最早期的一批期货专业学生之一。

没有想到的是，1993年大三时期的转专业，竟然铺垫了此后数年的人生际遇。

1995年，刘胜喜从北京物资学院期货专业顺利毕业，被分配到浙江物产金属集团旗下的浙江金达期货工作。回忆起那段岁月，刘胜喜道：“那时候，我做过两个交易所的红马甲，写过评论，开发过市场。当时一年发表了30多篇文章，挣了不少外快，一篇文章至少100块钱，那时候100元还是很值钱的。”

当时，交易所市场鱼龙混杂，期货行业逐渐进入调整期，作为经纪公司，金达期货在1995年进行了人事调整，将公司大部分人员输送到物产集团。

1997年7月23日，刘胜喜调到浙江物产金属集团的有色金属部门工作。“那时候有色部的同事

很少接触网络，也不懂期货，所以就带大家慢慢学习，后来用电脑做期货，带动了整个部门开始学习利用期货工具。”

刘胜喜说，直到2003年，自己才放下做了7年的铜，转行开始推广螺纹钢电子交易市场。

对于很多中国期货人来说，风险管理与资管业务是他们的第一次创业，但对永安资本掌门人刘胜喜来说，加盟永安期货并担任新业务统领，却不是他人生的第一次“创业”。

2001至2004年期间发生了两件事情，因缘际会，刘胜喜在自己的职业生涯中做出了又一个重要选择：自己创业。

第一件是，2001年刘胜喜考得上海财经大学MBA后，调职到上海公司；第二件是，2003年下半年开始，刘胜喜参与组建中国最早的钢铁电子交易市场——上海斯迪尔电子交易市场，2004年参与创建上海大宗钢铁电子交易中心并全面负责市场、信息和客服工作。

“为了更好、更快地让钢铁电子商务服务现货交易，做到‘网上交易，网下配货’，2008年我正式离职自己创业，在7月份创建上海钢之源电子交易中心有限公司并担任公司总裁。”刘胜喜回忆起这段创业的初衷道。

2012年11月，受政策原因

影响，刘胜喜决定离开钢之源，并开始筹建永安期货全资子公司永安资本。

“2008年至2012年，近五年的创业生涯，让我逐渐对现货交易的风险和 Company 管理经验有了质的感受和提高，理解了什么叫企业家。企业家，其实就是‘起夜家’——半夜里经常起来睡不着的创业者。”显然，在加盟永安期货之前，刘胜喜已然饱尝创业艰辛。

2015年之后，永安资本进入平稳期，各项业务不断发展，与全国各地营业部的合作、与永安期货其他业务单元的合作也都进入常态化。

刘胜喜心中的一块石头，渐渐落地。

从刘胜喜朋友圈分享的内容来看，不难看出这是一个喜欢阅读的人。谈到自己印象深刻的阅读经验，刘胜喜道，大学期间课外阅读对丰富完善自己的性格有很大帮助，例如李嘉诚、邓小平、毛泽东等人的传记，以及《孙子兵法》等。而曾经阅读到的丘吉尔的一个特别演讲，更是对自己莫大的砥砺。

“二战时，丘上台第一句话是坚持，第二句是再坚持，第三句话是永远坚持，之后就走下了演讲台，几秒钟后，赢得了雷鸣般的掌声。这是一种智慧，需要我们多读书去学习，学习一种坚忍不拔的品格，

人要做成一件事需要很大的艰辛和付出。”

“像我呢，很小的时候，我就决心自己要成为怎么样的一个人。就业后就这样一直围绕着期货行业转，积累许多的宝贵财富，包括朋友、客户。这样，在以后的工作中就具备了一些优势。”他说。

刘胜喜深深懂得“熬”这个字背后的含义。参加工作几年后，刘胜喜身体患病，家庭和投资事业样样不顺，而同年，他自学考取了上海财经大学的研究生。“那时候我英语不好，数学也要重新学，直到第三次才被录取。那一年各种困难同时爆发，很艰辛。”

回首向来萧瑟处，也无风雨也无晴。刘感慨称，人生也像期货技术分析的波浪理论，上升浪和调整浪交替出现，从零开始最后回归于零，只是每个人的涨势不同，有的激荡，有的平缓。

## 探路风险管理业务

创业，是个系统的问题，光靠智商不行。

“从组建团队到开始创业，施总对我的要求压力并不大，但是从我自身要求来看，要做好这件事情就要解决五个问题：风控要做好；要有适度盈利；贸易量和盈利要有一定排名，与永安期货匹配；要做出模式；要带出队伍。”五年的创业生涯，似乎强化了刘

胜喜提纲挈领的习惯。

刘胜喜总结称，从这些要求看，实际上需要找一个“最优解”，而不是在某个方面求“最大解”，理解这一点后，再从实际出发，一点一滴开始。由于队伍年轻，且成员基本没有做过现货，当时现货外围市场环境也不好，所以公司先从买卖仓单入手，让所有人员对现货贸易和现货合同都有机会学习，同时逐渐建立好一些初步防范市场风险的管理办法。

2013年，业务开展元年，公司税后盈利350万元，超出了大家预期。

2014年，队伍扩大到26人，也进一步感到了现货市场恶劣的信用环境，“尽量避免非标仓单托盘”的思路，加之他们的渠道、人员业务水平都有了提高，因此，永安资本加大了自己业务的发展，放弃了托盘非标，当年完成税后利润2020万、销售额9.6亿的规模，成绩在期货子公司中排在了前列。

2015年，风险管理公司发展更加理性，不再追求快速发展，对风控抓得更紧，各做各的，相互学习，反而逐渐利用自身优势趟出一条属于自己的道路。

寥寥几句话，刘胜喜道出了过去三年永安资本的发展史。

尽管行业发展初期遭遇了来自内外的冲击，对于公司未来发展前

景，刘胜喜依然非常看好。

“我国期货市场不断完善，目前期货的品种已达50多个，市场规模明显扩大，一个有效的风险管理市场已初步形成，产业客户参与期货市场进行套期保值的数量有了一定的增长。当前经济形势下，许多实体企业对利用金融工具的需求会越来越迫切，例如国内一些大型钢企，从原料采购到仓储，再到销售，都要利用金融工具。但有些企业却不知道如何去用好期货工具，不懂具体如何实施，缺乏专业人才，也不清楚怎么利用期货市场对远期合同进行合理定价，同时在货物周转时还可能碰到资金周转上的问题。”

他说，针对实体企业的上述问题，期货公司的风险管理公司应运而生，风险管理业务推出已有三年，目前已进入快速发展阶段，风险管理业务能帮助企业解决上述类型的问题，企业可以将价格风险“打包”给风险管理公司，由专业的机构提供专业的风险管理服务。

从风险管理公司角度来看，能够结合期货、现货各方面的渠道资源，利用场内交易和场外交易两个市场，为客户提供风险管理服务。例如永安资本开展的场外期权业务，能够解决企业采购、储存、销售过程中面临的价格风险问题，通过个性化的期权套期保值和收益增



强等产品方案设计，降低企业的经营成本，规避价格风险，提高企业的经营利润。

## 创新：战战兢兢 如履薄冰

对于创业公司来说，政策风险似乎是一个绕不开的雷区。

刘胜喜一针见血地指出，各风险管理公司业务还处于初创阶段，相关的税务问题目前在全国还没有形成统一的解决方案，各公司都是和所在地的税务部门协商解决，这就存在一定的政策风险。目前税法和会计政策相对滞后，无法跟上风险管理业务发展的要求。税收问题已成了制约场外衍生品发展的掣肘，营改增之后与场外市场相关的配套会计记账规定也未出台，制约了客户参与场外市场的积极性。甚至，合作套保结束清算时，各地税务机关对该账号的认定也有不同，不能与基金专户类似进行先分收益再计税的模式，导致合作收益重复计税，降低实体企业合作积极性。

执行层面的问题，更是一个接一个地暴露出来。

“创业之初，就碰到许多问题，很多是摸着石头过河，但是总结来看，大家面对的问题总体上分为六类。”刘胜喜进一步解释道。

首先是合作套保问题。是否要开设合作账户？合作套保的账户怎么开设？盈利后在哪里交税？合作

方分回去的收益是否在当地还要交税？是否存在重复征税？争论了一年多，终于知道必须都要交税，有时候还要重复交税。

其次是仓单回购问题。仓单回购算不算融资？利润方面我们是否开利息发票？最后大家知道只能通过购销解决，缴纳增值税。

第三是场外业务的问题。包括如何清算以及权利金与赔付，如何进行税务处理等等。

第四是公司的融资能力问题。由于成立时间短，贸易流量小及母公司不能提供担保问题，最后只能自己一点点想办法，老老实实地从银行逐渐增加授信。

第五是风控问题。包括客户信用风险、货物风险、仓库风险管理等相关问题，风险管理公司在这些方面缺乏经验，都不擅长。

第六是人才问题。传统思路业务难做，机构间竞争激烈，熟悉期现又懂创新的人本身就不多。

“在具体的业务开展过程中，还面临一些具体问题，比如多品种广泛参与还是重点品种深度挖掘；公司统一业务布局还是业务部门独立发展；当前盈利考核压力还是未来长远持续发展。”刘胜喜道。

对于上述困难，刘胜喜也提出了对策：希望税务部门能深入了解风险管理业务的限制，提供政策支持；希望各交易所能对风

险管理公司提供一定的政策支持，风险管理公司不同于其他公司，其发展重点是服务实体企业，希望交易所例如保证金比例、手续费优惠、放宽限仓等方面给予政策支持，便于风险管理公司更好地服务好实体企业。

## 三年探索 一蓑风雨

在刘胜喜的归纳中，三年来，风险管理公司的发展曲线是这样的：

2013年，大家努力争上游，加快注册，尽快开展业务；交易所也非常支持，陆续召集全国各期现子公司研讨会，大家热情高涨，提出了很多业务发展层面具有建设性意义的问题。

2014年上半年延续了2013年的热情，加大业务的开展力度，每家期货公司从总经理到公司各营业部人员，都热情高涨地支持、探讨、帮助子公司的发展，行业全力以赴地探讨、争论。但同时也有一些公司出现了风险事件，风险管理公司的发展并非一帆风顺。

“由于经验不足，一些公司在业务创新过程中遇到了挫折，暴露出了在风险管控方面的不足。这使得我们从中得到警示，2015年，我们将业务发展目标制定得更现实，风控细化和要求也进一步提高。”他说。

作为永安资本掌门人，刘胜喜

提出，公司致力于提供一流的期现结合与风险管理产品与服务，形成稳定、可持续的盈利模式和交易体系，发展成为业内领先的商品、金融市场风险管理服务商。未来几年场外衍生品是公司重点发展的领域，公司将抓住这个机遇，在场外衍生品业务上有所突破。在当前我国经济转型的过程中，场外期权等衍生工具也已成为实体企业可运用的重要的风险管理工具，大力发展场外业务正当其时，实体企业仍是场外期权等工具和产品的主要需求者，这正切合了公司服务实体企业的宗旨。

## 着眼内外 提升综合实力

随着业务量的发展，永安资本被赋予了更多功能延伸：公司设立上海永安瑞萌商贸有限公司（全资）、香港永安商贸有限公司（全资）、永安（新加坡）国际贸易有限公司（全资）。同时在2015年

底将注册资金增至5亿元，以适应业务对资金上的需求。

对于风险管理行业的发展，刘胜喜在近年的内外走访比较中有所收获。

“新加坡考察给我留下了很深刻的印象。首先，他们的税率较低、税种较少，具有税务优势。新加坡允许轧差结算，就是指买卖双方互相抵减，仅支付余额，这种制度设计使得交易更加灵活，结算更加便捷，在这方面国内相对落后。其次，我们在实践中感觉到在国外的银行开户并不容易，贷款授信审批速度慢，这一方面说明国外金融系统有着严格的风控体系，另一方面我迫切地感受到要与境外的银行建立良好的合作关系，进行深度合作，扩大融资能力，降低融资成本，都必须提前准备，逐渐积累。”

2014年，永安资本在新加坡设立了子公司，提出了国际化经营

的目标。

对于永安的如此布局，很多业内人还摸不着头脑。对此，刘胜喜介绍称，永安资本设立境外子公司具有重要的战略意义：一方面，探索新的业务模式和增长点，提前做准备，为海外拓展提供战略支撑点；另一方面，为公司深化国际化发展战略提供运作平台，扩展国际渠道，积累宝贵经验。

“建立了境外子公司后，公司更要着眼于国内，提升国内公司的综合实力，提升贸易量，注重信誉度，以国内公司为立足点和根基，为公司走向国际市场积蓄更多能量。”他说，永安资本未来几年的发展路径是，以路易达孚、嘉吉等国际知名机构为学习方向，结合自身资源优势，一定程度上形成期现结合、产业链投资的业务模式。国内方面，向瑞茂通、物产中拓、欧浦智网等企业学习，形成自己的特色。■



刘胜喜

## 人物档案

刘胜喜，浙江永安资本管理有限公司总经理。1991年考入北京物资学院仓储运输专业，1993年转入期货专业，1995年毕业后被分配到浙江物产金属集团旗下的浙江金达期货工作。做过红马甲及7年的有色金属现货贸易。2003年开始推动国内钢铁电子交易，2008年离职创业，2012年结束创业生涯并开始筹建永安期货全资子公司——浙江永安资本管理有限公司。

# 对话刘胜喜： 坚持做好一件事

■ 文/特约通讯员 张玟

永安期货是业内闻名的爱吃第一口“螃蟹”的公司。

2013年，行业春风料峭，永安期货全资子公司——永安资本在风险管理业务开闸后，成为了经中国期货业协会备案通过的第一批风险管理公司。三年多来，公司注册资本从成立时的1.5亿元增至5亿元；团队从15人发展到70余人；2014年，公司分别在上海自贸区、香港和新加坡成立三家全资子公司，为公司国际化业务提前布局。

连续三年，永安资本的销售额和净利润呈现几何式增长：2013至2015年，销售额从1.44亿到9.59亿再到25.36亿，净利润也从346万增至2017万再增至6378万。

布兵谋局，一蓑烟雨。刘胜喜带领永安资本的期现人马一路探索至今。在风险管理、期现结合领域，中国期货行业在曲折中探索前进。有人称这是中国期货业的第二代创业人。他们艰苦着，从容着，栉风沐雨背后，却也竹杖芒鞋轻胜马。



**《中国期货》：从同业角度比较，永安资本的特点是什么？**

**刘胜喜：**在经营范围方面看，永安资本有两大特点：一是大而全，金属、化工、油脂油料、有色、软商品、贵金属等，所有可以交易的活跃品种都参与；二是积极开展场

外衍生品和尝试布局期权做市业务，2016年上半年场外期权名义金额已达到5亿元，2015年永安资本筹建了做市商团队，公司根据上海证券交易所股票期权做市商业的推进安排，积极稳妥推动公司股票期权做市商业的开展。

《中国期货》：公司现在进行的业务和覆盖品种有哪些？

刘胜喜：永安资本依靠期、现货各方面的渠道资源，结合场内交易和场外交易两个市场，综合利用期货、期权、互换等金融衍生工具为客户提供合作套保、点价服务、基差交易、交割套利等一系列期现结合与风险管理服务。

目前公司参与期现业务的品种几乎涵盖了全部的期货上市品种，公司在黑色、化工、有色、软商品等多个品种上都积累了丰富的实践经验。永安资本业务链主要集中在能源化工类（天然橡胶、甲醇、沥青、塑料等品种），黑色相关品种（焦炭、热卷、螺纹钢、铁矿石等），化纤相关品种（乙二醇、PTA），农产品相关品种（白糖、棉花、棕榈油、豆油、菜粕等）。

《中国期货》：公司的团队构成及整体素质情况如何？

刘胜喜：目前公司部门设置为财务综合部、交易风控部、投资管理部、金属事业部、能源化工部、油脂油料部、场外衍生品部、期权做市部八个部门。从人员的专业构成来看，管理人员占 17.24%，业务人员占 56.90%，业务支持人员占 25.86%；从学历构成来看，博士 2 人，硕士 16 人；从年龄构成来看，26-30 岁员工占 51.74%，31-35 岁员工占 31.03%。

《中国期货》：请您以具体品种为例，谈谈永安资本在产业链服务方面的落实情况和效果？

刘胜喜：在基差报价方面，我们的铁矿石品种完成了全球首单以大商所期货合约为基础的延期点价模式，带动了整个黑色行业对期货工具的运用。这种基差贸易的报价，将行业竞争性的合伙关系变成了伙伴的合作关系。在塑料、甲醇等品种上积极推广基差报价交易模式，从而促进了塑料、甲醇等行业交易习惯的改变，逐渐取得行业内认可。目前公司正在螺纹钢、热卷、焦炭等行业逐步推广基差报价，运用期货工具服务于实体经济。

永安资本的期现结合业务有利于服务实体经济。永安资本通过与产业客户合作，一方面，客户利用自身的现货或行业优势为永安资本提供了现货的流动性和安全性，实现了产业客户产品现货的购销；另一方面，客户也从永安资本这里更全面更深入地了解了期货，对现货风险的识别对冲以及过程管控有了实质性突破。双方在合作中通过优势互补都有了进步。

此外，永安资本带着客户一起做期现贸易，一方面服务了产业客户，另一方面也提升了自己的投资能力。同时永安资本在服务产业客户的过程中，在贸易过程中加入了期权工具的应用，满足双方需求的同时锁定客户的价格

风险，使双方取得共赢。

《中国期货》：永安资本在场外期权的应用方面有何经验和心得？

刘胜喜：永安资本用场外期权工具为企业服务。以武汉某棉花贸易企业为例，近几年棉花贸易利润微薄，每吨棉花现货贸易的毛利只有几十元。该棉花贸易企业为了保证日常经营，维持棉花贸易的市场地位，维持银行的授信额度，不得不维持一定的贸易量，但盈利能力一直在减弱。据该客户介绍，10 万吨的棉花贸易量能够产生 300 万左右的毛利润已经非常好了。

为了解决该客户的问题，我们为其提供了解决方案。该棉花贸易企业最终选择作为场外期权的卖方，卖出郑商所棉花 605 合约的看涨期权，得到权利金，永安资本作为期权的买方买入看涨期权，支付期权费，并利用自身风险管理手段在期货市场上进行对冲，弥补支付期权费的成本，并实现盈利。同时该客户获得了权利金收入，相当于每吨获得了 73 元的盈利，相比现货贸易，这样的利润是很高的。

在本次场外期权交易中，永安资本为企业提供了“场外期权”金融工具，丰富了企业的投资渠道，在商品熊市中增加了盈利的机会；同时，通过期权交易，永安资本为企业提供了与期货行情相关的服务，让企业渐渐发现期货市场价格发现



的功能；通过期货市场价格的变化预判未来现货行情的走势，以便企业制定未来的经营计划。

### 《中国期货》：永安资本的创新业务情况如何？

刘胜喜：公司在场外衍生品业务方面不断探索创新。2015 年完成场外期权名义金额近 3 亿元，2016 年上半年，场外期权名义金额已达到 5 亿元。在玉米、棉花、螺纹、矿石、塑料、玻璃等多个品种上都有尝试。早在 2014 年，公司参与的“永安云天化”项目，探索出农民增收、合作社稳定经营、金融机构获取合理收益等多方共赢的新模式。“云天化”项目推动了 2016 年中央一号文件写入“保险+期货”模式。今年永安期货在大商所开展的玉米“保险+期货/期权”创新试点项目成功获批。该项目由永安资本负责运营，永安资本将制定个性化风险管理措施，发挥期货服务“三农”的作用。

### 《中国期货》：在风险控制和隔离方面，永安资本的原则和应对措施是什么？

刘胜喜：永安资本一贯重视内部控制和风险防范，并在公司各方面建立了相应的内部管理制度和程序，以保证管理制度的有效实施。在风险防范机制的建立中，制定了一系列制度和管理办法：不断优化客户管理体系，严格控制和筛

选客户，特别是对供应商的筛选尤为慎重；对员工进行风险防范教育培训，提高全体员工的风险控制意识；聘请专业机构，积极有序地开展风险管理和内部控制体系制度、流程及信息系统等环节的构建工作，从而进一步提升公司的风险管理水平。

### 《中国期货》：公司发展到目前遇到过什么样的困惑和困难？

刘胜喜：主要有以下几点。

首先是银行授信问题。由于公司新成立，作为母公司的期货公司不能帮助提供担保，从银行取得支持非常困难，影响了公司的发展壮大。

其次，税务问题一直影响场外衍生品的发展。公司从事的场外衍生品业务大多以商品为标的，且公司具有开增值税票的资格，商品的现货买卖涉及增值税，而有关商品的场外衍生品本质上是一种金融工具，应当涉及营业税，因此公司面临一定的税务问题。但是商品衍生品在结算的过程中涉及到现金结算与净额结算，容易和现货贸易中的轧差结算行为混淆，且税务机关未对此做出明确的认定与答复，导致公司只能以小量的衍生品业务试水。

再次，风险管理公司与同类型公司相比，没有政策优惠，但受到的监管相对较为严格，各交易所对

风险管理公司的政策支持很有限，例如保证金、手续费优惠、放宽限仓等。

最后，合作套保的联名账号、税务问题一直没有很好的解决方案。当前在浙江范围，合作套保的联名账号设立比较复杂，且能够开立的银行不多。合作账号在各交易所中给予的政策也不相同。例如：郑州可以交割，上海、大连不能进行交割，且与原单位合并计算持仓、套保额度。这样进一步限制了合作套保业务的开展。合作套保结束清算时，各地税务机关对该账号的认定也有不同，不能与基金专户类似进行先分收益，在计税的模式，导致合作收益重复计税，降低实体企业合作积极性。

### 《中国期货》：您如何看待期货人才的培养和成长激励？

刘胜喜：行业目前能将现货渠道与期货投资两者相结合的专业性复合型人才资源仍是十分稀缺的，行业需要一支既懂金融也懂实业、既懂期货也懂现货、既懂场内也懂场外的人才队伍。我们将继续坚持内部培养和外部引进的方式，继续吸引人才，留住人才，培养骨干。在内部，我们鼓励员工不断学习，强素质、练内功，切实加强员工在职培训，切实抓好岗位设置，继续优化和完善员工绩效考核制度。■



## 美好的历程

### 【编者按】

期货行业，含金融之共性，显自身之特性。期货人生，平凡普通与跌宕起伏相伴，甘露与浴火充盈交替。感悟，是人们对日常的思考和体会，因其有不同经历、阅历，生活或工作之思考、理解和感悟内容亦不尽相同。

而期货感悟，则是期货从业者对行业和工作的体会和思考，是期货行业众生的内心写照和体现，更是参与者期货人生的丰富和充实。期货人对这个行业的领悟和感触越深，越能体会其中的酸甜苦辣和百味人生。

本期“文化·生活”，将带领大家体会期货公司员工对工作和行业的理解，从同龄人、同行者的文字中，嚼味期货人生。

# 细品白水 体味茶香

■ 文/胡潇潇



忘记是多少年前了，妈妈偶尔提起她的一个同事，算是金融行业的精英人才，事业成功，年近不惑，还没娶妻生子。家人朋友都挺为他着急的，问他有些什么择偶条件时，此君颇有性格地倒了杯矿泉水，指着晃荡着涟漪的水面说，他想找的人生伴侣是能从这杯水里品出龙井茶滋味的人。

这话初听虽似戏谑，细嚼来却有几分认真，几许自矜，还有一丝旷达和坚持。

我和此君缘悭一面，对他这句名言倒是不经意记在了心间，偶尔望着杯里的白水，不免一阵思量。直到多年后迈出校门，这一杯“茶”的香味氤氲飘散，忽而缥缈难寻，忽而若在眼前。

人生长旅，峰回路转，浮沉不定。有时像是踏上了康庄坦途，眼前的大道铺满阳光，似乎只待你走上前去，便有鲜花簇拥、掌声相迎；有时却像坠入了迷雾，前尘往事如梦魇随行，与心中的犹豫不安紧紧缠缚，令深陷局中的人举棋难定，唯有矛盾中煎熬，迷惘里求索。每当人遇到重要的选择或是情绪紧张的时候，身边人总是习惯性地倒杯温水给需要冷静的对象。不知多少次，我饮过这杯水，也给熟悉或陌生的人，递过这样一杯水。

轻啜一口，水的味道很淡，矿泉水的微甜在喉咙里挠起一点瘙痒，恰似平静之下的涟漪，隐隐兴波。抓着杯身的手尽力保持平稳，犹不免晃出了明显的波纹，不知道它是否也窥出了饮水人心中的紧张忐忑。借着仰头的时机，我将表情隐藏在纸杯后，隔着一个杯身的距离，暗暗抚平情绪的波澜。

生活，如人饮水，冷暖自知。

命运的每一次转身、每一个选择，个中滋味往往只能独自品尝。作为一个耕耘事业、竞逐梦想的人，我也曾无数次独守长夜，彷徨中怀着对曙光的憧憬，苦苦等候机会的降临。如果将此刻的生命想象成一叶扁舟，它越过峡谷、飞渡激流，穿梭在无尽昼夜，经历崇山峻岭、逆浪回川，最终归于汪洋，纳入天地。《庄子·秋水篇》有云：“天下之水，莫大于海。万川归之，不知何时止而不盈；尾闾泄之，不知何时已而不虚；春秋不变，水旱不知。此其过江河之流，不可为量数。”遥想那沧海之沛、天地之广，岁月与心境，终是越行越见开阔。那么，倘若今日之选不负今日之我，即使失误，纵然付出代价，待得往事沉淀，它也终会成为生命长河中最动人的回响。

一杯水是一段感悟。在抉择之刻，它让我洞悉了涓滴成溪、百川汇海的意义，想起了时间与阅历，唤回了得失之间的平常心。

水，是天地间最灵动的元素，虽有形质，却无固定的姿态，可以肆意张扬，也能笃静致远。山间的溪水玲珑如歌，抚娉着岩石尖锐冷硬的面庞，柔软而智慧地寻找着可供自己栖身的缝隙，随后抓住机遇，以决然姿态一泻而下，遂成浩瀚汪洋。而杯中的白水清澈见底，不温不火地晃着几条涟漪，洗尽铅华，摒除喧嚣，却又是生命实实在在不可缺少之物。

水，在天为甘霖，在地为江河，知人所需亦识己所能，无论顺、逆之境遇皆转圜自如。常言道，仁者乐山，智者乐水，一个“智”字，言简意赅，洞察深邃。

一杯水可以带来一些思考。人法天地以修身，我们何不妨学一学水的智慧，在纷纷扰扰里沉淀自我，用心



去观察外界、了解自身？真正的智者不为既定的思维模式所羁，不为繁杂喧嚣所动，他的目光平静深邃，心灵澄明如镜，因此常常能够未雨绸缪，在危机面前冷静判断、保全更多，在机会到来时提早准备、及时出手。他洞悉了世间万物的循环联动，故而了解自身的位置，知道每一件事物的真正价值与作用所在，看在旁人眼里，倒有点像是未卜先知了。

《南华经》有言：“大知观于远近，故小而不寡，大而不多：知量无穷。证向今故，故遥而不闷，掇而不跂：知时无止。察乎盈虚，故得而不喜，失而不忧：知分之无常也。”智者观察事物从不局限于一隅，在他眼中小者未必少，大者未必多，事物真实的“量”无穷无尽，难以悉数；他行走在光阴长河里，看遍古往今来世间百态，时间再长也不会厌倦，再短却也不感到局促，因为知道时光没有止境，过往东流，未来仍在；他洞悉事物有盈有虚的规律，有所得时并不狂喜失态，有所失时也不悔恨烦忧，这是因为他明白得失并无定规，得可复失，失亦能再得。

不知不觉，一杯七八分满的水已被我喝去过半。夜深人静，初夏的蚊虫绕着台灯嗡嗡打转，行经窗口的风撩动了透明的纱帘，飞散的思绪忽然被吹送回现实中，整个人如梦初醒。独坐在书桌前，一些久远的回忆又朦朦胧胧浮上心来：小时候挑灯夜读时妈妈送来的热茶，炎炎夏日邻居大娘赠予一杯凉饮，风雪寒冬同学帮忙捂着的暖水杯，生病时好朋友关心递过的温水……幕幕景

景，恍惚难辨，有些事连发生的时间地点人物都不记得，是真实或梦境也已说不清楚，不变的只有那份温馨，从记忆深处延续至今，依然鲜明而亲切。

一杯水可以是引领我思绪徜徉、感悟人生哲理的契机，有时候却也是接引入世、指给我世间最平凡快乐的那只温柔手。它也许是陌生人的馈赠，也许是亲友知己的体贴，所承载寄托之物或轻或重，总是一份令人温暖快乐的善意。

世间有理，人生有情，点滴之恩，思报涌泉。最寻常不过的一杯水中竟也包含了人情与世理，怎不令人赞叹感慨？

先贤曾云：“可以言论者，物之粗也；可以意致者，物之精也；言之所不能论，意之所不能察致者，不期精粗焉。”可以用言语来谈论的东西，是事物粗浅的外在表象；可以用心意来传告的东西，则是事物精细的内在实质。言语所不能谈论的，心意所不能传告的，也就不限于精细和粗浅的范围了。

要把矿泉水喝出龙井茶滋味的这位仁兄我素未谋面，当然也不曾从他那里获赠过一杯真正的水。然而承他一言之惠，这杯“茶”确实令我在此后的人生中获益匪浅。一花一菩提，一草一世界，能从这杯白水中品到几许清香，尝到几丝甘苦，细味人生，何尝不是一种难得的缘法？

相逢即是有缘，愿以此水赠诸君。

（作者就职于南华期货公司）





# 期货红尘

■ 文/宋文

## 红尘炼心

一丈红尘里，三千烦恼丝。

期货天地，小小一方，却引无数英雄竞折腰。爱恨纠缠，衷肠辗转，哭过、笑过、痛过、悔过，却执着依然。众生之于期货，一如好逑淑女之于君子，相思而长情，亲近而不得。一朝此冰山美人回眸倾城一笑，则众生神魂颠倒而不可自拔；一朝此冷面罗刹翻脸绝尘一骑，则众生肝肠寸断而捶胸顿足。

期货市场如战场，资金如刀兵，执刀兵而搏杀于无声战场，虽无硝烟滚滚炮火隆隆，却依然危机岌岌惊心步步。期货市场常胜者，时也、势也、智也、运也。审时度势应犹在，智慧气运不可缺。

西方名将拿破仑者曾言每个士兵均背负元帅权杖，意即虎狼之师必备雄心壮志。然期货市场，形式诡异莫测，行情变幻无方，有一夜暴富之神话，也有跌落神坛之典范。期市投资者众，虽九死而不悔者甚多，由初出茅庐之白丁菜鸟至游戏风尘之高人异士一途，行程艰辛且心路更甚。赤诚之心，必经期货市场碾压蹂躏，千疮百孔后自我慢慢修复，此后再次轮回。

如此反复，历经次次撕裂及痛楚，终得百炼成钢，闻雷霆而不惊，视红粉如骷髅，一如入定禅心，波澜不惊，坦承万物，此所谓期货之“去人性”。柳生学剑问道于大师，大师答曰过度勤奋未必功成，练剑之人需时刻内视自我，不断反省。期货交易，大致如是。

## 不识庐山真面目

初入期市，必有其因。

期货魅力，在于“诱惑”之功。期货市场之交易，



以保证金撬动十倍价值资产，且日内交易保障投资收益即时可见；进则，可买卖单向投机，退则，可双向对冲稳健交易。

投资机构通过发行结构化理财产品，以劣后资金募集优先资金，进一步扩大杠杆比例，形成规模优势，通过对冲手段获得稳健收益，此为诱惑之一；相较股市而言，期市分析简洁明了。供需、周期、形态、节点，只要调研得法、逻辑清晰，便可获利。更有甚者，高频交易完全抛弃分析之法，仅靠拼抢速度抢占交易先机便可累积薄利，此为诱惑之二；期市多“神话”。昔有武汉女教师，凭5万之资，做多豆粕期货，短期炒至千万身家。此故事激励众多投资者，纷纷一头扎入期海。期市“追星”热情不改，放弃陨落“巨星”，转向升起“新星”，此为期市常态，亦为诱惑之三。

期市白丁，初入宝山，然双眼茫然，不知所措。得闻期市流派众多，心法各异。有前辈高人指点曰先得技术概要，再徐图发展，并赠予秘籍《期货市场技术分析》手抄本。该秘籍博采众家之长，涉猎常用之技，以道氏理论、江恩法则、蜡烛形态、波浪理论为根基，论证资管之法，演绎交易之道，窥探市场之谜。

初得此书，白丁欢欣雀跃，颇有“一书在手，期市我有”之英雄气概。埋首苦读数月，自谓尽得精髓，终以实盘以求验证。然“纸上得来终觉浅”，不久本金便损失殆尽，遂认为技术流派不可取。

后经人指点，技术面尚需结合基本面，于是纵览宏观经济、微观金融、行业数据、产业报告等各类现货消息，并将之结合盘面形式进行价格预判。偶有所得便信心满满，偶有所失便忧心忡忡，如此煎熬终体味“一

入期门深似海”之无奈心酸,更知“此事躬行”之必要,只因此时自我“不识庐山真面目,只缘身在此山中”。

## 不畏浮云遮望眼

此去经年,期市沉浮,历经初期心态浮躁之后,期市小白已逐渐成长为期市老手。心态趋于平和,技巧趋于成熟,账户趋于平稳。审时度势,已初成系统。

综合宏观、基本和技术层面,以宏观面分析国内外经济走势;以基本面找寻某一品种供需错位机会;以技术分析具体交易时机。终明了期市实为概率世界,在客观概率下,盈亏皆为常态。不再贪多求广,而是擅用个人系统,细选标的,长期摸索,熟知其品种特性、供需周期、气候波动、政策影响等等要素,结合盘面资金走势、技术形态选择进出场切入点,可在大概率中赚钱而小概率中亏损,如此获得稳定收益。

后只关注此一种标的,完全把握上下游动向,胸中有丘壑,可忽略短期异常波动,从事中长线操作,并提前规避较大风险。此时,就单个品种而言,已隐然成家。遂逐步拓展标的,终得精通品种二三,熟悉品种多数,此时利用个人技术优势,发行基金或理财产品,扩大杠杆比率以期获得更高收益。

资金管理阶段,不在意一时一段盈亏,更加追求头寸科学配比,关注风险甚于追逐盈利,心态由风险偏好之冒进变为风险厌恶之保守,表现为收益率降低而退步,实质是规模性增长而突破。此时,对时机把握、形势掌控及仓位管理,已初步登堂入室,对于期市而言已是“不畏浮云遮望眼,只缘身在最高层”。

## 相看两不厌

期市之途,逾后者逾难行,后期乃寸步难进,皆因资金规模限制,稍动头寸则可能引发市场冲击,“尾大不掉”之痛难以解决。更受个人精力、体质所限,难以应付期市行情变化。笔者曾遇一高人,放言其交易辉煌时期“期市一度成为个人提款机”,然辉煌不易持续,长期盯盘导致偏头痛,目前每日盯盘不能超过两小时,此为业界遗憾。而其个人却得以进入新境界,每年下单三五次,其余皆云游世界,坐看庭前落花流水,回归自然本真。

然资本追求极致之最终结局,必然为金融之普惠。偶然得知一资本高手,经营实体之余,以业余时间入期市股市,获利颇丰,并将个人投资理念及下单逻辑包括操盘品种、点位、时间均无偿公之于众,使得众多期市白丁少走弯路,获益不菲,此可谓小范围之“普惠”。而更令人敬佩之处在于,每年其将大部分投资利得均匿名捐献于各类慈善事业。其气运之说为“积善之家,必有余庆”,并将其多年来投资顺风顺水归结为气运。

普惠心态下,则期货再非纷争之处、博弈之地,而为普惠工具、善行途径。此时,利用期货,则无抗拒之意,而为顺从之心,物我两忘之境往往达成神来之作,无心理负担而生相悦之情。此时,期货投资,非义务、非担当,一切顺从自然之意,如行云流水,有浑然天成不着雕饰之惊叹,即为期市中难以常见之“抄底摸顶”,圆满一个波段操作。自然,达成此境则需气运加身,神灵相助。至此,对于期货则为“相看两不厌,唯有敬亭山”。

(作者就职于徽商期货公司)



# 海上的蝴蝶

## ——我的投资故事

■ 文/王力纬



自2008年进入期货公司起，至今已八个年头。期间遇到过形形色色之人，历经各种风风雨雨，也见证了财富的奇迹与神话。故事中的人和物，亲历过、思绪过、感触过，便在记忆深处有了驻足，而其中一些则是人生旅途中的见证，值得分享。

### 血之蝴蝶

2008年，恰逢金融危机，我工作的第一项任务，便是帮助一位客户家属，办理销户事宜。客户是当地名气极大的企业家，拥有固定资产数十亿元的集团公司，但因投资失利，加之滥用杠杆，资金链断裂，债主闻风上门，10月15日，他选择从高楼坠落，结束这一切。

报纸铺天盖地的报道，同事们议论纷纷，说是这位客户曾经也从市场赚取了巨额盈利，但由于盲目自信、藐视风险、对金融市场误判，造成了现今的悲剧。天文数字般巨额的亏损、惨烈鲜红的画面给我留下了极其深刻的印象，这件事让我明白，在这个市场中，风险控制何其重要，无论是资金量小的一叶扁舟还是拥有大资本的巨轮，没有时刻警醒的掌舵者，依然可能成为冰洋中的泰坦尼克。

自此，我在投资生涯学到了第一课：常怀敬畏之心。因为，九亏一赚的投资世界有太多意想不到的风险，要想在市场中生存，就一定要能够控制风险。

### 忍冬化蝶

因为公司经常举办投资者报告会，我认识了一位很有意思的客户老王，他总是笑咪咪地来听报告会，而且每天都会到公司楼下一家证券公司的交易大厅看盘。

因经常外出办事的缘故，路过大厅时，我经常习惯性朝内瞅上一眼，记得有次偶遇交易大厅内人丁冷清，只有他一个脑袋在大屏幕前晃动，看起来真有点可爱。不久后的某天，我下班经过大厅门口，看见老王趴在地板上，便赶紧上前询问情况，他十分不好意思地掏出自己的手机比划着，说是手机上一个插销掉了，这时，我突然发现他手机表面的金色漆已经磨损，翻盖要开合到一定的角度屏幕才能亮起来，若没了一边的插销，翻盖几乎要掉下来。

我觉得好奇，便问他怎么不买一个，他不好意思了，说看好最近的大盘，已把手头的资金投进去了，手机将就能用就行，不用买新的。谁不知道，此刻的大盘已经经历了一年的大跌，市场上人心惶惶，有人说要跌至900点，市场情绪已经低落到了极点。我在心里默默摇了摇头，蹲下来陪老王在地板上一格一格地搜寻着，最后找到了那枚长不过一厘米的插销。

2008年10月28日，大盘触及1664点随后拉升，开启了为期十个月的反弹历程。有天老王又笑咪咪地来上培训课，不同的是他把自己花白的头发染黑了，看起来精神了许多。临走，他问我们要了一张停车券。



这是我投资生涯中学到的第二课：希望。恐惧往往来自未知和曾经受过的伤害。市场在很多时候无疑会带来恐惧，没有人能够真正完全了解市场，没有人能够洞悉一切过往，我们可能一再被市场这只大鳄咬伤，但是你在恐惧时，已然成为了它的奴隶。末班车总在绝望时开来，交易者，除了需要克服人性的弱点，更重要的是增加生命的韧度，能够抗拒恐惧控制你的力量，永远不要放弃希望。

## 破茧成蝶

时光荏苒，转眼到了2014年，通过举办各类比赛和投资者报告会，我也结识了不少朋友，董小姐就是其中一个。当然，她不是一位没有故事的女同学。据说，2008年她赔掉了全部身家，依靠非常难以操作的震荡和反弹慢慢积攒力量。她几乎没有什么业余活动，除了上班就是浏览投资信息、阅读各类书籍、参加培训。

与一般投资者不同，她的自选股只有很少的几只，很难想象一位接近四十岁的单位中层管理人员每晚超过五个小时痴迷地熟练运用各类数据库查阅相关资料，坚持日复一日做着基础数据收集工作，并通过不懈地努力，建立了自己的分析系统。让我印象深刻的是，有次她听

说我的钢琴班老师们应邀参观一家乐器公司，便执意要跟我，自付费用参与了实地考察。可以说，她对于投资有一种近乎虔诚的认真和专注。

去年年初，市场一片红火，她笑着告诉我们已经清仓了。别的朋友笑她太傻了，后面还有大好机会，她只是淡淡的坦言已经足够了。后来她告诉我，经此一役，自己已经依靠投资实现了财务自由，接下来还有别的梦想要去实现。这是我所学到的第三课：专注。交易者是孤独和艰苦的，市场充满了各种博弈，要成为交易赢家，很多人的问题在于不能专心一致。正如拉里·威廉斯所说，“致胜策略和正确的资讯对决策是有帮助的，但是缺乏专注，你永远无法让你的能力发挥到极致，成为交易的赢家”。

投资就是这样一件极富魅力的事情，多少人在资本市场沉浮中演绎各自的传奇，成就光荣与梦想，从经历的故事中反思和学习，乃是我们进步的不竭动力。“为什么我的眼睛常含泪水，因为我对这土地爱得深沉”。在浩瀚无垠的资本大海中，在趋势的参天浪花中，你我的个人之力都如此苍薄。成功的交易，来自对市场充分的了解，更来源于对自己的深入了解。让我们对现实多存一分耐心，常怀一分满足，对未来多含一分希望，保有一分好奇。如果我们能够认真专注、常怀敬畏之心，又安定柔韧，找准适合自己的方向，即便我们是小小的蝴蝶，也可以依靠自己柔弱的翅膀，坚定地飞越大洋。

让我们以那首《海上的蝴蝶》来结束全文吧：

“能在海上飞翔的，  
一定有坚硬的翅膀，  
敢于跟风暴雷雨搏击。

可是，我见过，小蝴蝶在渤海湾茫茫的浪涛上，  
不是贴着岸边飞，是朝远远的大海飞去！

像矫健的海燕，火苗一般闪烁，不像迷路，也显不出一点儿惊慌。”

眨眼之间，2016年已经过半，我的投资故事还在继续……

（作者就职于华安期货公司）





# TO Future! TO Dream!

■ 文/蔡小静



踏入期货行业的旅程既紧张又激动。紧张，是因为没经验不自信而担心做不好；激动，是因为终于可以开始另一种生活。

回想第一天上岗，我整个人都处于忐忑紧张的状态，不知道自己需要做什么，该做什么，要怎么做，连说话都是小心翼翼的。幸运的是，部门前辈耐心的教导，让我逐渐感受了期货行业工作的细微。

例如，对客户提交上来的开户资料进行准确性、完整性、合规性审核，看似很简单的一件事情，其中却包含了很多要求。需要我们足够小心地去审核客户开户资料，确保开户资料的准确性、完整性、合规性。终于，第一次业务的独立办理和顺利完成，让我感觉到工作也可以让人心情豁然开朗，也可以让人变得更加自信。

在这里，每天都能接触到形形色色的客户，面对不同的客户要学会用不同的沟通方式与其交流。在和客户打交道时，有时会碰上一些难缠的，有时候会遇上和蔼可亲的，有时候我们也要习惯倾听客户的抱怨。面对客户的各种咨询，你需要的就是耐心与微笑。在亲身经历之后，才真正发觉与人打交道也是需要学习的。

很自然地，学习的过程中总是避免不了问题的出现，我们可能会因为事情没做好而被领导惩罚，可能会因为客户的投诉而感到沮丧，可能会因为工作一时不会做而感到无策，也可能会因为事情多而感到手忙脚乱，这一切的一切，都是我们成长道路上的锻炼和考验。面对困难时，我们需要的就是找出问题的根源所在，解决问题。

作为新人，最让我做事做到想哭的时候，是主管经理请假的那半个多月。那段时间，我深深感受到了来自

于工作的压力，担心做错事情，每当事物一多起来，就会担心遗漏哪些工作、还有什么没做好。遇到没做过的事情，则需要翻出相关制度拼命学习，拼命地 call 主管经理电话请教他。此外，压力还来自于事情多到做不完的疲累，有时，事情甚至多到没时间吃饭、没时间喝水。

当然，每一份辛劳都会有一份收获，每一次压力都是学习的开始。尤其是在解决了一件感觉棘手的问题之后，整个内心充满成就和欢乐感，这种感觉什么都无法替代。在这段时间，我觉得自己瞬间成长了。渐渐地，在事情多的时候，我懂得了分配事情的轻重缓急和先来后到，假如因为自己的不够成熟而表现出太慌张，这时候就可以稍微深呼吸或走动走动，让自己冷静下来。

光阴似箭，期货公司的经历，有欢乐、有哭泣、有感动，充实而又美好。在这里，我从稚嫩娇气的一个毕业生慢慢走向成熟，从一个懵懂无知的人开始慢慢成长。虽然时间不是很长，但我却学到很多、收获了很多。

在往昔岁月里，也许你有还没实现的愿望、有还未达到的目标、有还未完成的遗憾，但人不能一直停留在以前，不能拒绝改变，只有向前迈步，才能看到前面美丽的风景。时光把过去的一切都抹去了，但未来，会有许许多多的畅想，我们需要的就是放眼未来，为着自己的理想和目标迈进。不管以后的道路会是怎样，至少我们努力过、追求过、奋斗过，不曾放弃过，我们依旧能够嘻哈面对，妥善化解。

在新旅途中，让我们继续塑造属于自己的梦想，创造属于自己的快乐和幸福吧。

（作者就职于弘业期货厦门营业部）

# 期货那些事儿

■ 文/孙凯



曾经作为一个非金融专业人士，很少有机会接触到证券，更勿用说期货。可2009年一个偶然的机，我考过了证券从业资格，进入证券公司，就此迈入金融行业。后又取得期货从业资格，转战期货公司，自此，便与期货行业的缘分交织在了一起。

对于股票，多数人不会觉得陌生，而且都觉得做股票是一个很好的投资方式，可是一谈起期货，好多人却知之甚少，就算有些稍微了解的人，相当一部分也觉得风险特别大，“谈期货色变”，不敢触碰。

真是这样吗？其实，这是见仁见智的事儿。

说起风险，时时刻刻都有。生活中有风险、工作中有风险……经营实体企业，也有风险。也许，金融投资的风险看起来会相对明显一些，毕竟盈利和亏损在账户里会直观地体现出来。那么，大家手里的钱用来做什么没风险呢？存银行吗？别的不说，仔细一算，一年期的定期存款利率，赶得上货币贬值、物价上涨吗？到底是赚了还是亏了呢？总之一句话，风险是无处不在的，合理的规避风险才是王道。

我认为，大家感觉中的期货风险大，不是由期货市场决定的，而是由人心决定的，如果没有过分的贪欲之心、侥幸之心，如果有坚定的果断之心，有坚毅的平常心，严格的按照制度和流程进行操作，你还觉得期货的风险很大吗？

其实，期货的风险，只是被不了解期货行业的人们无限放大了而已。现如今的期货市场，随着国家的高度重视，制度的不断完善，监管的不断严格，已经愈加规

范。保证金制度、涨跌停板制度、持仓限额制度、大户报告制度、强行平仓制度等等一系列规则，在最大限度上保障了期货投资者的合法权益，有效防范了期货市场的风险。

有些事情很简单，多数人能想得到，却做不到。期货市场中的贪欲之心时常存在，比如，有些人只要认准了交易方向，一个猛子扎进去，一条道走到黑，大有“不破楼兰终不还”之势，其意愿就是要达到自己的心理预期。要知道，市场会有反复，行情也有反复和调整，我们要学会见好就收，落袋为安，放进自己口袋的才是自己的盈利，这也就是我们常说的及时止盈，把盈利及时锁定。如果你做不到，早晚有一天，“砰！”“楼兰”非但没破，自己却撞上了南墙，搞得头破血流，损失惨重，最后只能含恨离开，从此再也不敢回头。

还有“侥幸之心”。何谓侥幸？错了就是错了，不知道悔改，还“一往无前”，总觉着事情一定会朝自己希望的目标靠近，市场总会回归的，行情总会朝着自己希望的方向发展的，于是便这样一直硬扛着。也许，会有这样可能的时机出现，可得有足够的资金实力在这个市场上活下来，才是能“一往无前”的前提。

市场是有自己发展规律的，任何违背市场规律的行为，都会被市场的浪涛所淹没。所以要顺应规律，顺势而为，及时纠错，绝不逆势而动，这便是我们常说的及时止损，把亏损控制在可承受范围之内。倘若做不到这一点，很快便会被市场所淘汰，不！是自己把自己淘汰，是你不适应这个市场！

“

期货业是一个朝气蓬勃的行业，就像破土而出的新苗，充满着勃勃的生机；就像含苞的花蕊，准备绽放夺目的美丽；更像初升的太阳，迟早会光耀八方！

”

所谓平常心，字面意思不难理解。任何类型的投资都会有盈有亏，市场行情也是涨涨跌跌，有了平常心，盈利的时候不必过喜，亏损的时候不必过悲，大喜大悲，别无益处。

因而，在期货市场上，一定要有一颗坚毅之心、果断之心，要有一个平常心！通过不断的知识学习和心态调整，让自己慢慢去适应市场的发展，适应行情的浮沉涨跌，只有这样，才能在期货市场上走得更远。

其实，期货不只是用来做交易和赚取差价的，它可以帮助企业通过套期保值等手段来规避商品价格上涨或下跌的风险，让企业在市场浪潮的浮沉中主动管理风险，这也是期货风险管理功能的真切体现。期货还可以帮助客户进行资产管理，通过合理的资产配置，让客户的资产稳步增值。当然，期货能做的，远不止这些。一句话，“期货，不是只有期货”。

以我的行业经验和感悟来看，期货市场的风险在某种程度上比其他金融市场的风险甚至要小一些。大多数事情，不能仅靠道听途说，也不要人云亦云，一定要自己去看，自己去学习，自己去了解，才能得到自己的答案，这个答案才是最可靠的。

我曾经是一名证券从业者，对股票市场也有一定了解，也有些自己的想法和观点。转入期货行业以来，我更加深切地感觉到，期货的确是一个相当

好的金融工具，期货市场与现货市场紧密相关，行情走势与现货价格密切联系，不易被非法操纵，爆出虚假消息的概率也不高。我相信期货市场的前景是光明的，前途是远大的；我更相信，期货这一金融工具肯定会被越来越多的人所接受，肯定会有越来越多的企业选择期货这个相当不错的风险管理工具，来妥善应对风险。

回过头来再说，不管做什么事情，不管选择哪一种投资方式，最大的风险都是来源于自己的“本心”，控制不好自己内心的贪欲，在任何市场你都不会是胜利者，不解除自己的侥幸心理，终有一天，你会被市场的浪潮淹没。

在期货市场上奋战，很重要的一点就是控制“本心”，锤炼心志，考验人性，既要处变不惊，又要“识时务者为俊杰”，更要摒弃贪欲，从容面对。

期货市场，没有那么恐怖，我们大可不必“谈期货色变”。有制度和法规的保障，配置好自己的资产，管理好自己的“本心”，不管在任何金融市场，你都会是一个胜利者！

期货业是一个朝气蓬勃的行业，就像破土而出的新苗，充满着勃勃的生机；就像含苞的花蕊，准备绽放夺目的美丽；更像初升的太阳，迟早会光耀八方！

（作者就职于鲁证期货淄博营业部）



# 保持敬畏之心

■ 文/袁帅

我是比较喜欢户外活动的人，但随着年龄增长，越来越难约上玩伴，既然没有伴儿，那我就一个人上路了。

爬山的乐趣，在于看山顶后面的风景，爬山者往往追求不一样的山，不一样的路，这样才可以不乏味，有新意。记得有位出租车司机说：“很多人总是看着这山还比那山高，翻过去，才知道没啥不同。”我倒觉得，人生的乐趣便是明知道没什么不同，也要去验证，若有不同便是惊喜，若无不同，倒也释然。这，就是探索精神吧。

我随心驾驶，沿着一条岔路行驶，希望能给我惊喜，经过的大门上写着“民建生态保护区”。这名字好特别，会否有一番不同的风景？于是我将车停在路的尽头，开始登山。

很多山的生态分布是这样的：山的根部下面是山地，往上是林业，

比如柿树、桑树、枣树等，再往上是松柏树，接近山顶是草甸。仿佛给人一种汗水之后慰藉，山顶就是些槐树还有些灌木。

我“按图索骥”地攀爬，依次看到了这些景象，看到了“壁立千仞”以及对面小山丘上的“梯田”——只不过是早的。我沿着山脊行进，领略大好风光，并拍照，心中充满喜悦。

我在山顶徒步半个多小时，领略了四周美景，看时间还不到十一点，心想原路返回的话，一个小时便可下山，确实有点不舍。于是想多玩会儿，便开启了第二弹冒险之旅，从另一个山头下山。

山里的树林很密，辨不出准确方位，我走了大约一个小时，感觉似乎没有一点接近目的地的意思，我继续前行，心想方向没问题啊，怎么感觉越走越远？在披荆斩棘的

行进中，一个中学的数学题突然映到我的头脑，“从A山头到B山头的距离是100米，如果从B山的半山腰到A山的半山腰是多少米？”

我突然意识到事情的严重性，这是两个圆锥的距离问题，半山腰之间距离可能不只是顶点距离5倍的问题！我突然领悟“天上一日，地上一小时”这句话的含义，腿一下也感到沉重了许多。

为了减轻负重，随身携带的水在山顶已经喝光了，一路前行耗费了我大量体力，腿已经发直。先前，我下山还躲着荆棘，现在看着身上的划痕，碰到荆棘都已了无感觉。

是的，短时间内从最开始的御风而行的自由状态变成了悲观绝望的迷失状态，精神和体力从极佳变成了劳累困乏。这个变化很微妙、也很突然，但却是事实，如同从涨



“

大自然在平静中透着不平静，市场在波澜不惊中暗流涌动，我们与大自然亲近，与市场为友，但都不可轻视。在市场冲浪，安全第一，时刻保持敬畏之心，这样才能活得久活得好。

”

停板一下到了跌停板。

现在已是正午，太阳炙烤着我，我觉得口干，似乎有了中暑征兆。手机是没有信号的，我开始胡思乱想，如果我中暑晕厥了，要是附近没有人，我肯定没救，就算有人也很难找到我，因为夏天草木繁茂。这时，我明白了新闻上的“调动上百人上才可能找到落难者……”

我知道想这些是没有用的，继续前行才是出路。因为没穿登山鞋，我滑倒了两次。我在想，千万不要崴着脚，状态好时，腿脚麻利，就算是有滚石、滑草也能躲过，但现在腿脚迟钝，着地比较硬，对路面丧失了一些试探性的反射动作。

以我的经验，确定方向是最重要的，方向错了，走再多路也是徒劳，甚至南辕北辙。我看见一个小山头，便以退为进地爬上去，向下瞭望，果然偏离很多，现在看到的景色和刚才山顶看到的画面是不同的。令我惊喜的是，我看到了上山时民建的二层楼，更重要的是，我看到了开车上来的路。

我知道我得走多远了，有了目标，心态就触底反弹；有了目标，前进的速度很快，脚步也轻盈了。每走一步，目标就近一步，剩下的只是技术层面如何到达的问题。我越过松林、草甸、柿树区，看到公路近在眼前，却过不去，因为前方有一道深沟阻隔。一幅画面进入了我的脑海——黄土高坡的千沟万壑，一男一女两眼相望，可以听到对方的歌声，却不能相拥，相拥可能要走三天三

夜，也算是“近在咫尺，远在天涯”吧。我回到现实继续赶路，幸好这道沟壑不是太深，也不是太宽，我下去穿过一片枣林，再爬上去，便是公路了，我沿着公路行进，看到了车，我将锯子放上去，突然发现“锯子”很轻，原来我手中只是下一个塑料锯套了。不知不觉，时间已经过去了5个小时。“天空不曾留有飞鸟痕迹，但它已飞过”，我的身上多了几道划痕，但大山不知道我曾来过。

“工欲善其事必先利其器”，一定要准备好所需的一切才能展开行动。登山鞋、指南针、水等工具和必需品一样都不能少，如果为了轻松不愿“背负”，拈轻怕重，遇到意外，就会立马被动。

理想主义、完美主义害死人。不能贪，在已经达到比较理想目标的前提下，不要追求完美，不止盈就是贪，后面的事很难说，啥时候翻盘不知道，切勿太嗨太过。另外，心态和知识都很重要，做事之前要想好，这么做到底有没有科学、经验做支撑、做依据？一个人的战斗很危险，团队作战可能不那么爽，不那么随心，但即便到了最坏，也有人能救你一把。

大自然在平静中透着不平静，市场在波澜不惊中暗流涌动，我们与大自然亲近，与市场为友，但都不可轻视。在市场冲浪，安全第一，时刻保持敬畏之心，这样才能活得久活得好。这次徒步，收获颇丰，对人生对交易亦是如此。☞

（作者就职于招金期货）



# 探秘金融衍生品与机构化投资

■ 文/沙石

股票市场已日益成为机构投资者长期资金重点关注的投资领域，但我国以散户为主的投资者结构和各种制度缺陷造成的股票市场波动性高、凝聚力弱、短期化行为严重等问题，对长期机构资金入市十分不利。

机构化投资是全球各成熟资本市场的普遍趋势，对资本市场的稳定和实体经济的增长至关重要。机构化投资的发展不仅与各种金融政策有关，更与以股指期货为代表的金融创新有关。

本文从我国资产管理行业的需求和供给入手，分析了机构化投资的特征以及机构化投资有赖于金融衍生品市场发展的原因，并从交易机制和产品的角度，对发展以机构化投资为主的资本市场提出了若干建议。

## 一、投资市场的需求与供给

### （一）资产管理需求旺盛

我国经济规模和居民财富的快速增长，意味着投融资需求将随之高涨。据统计，截至2015年底，中国个人可投资资产达到110万亿元人民币，其中高净值家庭（家庭可投资资产600万元人民币以上）财富约占全部个人可投资资产的41%（约44万亿元）。居民财富配置正在从房地产投资（2012年占55%）转向各类资本市场。这体现为近年来资产管理行业的快速发展。2015年底，各类资管机构管理的资产总规模已到达93万亿元，过去三年的复合增长率为51%。理论上讲，资管行业的发展对提升资本市场效率、稳定经济增长以及助推经济转型具有重要的战略意义。

### （二）股票市场规模较大但缺乏长期机构投资者

与银行信贷和债券市场等相对保守和稳健的投资形式不同，股票市场是现代企业迅速扩大生产规模、扩大高新产业和高科技领域发展的重要融资形式。股票公开透明的交易定价机制和充沛的流动性，意味着资本市场不仅可以满足企业的融资需求，也可为投资者带来相对较高的投资回报。不过，我国股票市场总体规模虽然较大，但自由流通市值和市场深度较低，波动性较高，长期机构投资者的参与度较低。

目前，我国股票总市值为45万亿元（2016年一季度末数据，下同），但自由流通市值仅为18万亿元左右，2015年股票融资总额1.05万亿。相比之下，2015年银行业资产总额达

194 万亿, 银行业贷款余额近 100 万亿, 新增贷款 11.2 万亿。从持股结构上看, 个人投资者在股票自由流通市值中持股 11.5 万亿, 占 64%; 各类机构持股 6.5 万亿。若扣除政策性极强的“国家队”持股 2.3 万亿(救市资金和汇金), 专业金融机构持股占股市自由流通市值的 23.3%, 仅占资管行业总规模的 4.5%。

散户化的市场结构, 使得股票市场比较容易受到货币政策和其他短期因素的影响。此外, 我国上市公司股权结构和公司治理的短期化倾向、股票发行与退市的制度缺陷, 风险管理理念和工具的匮乏, 短期性的业绩评估和激励机制等因素, 共同造成了资本市场明显的短期化交易特征, 具体表象就是股票市场的高波动性和高换手率。

由货币宽松、金融杠杆和短期炒作等因素催生的牛市往往激烈而短暂, 并容易在短期内将股票估值水平推升至非理性的高度。随之而来的则是市场风险的集中爆发、股票市场的剧烈波动、漫长的熊市以及涣散的市场人气。这使得资本市场的长期投资价值受到怀疑, 长期机构投资者望而却步, 资本市场的投融资功能受到严重的影响。

### (三) “资产荒”背景下的资产收益率下降

在我国经济增速放缓, 经济结构面临转型之际, 我国各类资产的投资风险都在提高, “资产荒”成为 2015 年以来投资市场最突出的

挑战。“资产荒”并不是指没有资产可投, 而是资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产。

在利率下行、信用风险增加、监管强化的大背景下, 资管机构难以持续获得期限匹配的低风险优质资产, 这对资管行业的产品收益率、新增规模和风险管理造成叠加影响。一方面, 资产端优质资产匮乏, 但另一方面居民理财意识增强, 机构和個人理财需求空前增长, 资管机构不得不更多配置相对低收益资产, 导致资产收益率整体下降。

“资产荒”不仅造成资产收益率的下降, 也由此带来了一些意想不到的严重后果, 如房地产炒作、艺术品炒作、资本外流和频繁发生的以高回报为诱饵的非法集资等。从这个意义上讲, “资产荒”可能带来国家金融安全隐患, 必须加以疏导。而将部分对收益率期望较高的社会资金通过金融机构引入股票市场进行长期投资, 对我国资本市场和实体经济有着十分重要的意义。

## 二、长期机构资金的特点和进入股票市场的契机

股票市场是一个高风险、高回报、高流动性的投资载体。目前, 资管行业面临的困境为股票市场引进低风险偏好的长期机构资金提供了难得的契机。长期机构资金的典型代表是保险资金、社保基金、企业年金、银行理财、私人银行、家族财富、捐赠基金等。

### (一) 长期机构参与股票市场的需求和障碍

近期机构调研显示, 银行理财资金和私人银行有可能成为极具潜力的股票市场长期投资者。据统计, 2015 年底这类资金已经达到 24 万亿元, 其中 90% 投资于固定收益类, 包括非标资产、国债和公司债等; 投资于权益类(股票)资产的比重约为 5%。在银行传统资产收益率下降和信用风险上升的背景下, 银行理财类资金增加权益类投资的需求不断提高, 未来入市的潜力很大。

银行资管投资于权益类产品的原因在于: 一是资产配置的需求, 二是发现提供长期稳定收益的优质资产。通过市场中性 and 量化投资策略在股票市场中获得相对稳定的长期收益, 是银行资管和私人银行管理人十分看重的投资机会。

目前, 银行资金投资股票市场的模式还有待进一步规范, 此类资金的规范入市将会给资本市场带来十分积极的影响。银行理财产品的持有者主要是居民, 理财产品绝大多数都是短期产品, 所以银行资管对股票投资组合的流动性和安全性有很高的要求, 强调风险对冲, 并且对投资组合的波动率和回撤率有非常严格的要求。而量化策略通过风险对冲等手段, 正好可以满足银行资管在安全性、流动性和低风险等方面的要求。

事实上, 银行资管(包括私人银行)的资金已经成为市场上量化



投资产品的主要投资人，投资额占量化投资总额的70%以上。目前私募基金、券商资管、公募专户、银行资管、私人银行等管理的量化多头和量化对冲产品的总规模可能已经达到3000亿左右。

但是，自2015年股指期货受到严厉限制以来，量化投资面临严峻考验。由于市场流动性差、负基差等因素，风险对冲难以有效进行，导致量化基金被迫卖出大量现货股票以保持原有的风险敞口，大量存量资金处于闲置状态，而少部分量化对冲策略转变成量化择时等纯多头策略。

此外，量化产品投资需求虽大，但产品的发行也因股指期货的严格限制而遭遇瓶颈。投资者有钱投不出，管理者想投没法投，量化投资的有效投资规模急剧收缩。据博道投资估算，如果股指期货的限制措施得以适当放宽，以中性策略为主的量化产品即可恢复交易，预计短期内将能为股票市场带来2000亿的增量资金，中长期可能为市场带来上万亿的长期资金。

股指期货逐渐恢复正常交易也会给保险资金和社保基金等长期资金的入市和稳定持股创造更好的条件。目前全国保险业总资产为12.36万亿元，保险资管规模为10.5万亿，但保险资金持股规模不到1万亿，不到保险资产管理规模的10%，仅占A股市场自由流动市值的4.6%；全国社保基金的规

模到2015年底为1.5万亿，目前持股约1800亿，大约是管理规模的12%，仅占A股市场流通市值的1%。保险基金和社保基金投资股市的上限均为30%，因此这类基金进入股市的潜力很大。保险和社保资金的风险偏好低，在追求稳定回报的同时更强调资金的流动性和安全性。有效的风险管理工具有可能使更多的保险和社保资金成为股票市场的长期力量。

## （二）长期机构投资的特征和理念

长期机构资金进入股市一般追求的是长期稳定的收益。这和股票市场中绝大多数的个人投资者有本质区别。目前，我国个人投资者直接在股市的投资具有较强的投机性，原因是个人投资者缺乏明确和理性的回报预期、缺乏风险意识和风险管理手段、没有系统和可持续的交易策略。在一个稳定性差、波动率高、信息量大、噪音多的市场环境里，追涨杀跌的短期行为成为短期资金必要的生存之道。

而长期机构资金，不论是银行理财、私人银行，还是保险、社保基金、财富信托等都是相对保守的资金。这类资金并不简单追求收益的最大化，而是更强调资金的安全性、风险的可控性、策略的科学性以及收益的稳定性。与个人投资不同，长期机构投资的明显特征是：一是有系统的投资策略，二是有理性的回报预期，三是有现代的风险

管理理念和手段。这类长期机构投资者参与股票市场不仅可以带来目前资本市场急需的增量资金，还能在一定程度上改善目前资本市场明显的短期化特征。

长期机构资金所追求的长期稳定收益意味着资产管理者必须在追求投资回报的同时控制市场风险，或在一定的风险水平下追求投资组合超额收益的最大化。这正是夏普比率核心理念（1966）。缺乏风险定义的投资回报是简单和片面的，虽然理论界也对夏普比率提出各种修正，但是现代投资理论总是在不断强化风险管理作为资产管理的核心内容。

随着金融定价理论的发展，计算能力的提高，投资管理的精准和量化程度不断提升，意味着资产管理者对信息的收集和处理能力不断提高，对各种交易策略的设计和执​​行能力不断提高，对投资回报和投资风险的掌控能力也在不断提高。在传统的投资理念和投资艺术的基础上，现代资产管理已经发展成为一门兼具逻辑性和科学性金融科技。风险管理和量化投资的理念和方法在资产管理领域得到了广泛的应用。以美国为例，个人投资者和多头公募基金，仅占股票市场交易量的26%。而量化程度较高的对冲基金、高频和统计套利者、各类机构自营和做市商已经占到全市场交易量的74%（2015年）。在以多头为主的公募基金中，量化投资策略和方法的使用也很普遍。



### 三、机构化投资对金融衍生品市场的依赖

(一) 风险管理是机构化投资的核心

自 20 世纪 70 年代初以来,金融衍生品的产生和发展给发达国家机构化投资带来了强大的推动力。金融衍生品成为各类机构投资者风险管理的重要工具,也促进了不同类型和风格的投资机构和投资产品的发展。以美国为例,机构投资者占股票市场市值的 63%,占标普 500 迷你指数期货总持仓的 85%。在标普 500 迷你指数期货持仓中,资产管理公司占 40%,对冲基金占 25%,经纪机构占 17%。欧盟国家 61% 的养老基金公司和保险公司直接或通过外部基金管理者使用了衍生工具,以达到资产配置风险管理的目的。

金融衍生品为资本市场注入了风险管理的重要理念。以股指期货和期权等金融衍生品为基本要素的主动、有效和低成本的风险对冲可以使资产管理者,尤其是大型机构,避免在市场大幅波动时不计成本地卖出(或买入)股票现货。这极大地强化了传统的股票多头、趋势判断、行业优选等投资方式,使长期稳定投资和持股变得相对安全和易于管理。投资机构持股的长期化一定程度上减少了市场波动,有助于资本市场本身的相对稳定,也使得投资机构可以对公司治理产生更大、更积极的影响。

(二) 量化策略丰富了机构化投资的内涵

金融衍生品的产生和迅速发展进一步推动了西方国家对对冲基金行业及量化投资的发展。对冲基金(包括其他专业投资机构)以现代金融理论为基础,通过系统的数据分析建立投资模型、制定投资策略、确定风险指标、并运用算法交易技术实现交易的执行和管理等的投资模式,统称为量化投资。

量化投资包括各种量化套利策略、阿尔法策略、量化选股择时策略、CTA 策略、做市策略等等。金融衍生品,尤其是股指期货和股票期权,是量化投资不可或缺的基础交易工具。金融衍生品在各种量化投资策略中的使用,极大地提高了投资管理的精确性和定制性,使在传统资产管理方法中难以实现的投资理念和逻辑得以实现。

量化策略的使用既可以在控制投资组合风险保持一定水平的情况下,尽可能提高投资组合的回报率,也可以通过风险因子的有效分离,有针对性地投资于某些特定的风险因子(或价值),同时规避投资组合的其他风险等。量化投资还可以提供与传统投资相关性较低的投资组合,从而改善整个机构投资组合的风险收益特征。

机构投资者之所以青睐量化投资策略,在于量化投资的成功运用可以在有效控制和减小投资组合波动性的同时,提高投资回报的确定性、

稳定性和可持续性。这也使资本市场上交易主体(主要是各类金融机构)的定价能力、交易能力和风险管理能力得到了普遍提升,有利于市场的稳定。此外,适当运用量化策略和风险对冲,也在很大程度上提高了大型多头公募基金管理人不同市场环境下的资产管理能力。

### 四、建立以机构投资者为主导的资本市场

建立一个成熟的、以机构投资者为主导的现代资本市场对我国实现经济转型、产业升级和长期稳定增长至关重要。机构化投资的发展需要经历一个长期的过程,它不是简单的投资机构数量和资产规模的增加,而在于机构投资者是否有现代的风险管理理念和手段,是否能为不同风险偏好的投资者提供多样化、差异化、风险收益明显好于个人的投资策略和产品。从交易机制和产品的角度,我们提出如下有助于机构化投资发展的建议。

(一) 强化风险管理的理念,便利机构交易股指期货

对各类机构投资者而言,强化风险管理的理念,建立风险管理制度,安排有效的风险管理手段,是 2015 年股市风暴后最值得吸取的经验教训。去年股市异常波动期间,金融机构(尤其是保险基金)开立股指期货账户的积极性大幅提高。这充分体现了机构投资者风险管理意识的提高。因此,在增加金融衍

生品供给的同时，监管机构有必要在制度、规则等方面对机构参与股指期货和其他衍生品交易提供更多的便利和支持。这必将会对未来机构化投资的发展产生积极的影响。

## （二）机构化投资需要有效的做空机制

我国股票市场缺乏制衡机制，容易形成个别股票甚至市场整体非理性的过度上涨和下跌。一个有效、便利和低成本做空机制不仅有助于缓解市场非理性的暴涨暴跌现象，更可以让资本市场更直接、更容易地发挥优胜劣汰的资源配置功能，促进市场的健康稳定发展。因此有必要完善我国股票市场的做空机制，扩大融券的范围，降低融券做空的成本，优化融券做空的程序。

此外，由于做空策略难度较高，对资产管理者的管理水平和资金实力有较高的要求，境外市场主要是机构投资者参与做空交易。因此，可以预期做空机制的完善也会有利于进一步推动机构化投资的发展。

## （三）鼓励多元化的投资策略和投资产品

金融衍生品和量化策略的使用，有助于改变我国资管行业投资策略单一化、趋同化的问题。多元化的投资策略和投资产品的供给，可以丰富资本市场机构化投资的内涵，可以使个人投资者在低风险的储蓄存款和高风险的股票投资两极之间做出符合其预期的、更稳定和适中的投资选择。这对扩大资本积

累和市场稳定有极其重要的意义。因此，监管取向应该积极鼓励证券、私募、基金等专业投资机构在投资策略和产品等方面的创新。机构化投资能力的显著提高会对个人投资者产生更强的吸引力，并进一步带来机构化投资规模的不断提高，从而对市场形成更强的正反馈效应。

## （四）从总量上管控市场杠杆比率

除了宏观基本面因素之外，任何一次股市危机背后都有杠杆资金的推动，因此必须对资本市场的杠杆水平高度警觉。在放宽投资机构参与融资融券业务，鼓励投资机构参与股指期货交易的同时，监管机构应该通过市场化手段，如利率、保证金、交易费用等，从总量上控制和调节市场杠杆比例。

例如，通过调整利率和保证金水平使全市场融资融券保持在一个合理的比例内，以避免高杠杆下的过度投机行为；通过差异化收费和开仓量限制等手段控制股指期货市场总体成交持仓比例，以避免过度交易等。

## （五）对机构化投资的短线交易保持宽容的态度

机构化投资的发展并不意味着短线交易的弱化，也不意味着资本市场流动性和价格发现功能的弱化。适当而充分的短线交易是资本市场高效运转、成本降低和功能发挥的必要条件。量化投资中的部分策略具有短线交易的性质，如套利

策略、CTA策略、做市策略等。这类交易在美国股票市场上占40%以上，在标普500迷你指数期货交易中占60%左右。

机构投资者的短线交易有系统的交易策略，在促进市场流动性和效率的同时，都包含严格的风险管理和控制机制。这非常有助于实现合理的价格发现和理性的市场均衡，是一般散户投资者盲目性和投机性较大的短线炒作所不可比拟的。这也是机构化投资提升市场稳定性和市场效率的重要原因。所以，在对高频交易，尤其是利用高频交易进行欺诈和违规交易，在加强监管的同时，对一般机构化投资的短线交易行为可以采取相对较为宽容和开放的态度。

机构化投资是中国资本市场的发展方向，而金融衍生品在机构化投资中扮演着关键的角色。全球近50年金融衍生品市场的发展，成就了欧美国家更发达和富有弹性的资本市场和比较稳定的现代经济体系，非常值得我们认真借鉴。金融衍生品市场发展的滞后，在很大程度上迟滞了机构化投资的发展，也使我国资本市场短期化特征持续的时间更长。因此，有必要把发展金融衍生品市场放到一个战略的高度来认识，以此加快推动机构化投资的发展、完善资本市场结构、强化资本市场功能、促进实体经济增长，同时提高我国资本市场的国际竞争力、推动人民币的国际化进程。

（作者系中国金融期货交易所高级顾问）

# 专业交易商自律管理： 背景、现状与方向

■ 文/陈瑞华

近年来，我国资本市场和期货市场创新发展步伐明显加快，场外衍生品市场迅速发展，专业交易商队伍初步形成，并成为场外市场发展的重要推动力量。专业交易商自律管理对完善场外市场交易体系意义重大，也是保障市场主体利益、促进市场发展、服务实体经济的基本前提。

## 一、场外衍生品市场与专业交易商的形成

我国场外衍生品市场主要包含银行间市场和机构间市场。其中，银行间场外衍生品市场主要是包括以利率、外汇和信用为标的的金融衍生品市场，机构间市场可以划分为场外权益类衍生品市场和场外商品衍生品市场。从交易规模上看，银行间场外衍生品市场占主导，机构间场外衍生品市场交易规模较小，起步较晚，但正在迅猛发展。

银行间场外衍生品市场存在于银行间交易商市场，且许多交易产品为银行间交易商市场基础产品衍

生而来。作为金融市场的重要组成部分，银行间交易商市场与金融市场的基本框架一致：各类机构投资者在基础设施的支持下，以越来越多的金融工具为载体完成金融活动，形成了一个高效、活跃的银行间市场；机构间市场则主要包括券商、基金子公司等参与的场外权益类衍生品市场和期货公司风险管理公司、实体企业等参与的场外商品衍生品市场。场外衍生品市场的参与者主要包括发行主体、交易主体、中介机构、基础设施平台，监管机构和自律组织等。

与以交易所为核心的场内市场相比，场外衍生品市场交易分散灵活，没有固定的交易场所，买卖双方通常通过协商定价议价的方式进行一对一交易，而交易合约通常根据交易对象的需求“量身定制”，具有明显的个性化特征，但也存在流动性差等问题。

因此，做市商制度在场外衍生品市场中发挥着核心作用。承担做市职能的交易商作为买卖双方的对

手方，通过为特定需求的客户定制个性化产品，并对做市标的进行买卖报价，在满足投资者特定需求的同时增强了市场的流动性，降低了投资者在场外市场的交易成本，是场外市场不可或缺的组成部分。

所谓“专业交易商”，就是根据市场交易情况对其做市的产品提供买卖报价，同时作为市场买卖双方的对手方，为投资者提供满足其特定需求的交易商。这些交易商不仅能够提供外部市场服务，而且在运营能力、财务资源及风险控制等方面也具备相应资质。

## 二、为什么要进行专业交易商自律管理

一般而言，市场的兴起和发展，往往会导致相应的制度安排，有益于形成市场标准和维护市场秩序。制度安排外化为机构或组织，根据对市场管理的深度和强度可分为六个不同层次，即市场成员自发形成的松散联盟、制定自愿性规则的协会、制定强制性规则的协会、

由法律赋予强制力的协会、作为监督者的政府和作为监管者的政府。这些机构或组织的监管强制性逐步提升，体现了从自治向公共管理的过渡，对市场形成完整连续的监管，实现了市场监管的动态平衡。在这种连续监管的体系中，自律组织作为监管的过渡，有机衔接了“市场组织自我管理”和“政府监管”，是实现市场监管动态平衡的关键。

场外衍生品是把“双刃剑”，既可以帮助参与者规避风险，对资产进行保值，又会使参与者遭受损失，甚至波及金融市场的稳定。场外衍生品的风险特征经过金融混业经营及金融一体化放大，影响和破坏力倍增。政府监管虽然具有自律管理所不能比拟的权威性和强制力，但其需要相应的法律依据，在立法执法、法规修改调整及监管放松或解除等方面均存在较高成本。自律组织的专业性、灵活性和贴近市场的特征，使其在市场信息的获取上较政府监管更具优势。

美国是现代衍生品市场的发源地，品种丰富，交易活跃，交易规模及创新能力居于全球领先地位。与对场内衍生品的监管不同，美国对场外衍生品的监管体系一直较为松散。2008年的次贷危机，暴露了美国对场外衍生品市场的监管缺陷。从次贷危机爆发的原因看，利益驱动下的利益主体投机过度 and 监管缺失是场外衍生品市场

的痼疾，次级债链条上的各主体在利益驱动下进行投机，最终酿成危机。但是，包括信用评估机构、投资银行、对冲基金、商业银行在内的机构放松对风险的控制，政府对金融衍生品设计和交易的监管缺失，都对次贷危机负有不可推卸的责任。在场外衍生品市场存在天然缺陷和监管不足的情况下，加强交易商自律管理，提高交易商的自律管理意识，显得尤为重要。次贷危机后，美国出台了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，将场外衍生品纳入监管范围，交易商自律管理自然而然就成为场外衍生品市场监管的一个重要层次，并逐步发挥主导作用。

相对于政府监管，交易商自律通常更接近市场，对市场信息和场外衍生品专业知识的掌握更具优势，同时市场的繁荣也与其休戚相关。这也是交易商自律管理在场外衍生品市场逐步起主导作用的根本原因。同时，场外衍生品业务的系统风险相对较低，交易门槛较高，风险扩散能力不强，再加上各国对场外衍生品市场的监管不统一，市场一体化与监管的区域化矛盾日益严重，也决定了场外衍生品市场以交易商自律管理为主的基本格局。目前，交易商自律已成为全球场外衍生品市场监管体系的重要组成部分，“行政监管—自律管理—市场主体自治”三位一体的监管体系也成为当前各国金融市

场监管框架的主流。

### 三、美国场外交易商自律管理经验

以欧美为代表的发达经济体场外衍生品市场的发展相对成熟，在场外衍生品的自律管理、保障场外市场有效运行和保护交易商权益方面积累了经验。

作为衍生品交易最活跃的国家，美国对场内外衍生品交易均有监管，主要包括功能型监管和机构型监管。功能型监管是监管衍生品和市场本身，保护投资者和市场的有序运行；机构型监管则主要是对衍生品的投资机构进行监督，保证金融机构和金融系统的稳健运行。交易商自律是美国多层次的市场管理体系的重要组成部分，主要依托自律组织起到连接监管机构和市场参与者的作用，扮演着准监管的角色。

依据行业自律组织的职能，美国场外衍生品市场自律组织可划分为两类：一是直接对衍生品交易进行管理的自律组织，如全美期货业协会（NFA）；二是美国证券交易商协会（NASD），以及由基础设施提供商等机构组成的自律组织。

全美期货业协会（NFA）是金融衍生品市场的自律管理组织，是一个非盈利性的会员组织，主要负责监督管理委员会执行NFA的各项要求。按照《商品期货交易委员会法》的规定，NFA的主要职能包括：审查会员资格；对会员的财务状况进



行审计；强化职业道德与规范，实施客户保护条例；调解、仲裁期货交易纠纷；从业人员教育培训。

美国证券交易商协会（NASD）根据《马隆尼法案》于1938年发起设立，协助监管部门对一级市场承销规则、信息披露等情况进行自律管理。2007年7月30日，NASD与纽约证券交易所（NYSE）中有关会员监管、执行和仲裁的部门合并成为美国金融业监管局（FINRA），主要负责监督证券交易商在场外市场的行为和投资银行的运作，核心目标是加强投资者保护和市场诚信建设。目前，FINRA管理着全美5000多家证券从业机构、170000多个营业网点、660000多名证券从业人员，下设13个专业委员会，已经成为美国乃至全球金融市场最大的证券市场自律管理组织。

清算机构等基础设施也在自律管理中也扮演重要角色，尤其是《多德—弗兰克法案》签署后，美国监管机构率先要求将标准化的场外衍生品纳入场内清算，并且推出集中清算和信息报告制度。这些措施旨在使市场交易更加透明，但也可降低市场的流动性。此外，一些诸如金融衍生品政策委员会（DPG）、美国联邦会计准则委员会（FASB）、国际互换与衍生产品协会（ISDA）之类的行业协会对场外衍生品交易制定规则，也对交

易商行为形成一定约束。

目前，美国交易商自律管理具有两个重要特征。

一是场外衍生品市场的有效运行离不开行业协会和金融机构的内部控制。从整个金融监管体系看，政府机构的监管是全方位、外在的监管，旨在维护金融业正常运行秩序，防止出现系统性或区域性的金融风险；而行业自律组织的功能在于实现内部的自我管理，自我约束，保护行业的整体利益，防止行业的恶性竞争导致的消极后果；金融机构内部控制的作用在于防范和规避风险，实现稳健与审慎经营。要实现金融衍生品风险的有效防范，三个层次缺一不可。

二是注重场外衍生品市场基础制度的建立。与场内衍生品交易相比，参与者看重交易的个性化和自由化，倘若对场外市场实行严格监管，必然会抑制市场的活跃度。次贷危机后，美国开始将场外衍生品纳入场内清算并建立交易报告制度，目的就在于对交易商行为进行约束，使其形成良好的自律意识。

#### 四、我国专业交易商自律管理的现状和问题

2007年，中国银行间市场交易商协会作为包括银行间债券、同业拆借、票据、外汇、黄金和金融衍生品等市场在内的银行间交易商自律组织成立，负责场外金融衍生

产品市场自律管理，维护市场参与者的合法权益。为此，交易商协会制定了银行间市场的金融衍生品交易主协议及补充协议、定义文件、履约保障文件和内部风险管理指引，并要求市场参与者及时将签署后的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》及补充协议向交易商协会备案。在基础设施建设方面，中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心和上海黄金交易所分别为利率、汇率、信用类衍生品和黄金衍生品的交易平台，上海清算所为银行间市场的清算和结算机构，近年来还将业务范围延伸至现货衍生品、航运及大宗商品衍生品的中央对手方清算服务。在制度安排方面，银行间交易商市场建立了做市商制度、货币经纪制度、中央对手方制度和结算制度。

2014年8月，中国证券业协会、中国期货业协会、中国证券投资基金业协会依托原有《中国证券市场金融衍生品交易主协议》，联合发布了《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议（2014年版）》及补充协议、《中国证券期货市场场外衍生品交易权益衍生品定义文件（2014年版）》和《中国证券期货市场场外衍生品交易商品衍生品定义文件（2015年版）》，为交易参与方参与场外权益和商品衍生品交易提供了基础性的法律框架和规范。在基础设施方面，中证机构间报价

系统作为多层次资本市场基础金融设施,提供与场外衍生品交易相关的服务,并在借鉴境外场外衍生品交易报告管理机制的基础上,建立了场外衍生品交易信息报告库,提升了对证券公司场外衍生品市场风险监测与管理的支撑能力。

我国场外衍生品市场尽管发展迅速,相应规则指引日益完善,但仍较发达市场存在差距。这些差距不仅反映在市场层面,也反映在市场自律监管方面。

首先,交易商自律管理伴随市场割裂,行政管理色彩浓厚。目前,我国利率与外汇衍生品集中于银行间市场,权益衍生品集中于证券公司市场,商品衍生品则在商业银行及期货公司风险管理公司的业务中均有涉及。交易商自律管理与市场有不完全对应的特点。此外,交易商自律管理的规定和规范程序文件仍然可以看到“一行三会”监管的影子,自律管理的力量难以有效发挥。

其次,信用风险的集中管理及缓释机制缺失,市场整体交易成本较高,且存在系统性风险隐患。目前,我国场外衍生品参与者之间关联性较高,可能存在风险集中的问题。作为风险管理的方式之一,保证金(或担保品)在场外交易的过程中往往是单边缴纳且缴纳的金额较低(担保品不足),容易触发系统性风险的蔓延。在当前缺乏集中清

算机制情况下,场外衍生品市场的运行高度依赖于机构之间的信誉。

最后,场外衍生品市场的基础设施仍然薄弱。当前机构间市场参与者有限,中央对手方清算制度和清算服务机构尚未建立,限制了市场分层。此外,随着做市制度的推进和场外市场参与者增多,统一的衍生品报价平台以及交易数据报告系统的缺失,也不利于场外市场风险的管理。

## 五、我国专业交易商自律管理的建议

结合境外市场的发展经验和我国的实际情况,建议从以下三方面对专业交易商自律管理予以改进和完善。

第一,建立并完善场外衍生品市场的法律框架。我国虽然在场外金融衍生品管理方面出台了一些法律文件,但在场外商品衍生品市场准入、风险管理和内部控制、会计要求与信息披露、投资者保护管理、报价平台、清算机制、交易信息报告制度等方面还需做出进一步的明确规定,通过立法明确监管部门和自律组织的权责分工,避免监管真空或职能重叠,并实现不同法律法规之间以及国内与国际通行规则之间的有效衔接。

第二,统一并确立自律组织在市场中的地位。虽然中国期货业协会和银行间市场交易商协会两个自

律组织对场外市场有所约束,但在对场外市场进行自律管理时,与“一行三会”存在着功能和业务重叠,行政监管色彩浓厚。需尽快建立有效的场外金融衍生品自律组织,结合政府监管,形成层次化的监管,有助于政府和自律组织互相制衡,并发挥各自的监管优势。在当前监管框架下,可考虑在中国证监会指导下设立“场外衍生品交易商协会”,与银行间交易商协会、场外衍生品交易平台和清算机构密切合作,共同构成场外衍生品市场的自律管理体系。

第三,丰富并优化场外衍生品的基础设施。目前,银行间市场交易商协会和上海清算所只是针对银行间市场,涉及的产品主要是外汇、债券、利率和汇率类的衍生品以及部分商品的掉期。而对于商品和权益类的衍生品,我国并没有成立专门的清算机构,机构间私募产品报价与服务系统场外衍生品在线签约平台的交易功能有限。借鉴发达经济体和我国银行间市场的经验,建议将标准化场外衍生品纳入场内清算,并对非标准化的场外衍生品提出风险缓释要求。在操作上,可考虑成立专门的清算所或扩大上海清算所的清算范围,并引入中央对手方的清算结算机制,对不在中央清算中心清算的衍生品交易提出更高的资本金要求。

(作者就职于南开大学经济学院)



王志萍

上海高级金融学院 MBA 硕士，目前就职于新湖期货研究所，主要从事贵金属 / 指数 / 期权的研究工作。多次在期货日报等媒体发表贵金属基本面、产业链等系列文章，并多次深入现货市场调研，为产业客户机构和投资者撰写投资方案及投资建议。

## 黄金价格蓄势待发

■ 文/王志萍

自 2015 年 12 月中旬触底后，黄金期货价格在避险情绪升温、美元暂缓加息等一系列利好因素的刺激下，一改之前的颓势，开启了强势反弹之路。

纽约商业交易所 (COMEX) 黄金期货价格由 1060 美元 / 盎司开始上涨，至今年 7 月上旬已涨至 1377 美元 / 盎司高位，涨幅近 30%。而在人民币贬值的叠加作用下，国内黄金期货价格涨幅更胜一筹，其连续合约价格由年初的 218.55 元 / 克上涨至 297.7 元 / 克的新高，涨幅达 36%。

然而，7 月中旬以来，随着市场避险情绪的消退以及美元指数上行，黄金期货价格未能延续反弹，COMEX 黄金期货价格回落至 1310 美元 / 盎司，上期所黄金期货 AU1612 合约则回落至 286 元 / 克。

在经历了阶段性新高后黄金期

货价格进入调整阶段，后期行情如何演绎？短期调整之后黄金期货价格能否重振雄风？对此，本文将从黄金的金融属性、商品属性和避险属性等几方面展开分析。

### 一、避险需求回落美元走强，黄金价格面临调整压力

梳理今年以来黄金价格上涨的驱动因素，可以发现避险需求和美元暂缓加息是导致黄金价格大幅反弹的主要驱动力。

首先，从避险角度来看，今年以来大类资产急剧波动，地缘政治事件此起彼伏。年初以来，人民币大幅贬值、英国脱欧、土耳其危机、朝鲜危机、南海冲突、恐怖袭击等一系列风险事件不断，使得避险资产整体受宠，日元、债券以及黄金等传统避险资产价格在今年以来均有不错表现。

然而，进入 7 月中旬，市场对英

国脱欧的恐慌心理大幅改善，黄金的风险溢价逐步消退，同时美股创新高也提振了市场的风险偏好，市场整体的避险需求有所回落。

其次，今年美元走势更加复杂。从内部来说，美国经济仍是影响美元指数走向的决定性因素。但今年以来美国经济复苏之路较为坎坷，就业市场数据波动较大，同时美国仍未完全摆脱通缩阴影，市场本身对于美元何时加息存在较大分歧。自去年 12 月首次启动加息后，美联储今年已连续 4 次暂缓加息，美元指数也由 100 点位逐步回落至 92 点位。而近期美国公司财报数据超预期，美国经济数据重新回暖，6 月份非农就业数据大幅改善，美元加息预期开始重新增强，带动了美元指数走强并回升至 97 点位。

另一方面，从外部因素看，近期欧洲央行、日本央行以及英国央行均

加强了宽松预期，澳大利亚和新西兰也存在降息预期，拖累了欧元、日元以及英镑汇率的整体走势，同时非美货币也在走弱，进而带动了美元的全面走强。

## 二、持仓下降，机构进入观望状态

机构持仓一直是左右黄金价格的重要力量。在当前宏观不确定性增强的背景下，投资需求更是推动黄金价格的中坚力量。

从CFTC公布的持仓统计数据来看，今年以来机构对黄金的兴趣大幅增加。年初以来黄金期货总持仓逐步增加，并且在7月初达到65.3万手的历史新高，不过7月中下旬开始，黄金总持仓有所下降，反映出市场对黄金的兴趣有所减弱。

净多头方面，黄金净多头头寸由年初的2.7万手大幅增加至最高的31.6万手，创历史最高水平。黄金净多头增仓主要是因为非商业多头积极增仓，而非商业空头大幅减仓所致。今年以来，黄金非商业多头增加至将近39万手水平，非商业空头则减少至81万手。不过从7月中旬开始，黄金净多头出现连续两周的回落。

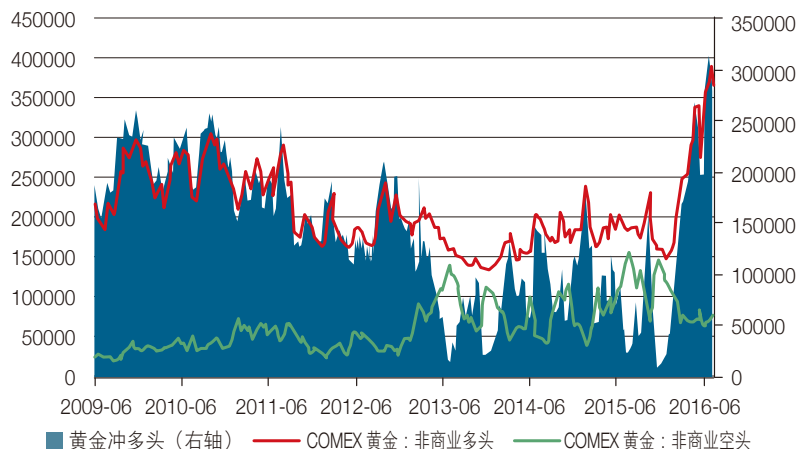
另一方面，资金大幅流入黄金ETF市场暗示黄金投资情绪的提振，同时也成为黄金价格上涨的主要推动力。今年以来，黄金ETF持仓量大幅增加，全球最大的黄金ETF——SPDR黄金ETF持仓量自去年12月份创出630吨的新低后，今年以来

累计增加将近321吨，而在7月初曾一度达到983吨，创三年来新高，但这之后黄金ETF持仓量开始出现回落。

从CFTC持仓和黄金ETF的数据可以看出，黄金持仓的增加往往伴随着黄金期货价格的上涨，特别是在持仓量创新高后黄金期货价格也出现了阶段性新高，而一旦持仓出现下

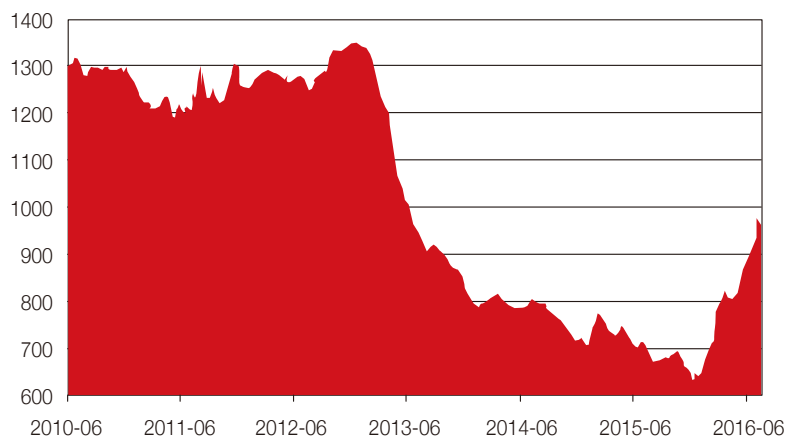
降，黄金期货价格也开始出现回落。从持仓变化上看，6月底以来黄金价格出现明显上扬，避险买盘直接推动了机构对黄金持仓的增加，黄金价格也顺势创出新高。然而进入7月中旬后，机构持仓的放缓导致黄金期货价格走弱。总体来看，未来若机构能够继续对黄金保持信心，其价格有望再创新高（图1、2）。

图1 CFTC黄金持仓（单位：手）



数据来源：Wind 资讯

图2 SPDR黄金ETF持仓量（单位：吨）



数据来源：Wind 资讯



“

虽然目前实物需求不振，但是三季度后期黄金实物需求将逐步回暖，后期实物需求对黄金期货价格的托底作用将再次显现。

”

### 三、淡季效应再现，黄金需求疲软

供给方面，根据世界黄金协会数据，2015 年全年全球黄金供给量为 1040 吨。从近几年黄金供给数据来看，黄金供给量基本比较平稳。

需求方面，二季度黄金实物需求总体较为平淡，这和淡季因素有一定关系。二季度和三季度初一般是传统的黄金消费淡季，这个时期普遍缺乏能够带动黄金消费的重要节日，主要黄金消费国均处于淡季状态下。而今年黄金消费仍然延续了这种淡季状态。

印度方面，由于国际金价走高以及印度股市走强，印度国内黄金需求受到抑制，尤其是印度政府对金饰征收 1% 消费税后，印度黄金进口出现明显下降，同时黄金走私再度升温。此外，由于雨季导致农民收入减少，也有可能影响印度国内的黄金需求。目前印度市场金价继续处于贴水状态，印度贸易商黄金报价每盎司较指标现货金贴水高达 100 美元。

根据美国铸币局数据，6 月份美国鹰金币销量为 7.35 万盎司，而 7 月份只有 3.85 万盎司，处于今年以来的最低水平。从历年情况来看，美国金银市场一般二季度会进入传统淡季，年底左右才会逐步进入旺季。从今年美国的金币消费情况来看，1 月份黄金消费达到高潮后，美国金币市场的消费量开始逐步萎缩，特别是进入二季度后金币市场继续表现出传统淡季的态势。尽管二季度金价

出现明显上扬，但是美国市场的金币消费量却没有明显增长，而三季度伊始美国金币销量同样开局不利，反映出当前美国黄金市场仍处于淡季状态。

中国方面，根据香港统计局公布的数据显示，今年 5 月份中国内地自香港地区总计进口了 115 吨，环比增长 68%，是去年 12 月以来的最高水平。近期美联储加息预期、英国脱欧以及中国 5 月份经济数据回落等一系列因素使得市场对人民币贬值预期重燃，迫使内地大部分投资者开始用购入黄金的方式对冲人民币汇率风险。而进入 7 月份后，人民币汇率走势企稳，贬值趋势暂缓，国内贵金属失去贬值红利。

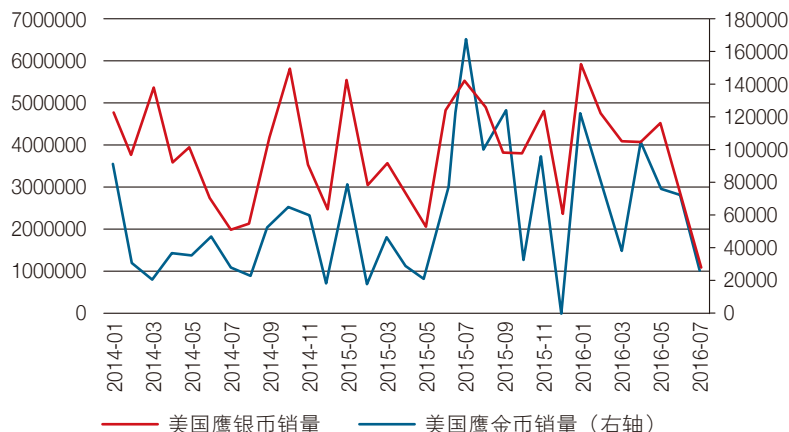
从黄金的库存变化上，我们也可以看出当前国外黄金实物需求的疲软。

COMEX 黄金库存自 2015 年 6 月以来就持续增加，目前已增至 1003 万盎司，创 2013 年以来新高。而上期所黄金库存继续维持 912 千克不变，库存水平较之前几个月有一定的改善。导致黄金库存“内外有别”的主要原因是，一是国内外投资者对黄金的态度迥异。随着这种差异化的不断扩大，“西金东移”的趋势将更加明显；二是国内外黄金需求状况差异导致，预计库存水平仍将受需求面变化主导。

### 四、黄金市场后市预测

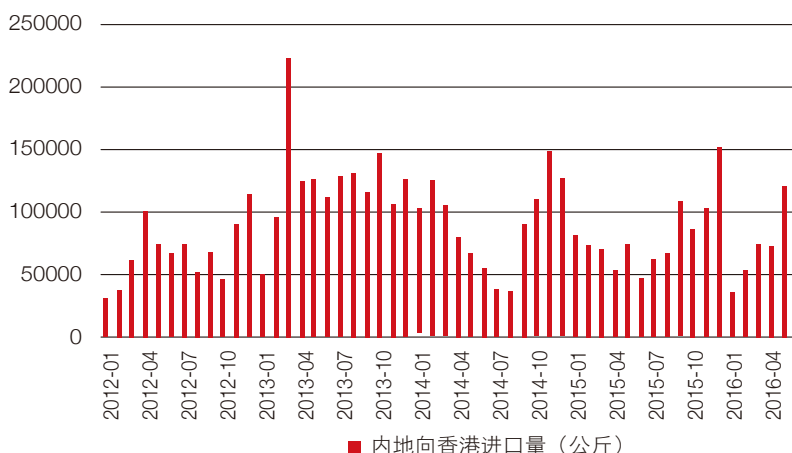
黄金价格在高位回落之后，短期

图 3 美国鹰金币和银币销量（单位：盎司）



数据来源：美国铸币局

图 4 内地从香港进口黄金（单位：公斤）



数据来源：香港统计局

内面临调整压力，能否守住 1300 美元将成为关键。目前市场多空分歧逐渐加大，各方面多空因素交织，方向难有明确的定论，但笔者认为：

首先，从宏观层面来看，当前全球经济继续处于下行压力中，而美国经济一枝独秀，美国和其他国家货币政策将出现分化，美国有加息可能而其他国家有宽松压力，全球货币竞相贬值将令美元一家独强的格局将重

现。但美元指数如若过于强势，将损害美国经济，同时也会对新兴国家产生冲击。2016 年加息预期可能继续影响后期黄金走势。

从美联储的加息节奏来看，目前市场预计年内美联储加息次数为 1-2 次。从美国经济基本面来看，美联储年内加息一次的概率仍然较大，但其时间点较难确定。在英国脱欧以及全球央行宽松趋势的背景下，7 月份

美联储逆势加息可能性很小，而 9 月份是否会加息主要取决于未来两个月美国经济数据，年内美国加息节奏势必放缓。

其次，微观层面上，虽然目前实物需求不振，但是三季度后期黄金实物需求将逐步回暖，后期实物需求对黄金期货价格的托底作用将再次显现。因此需要关注的是后期需求转强对黄金期货价格的影响力度。另外，美股创新高的同时，机构减少黄金持仓，这对黄金价格的影响整体偏负面。后期来看，以股票为代表的风险资产价格若出现回调，避险资产仍有表现机会。

再者，避险因素一直是黄金期货价格的重要推动力，同时也对黄金期货价格起到干扰作用。从以往经验来看，在加息预期增强阶段，风险事件有时往往不能很好提振避险需求。不过在当前全球经济不平衡、各国政治上的博弈以及地区冲突不断的情况下，金融市场的动荡以及地缘政治事件仍将持续，市场避险需求会对黄金期货价格继续构成支撑。

后市来看，黄金仍处于风口浪尖，依旧存在比较大的潜在波动风险。短期内避险需求走弱和美元走强，黄金期货价格有调整需求，不排除短线继续走弱的可能性，但大幅下跌可能性不大；中长期看，伴随着黄金需求将逐步进入旺季，黄金期货价格有望获得需求方面的有力支撑，而一旦美元加息落地后利空出尽，下半年黄金期货价格仍有上扬空间。[\[8\]](#)



纪元菲

华泰期货研究所金属研究员。毕业于英国布里斯托大学，金融与投资专业。善于结合宏观和基本面分析商品市场，能较好把握商品周期变化，较准确地提示风险和价格变动大方向，多次在证券时报和期货日报发表文章。

重点研究品种：锌和铝。

## 锌矿紧缩支撑锌价走强

■ 文/纪元菲

锌矿紧缩是支撑上半年锌价上涨的主要因素，目前来看，锌矿紧缩传导至下游冶炼生产仍将是支持下半年锌价持续上涨的驱动力。

上半年锌矿供给减少逐步支撑锌价上涨。一方面，国际供给收缩，锌矿加工费持续走低，进口锌矿持续减少，国内锌矿产量也受到环保压力和资金紧张的限制，复产情况不及预期；另一方面，锌的需求一改前期低迷，在稳增长政策的推动下有所改善。黑色系大幅上涨打开了镀锌板盈利空间，使得上半年镀锌需求旺盛，带动镀锌消费。氧化锌方面也由于轮胎双反推后，需求好于预期，支撑锌价回升。

然而我们也看到，上半年锌价走势并未一路上扬，快速上涨后伴随着震荡回落，整体走势呈阶梯

状，这主要是由于虽然锌矿出现紧缩，但实际精炼锌供给仍然十分充裕。具体来看，一是年初冶炼企业仍有一定锌矿库存，可以支持生产，因而随着价格走高，精炼锌产量并未受锌矿收缩影响，而是环比小幅走高；二是去年底至今年初进口套利窗口打开，一季度进口精炼锌大幅增加，导致精炼锌库存剧增。

下半年锌价走势如何？我们将从锌矿供给、锌矿偏紧向精炼锌冶炼传导，以及整体锌产业链结构等方面来探讨。

### 一、全球锌矿紧缩带动锌价上涨

（一）全球锌矿产量下滑几成定势

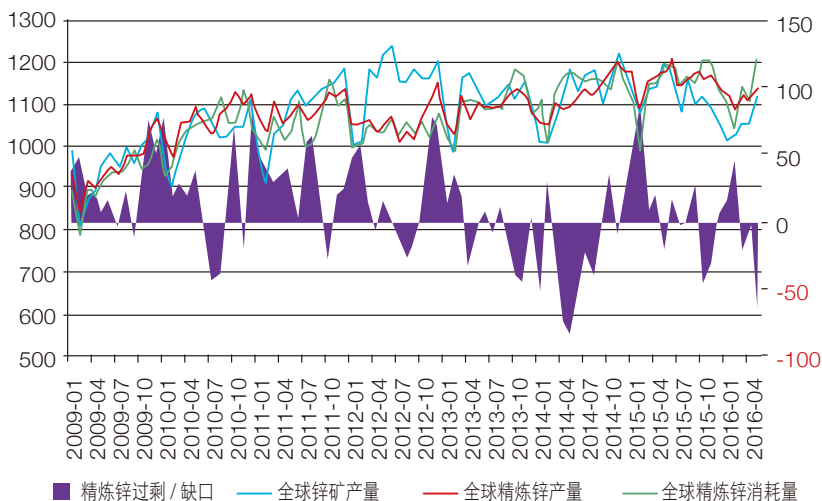
2016 年全球锌市场供给收

缩，锌市场供需由前期小幅过剩转向缺口扩大。由于今年适逢大矿山资源枯竭关停，新增产能尚未跟上的青黄不接时期，叠加矿企由于价格原因减产，导致锌矿出现较大缺口。

具体来看，首先，锌矿方面有超 50 万吨矿山（如澳大利亚 Century 矿和爱尔兰 Lisheen 矿）将因资源枯竭而停产；其次，由于价格低迷减产的产能约 55 万吨，其中减产最大的是嘉能可，预计其将减产 50 万吨锌矿产能（折合 35 万吨锌矿产量）；第三，由于前期投资减少，今年释放新产能很少。综合以上因素，预计今年锌矿产量将减少接近 8%（图 1）。

根据国际铅锌小组数据，全球锌矿 1-5 月整体供给为 517.45 万

图1 全球金属锌供需平衡情况



数据来源：国际铅锌小组

吨，较去年下滑8.6%。其中澳大利亚、爱尔兰和印度下滑幅度最大，澳大利亚主要由于年产39.3万吨的Century矿山因资源枯竭而停产；爱尔兰则主要由于年产能约11万吨的Lisheen矿的关闭产量减少，但因其整体产量较少因而影响较少；印度由于Rampura Agucha矿生产出现问题产量同比下滑30%。虽然整体锌矿产量出现下滑，但由于锌价回暖，仍有在产矿山提高开工率（如reddog矿山产量创历史新高）。然而，整体矿山资源品位的下降制约了产量的增幅，因而短期内新增产量仍难以弥补大矿山停产和减产造成的供给缺口。

嘉能可公司由于价格原因减产50万吨锌矿，是今年影响整体锌矿供给的主要因素，下半年嘉能可是

否会复产以及何时复产将会是影响锌价上升空间的重要因素。从目前情况来看，由于矿产企业复产和投产的成本较高，嘉能可等矿企可能需要更高的锌价来刺激他们的投产动力。同时由于今年已经过半，即使嘉能可完全复产，也只能影响约15万吨的产量，仍难弥补市场54.3万吨的供给缺口，因此全球锌矿产量下滑几成定势。

## （二）国内锌矿偏紧

国内方面，虽然矿山产量因环保问题受到制约，但未严重到像国外矿山的大幅减停产，我国锌矿产量占全球产量比例反而从36%提升至40%以上。整体来看，1-5月国内锌矿产量呈现逐月环比增加、累计同比下滑的态势。

下半年的供给情况，首先，会

有约25万吨锌矿新增产能（折合10万吨锌产量）；其次，小矿复产和投产方面，其复产预期价位已经由前期的15000元/吨提升到17000-18000元/吨，但由于受到矿山品位下降、环保要求趋严、开采证审批困难以及资金限制等因素的影响，预计下半年小矿山的复产数量和产出都将低于预期。整体来看，2016年全年国内锌矿产量预计为480万吨左右，与去年基本持平。

综合国内和全球情况来看，2016年锌矿产量增加均受到制约。从这个角度来看，虽然目前锌价已上涨至2200美元/吨（国际）和17000元/吨左右（国内）的高位，短期内锌矿紧缩缺口仍难以弥补，后市市场的焦点将逐渐转向下游精炼锌的生产环节。

## 二、锌矿偏紧缓慢传导至中游精炼锌冶炼

锌的产业链可以简单表述为“上游锌矿开采—中游精炼锌冶炼—下游精炼锌消费”。前文我们分析得出下半年锌矿供应出现缺口，下面将分析这一缺口是否已经传导至产业链的中下游。

### （一）精炼锌供给将主要依赖国内精炼锌冶炼

虽然上半年由于锌矿紧缩锌价回升，但国内实际精炼锌供给充足，上半年并未出现精炼锌短缺。



“

锌精矿供给收缩在今年内将会持续发酵，若后期锌矿供给没有超出预期的好转，下半年锌价整体走势仍将偏乐观。

”

主要原因有二，一是年初冶炼企业仍有约两个月锌矿库存可以支撑生产；二是去年底锌价呈现外弱内强的格局，进口套利窗口的打开使得去年四季度至今年一季度精炼锌进口量大幅增加，导致精炼锌市场供给充裕。然而，当前这种局面已经出现改变。首先，冶炼企业库存普遍下滑至两周库存低位甚至更少；其次，进口套利窗口1月份之后持续处于关闭状态，进口精炼锌环比持续下滑，因此这两方面均难以支撑下半年精炼锌的供给。

反观后市，从目前国内精炼锌的价差走势来看，鉴于前文所述，全球锌矿紧缩程度大于国内锌矿产量下降的幅度，因此锌价外强内弱的格局可能持续，这也意味着下半年进口窗口仍难打开，精炼锌供给主要依赖于国内精炼锌生产。

## （二）锌矿供给量制约精炼锌产量

冶炼企业的产量主要取决于当前加工费水平下的生产积极性，以及原材料锌矿的供应。从冶炼企业的生产积极性来看，国产矿方面，目前国产锌矿冶炼加工费持续下滑，已经从年初5400元/吨下滑至4900元/吨，但由于锌价上涨后，冶炼企业可以分享超过15000元以上20%的利润空间，以目前17000元/吨左右的价格来测算，锌价上涨可以弥补加工费约400元/吨，因此，冶炼企业加工国产矿的生产

积极性未受较大影响。

进口锌矿方面，今年进口加工费则大幅下滑，根据上海有色网数据显示，7月初进口锌精矿50品位加工费报价多集中在90-120美元/干吨，更有传闻出现过最低80美元/干吨的报价，不但较去年同期几乎腰斩，较年初降幅也接近40%。这意味着，由于加工进口矿相较国产矿亏损幅度持续扩大，冶炼企业将减少采购进口矿。

数据显示，2016年上半年进口锌矿量仅为100万吨，同比下滑41.95%；6月进口锌矿量仅为9.34万吨，同比下滑近7成，整体国内锌矿供给由于进口锌矿量的下降较前几年供给水平出现大幅下滑，且同比差距逐月扩大。预计全年锌矿进口量或下滑至160万吨左右。

而国产锌矿的供应，我们已在前文分析得出，全年预计国内锌矿产量为480万吨左右，与去年基本持平。这意味着，今年国内锌矿产量或仅能维持去年水平，难以弥补进口锌矿减少的缺口。

那么上游进口锌矿紧缩的影响什么时候真正传递到中游精炼锌的冶炼呢？

锌精矿紧缺传导至精炼锌冶炼环节的时间点约在8-9月。

我们需要观察锌矿供应与精炼锌产量（即冶炼企业对锌矿的冶炼需求量）之间供需缺口的变化趋势来判断这个时间点。根据安泰科数

据显示, 2016 年上半年精炼锌产量为 302 万吨, 而锌精矿供给量预计约为 270 万吨, 即推算锌矿缺口约为 32 万吨。根据前文分析, 冶炼厂目前已在消耗前期锌矿库存, 仅从锌矿目前的供给情况看, 上游锌矿紧缺预计将在 7 至 8 月期间开始制约冶炼厂产量。

但如果结合实际锌矿的冶炼需求, 根据安泰科报告的估算, 由于冶炼厂为了应对锌矿供给紧张的局面, 用钢厂烟灰和锌焙砂等原料与锌精矿原料混合进行冶炼, 锌矿需求占比下降, 实际锌精矿需求可能会小于预期水平, 但相差不会太大。另一点需要考虑的因素是, 国内矿企前期或因价格低迷仍保留一定库存以待价格回升后再销售。

综合以上因素, 我们认为, 锌精矿紧缺传导至精炼锌冶炼环节的

时间点约在 8-9 月 (图 2)。

### 三、需求平稳锌产业链增长呈金字塔型

前文主要讨论锌矿供给收缩将逐渐传导至精炼锌冶炼环节, 从而制约精炼锌供给而推动价格上涨的逻辑, 但实际上, 精炼锌价格的上涨还需考虑到整体锌产业链的供需情况。

总体来看, 今年全球锌产业链将保持从上游锌矿开始产能收缩的三角形状态, 即锌精矿产量减少幅度 > 精炼锌产量减少幅度 > 精炼锌消费下滑幅度, 这意味着整体产业链库存陆续消耗。同时, 我们预计全年锌产业链将呈上游锌矿产量减少, 中游冶炼产量持平, 下游消费小幅增加的金字塔型。Wood Mackenzie 预计今年锌矿产量将

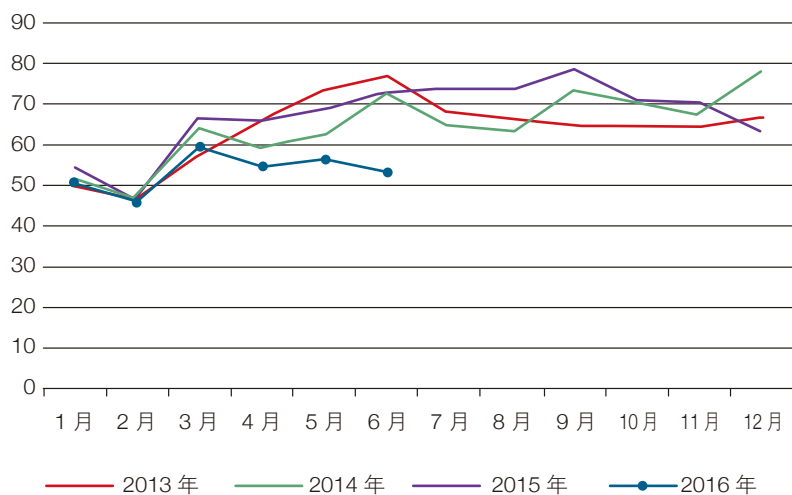
为 1285.5 万吨, 精炼锌产量将为 1392 万吨, 下游消费将为 1446.3 万吨, 预计 2016 年全球锌市场会出现 54.3 万吨的供应短缺, 从而支持锌价持续走强。

国内方面, 预计也将同样呈现金字塔型。虽然国内锌矿供给平稳, 但由于锌矿进口减少, 整体锌矿供给回落幅度约为 10%; 后期预计将传导至冶炼环节, 精炼锌产量受此制约或回落 2%-3%; 而精炼锌需求量在稳增长的带动下, 镀锌需求向好, 国内锌需求预计将好于去年同期水平, 有望小幅增加约 2%-4%。

因此, 锌精矿供给收缩在今年内将会持续发酵, 若后期锌矿供给没有超出预期的好转, 下半年锌价整体走势将仍偏乐观。

短期需要注意的是, 一般三季度是精炼锌的需求淡季, 即使精炼锌受锌矿紧缩制约, 在下游消费预计同样走弱的情况下, 应关注精炼锌的去库存情况; 中期来看, 虽然全球宏观经济不确定性在增加, 10 月美国大选或导致市场波动加剧, 但目前仍然看好稳增长情况下的中国经济发展, 因而我们对四季度需求在旺季回升持乐观态度。四季度若金九银十消费如期好转, 库存回落至低位, 锌矿收缩传导至冶炼环节从而制约冶炼厂生产, 精炼锌现货供给出现偏紧甚至升水, 则有望迎来更夯实基础的上涨。■

图 2 国内整体锌矿供给情况



统计局、海关总署、安泰科、华泰期货研究所

# 英国脱欧的市场应对及对衍生品市场的影响

■ 文/吴长凤 鹿波

## 历史背景

从英国与欧盟 40 多年的历史关系来看，此次英国公投脱欧似乎有其必然性。

首先，英国一直游离于欧盟的核心圈之外。1951 年组建的“欧洲煤炭钢铁共同体”、1957 年成立的“欧洲经济共同体”和“欧洲原子能共同体”，英国均缺席。近年来，英国对欧盟持续推进的财政联盟、银行联盟和开征金融交易税等一体化进程始终不合作，拒绝签署一体化条约，也使得其欧盟身份不断特殊化。此外，为了保持国内货币政策的独立性和对边界的控制力，英国一直未申请加入申根区和欧元区。

其次，此次脱欧公投是英国历史上第二次由公民投票选择是去是留。英国于 1973 年加入欧盟，但在 1975 年 6 月 5 日，就举办了首次脱欧公投，最终以 67% 的投票支持率，使得英国继续留在了欧盟。

金融危机后，欧盟设立了一系列立法和监管程序，总体上大大提高了监管质量，未来还将进一步统一金

融系统的监管。欧盟成员国的国家当局要服从于欧洲中央银行（ECB）的决定和规则——单一的监管机制和单一的决策机构，这些安排措施在执行过程中将促进欧元区一体化的深入。英国参与到单一市场中，意味着其金融业大多数的立法和监管都取决于欧盟的水平。英格兰银行认为<sup>①</sup>，这阻碍了国家官方机构应对其管辖区域内特别风险的弹性和灵活性，欧元区一体化的深入不能损害英格兰银行实现其金融稳定目标的能力，或者向这个单一市场妥协。

欧盟一体化的目标是拥有超级国家机构的统一欧洲，而英国认为欧盟只应在主权国家政府之间进行联盟。在金融领域，英国很不情愿被动服从于欧盟的法规体系，这是其脱欧的一个非常重要的诱因。

## 对脱欧的担忧和金融市场的波动

英国公投前，包括英国财政部在内很多官方和业界机构都发表研究报告，全面表达了对英国脱欧的担忧。英国作为欧盟经济的一员，

其经济的长期发展主要得益于英国经济的不断开放，贸易和投资的支持。而这是英国享受的欧盟作为单一市场所带来的好处，这些好处远远超过了其作为欧盟成员国所付出的成本。未来，这些好处能保留多少，极为不确定。

短期来看，脱欧后，英国将与欧盟和其他国家开启谈判，重新确定其与全球其他经济体在经济、政策、法律和监管架构方面的关系，由此产生的复杂和相互独立的协商过程，将带来非常大的不确定性和不稳定性，对经济发展和金融市场稳定将产生严重影响。贸易和投资的转移、经济政策的不确定性、金融环境波动的增大，将使英国经济的需求端和供给端都受到破坏性打击，把英国经济推向衰退，失业率可能将大幅度提高。

2016 年 4 月，英国财政部发布了长达 200 页的深度报告，报告指出：英国脱欧将使英国永久性地变穷，无论采取哪种发展路径，15 年以后（2030 年以后），英国的年人均 GDP 和税收都将大幅度减少。

① <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/euboe211015.pdf>

正是在这些权威的理性研究分析的基础上，英国全民公投前夕，金融市场的表现押注于英国留欧。

6月22至23日，CBOE恐慌性指数VIX下跌幅度达6.66%，英镑兑美元升值2.33%，全球主要股票市场指数都大幅上涨，避险性黄金资产价格下跌。但是，真实情况并没有如市场所愿。各指数表现在6月24日和27日大幅逆转，CBOE恐慌性指数VIX上涨幅度达38.26%，避险类资产如黄金价格大幅度上扬，全球股市和原油市场哀声一片，美、日股指期货24日盘中触发熔断机制。

但是，自6月28日开始，市场恐慌情绪迅速逆转，股票市场大幅度上涨。英国公投结果和金融市场表现让很多市场人士始料不及。受益于英国公投所带来的市场大幅波动，伦敦证券交易所（LSE）、美国纽约交易所（NYSE）、芝加哥期权交易所（CBOE）、芝加哥商品交易所（CME）等全球很多交易所6月份的交易量都大幅增长。

## 官方和市场的预期管理

英国脱欧无疑将会对其本身的经济、世界经济格局，以及全球资本流动带来重大影响，至少短期内造成各类市场发生动荡。事实，也的确如此。

尽管2016年6月23日英国公

投前，很多人认为留欧的可能性更大，但相关各方不能不为即将到来的不确定性做好充足准备。各国央行、财政部、监管机构等，都准备了充分的应对措施，当“黑天鹅”真正到来时，向全球发表声明，安抚市场恐慌情绪。

各政府机构声明的核心内容是保障市场的流动性充足，对市场保持密切关注，加强和其他机构的沟通，并已准备好应急计划，应对市场可能出现的危机。这些安抚措施加强了投资者对各国未来还将不断进行量化宽松的预期，很多国家股票市场仅仅在英国公投脱欧2天后，就迎来了大幅度上涨行情。

公投前后，全球各大交易所也积极备战，应对市场可能出现的大幅度波动。2016年6月24日，纳斯达克衍生品市场宣布将对瑞典和芬兰衍生产品运用“快速市场（fast market）”情形（生效时间自2016年6月27日起，至交易所发布进一步通知后结束）。“快速市场”意味着“错误交易的取消和价格调整”规则和做市商义务的改变。交易所被赋予更多权利处理错误交易和调整价格，做市商可以用双倍于正常情况下规定的价差报价。

6月22日，美国芝加哥商品交易所（CME）和芝加哥期权交易所（CBOE）发布紧急行动通知和特别执行报告，宣布从当日下午5点开

盘至24日收盘，临时对CME外汇期货执行特别价格波动限制水平（即将4个价格限制水平提高一倍）；对于CME和CBOE的利率期货，提高扩展交易时间（Extended Trading Hours）内的特别价格波动限制水平的下限，至日常交易时间（Regular Trading Hours）时的上限。6月24日，CME和CBOE又发布紧急通知，将6月22日通知中的临时执行时间延长至6月27日收盘时。

6月17日，泛欧证券交易所（Euronext）宣布实施“快速市场”情形。根据法律法规，为应对6月23日的英国公投可能导致的市场大幅波动和高交易量，初步决定从6月20日市场开盘至27日市场收盘，货币和衍生品市场将针对个股期权和期货合约执行指定的安排措施，以维护市场的公平有序；可能会根据需要，延长执行时间；Euronext市场服务部（Euronext Market Services, EMS）将密切关注市场态势，也有可能在这期间就恢复到正常市场条件；无论是哪种情况，都将及时向市场宣布规则动态。这意味着，做市商买卖报价可以放宽或免去部分做市义务，价格熔断水平将提高一倍。6月24日，Euronext宣布，快速市场情形将于27日收盘后结束，EMS将继续密切关注市场态势。

洲际交易所集团美国期货市场<sup>②</sup>

<sup>②</sup> 2016年6月21日，ICE美国期货市场发布通知，在6月23日英国全民公投之前，提醒投资者当前的价格限制水平可能会根据市场日内波动情况随时做出调整。如果调整，将在调整后尽快发出通知。



也发布通知，可能会根据市场情况扩大熔断价格水平；澳大利亚证券交易所<sup>③</sup>和韩国证券交易所<sup>④</sup>分别于6月24日和7月4日调整部分期货等衍生品合约的保证金。

此外，期货经纪商也为英国公投可能造成的市场波动做好了准备。有些经纪公司早在16日就开始提高黄金、白银和英镑等期货合约的保证金。外汇期货经纪商也提高了主要货币对期货合约的保证金水平，并提醒客户留出更多现金以应对英国公投带来的损失。6月23日，为避免客户和银行发生严重损失，巴克莱银行停止接受客户的货币交易止损指令。

总体而言，我们看到，各国政府机构、监管机构、交易所等市场主体，在应对不确定性方面都积累了丰富的经验，不仅在事前采取措施稳定市场秩序，而且事前和事中引导投资者预期和信息透明度方面都进行了及时全面沟通，保障了市场的健全有序运行。虽然英国公投脱欧后几天内市场的交易量非常大，但这场政治事件并没有演变成流动性危机，衍生品市场的所有追加保证金的要求都得到了满足。此外，某些市场或产品几乎24小时都在交易，这对于吸收或缓释不确定性事件所产生的恐慌情绪发挥了重要

作用，降低了市场潜在的剧烈波动。

## 英国脱欧对衍生品市场的影响

作为欧盟成员国，英国伦敦吸引了众多国家银行将其作为欧洲业务总部的所在地，使其发展成为全球金融中心之一，因此，金融服务业对英国经济增长的贡献越来越重要。这也意味着，英国脱欧将对其金融和经济产生重大的、持续的影响，尤其是受益于单一市场规则保护的衍生品清算业务将受到直接冲击，其未来的监管也将面临更多不确定性。如果大型金融机构的业务活动从英国转移，将对伦敦的国际金融中心地位带来挑战。

第一，金融和经济的波动将对英国衍生品清算市场产生直接影响。

首先，一些对手方的信誉可能会下降。很多衍生品合约是由英国（或主要业务在英国）企业签署的，这些企业的信用评级和信誉将受到负面影响。对于受影响的企业，新的衍生品合约交易或者对已有头寸的管理成本将提高，如担保品需求可能会提高。如果某些交易对手方受到特别不利的影响，有可能会触发客户移仓或终止合约。

其次，现有衍生品合约的风险暴露头寸可能会变动。很多衍生品

合约是参考或者直接以英镑结算，金融市场的波动可能引起或增加现有衍生品合约的风险暴露头寸，并触发担保义务。

再次，英镑计价的抵押品价值可能缩水。英镑和英国资产可能会被作为衍生品交易的抵押品<sup>⑤</sup>，当用这些资产（如英镑现钞或英国国债）来追加保证金时，特别是用来覆盖除英镑外其他货币的风险暴露头寸时，这些资产价值的缩水会导致担保责任的增加。

第二，英国衍生品清算市场监管面临不确定性。

在欧盟制定的法规监管环境下，英国的衍生品市场近年来运转平稳。英国脱欧后，在新关系模式建立之前，衍生品清算市场监管的不确定性将增加。由于衍生品市场的全球性和英国在衍生品发展方面的重要地位，预计当前的监管条例至少在短期内将保持有效。

在欧盟市场基础设施条例（European Market Infrastructure Regulation, “EMIR”）的监管框架下，衍生品合约清算的中央对手方（CCPs）和交易存管方（TRs）都必须被欧盟授权或认证。非欧盟的CCPs或TRs必须在取得欧盟委员会对其法律和监管制度的认证后，才能在欧盟提供服务，以确保这些

③ 澳大利亚证券交易所从6月24日收盘持仓开始至27日结算止，调整SPI 200和10年期6%息票政府债券期货合约的SPAN保证金水平，分别从\$6,100和\$2,500上调至\$8,500和\$3,000。

④ 韩国证券交易所从7月4日起上调部分衍生品保证金，美元衍生品合约的保证金从2.80%提高到3.20%，韩国Kospi200波动率指数期货的保证金从30%提高到32%。

⑤ 请参阅“欧元区流动性再宽松 ETF可冲抵交易保证金”，衍生品研究网，2016年5月10日。

CCPs 接受与 EMIR “等效” 的监督。迄今为止，欧盟委员会虽然已经就一些国家或地区（如美国、加拿大、新加坡和我国香港）的监管制度做出了一些等效性决定，但是其谈判过程非常艰难。对于批发银行业务，欧盟参考国际标准来确认等效性，方法比较灵活；而对于零售业务，出于对零售客户的保护，认证过程非常谨慎，有些领域还完全不允许进入。英国恰恰在批发银行业务方面具有国际领先地位。所以，在欧盟法律框架下，英国原本享有跨境进入他国交易平台、清算结算系统的最大优势。脱欧后，英国是否或如何继续受益于现有的欧盟制度，是一个非常重要的问题。

最糟糕的情况是，英国可能不会被认可为与欧盟体制“等效”的第三方国家，英国的 CCPs 和 TRs 被迫根据 EMIR 申请等效性认证，而为了自身利益，英国需要认可欧盟国家 CCPs 和 TRs 的等效性，以和他们开展业务合作。此外，英国不再属于欧美监管合作讨论中的一员，可能会处于从头再来的尴尬境地，讨论谈判过程将是漫长复杂的。这将使英国在多个业务领域的跨国法律监管方面面临较大困境。

第三，英国的国际金融中心地位受到挑战。

英国已经高度融入欧洲金融体系。英国单对西欧 15 国家家庭和企

业的美元贷款就达到 8800 亿美元，还有一些对政府和银行的同业贷款。同时，大多数欧洲大型银行主要在伦敦开展业务，所以欧盟银行对英国的风险暴露程度会更大，总共有 1.7 万亿美元。2013 年，英国的 OTC 利率衍生品交易占全球市场交易份额的 49%，外汇交易占 41%，绝对优势明显。

英国最大的调研公司 Ipsos MORI 于 2013 年对 The City UK<sup>⑥</sup> 会员的调查数据显示：英国有近 50% 的金融企业受益于欧盟市场准入的便利，分别有 40% 以上的金融企业受益于单一监管架构和跨境贸易，没有明显受益的企业仅有 10% 左右；如果英国脱欧，工作岗位转移的可能性接近 40%。

长期来看，脱欧后，英国对衍生品交易对手方的监管条例将逐渐偏离欧盟的规则。这将导致那些有跨境业务活动的交易对手方承受双重的合规压力，因为在 EMIR 框架下，为了继续和欧盟方进行交易，他们仍然需要遵守欧盟的监管条例。欧盟仅允许监管等效的国家进入欧盟市场，英国脱欧后，将不再受单一市场规则的保护，必须与欧盟谈判在欧盟市场开展金融服务的问题。虽然英国在金融服务方面已经建立了强大的优势和集聚效应，竞争力很强，且很难撼动，但一旦谈判不利，伦敦难以继续为欧盟市场服务，特

别是零售产品和欧元交易产品，这可能会导致金融企业逐渐撤离伦敦。

英国在欧元计价产品的批发银行业务方面具有国际领先地位，但欧元区国家和机构希望这些业务转移到欧元区，接受欧洲央行的监管。欧洲央行有可能寻求与英格兰银行就结算事宜重新谈判，不允许英国的 CCPs 清算以欧元计价的衍生品。这意味着衍生品清算和交易存管业务的转移将不可避免。英国也将要无缘于未来欧盟资本市场联盟所带来的新的市场机遇。

伦敦不仅仅是欧洲金融中心，还是一个在很多产品领域具有主导地位的国际金融中心。脱欧后，如果大量金融企业迁移，伦敦的国际地位将会遭到破坏，只有少数其他地方的金融中心可能会受益，如巴黎、法兰克福、阿姆斯特丹和都柏林。但这些地区不能一夜之间复制伦敦金融服务业“生态系统”的优势，包括专业人员、法律服务和市场基础设施。他们之间还会由于与伦敦之间新的贸易壁垒的出现而产生竞争，这些竞争的成本也将是高昂的。此外，大型银行从伦敦转移批发业务活动的成本很高，在未来英国与欧盟的谈判中，这些跨国大型金融机构的话语权也将发挥重要作用。

（作者吴长风、鹿波分别为中国金融期货交易所北京金融衍生品研究院高级研究员、研究员）

⑥ The City UK 是英国一家支持金融及相关专业服务的会员制机构。

# 2016 年 7 月中国期货市场成交情况统计表

交易所名称	品种名称	本月成交量（手）	同比增减	本月成交额（亿元）	同比增减	今年累计成交量（手）	同比增减	今年累计成交额（亿元）	同比增减	本月月末持仓量（手）
上海期货交易所	铜	6,904,618	-17.45%	13,090.28	-21.14%	48,353,452	5.54%	88,513.50	-8.16%	283,715
	铝	3,156,715	243.87%	1,962.86	245.27%	23,766,437	320.54%	14,009.43	282.26%	242,744
	锌	6,152,133	146.72%	5,203.58	174.36%	38,648,299	152.71%	28,602.16	132.00%	251,639
	铅	196,273	104.57%	131.30	112.83%	1,006,349	41.53%	668.60	46.29%	17,648
	锡	321,453	876.65%	382.23	963.95%	2,082,135	511.63%	2,273.19	468.89%	8,035
	镍	15,094,876	94.95%	12,122.93	84.18%	63,976,742	193.51%	46,186.40	120.42%	338,132
	黄金	3,342,012	39.99%	9,686.38	78.78%	23,917,577	80.58%	63,159.33	96.91%	182,397
	白银	12,307,056	-2.52%	8,137.65	29.95%	50,233,316	-49.40%	28,525.14	-46.44%	369,937
	天然橡胶	10,714,434	44.09%	12,590.81	31.02%	62,264,180	45.29%	70,947.47	22.39%	232,800
	燃料油	153	-40.93%	0.20	-37.14%	800	-72.63%	1.00	-78.76%	14
	石油沥青	13,393,721	1189.48%	2,717.46	919.15%	122,185,492	2554.02%	23,289.00	1549.20%	464,397
	螺纹钢	84,441,840	14.62%	20,260.30	34.09%	645,653,408	101.34%	140,873.11	89.21%	1,507,196
	线材	15	-62.50%	0.00	-63.39%	40	-85.66%	0.01	-87.45%	0
	热轧卷板	4,177,563	1539.57%	1,073.18	1929.06%	21,778,056	2046.87%	5,279.11	2069.01%	141,904
总 额		160,202,862	36.85%	87,359.17	39.85%	1,103,866,283	93.23%	512,327.46	44.89%	4,040,558
郑州商品交易所	一号棉	13,210,466	708.76%	10,065.56	863.47%	53,505,766	296.64%	34,628.08	289.87%	273,778
	早籼稻	161	-64.14%	0.09	-61.70%	872	-62.19%	0.48	-57.14%	36
	甲醇	8,170,290	-57.49%	1,582.76	-64.37%	85,766,927	-56.90%	16,135.33	-66.11%	282,656
	菜籽油	3,092,262	333.47%	1,974.54	363.27%	12,804,478	210.92%	7,799.55	216.74%	164,967
	油菜籽	1,419	-93.15%	0.60	-92.22%	16,550	-50.00%	6.72	-46.11%	33
	菜籽粕	40,667,547	-8.17%	10,618.24	7.35%	178,362,550	-1.53%	41,960.98	5.42%	442,101
	白糖	11,219,602	1.19%	6,784.20	14.03%	82,074,394	-7.25%	46,228.79	-0.81%	543,292
	PTA	13,844,828	-27.89%	3,293.53	-26.37%	93,821,988	-34.90%	22,017.11	-38.25%	940,136
	普麦	5	-91.38%	0.01	-93.33%	122	-52.71%	0.15	-56.06%	7
	强麦	25,793	-39.23%	13.50	-42.42%	334,065	285.62%	186.79	297.41%	5,228
	玻璃	6,180,118	131.69%	1,349.96	189.32%	28,052,771	24.67%	5,553.44	33.48%	125,935
	动力煤	2,705,381	2004.34%	1,176.24	1088.48%	22,827,541	1796.01%	8,660.63	745.36%	179,001
	粳稻	56	250.00%	0.04	250.00%	191	235.09%	0.12	242.86%	3
	晚籼稻	9	-35.71%	0.01	0.00%	82	-91.98%	0.05	-92.04%	0
	硅铁	29,680	13032.74%	6.61	11909.09%	61,769	2495.34%	13.64	2135.25%	7,379
	锰硅	54,681	71848.68%	16.08	80300.00%	86,228	655.72%	23.98	654.09%	5,894
总 额		99,202,298	0.21%	36,881.93	37.49%	557,716,294	-14.75%	183,215.79	-1.64%	2,970,446
大连商品交易所	黄大豆一号	2,627,239	74.68%	994.45	58.90%	20,220,569	106.32%	7,389.42	77.54%	137,494
	黄大豆二号	178	-81.10%	0.07	-73.53%	1,541	-60.73%	0.54	-54.67%	17
	胶合板	117	-95.70%	0.06	-95.61%	372	-99.79%	0.17	-99.84%	18
	玉米	10,018,840	176.14%	1,526.62	95.89%	65,887,847	722.06%	10,588.13	474.41%	1,269,253
	玉米淀粉	3,356,379	1438.59%	663.07	999.45%	35,492,423	1539.50%	7,299.50	1052.23%	283,284
	纤维板	24	-96.71%	0.01	-96.50%	205	-99.69%	0.05	-99.74%	4
	铁矿石	20,794,247	-35.79%	9,024.93	-24.47%	241,344,090	103.87%	94,136.77	91.07%	892,859
	焦炭	1,620,341	9.20%	1,626.65	31.88%	33,019,800	242.25%	29,223.86	226.15%	89,777
	鸡蛋	2,592,169	73.92%	1,039.19	64.96%	12,724,863	48.34%	4,652.31	27.47%	129,124
	焦煤	1,215,283	1.56%	539.94	17.92%	23,871,748	157.14%	9,618.80	152.60%	89,229
	聚乙烯	8,495,647	-14.69%	3,833.41	-16.96%	72,317,679	-0.31%	30,943.31	-7.79%	309,563
	豆粕	56,293,377	36.84%	17,841.25	59.02%	270,516,346	46.80%	77,239.86	54.46%	1,407,051
	棕榈油	11,689,855	39.26%	5,949.45	44.88%	81,300,697	55.59%	41,938.06	61.42%	364,682
	聚丙烯	8,126,208	64.91%	3,259.46	62.86%	100,900,754	105.46%	34,180.07	69.66%	537,404
	聚氯乙烯	531,555	329.31%	150.24	356.21%	2,400,919	151.16%	632.99	141.71%	90,937
	豆油	10,134,166	31.29%	6,278.39	44.70%	56,332,151	11.89%	33,793.18	18.31%	562,189
	总 额	137,495,625	20.43%	52,727.17	25.38%	1,016,332,004	76.57%	381,637.02	65.24%	6,162,885
中国金融期货交易所	10年期国债	367,711	383.21%	3,698.47	407.11%	2,891,609	918.44%	28,840.72	957.86%	47,291
	沪深300股指	333,353	-99.26%	3,196.47	-99.40%	2,833,292	-98.79%	26,265.35	-99.11%	46,223
	5年期国债	181,038	17.83%	1,831.47	22.92%	1,746,712	10.41%	17,581.06	13.89%	32,643
	上证50股指	120,343	-98.67%	778.96	-98.93%	1,029,546	-96.44%	6,439.22	-97.54%	16,303
	中证500股指	334,623	-92.74%	4,168.55	-94.06%	2,381,599	-86.85%	27,748.64	-91.67%	33,723
总 额		1,337,068	-97.73%	13,673.92	-97.99%	10,882,758	-96.17%	106,874.99	-97.01%	176,183
全国期货市场交易总额		398,237,853	2.33%	190,642.19	-76.47%	2,688,797,339	28.96%	1,184,055.25	-72.76%	13,350,072

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。



---

## 《灵山日出》

江西瑞奇期货 金明 / 摄



中国期货业协会  
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0716 — L0173 号



