



中国期货业协会  
China Futures Association

自律·服务·传导

# 中国期货

## CHINA FUTURES

2017年第1期/总第55期

(内部资料 免费交流)

### 封面文章

我国商品期权合约及  
相关规则制定原理解析

>p09

### 服务·实体

建章立制 期货护航现货  
发展

>p26

### 热点直击

统一思想 全面动员  
期货行业扶贫工作扎实推进

>p29

### 人物·对话

中粮期货吴浩军：不忘初心  
做坚定的期市守望者

>p37

### 文化·生活

幸福坚守着期货梦

>p50

## 【封面文章】

# 备战商品期权 助力风险管理

>p08





### 期货品种功能评估专业评审会在京举行

2017年3月7日，由证监会期货部主办的期货品种功能评估专业评审会在北京举行。证监会副主席方星海出席会议，听取了国内三家商品期货交易所对各自上市品种的自评结果和评审专家的评审意见，并与国内现货行业协会、大型现货企业、期货公司相关负责人等评审专家进行了座谈交流，就进一步做好期货市场服务实体经济相关工作作了总结讲话。



### 中国期货业协会与中国钢铁工业协会签署合作备忘录

2016年12月3日，在第12届中国（深圳）国际期货大会召开之际，中国期货业协会与中国钢铁工业协会在深签署合作备忘录。双方本着互利共赢、共谋发展的原则将在信息、业务、人员培训、课题研究等方面展开交流与合作。

## 2017 年新年寄语

■ 中国证监会党委委员、副主席 方星海

时光荏苒，岁律更新。随着 2017 年大门的开启，我们告别了 2016 年。

回首过去的一年，在“依法、从严、全面”的监管理念指导下，期货市场监管转型、制度供给、市场建设、对外开放等各项工作扎实推进，取得了新的成绩。一年来，面对商品期货的大幅波动，市场各方协调应对，成功防范了过度投机和市场操纵，维护了期货市场的平稳运行。广大实体企业对期货市场价格发现、风险管理功能的认识也不断深化，越来越多的企业利用期货市场价格信号进行生产经营管理，套期保值，提升了企业抗风险能力。一年来，期货经营机构坚守诚信合规经营理念，加强自律，夯实基础，守住了风险底线。以“保险+期货”业务模式为代表的风险管理、资产管理等创新业务稳步推进，服务实体经济能力不断提升。商品期权的上市必将给市场带来新的生机和活力。

岁月不居，天道酬勤。展望 2017，期货市场迎来了加速发展的机遇。深入推进供给侧结构性改革，全面实施“一带一路”战略，实现国家“两个一百年”奋斗目标，要求我们必须从国家战略的高度加快期货市场建设，发挥资源配置功能，将我国期货市场建设成为与我国经济地位相匹配的、具有国际影响力的定价中心，服务实体经济。

为此，我们应加深对实体经济需求的理解，在监管制度、交易规则、品种上市、风险防控以及投资者保护上，进行改革和调整，加快市场化、法制化、国际化进程，吸引更多的境内外机构投资者参与期货市场，引导更多的境内外实体企业利用中国期货市场进行贸易定价和风险管理，使中国的期货市场发挥全球资源要素配置的作用。

在推进中国期货市场国际定价中心建设过程中，我们必然会遇到各种困难。由于全球经济复苏乏力，贸易保护主义抬头，一系列“黑天鹅”事件使国际环境更为复杂。因此，我们要有足够的战略准备和政策应对，不断提高监管水平，提升期货行业竞争力。

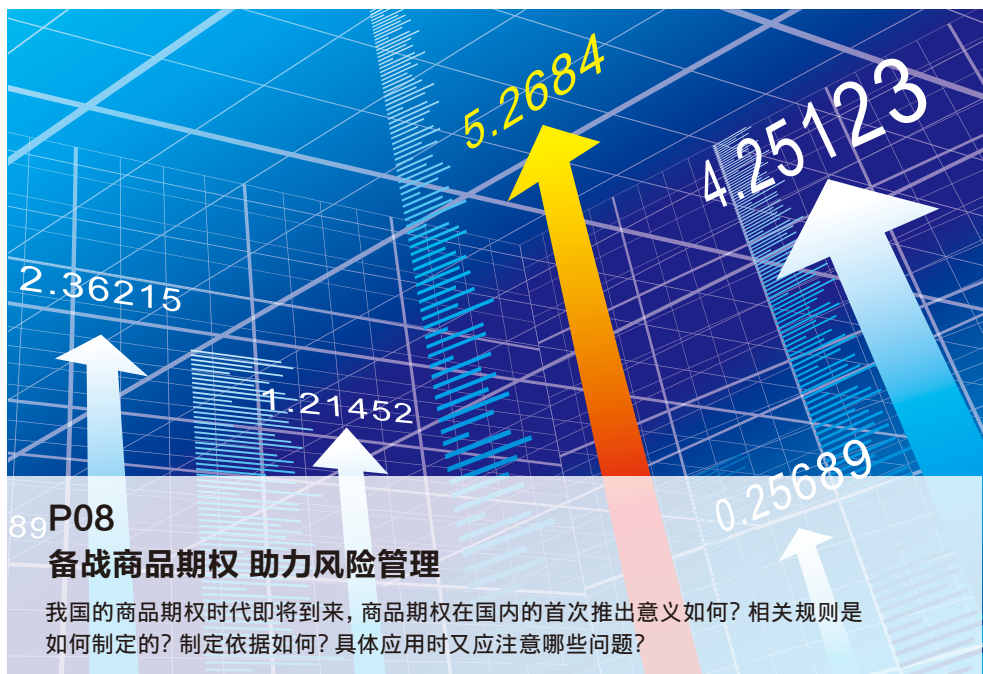
“全面推进双向开放、促进国内国际要素有序流动”、“加快培育国际竞争新优势”是十三五规划期间国家对外开放战略的新布局。中国期货市场作为重要的价格形成市场，必须直面竞争和挑战，砥砺前行。在我们共同努力下，本着“开放、包容、竞争、合作”的心态，我们有信心把中国的期货市场建成一个与我国经济体量和国际消费大国地位相匹配、与实体经济风险管理需求相适应，资源配置功能得到有效发挥的规范发展的期货市场。

新年的钟声已经敲响，改革的步伐正在迈进。让我们携起手来，不忘初心，继续前进，共同迎接期货行业的美好未来！



编印单位 中国期货业协会  
编委会主任 王明伟  
编委会委员 郑小国 陈东升 党剑 吴亚军  
执行主编 王春卿  
媒体顾问 邓妍  
责任编辑 陈茜茜 汪琳力 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 2017年1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。



## “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 我国商品期权合约及相关规则制定原理解析 文 / 肖家曦 付瑛雯
- 14 开展白糖期权试点 更好服务实体经济 文 / 郑州商品交易所期货衍生品部
- 16 期权在投资交易中的应用 文 / 王晓宝
- 20 善用商品期权 为企业保“价”护航 文 / 王敏楠 李重梓

## 服务·实体

- 26 建章立制 期货护航现货发展 文 / 大地期货

## 热点直击

- 29 统一思想 全面动员 期货行业扶贫工作扎实推进  
文 / 中国期货业协会会员二部
- 33 透过债市深度调整看国债期货的作用 文 / 吴长风 崔文迁

## 人物·对话

- 37 中粮期货吴浩军：不忘初心 做坚定的期市守望者 文 / 特约通讯员 阙燕梅
- 41 对话吴浩军：深耕产业 打造衍生品综合服务商 文 / 特约通讯员 阙燕梅





P37

吴浩军: 不忘初心 做坚定的期市守望者



P45

期彩忆

## 文化·生活

- 46 来,到客服部坐坐! 文/刘爽  
 48 我的大满贯第一站 文/雷咏梅  
 50 幸福坚守着期货梦 文/孙柳  
 52 纵凌云处亦虚心 文/宋智勇  
 53 有你的地方,就是伊甸园 文/刘顿

## 博弈之道

- 55 交易人生 文/刘德良  
 58 期市说“禅” 文/张桂英

## 创新·探索

- 61 风险管理公司仓单质押新模式探讨 文/浙商期货课题组

## 观察家

- 65 2017 宏观经济展望:不确定性中或孕育新突破 文/赵庆明 郭孟暘 宋有为  
 71 油脂油料:2017 关注结构性机会 文/侯建

## 环球视野

- 75 CFTC 关于 2003-2008 年原油市场大幅波动的联合调查报告 文/汪琳力



“扫一扫”关注  
中国期货业协会官方微信

## 深港通内地个人差价所得三年免个税

据媒体 2016 年 12 月 2 日报道，财政部日前发布《关于深港股票市场交易互联互通机制试点有关税收政策的通知》，深港通内地个人投资者差价所得三年内免征个人所得税；内地企业投资者差价所得计入其收入总额，依法征收企业所得税；香港市场投资者（包括企业和个人）投资深交所 A 股转让差价所得免征所得税。

## 上期所修订交易细则优化信息发布内容

12 月 12 日，上期所公布《上海期货交易所交易细则》修订案。修订后的交易细则自 12 月 19 日起施行。据介绍，此次修订主要涉及优化交易所信息发布内容、减少交易所日常审批事项等。此举有利于协调期货市场透明度要求与私人商业信息保护之间的关系、期货市场活跃度与长期稳定发展之间的关系，满足市场实际需求。

## 证券期货行业自律组织投保报告发布

据媒体 12 月 14 日报道，中国证券投资者保护基金有限责任公司编写并发布《中国资本市场投资者保护状况白皮书—2015 年度证券期货行业自律组织投资者保护报告》。《报告》汇总了上交所、深交所、中国证券业协会、中国期货业协会等十家证券期货行业自律组织 2015 年度投保工作取得的成效，并提出进一步建议。

## 《证券期货投资者适当性管理办法》发布

据媒体 12 月 19 日报道，中国证监会近日发布《证券期货投资者适当性管理办法》，自 2017 年 7 月 1 日起施行，同时发布了《关于实施〈证券期货投资者适当性管理办法〉的规定》，自发布之日起施行。《办法》的制定标志着我国资本市场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。

## 郑商所发布白糖期权上市准备通知

据媒体 12 月 23 日报道，郑商所日前发布《关于做好白糖期权上市准备工作的通知》，要求各会员单位进一步做好白糖期权各项上市准备工作。郑商所要求会员单位从四方面做好白糖期权上市相关工作：一是岗位设置及人员安排；二是系统升级及测试等技术准备；三是业务管理制度与流程；四是投资者适当性制度相关准备。

## 证监会与公安部联合培训证券期货犯罪执法

据媒体报道，11 月 28 日至 12 月 2 日，证监会与公安部联合组织了打击证券期货违法犯罪执法培训班。这是证券期货监管机关与公安司法机关强化执法合作机制、加大执法协作力度的一项工作安排，有利于交流办案经验，研判违法趋势，形成打击各类证券期货违法犯罪的监管执法合力。

## 上期所正式发布商品指数系列

据媒体 12 月 14 日报道，上期所正式发布自主研发的“上海期货交易所商品期货价格指数系列”。上期商品指数系列由综合指数、板块指数、单商品指数三大类共同组成，每一大类包括期货价格指数和超额收益指数，共 30 条指数。本次发布指数包括期货价格指数和超额收益指数，包括工业金属、铜、贵金属和黄金共 8 条。

## 大商所举行第六次会员大会

12 月 18 日，大商所第六次会员大会在大连举行，证监会主席刘士余出席并讲话，他表示，证监会系统对期货监管总体上比较弱，配置的资源不够，必须从国家战略高度加快发展期货市场。大商所理事长李正强、总经理王凤海分别代表理事会和行政管理层向大会作了报告。大会选举产生了第三届理事会和第二届监事会。

## 2016 俄罗斯资本市场论坛召开

12 月 22 日，上交所与莫斯科交易所共同主办的 2016 俄罗斯资本市场论坛在上交所召开。上交所总经理黄红元表示，中俄两国经济贸易关系越来越密切，金融领域的合作也迎来了发展的重大契机。论坛为中俄两地金融机构加强交流沟通搭建了平台，将促进双边金融合作从政府间逐步扩大到市场间的合作。

## 中金所与中央结算公司开展期债 DVP 交割合作

2017 年 1 月 4 日，中金所与中央结算公司在上海举行国债期货券款对付（DVP）交割业务合作签约仪式。中金所董事长张慎峰、中央结算公司董事长水汝庆等相关人员出席了签约仪式。修订后的《中国金融期货交易所国债期货合约交割细则》、《中央国债登记结算有限责任公司国债期货交割业务指引》将于 2017 年 4 月 1 日起正式实施。

## 期货公司开展豆粕期权投教

1月7日，由东证期货携手飞思财经网络科技有限公司举办的“乘风‘粕’浪，‘权’面起航，豆粕期权上市研讨会”在大连举办。此次研讨会邀请了国内农产品行业、期货行业的100余位投资者参与。此项针对投资者的培训，有助于帮助投资者了解豆粕期权的运作模式和参与方法，提升其专业性。

## 大商所公布实施章程和交易规则修正案

1月9日，大商所发布《大连商品交易所章程》和《大连商品交易所交易规则》修正案。《章程》修订内容主要包括优化交易所内部治理结构、拓展交易所业务发展空间及强化交易所自律监管职责三方面。《交易规则》修订内容主要包括体现交易所业务发展实际、拓展交易所业务发展空间和完善交易所自律监管职责三方面。

## 清理整顿各类交易场所部际联席会议召开

1月9日，清理整顿各类交易场所部际联席会议第三次会议在北京召开。部际联席会议召集人、证监会主席刘士余主持会议。会议认真学习贯彻中央经济工作会议关于防控金融风险的总体部署，围绕落实国务院关于进一步清理整顿各类交易场所的要求，通报了当前交易场所的情况和问题，研究讨论了规范地方交易场所的政策措施。

## 海南首个“保险+期货”项目启动

据媒体1月10日报道，海通期货、中国人民财产保险股份有限公司海南分公司与海南琼中福岛橡胶专业合作社举行签约仪式，海通期货将发挥期货公司在衍生品市场上的优势，联手保险公司，利用“保险+期货”，为橡胶合作社的农户提供保险费用补贴，帮助农户和合作社规避橡胶价格下跌风险，促进贫困地区增收。

## 郑商所举办苹果期货可行性座谈会

1月10日，郑商所在郑州举办苹果期货可行性座谈会，来自证监会、中国果品流通协会、陕西省果业局、山东农业大学、华信万达期货、长安期货、格林大华期货等机构，以及河南省、陕西省、山东省、山西省等苹果主产区的农业专业合作社、苹果储存与流通加工等企业的代表参加了座谈会。

## “保险+期货”试点现场赔付仪式举行

1月12日，辽宁省玉米价格“保险+期货”创新试点铁岭市现场理赔兑付仪式在铁岭市蔡牛镇举行，此项目以铁岭市蔡牛镇张庄合作社等作为投保单位，中华财险作为承保单位，华信万达期货作为风险对冲单位，此次理赔仪式的举办，标志着大商所2016年“保险+期货”试点项目建设迈上新台阶。

## 大商所增设焦炭焦煤交割库

1月18日，大商所发布通知，设立1家焦炭品种、1家焦煤品种指定交割仓库，自即日起启用。其中，设立唐山市港口物流有限公司为焦炭非基准指定交割仓库，与基准库的升贴水为0元/吨；设立中铝内蒙古国贸有限公司为焦煤非基准指定交割厂库，与基准库的升贴水为0元/吨，交收地为河北省迁安市沙河驿镇。

## 大商所举办豆粕期权讲师培训班

1月18日，大商所期货学院面向会员单位举办“2017会员单位豆粕期货期权讲师培训班”，旨在加强会员单位豆粕期权培训推广师资力量建设，提升会员单位期权业务拓展和产业服务能力，共促豆粕期权平稳上市运行。作为今年的首场培训，本次活动吸引了130多家会员单位的140余位学员积极参与。

## 两家期货公司先后挂牌新三板

据媒体1月23日报道，广州期货、迈科期货两家期货公司新年先后挂牌新三板。广州期货于1月4日正式挂牌新三板，目前注册资本金为5.5亿元，其控股股东为广州证券，持股比例为99.03%；迈科期货于1月19日正式挂牌新三板。挂牌新三板拓宽了期货公司融资渠道。

## 全国证券期货监管工作会议在京召开

2月10日至11日，2017年全国证券期货监管工作会议在北京召开，中国证监会党委书记、主席刘士余出席会议并发表讲话。刘士余主席指出，坚持稳中求进工作总基调，以稳促进，以进促稳。把握稳中求进工作总基调，以改革为引领，以稳定为底线、以发展为主旋律，协调推进资本市场改革稳定发展和监管各项工作。

## 皇家铸币局与CME开启数字黄金交易

据媒体2016年11月30日报道,英国皇家铸币局(Britain's Royal Mint)以及美国芝加哥商品交易所(CME Group)合作开发了以区块链技术为基础的数字黄金交易平台。此举是为减少贵金属交易所需成本。该平台将在2017年正式启用,皇家铸币局——英国财政部所有的铸币机构——所发行的皇家铸币厂黄金(RMG)将在该平台上交易,平台由CME运营。

## 港英签订金融科技合作协议

12月7日,香港金管局宣布与英国金融行为监管局(FCA)订立《合作协议》,以促进两间监管机构合作推动金融创新。根据该协议,香港金管局与FCA将在金融科技公司转介、联合创新项目、资讯交流及经验共享等方面合作,以促进香港地区及英国的金融创新。

## 罗马尼亚两大证交所将合并

据媒体12月14日报道,布加勒斯特证交所所在日前召开的股东特别大会上做出决定,原则同意该所与锡比乌证交所合并,并授权交易所理事会就相关行政、经济、财务和法律事务采取必要和适当措施。两家交易所此前于6月签署协议,迈出了正式合并的第一步。

## 伦交所同意出售法国清算子公司

2017年1月3日,伦敦证券交易所宣布同意以5.1亿欧元(约合5.34亿美元)现金的价格,将其衍生品清算业务在法国的子公司出售给泛欧交易所,以争取欧洲监管机构对伦交所与德意志交易所合并交易的许可。伦交所表示,出售所得资金将用于一般的企业目标。

## 芝商所推出全新月度外汇期货合约

1月6日,芝商所(CME Group)宣布扩展外汇产品品种,推出月度外汇期货合约。通过新合约,市场参与者将可参与即月外汇远期曲线,通过交易正规上市期货产品获得资本和经营收益。月度外汇期货经过相关监管审核后,计划于2017年2月27日始在芝商所(CME)正式上市交易。

## 欧盟建议限制大宗商品持仓

12月1日,欧盟委员会发布公告称,将对大宗商品交易商施加更为严格的限制措施,借以抑制投机,有议员指此种投机行为推高了食品价格。欧盟委员会建议对单个交易商的大宗商品持仓施加限制。该限制定于2018年1月生效,旨在确保市场价格有序,委员会还将寻求对农业大宗商品施加额外限制来避免市场滥用。

## DGCX与香港签合作备忘录

12月12日,迪拜黄金与商品交易所(DGCX)与香港金银业贸易场在香港签署合作备忘录,双方达成协议,将共同发展香港与迪拜的商品市场。金银业贸易场不仅是中国贵金属贸易的境外枢纽,更是“一带一路”沿线国家和地区规划发展的重要模范。此次合作将有助于金银业贸易场扩展亚洲版图,助力香港争取黄金国际定价权。

## 欧盟承认阿中央商品结算系统

阿联酋《联合报》12月19日报道称,根据欧盟委员会网站消息,欧盟决定承认阿联酋证券和商品交易所中央结算系统。这是首个阿拉伯国家获得欧盟相关体系的认可,为下一步欧盟证券和商品交易所(ESMA)认可阿联酋中央结算公司业务奠定了基础。

## 港交所将推人民币货币期权

据港交所1月4日消息,香港交易所计划推出人民币货币期权,若市场准备就绪,该美元兑人民币(香港)期权合约可望于2017年第一季开始交易。新产品将有助香港巩固作为跨境流动资金门户,以及在人民币国际化进程中担当全球风险管理中心之地位。对投资者来说,货币期权也将提供更多交易策略的选择。

## TOCOM推出成品油实货合约

1月11日,东京工业品交易所(TOCOM)推出了一个包括汽油和煤油等油品的实货市场,这是日本首家交易所推出此类合约。这一成品油实货合约将是通过海运或在炼油厂交货的汽油、煤油、柴油、船用A级锅炉燃料油及低硫船用A级锅炉燃料油(LSA)。该交易所表示,“执行价将用于确定2017年5月在TOCOM上市、以现金结算石油期货合约的结算价。”



## 高校期货专业培养研讨会举行

2016年12月2日，由中国期货业协会、北京物资学院联合主办，大连商品交易所、中国金融期货交易所协办的“2016年全国高校期货专业教学与人才培养研讨会”在深圳成功举行。来自全国高校、金融机构和行业协会的数百名专家、学者汇聚一堂，围绕期货“产学研”一体化道路、人才培养模式创新等主题展开深入探讨。

## 期货经纪合同指引征求意见

12月23日，协会修订了《〈期货经纪合同〉指引(修订)》，并向社会征求意见，以便更好地配合商品期权上市交易。本次修改保持《指引》整体框架和基本内容不变，仅修改《交易风险揭示书》和《示范文本》相应内容。具体包括删除原《指引》对经纪合同备案的要求、增加期权部分的内容、完善相关表述等。

## 研究发展委员会座谈会召开

2017年1月10日，协会在北京大商所研究院组织召开了研究发展委员会座谈会。座谈会专门邀请4家交易所研究院负责人围绕2017年行业研究重点工作、2016年期货与衍生品学术论坛总结、2017年论坛筹备等议题进行交流讨论。

## 期权基础知识系列培训拉开帷幕

1月14日，协会与郑州商品交易所、大连商品交易所以及京沪7地地方协会联合举办的期权基础知识系列培训班正式拉开帷幕。首期期权基础知识培训邀请了期权行业资深人士、交易所期权设计人员就期权基础知识及白糖和豆粕期权交易规则等内容进行了讲解，近300人参会。

## 波动率衍生品交易实务网络研讨会举办

1月17日，协会与欧交所通过“GoToWebinar”网络平台举办了以“波动率衍生品交易实务”为主题的网络研讨会，方正证券金融工程首席分析师高子剑先生担任主讲，共有来自期货、证券公司及交易所约180位研究、产品研发等人员参会。会后老师还回答了学员的各类问题，气氛活跃热烈，广受好评。

## 期现结合（铅锌）培训班举办

12月20日至22日，协会与上期所合作举办期现结合（铅锌）培训班。此次培训除理论授课外，学员还参观了韶关冶炼厂，了解铅锌的生产工艺和流程，共有来自期货公司的44名分析师参加了此次培训。

## 期货服务县域产业研讨会召开

12月28日，协会在北京组织召开了“期货行业服务县域产业研讨会”。证监会办公厅副巡视员曾彤、协会副会长郑小国出席大会并讲话，证监会期货部副主任程莘参加了本次研讨，国内四家期货交易所代表应邀参加了会议。国内10家期货公司代表和10个贫困县代表在研讨会上分别签署了《扶贫服务备忘录》。

## 《中国期货市场年鉴(2016年)》编纂启动

1月12日，协会组织召开《中国期货市场年鉴(2016年)》编纂工作第一次会议，期货部、中国期货市场监控中心、四家期货交易所以及协会等编写单位的部门负责同志和相关执笔人参加了会议。会议围绕编纂工作计划、年鉴大纲及任务分工等进行了讨论。证监会期货部副主任李海超、协会会长王明伟出席会议并讲话。

## 《期货打假在行动》系列广播圆满收官

1月15日，协会与央广经济之声联合推出的《期货打假在行动》第十期顺利播出，至此，国内首档以期货打假为主题的广播节目圆满收官。该节目自去年11月6日开播，来自监管部门、自律组织、期货交易所、期货公司、律师事务所、高等院校、财经媒体的专家担任嘉宾，对相关法规政策进行解读，对具体案例展开分析。

## 第十二期联合研究计划选题征集启动

1月24日，协会向社会各界发布“中期协联合研究计划（第十二期）”选题征集公告，以期推动我国期货行业的研究工作，促进期货市场健康发展。选题应针对期货市场及期货行业发展的重点和难点问题展开，内容包括但不限于期货理论研究、行业创新、公司发展、监管自律等方面。



## 备战商品期权 助力风险管理

### 【编者按】

2016年12月16日，中国证监会正式批准郑州商品交易所开展白糖期权交易、大连商品交易所开展豆粕期权交易，这对国内衍生品市场稳步健康发展意义重大。随着未来期权产品的上市，将为投资者提供更多样化、个性化和精细化的风险管理工具，也将使国内风险管理市场体系更为完善，进一步拓展衍生品工具服务实体经济的深度和广度。同时，期权作为风险管理工具，具有针对性、便利性的特点，有利于降低涉农企业风险管理成本，提高风险管理效率，更有效地服务“三农”。

然而，作为市场创新工具，期权在策略组合、专业程度上也更加复杂。市场对于期权的认识理解到熟练运用还需要一个过程，尤其在起步阶段，关于商品期权实际操作的了解和掌握还很不足。我国的商品期权时代即将到来，商品期权在国内的首次推出意义如何？相关规则是如何制定的？制定依据如何？具体应用时又应注意哪些问题？

本期“封面文章”栏目将分层次介绍我国商品期权上市的背景，解析期权合约及相关规则的制定原理，阐述期权应用的技巧及国内相关产品的实践。

# 我国商品期权合约及相关规则制定原理解析

■ 文/肖家曦 付瑛雯

2016年12月16日，中国证监会正式批准大连商品交易所开展豆粕期权交易、郑州商品交易所开展白糖期权交易。这意味着我国期货市场即将迎来期权这一熟悉而又陌生的衍生品工具。

近代商品期权的原型——特惠权，兴起于19世纪60年代早期。20世纪70年代，场内和场外商品期权在北美市场得以持续发展。时至今日，商品期权和商品期货一样已成为大宗商品市场的标准化风险管理工具，在国际市场上被广泛应用。

在我国，早在2002年就开始了商品期权的研究工作，此次商品期权上市筹备工作从2012年正式启动。在整个合约和相关规则的制定过程中，我们进行了大量的研究和市场调研工作，并合理借鉴了国际市场的相关经验。在此基础上遵循稳健性、可操作性及与期货市场一致性的原则制定了期货期权合约和相关制度。

本文将对期权合约、期权相关细则及做市商这一期权市场重要配套制度的制定原理进行解析，以便市场更好理解相关内容，促进商品期权市场的建设和稳步发展。

## 一、商品期权合约及规则制定原理

期权在我国衍生品市场上属于比较新的工具。对于首个场内商品期权，我们在合约及规则设计中充分学习借鉴了国际主流商品期权市场合约及规则设计原理，并结合我国商品期货市场实际情况。

整个期权合约及规则设计框架体系与期货基本保持一致，并在此基础上尽量与国际主流商品期权合约及规

则接轨。合约及规则主要制定原理解析如下：

### （一）标准化商品期权合约

#### 1. 商品期权标的选择

场内合约是集中交易的标准化合约，应当能够有广泛的市场需求和较好的流动性。对场内期权合约来说，其标的价格的公允直接影响期权价格定价的合理性。商品期货价格形成机制公允，易于采集获得。商品期货的价格公开透明，市场公信度高，作为期权权利金定价的重要参数，价格连续公允，来源于同一交易平台，易于获得。普通大宗商品的现货价格往往由于质量等级、交割地点的不同而有所差异，缺乏普遍认可的公允价格（黄金等少数贵金属除外），因而大宗商品现货通常不适合直接作为期权合约标的。

在美国，交易所上市的商品期权均以期货为标的。《商品交易所法案(The Commodity Exchange Act)》规定，期货期权只能在CFTC指定的交易所上市交易，这从监管条例上限制了以期货为标的的场外期权交易。虽然监管条例上没有明文规定交易所交易的商品期权必须以期货为标的，但美国所有场内商品期权均为期货期权。以CME为例，其商品期权覆盖大豆、玉米、豆粕、小麦等农产品，轻质原油、乙醇等能源品种，以及黄金、白银等贵金属品种，共计约180个期权品种，均是以期货或期货价差为标的的期权。金融期权则是以现货标的为主。因此，我国商品期权标的选择为期货合约。

品种选择上，为配合中央1号文件农业产业改革，推动我国农产品期货市场更好服务实体经济，更好服务“三

农”，我国商品交易所首先选择上市农产品期货期权，并以“流动性波动率优先、服务实体经济优先、国内外成熟品种优先、市场需求导向优先”作为期权品种选择的四大原则。经过对大连商品交易所上市的期货品种的严格筛选分析，最终选择豆粕作为首个农产品期货期权品种。

首先，从服务产业链和实体经济的角度，豆粕作为油脂油料产业链中承上启下的重要品种，上游产品大豆，下游产品生猪、肉鸡、鸡蛋等，豆粕相关衍生品具有涉及产业链长、参与企业多、影响范围广等特点，是产业链上重要的避险工具，上市豆粕期货期权能够为产业链上众多的生产和销售企业提供更为丰富的避险工具。

其次，更为重要的是，经过多年发展，以豆粕期货为核心的油脂油料产业链品种体系日趋完善，积累了大量的产业客户。在2015年全球农产品期货成交量排名中，豆粕排名第一。市场结构上，法人客户已成为豆粕期货市场的主导力量，法人客户持仓占比达50%以上。同时，国内大型国企、国际粮油巨头和各类民营油脂压榨、贸易企业广泛参与，日压榨能力1000吨以上的厂家参与豆粕期货的比例在90%以上。70%的豆粕现货贸易均已采用期货价格进行基差定价。多家客户和自营会员已于外盘采用期权套保多年，对推出豆粕期权需求迫切。大量拥有良好套保能力和经验的产业客户也使市场具备了较快接受豆粕期权的潜力。

## 2. 商品期权行权方式的确定

采用美式行权方式，是国际农产品期货期权的主流行权方式。我们调研了8家主要境外交易所，其中农产品期权50个，有48个都选取了美式期权执行方式，仅有2个品种选择了欧式期权。

其原因主要是期货合约有到期日，美式期权更加灵活便利，投资者在到期前都可以行权，便于处理期权头寸和行权获得的期货头寸。同时，农产品期货近月流动性逐渐减弱，提前行权有利于避免在期权到期时集中行权影响期货近月合约，也在一定程度上避免到期日期货价格操纵风险。

综上，我国商品期权选择了标准美式期权合约，分为看涨期权和看跌期权两种类型。以豆粕期权为例，1

手豆粕期权的标的为1手豆粕期货。

## 3. 期权合约中的其他因素

期权的行权价格是指由期权合约规定的，买方有权在将来某一时间买入或卖出标的期货合约的价格。行权价格间距是指相邻两个行权价格之间的差。每个期权合约都有其对应的行权价格。确定了行权价格间距和行权价格的覆盖范围，就可以确定挂盘的期权合约。

国际市场上，一般来说会根据客户需求挂出大量的期权单腿及组合合约，并对其中无成交、无持仓的不活跃合约进行摘盘。国内期权上市初期，考虑到市场发展需要一个过程，交易所在期权上市初期不会高密度地挂出不同行权价格的期权合约，后期再根据市场需求考虑增挂。在行权价格间距方面，大商所将参照期货的日均价格波动作为行权价格间距，同时分段设置，行权价格间距占期货价格的比一般在1%至2.5%之间；行权价格覆盖范围方面，最高和最低行权价格应当覆盖涨跌停板价格的1.5倍，以保证即使当天期货大幅波动后看涨和看跌期权都仍有实值、虚值和平值期权可供交易。

举例来看，假设期权上市首日豆粕期货前一结算价为3000元/吨，那么首日会在2800至3200的价格区间范围内每隔50元挂出一个期权合约，看涨看跌各挂出9个期权合约。同时，随着期货价格变化，每个交易日都会增挂期权合约。

## （二）集中交易方式

期权投资者交易的是期权的权利金，也就是市场对期货在期权到期时价值的预期。期货与期权同属于衍生品，在交易阶段，无论从境内还是境外来说，二者的制度基本类似。在规则设计上，从价格行情、涨跌、委托量、成交量、持仓量等信息，以及集合竞价、成交撮合规定均与期货规定相同。因此，我国商品期权仍然沿用期货市场集中撮合的交易方式，并遵循价格优先时间优先的方式进行撮合成交。

## （三）行权与履约

虽然交易阶段基本相同，在后续的结算和风控上，我们基于国内衍生品市场的具体情况，设计了符合我们市场特点的行权、结算及风控规则。



期货期权在行权时，以看涨期权为例，基本逻辑是由交易所按照行权价，给看涨期权的买方建立标的期货买持仓，给卖方建立标的期货卖持仓。

美式期权到期前买方都可以行权。假设 100 组买方和卖方，其中有 1 个买方客户提出行权，交易所如何选择卖方？主流有两种方式，一是最久持仓原则，类似于现在交割配对原则，优先选择持仓最久的卖方进行配对；二是随机原则，即交易所随机选择卖方，以保证公平。市场调研情况来看，两种方式各有利弊。大商所最终按照随机均匀抽取方式选择卖方，随机确定起始点和剔除点，然后按照固定步长均匀抽取每个交易编码下的持仓，同时兼顾了随机性和按比例性，既体现了公平原则，也考虑到客户的持仓占比，可以重演，符合当前国内期货市场的现状。

期权到期时，其持仓有两种处理方式，一是交易所为所有实值期权的买方自动行权；二是即使期权为实值，也需要买方申请才会行权。从市场调研情况来看，市场参与者对两种情况都各有需求。国际市场调研发现是以实值自动行权为主。最终我们选择实值自动行权，以避免在上市初期投资者对期权不熟悉，出现遗忘。

#### （四）相对严格的风控制度

与境外不同的是，国内市场有严格的事前限仓和资金检查风控制度，在行权上同样遵循了这一原则。买方客户标的期货合约持仓以及所在会员的可用资金余额，确保行权后买方客户不超仓、所在会员资金达标。

期权的买方交纳全额权利金，不需要交纳保证金，卖方需要通过交纳保证金保证履行义务。保证金收取方面，由于期权相对复杂的风险特征和大量的组合交易，使期权对组合保证金有着更高的需求。国际上保证金的收取方式有以下几种：一是相对简单的策略保证金模式，按照传统保证金模式收取单腿保证金，同时对组合持仓按策略计算保证金。价差策略、备兑策略和跨式策略是三种最主要的交易策略，并有对应的保证金抵扣方式；二是我们常说的 CME 的 SPAN 组合保证金模型，以及后来 OCC 的 STANS 系统等等，都是随着期权交易的发展应运而生。如美国的股票期权市场逐渐从策略保证金

模式过渡到了利用 STANS 的组合保证金模式。

豆粕期权上市初期拟采用的传统保证金收取模式， $\text{保证金} = \text{权利金} + \text{MAX}[\text{标的期货合约交易保证金} - 1/2 \text{ 期权虚值额}, 1/2 \text{ 标的期货合约交易保证金}]$ 。同时，大商所策略模式的组合保证金也将择机推出。

涨跌停板方面，理论上，期权价格受到标的期货合约价格变化、波动率变化和到期时间等因素影响。其中，标的期货合约价格变化是影响期权价格的主要因素，影响幅度为  $\Delta$  \* 期货价格变化幅度。由于深实值期权  $\Delta$  绝对值最大接近于 1，期货合约对期权价格的最大影响近似于期货涨跌停板幅度。将期权合约涨跌停板幅度设置为与标的期货合约一致，可以覆盖这一部分价格变化，并在多数情况下覆盖期权合约的价格波动。国际上，CME 相关谷物和油脂品种期权涨跌停板长期设置为与期货涨跌停板幅度相同，但于 2014 年 5 月起取消了上述品种的期权涨跌停板限制。

出于期权上市初期严控风险的考虑，大商所仍将保持期权和对应期货合约涨跌停板幅度一致。当期货合约涨跌停板调整幅度时，期权也相应变化，保证期货和期权的联动性。

限仓方面，美国市场推出场内期权时，监管机构采取了较为严格的管理态度，期货期权与期货合并限仓。交易所将期权持仓按照合约  $\Delta$  值转换成相应方向及数量的期货持仓，再与其持有的期货合约进行加总，来确定该客户整体的持仓水平。

但目前，国内期货市场运行较为稳定。而在期权上市初期，国内市场选择将期货和期权分开限仓，对期货交易的影响较小，且规则较为简单、容易被市场接受。在上市初期，采取相对固定的期权限仓标准比较利于客户管理持仓规模和控制风险。

## 二、期权做市商制度解析

做市商 (market maker) 是指在金融市场上，为维持市场的流动性、满足市场需求，向公众投资者提供买卖双边报价，且具备一定资金实力和风险承受能力的金融机构。做市商制度发源于 20 世纪的英国，最初由英

国的股票批发商制度演变而来，后为美国所借鉴，成为场外证券市场的交易方式。1971年2月，纳斯达克(NASDAQ)市场系统主机正式启用，“全美证券协会自动报价系统”从此正式成立。

与期货市场不同，期权市场由于其本征特性会存在流动性不足和流动性分布不均的问题。除市场流动性外，在期权市场还不成熟时，不排除市场会有非理性的交易行为，交易所有义务引导市场向理性方向发展。根据国际经验，做市商制度可以较好地同时实现为市场提供流动性和发现理性价格的功能，是期权市场的重要配套制度。全球主要期权市场在竞价交易中都引入了做市商制度，包括美国的CME、CBOE，欧洲的Eurex、LIFFE，亚洲的香港期交所、韩国KRX、日本TSE和OSE、台湾期交所等。

为成功推出期权这一衍生品交易工具，大商所将同步在期权市场中引入做市商制度。做市商制度制定的根本宗旨是促使做市商发挥流动性提供和价格发现功能，同时在充分了解做市商做市业务原理的基础上，对做市商进行有效监管，防止其进行违规操作。

做市商制度主要内容解析如下：

#### （一）做市商主体

我国商品期权做市商主体设立为期货公司单位客户，设计考虑如下：

我国期货市场可以承担做市业务的机构包括：期货公司子公司、证券自营机构和其他普通机构。受《期货交易管理条例》（以下简称《条例》）第十七条“期货公司不得从事或者变相从事期货自营业务”限制，期货公司不具备成为做市商直接参与交易的资格。但期货公司可以成立子公司，以子公司独立法人身份作为做市商。

此外，由于交易所客户只能通过期货公司与交易所系统连接交易，而自营会员则可以与交易所系统直接连接进行交易。考虑到做市商交易速度公平性及风控需求，做市商主体统一为交易所单位客户。

#### （二）做市商的准入机制

做市商制度的准入机制分为自动准入和审批准入两

种模式。自动准入是通过对交易者账户的交易行为进行检测，凡是满足了做市义务的交易者都将视为做市商，给予规定的权利。

这种准入模式的优势在于不用与做市商签订合同，各类交易者都可以进行做市，对于活跃交易品种，大量充当做市商的交易者可以进一步增加流动性。但其缺点也显而易见，如果交易品种上市初期交易者较少，无人愿意承担做市商义务，那么该交易品种的流动性就难以有起色，直到最后做市商项目失去应该发挥的作用。与此相反，审批准入对做市商数目可以调控，可以保证市场足够的流动性。鉴于此，我国商品期权市场做市商拟采用审批准入模式。

#### （三）做市商做市机制

做市商做市机制分为垄断式和竞争式。垄断式中，一个品种只引入一个做市商。而竞争式则相反，一个品种引入多家做市商，形成竞争局面。垄断式容易造成市场价格受单个做市商的控制，不利于合理价格发现。竞争式可以引入多家做市商，并根据其报价对做市商进行排名，激励做市商缩小报价价差、增加报价时间，更有助于合理价格发现。但另一方面，做市商数量不宜太多，太多有可能使做市商之间过度竞争，影响做市商做市的积极性。由于以上原因，我国商品期权市场拟采用竞争式做市机制。

#### （四）做市商和交易所之间的权责问题

单位客户要成为做市商需向交易所申请，交易所可根据做市商的申报材料和相关信息对做市商资格进行审批。一旦通过交易所审批获得做市商资格，做市商需履行交易所规定的报价义务。交易所对做市商的履约情况进行监督与认定。

#### （五）做市商的义务

做市商的义务是向市场提供报价。做市商的报价机制可以分为三种类型。一是做市商既履行持续报价又履行回应报价义务；二是做市商仅履行持续报价义务；三是做市商仅履行回应报价义务。

绝大多数主流交易所都是采用第一种制度，也有个

别交易所采用第二种和第三种制度，比如 NYSE Liffe 交易所的做市商可以根据自身能力和条件自由选择履行持续报价义务或者回应报价义务。一般而言，第一种报价机制对做市商的能力要求较高，其优势在于用有限数量的做市商对整个市场提供流动性，便于监管，但是成为做市商的门槛较高。相反，第二种或第三种报价机制对做市商的能力要求较低，其优势在于降低了做市商门槛，使更多的交易机构可以成为做市商。

进一步对比第二种和第三种报价机制，第二种机制要求做市商进行主动报价，这样可以使市场在大部分交易时间内和大部分合约上都具备流动性；而在第三种做市机制中，做市商只进行被动地应价，并不能很好地为市场提供持续的流动性。综合考虑市场流动性因素，将要求做市商既进行持续报价又进行回应报价。

#### （六）做市商评价

做市商评价主要为促使做市商主动、同时为市场提供持续性买卖双向报价。做市商评价由交易所进行，并在每月末将评价结果反馈给做市商。一段时间没有按要求完成报价义务的做市商将被取消资格。持续报价机制中，做市商报价价差、累计持续报价时间和总成交量是衡量做市商是否有效为市场提供流动性的重要指标。综合考虑以上三个报价因素，我所采用做市商持续有效报价时间比考察其报价质量。此外，我所还将对做市商报价进行排名，激励做市商进行更优报价。

在回应报价机制中，做市商报价的响应时间、单笔报价的挂单时间是衡量做市商应价是否有效的参数。当响应时间和单笔挂单时间都符合要求时，做市商的回应报价才被认定为有效。有效回应询价比是做市商有效回应询价次数与总询价请求的比例，可以量化做市商应价质量。

#### （七）做市商的权利

在做市商完成其做市义务后，将享有获得交易所一定优惠的权利。交易所对做市商的优惠方式分为三种。第一种类型是手续费减收类型，亚洲很多交易所普遍属于这种类型，如香港交易所（HKEX）、台湾交易所

（TAIFEX）和韩国交易所（KRX）。在这种类型的制度中，交易所一般会根据做市商的做市质量对做市商给予手续费和 / 或结算费减收，通常按月度或季度减收。


第二种类型是技术优惠类型，这种制度在金融标的期权市场中比较常见，如 CBOT 的国债期权做市商项目和 CME 股指期货期权。所谓技术优惠是指交易所给予做市商在交易时技术方面的优惠，如撮合交易优先（Order Flow Allocation）、更多报价流量带宽（Quotes per Second）、批量报价功能（Mass Quote）。

第三种类型是费用返还和技术优惠综合型，如 CBOT 农产品期货期权做市商项目和 CME 外汇期权做市商项目，交易所给予做市商费用减收优惠，同时给予技术优惠。

费用减收型优惠制度主要适用于做市商通过大量做市交易难以获得足够利益的市场中，用以鼓励做市商提供流动性。对于某些市场，如 CBOT 的国债期权市场和 CME 股指期货期权市场，做市商通过专业交易知识已经能够通过做市活动获得足够利益，那么只需要给予技术优惠即可。目前，我国商品期权尚未推出，市场各方能力和水平依然有所欠缺。因此，在引入做市商制度初期，我所拟采用费用减收和一定的技术支持以鼓励和支持做市商。

#### （八）做市商持仓及异常交易行为管理

做市商履行义务时会进行频繁报单撤单行为，有时由于被动成交会造成持仓量超过限制，而且必须快速、大量报单以实现持续主动的双向报价。交易所目前相关管理办法中对频繁报撤单行为、大额报撤单行为、持仓量都进行了限制，这可能会对做市商的义务履行构成阻碍。引入做市商制度后，针对做市商，将适当放宽这些限制。

目前商品期权上市工作正在稳步推进中，本文对商品期权合约、规则及做市商制度制定原理进行了说明，并对其中主要内容进行了解析。希望借助本文，可以让市场更好理解合约和规则条款，促进商品期权市场的建设和稳步发展。

（肖家曦系大连商品交易所交易部总监助理，付璞雯系大连商品交易所交易部高级经理）

# 开展白糖期权试点 更好服务实体经济

■ 文/郑州商品交易所期货衍生品部

白糖期货自 2006 年上市以来，市场运行平稳，功能发挥有效，市场流动性好，已经成为期货市场的成熟品种。

2016 年 12 月 16 日，中国证监会正式宣布，同意郑州商品交易所开展白糖期权交易。时隔十年之后，食糖产业将再添新的风险管理工具。作为一种衍生品，期权在服务实体经济，尤其是服务“三农”方面，将发挥独特的作用。郑商所将按照“确保顺利上市和平稳运行”的工作目标，扎实推进各项准备工作，为期权市场功能发挥打下坚实基础。

## 一、上市白糖期权的意义

### （一）更好地满足白糖生产经营者风险管理需求

作为一种价格风险管理工具，白糖期权可以更好地满足生产经营者风险管理需要。涉糖企业利用白糖期货对冲风险时，当市场价格发生不利变化，需要追加保证金，若资金不足，将被迫停止套期保值交易，影响套期保值的计划和效果。

利用白糖期权对冲风险，买方支付权利金买入期权，风险有限，不存在追加资金的风险。蔗农、合作组织及涉糖企业资金实力相对较弱，更适宜利用期权管理白糖价格风险。期权更加符合套期保值者的风险厌恶特性，能够满足企业在成本、风险偏好等方面的多元化需求，可以为涉糖企业提供“量身定制”的套期保值方案。因此，上市白糖期权，有利于提高白糖产业的风险管理意识，有助于全产业链不同环节的市场主体实现稳定经营。

### （二）有利于完善白糖价格形成机制

从全球成熟市场的现状来看，所有农产品期货均开展了相应的期权交易。现货、期货和期权功能不尽相同，却相互联系、相互补充，共同实现并促进了农产品的流通、贸易。作为我国白糖市场的重要组成部分，白糖期货在形成合理市场价格方面发挥了显著作用。在此基础上，推出白糖期权，既是一种工具的创新，又丰富了市场的层次，是对白糖市场体系的健全和完善。

白糖期权上市后，可以建立现货、期货与期权价格之间的网状关系。三个市场价格之间的内在联系和相互影响，可以提高白糖市场价格发现的效率，完善白糖价格形成机制，更好地发挥期货价格在农业资源配置中的作用。

### （三）有利于提升白糖期货市场运行质量

上市白糖期权，一是期货投资者可以利用期权对冲期货持仓风险。利用期权为白糖期货持仓进行“保险”，有利于稳定交易心态，减少在白糖期货价格大幅波动时的恐慌性买卖行为，减少白糖期货市场单边市情形，降低白糖期货市场结算风险；二是白糖期货合约可派生众多白糖期权合约，构造众多套利模式，促使白糖期货和期权价格的合理运行，有效防范和抑制市场操纵行为；三是有利于优化投资者结构。白糖期权上市后，与中小投资者相比，机构投资者在研发、成本、系统等方面的比较优势将更加突出，有利于吸引个人投资者以资产管理等方式间接参与期货市场，壮大机构投资者，从而优化期货市场投资者结构。



#### （四）有利于提高服务“三农”的能力

第一，助推订单农业发展。在订单农业中，龙头企业普遍采用“订单+期货”的经营模式，一方面与蔗农签订收购合同，稳定糖料采购价格和来源，另一方面在期货市场进行卖出套期保值操作，以规避市场风险。在价格下跌的市场中，企业通过期货交易盈利，可以保障其按较高的订单价格进行收购，实现稳定经营的目标。如果白糖价格上涨，蔗农往往会要求企业以更高市场价格进行收购，而企业由于期货套保部位亏损，无法满足蔗农需求，导致违约率升高，使企业面临经营风险。

白糖期权上市后，订单企业可以进一步完善经营模式，通过买入看跌期权锁定最低卖价，但不限制将来以更高价格卖出的可能。即当价格不利时，白糖期权可以保值；价格有利时，企业仍保留获利空间，有能力以更高价格向蔗农收购或者扩大二次返利，有助于订单农业的持续发展和推广。

第二，促进“保险+期货”项目健康发展。当前，郑商所正在支持期货公司及其子公司在白糖品种开展“保险+期货”试点。保险公司向农户出售“价格保险”后，需要向期货公司子公司购买“场外期权”来转移市场风险。期货公司子公司则通过在期货市场复制期权的方式，来对冲自身的风险。因此，现有操作模式成本高、风险大，“保险+期货”项目规模和范围受到制约。

上市白糖期权后，可以为市场提供低成本、高效率的对冲工具，为“保险+期货”项目保驾护航，更好地配合农产品目标价格改革，实现“政策保农民，工具保产业链”的效果，促进食糖产业的健康发展。

## 二、扎实准备 确保白糖期权平稳推出

郑商所2012年重新启动期权工作以来，从境外市场研究、规则制订、市场培训、投资者教育、做市商培育以及技术系统升级等方面，积极推进各项上市

准备工作。

一是借鉴国际成熟市场经验。多次派员到美国、加拿大、日本、韩国、香港、台湾等地期权市场调研学习，研究海外期权市场合约制度、市场运行和监管等。

二是形成了系统的规则体系。起草了《郑州商品交易所期权交易管理办法》、《郑州商品交易所期权做市商管理办法》和《郑州商品交易所期权投资者适当性管理办法》，配套修订了会员管理办法、套期保值管理办法、套利交易管理办法和违规处理办法。郑商所通过合作课题、培训、座谈和问卷调查等多种形式，征求了市场意见，期权合约规则的科学性和统一性进一步提高，可以满足期权上市的要求。

三是加强做市商主体培育。通过邀请境外专家开展做市商培训、举办仿真交易比赛等方式，推动做市商技术系统开发，培养做市商人才队伍。目前，包括10多家期货公司子公司在内的做市商主体，具备为白糖期权提供流动性服务的能力。

四是持续开展投资者教育。通过“期权讲习所”、“三业”活动、仿真竞赛等方式，对从业人员和投资者开展期权培训。目前在郑商所仿真系统实名注册客户达18万个，法人户近700个。

五是推动期权技术系统升级优化。交易所端期权功能完成开发和测试后，于2014年4月在生产系统平稳上线。郑商所制定了《期权业务说明及会员端系统改造指引》，推动会员端系统期权功能改造。2014年底，142家会员完成了生产系统期权功能升级。近两年，郑商所又完成了期权结算价、行权资金测算、手续费减收和做市商业务管理等系统开发，技术系统进一步完善。

六是制定了保障白糖期权平稳起步的措施。在初期，郑商所将通过投资者适当性、持仓限额、交易限额、委托单量等措施，确保白糖期权平稳起步和有序发展。■

# 期权在投资交易中的应用

■ 文/王晓宝

2016年12月，证监会批准郑商所、大商所分别开展白糖、豆粕期权交易，国内商品期权上市事宜终于尘埃落定。

事实上，国内期货交易所积极筹备商品期权已有多多年，其中郑商所早在1995年便开始了对期权的研究，此次商品期权上市，可谓千呼万唤始出来，填补了国内商品期权的空白。众所周知，期权作为非线性衍生产品，其优势在于策略组合多样化，任何行情都能够构造相应的期权组合。本文在介绍期权非线性特征的基础上，讨论期权在投机、套利、套期保值三方面的应用。

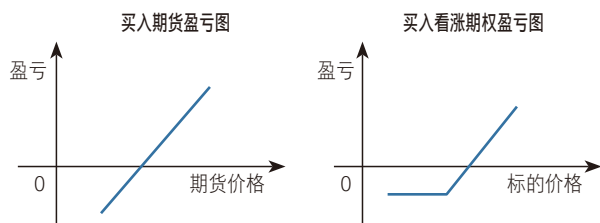
## 一、期权非线性特征

期权是一种非线性衍生产品，是我们经常听到的一句话，这里所谓的“非线性”，是针对期权盈亏结构而言的。

由图1可知，买入期货交易中，随着期货价格的上涨（下跌），其盈亏是不断呈线性变化的。而买入看涨期权交易中，随着标的资产价格的上涨，期权盈利呈线性增长，而当标的资产价格下跌时，期权最多亏损权利金，亏损不会加大，这便是典型的盈亏非线性特征。显然，期货、股票等传统金融工具属于线性衍生产品。

期权盈亏不对称的非线性特征，除了赋予期权天然的风险管理优势，也使期权在各类投资交易中发挥丰富交易机会，增大获利概率的作用。

图1 买入期货与买入看涨期权盈亏图比较



## 二、期权在投机交易中的应用

在单纯期货市场，无论是长线、短线亦或是套利交易，本质都是以预测价差为核心，而投资中最难判断的便是准确预测价格，这也是导致大多数投资者认为期货交易难的根本原因，获利概率低，心理压力大。期权市场则不同，摒弃固有的以研判行情为依据的交易系统，投入更多精力去思考波动率和时间价值，会产生很多区别于期货的独特获利方式，波动率价差组合与日历组合便是最具代表性的策略。

波动率价差组合是通过某种期权组合，在消除标的价格影响的同时，仅仅依靠波动率变化而获利；而日历组合则主要依靠时间价值衰减速率的差异获利。每一大类策略又可通过各种不同的组合方式完成，据不完全统计，经常被使用的成熟期权组合方式共有58种。

最重要的是，相对于标的资产行情的判断，波动率和时间价值更容易把握，这是因为理论和实践都证明，波动率具有均值回复特性，即无论波动率大小，均有很高概率向其均值回归的趋势。时间价值变化规律性更强，在其他条件不变的情况下，随着到期日的邻近，期权一定是贬值的，其时间衰减速率也逐渐加大。在到期日，时间价值贬值为0，这是确定性的。

换句话说，针对某一种行情，总可以找到多个策略组合进行交易。下面以列表形式说明在不同市场状态下，按照不同风险利润特点划分的典型期权策略组合（表1、2、3）。

## 三、期权在套利交易中的应用

期权无风险套利是一种理想化的期权交易方式，旨在实现严格意义上的套利，即通过适当的期权组合在期权市场上实现无风险的利润。从某种程度来讲，无风险套利的目标是在期权市场上享受“免费的午餐”。

一般来说，在构造期权无风险套利时，应当遵循两条基

表 1 牛市期权策略表

市场 态势	风险有限， 利润巨大	风险巨大， 利润有限	风险巨大， 利润巨大	风险有限， 利润有限
牛 市	1. 买入 看 涨期权 2. 买入 合 成看涨期权 3. 反向 比 率看涨组合	1. 卖出 看 跌期权 2. 卖出 合 成空头看 跌期权 3. 正向 比 率看跌	1. 买入 合 成期货	1. 牛市 看 涨垂直价差 2. 牛市 看 跌垂直价差 3. 卖出 蝶 式（飞鹰 式）组合 4. 反向 日 历组合

表 2 中性期权策略表

市场 态势	风险有限， 利润巨大	风险巨大， 利润有限	风险巨大， 利润巨大	风险有限， 利润有限
中 性	无策略	1. 正 向 比率看涨 （跌）组合 2. 卖 出 （宽）跨 式组合	无策略	1. 买入 蝶 式（飞鹰 式）组合 2. 正向 日 历组合

表 3 熊市期权策略表

市场 态势	风险有限， 利润巨大	风险巨大， 利润有限	风险巨大， 利润巨大	风险有限， 利润有限
熊 市	1. 买入 看 跌期权 2. 买入 合 成看跌期权 3. 反向 比 率看跌组合	1. 卖出 看 涨期权 2. 卖出 合 成看涨期权 3. 正向 比 率看涨	1. 卖出 合 成期货	1. 熊市 看 涨垂直价差 2. 熊市看跌 垂直价差 3. 卖出 蝶 式（飞鹰 式）组合 4. 反向 日 历组合

本原则：一是买低卖高原则，即买进价值被低估的期权，卖出价值被高估的期权；二是风险对冲原则，利用合成期货对冲买入或卖出实际期权的风险头寸。

若要在期权市场上进行套利活动，套利者首先要根据期权价格规律即时捕捉到可能的套利机会，即被错误定价的期权，然后根据上面两原则来构造无风险套利组合。下面以豆粕期权为例，说明无风险套利的实现。

（一）看涨看跌平价关系与（反）转换套利

看涨看跌平价关系是期权定价理论中最常见的期权间价格关系公式，即  $C + K \cdot e^{-rt} = P + S$ ，其中 C 表示看涨期权价格，K 表示执行价格，P 表示看跌期权价格，S 表示标的资产价格。

该关系显示了看涨和看跌期权间应当满足的价格关系，若不满足，则会产生无风险套利机会，套利策略为（反）转换套利。

通过比较同一规格的看涨和看跌期权的时间价值，可以用来衡量期权定价偏差，若看涨期权价格高估，而相同执行价格、相同月份的看跌期权价格低估，则可构造转换套利，即卖出看涨期权，买入看跌期权，买入期货进行套利。

假设当豆粕期货 M1705 合约价格为 3600 元 / 吨时，豆粕期权交易价格如表 4 所示。

观察执行价格 3000 元 / 吨的看涨和看跌期权，按买价算，看涨期权时间价值为  $614.5 - (3600 - 3000) = 14.5$  元 / 吨，按卖价算，看跌期权的时间价值为 12 元 / 吨。看涨期权时间价值 14.5 元 / 吨 > 看跌期权时间价值 12 元 / 吨，此时套利机会出现。

通过买入看跌期权，付出权利金 12 元 / 吨，卖出看涨期权，得到权利金 614.5 元 / 吨，同时买入一手 M1705 期货合约，价格为 3600 元 / 吨，从而构造转换套利组合。

组合中，买入看跌期权和卖出看涨期权体现了买低卖高原则，二者又构成了合成期货空头头寸，因此买入期货合约对冲其价格风险，体现了风险对冲原则（表 5）。

通过套利，不论价格上涨还是下跌，其组合头寸没有价格风险，并且可以赚取 2.5 元 / 吨的无风险利润。

同理，若看涨期权价格低估，而同一执行价格的看跌期权价格高估，则可构造反转换套利，即买入看涨期权，卖出看跌期权，卖出期货来套利，在此不再赘述。

（二）价格顺序关系与价格倒挂套利

价格顺序关系是针对某一月份系列期权而言的，即对同一月份看涨（跌）期权，执行价格越大，权利金越低（高），若违背该关系，则可进行价格倒挂套利。

假设当豆粕期货 M1705 合约价格为 3375 元 / 吨时，豆粕期权交易价格如表 6 所示。

观察执行价格 3200 元 / 吨、3250 元 / 吨的两个看跌期权，

表 4 大连豆粕期权价格（单位：元 / 吨）

看涨期权		M1705	看跌期权	
买价	卖价	执行价格	买价	卖价
614.5	616	3000	9	12

理论上,对于看跌期权,随着执行价格递增,权利金应当递增,但执行价格 3200 元/吨的看跌期权买价 113 元/吨 > 执行价格 3250 元/吨的看跌期权卖价 112.5 元/吨,矛盾出现,套利产生。

通过买入一手执行价格为 3250 元/吨的看跌期权,付出权利金 112.5 元/吨,卖出一手执行价格为 3200 元/吨的看跌期权,得到权利金 113 元/吨,净权利金为  $113 - 112.5 = 0.5$  元/吨,由此构造价格倒挂套利。若后市期货价格上涨,则组合投资锁定盈利 0.5 元/吨,若价格下跌并跌破 3200 元/吨,则锁定盈利 50.5 元/吨。

### (三) 期权上下限关系与价格贴现套利

期权上下限关系是针对单一期权而言的,

对于看涨期权:  $S - K \cdot e^{-rt} \leq C \leq S$

对于看跌期权:  $\max(K \cdot e^{-rt} - S, 0) \leq P \leq K \cdot e^{-rt}$

理论上,期权价格 = 内涵价值 + 时间价值,也就是说期权价格要大于等于内涵价值,而实际交易中,由于流动性及市场需求等因素,有些期权价格(这种机会最常出现在深度实值期权中)可能低于其内涵价值,此时套利出现。

假设当豆粕期货 M1705 价格为 3600 元/吨时,豆粕期权交易价格如表 7 所示。

理论上讲,执行价格为 3000 元/吨的看涨期权价格最低为 600 元/吨,而实际交易卖价为 598 元/吨,此时套利成立。可以通过买入执行价格为 3000 元/吨的看涨期权,花费权利金 598 元/吨,同时卖出价格为 3600 元/吨的 M1405 期货合约,从而构成价格贴现套利策略,组合最低锁定盈利 2 元/吨。

以上介绍了几种常见的期权无风险套利方法,对它们进行研究,有助于加深对期权价格变化规律的理解。

表 5 转换套利到期盈亏总结(单位:元/吨)

期权到期时标的 期货价格	各头寸盈亏状况: 盈(+),亏(-)	净获利
不变, 3600	期货 +0; 看涨期权空头被行权为期货空头, 价格 3000, 盈亏 $614.5 - 600 = 14.5$ ; 看跌期权多头到期作废, 没有期货头寸形成, 盈亏 -12	$0 + 14.5 - 12 = 2.5$
上涨, 3800	期货 +200; 看涨期权被行权为期货空头, 价格 3000, 盈亏 $614.5 - 800 = -185.5$ ; 看跌期权多头到期作废, 没有期货头寸形成, 盈亏 -12	$200 - 185.5 - 12 = 2.5$
下跌, 2800	期货 -800; 看涨期权作废, 盈亏 +614.5; 看跌期权多头行权形成期货空头, 价格 3000, 盈亏 $+200 - 12 = +188$	$-800 + 614.5 + 188 = 2.5$

表 6 大连豆粕期权价格(单位:元/吨)

看涨期权		M1705	看跌期权	
买价	卖价	执行价格	买价	卖价
482.5	483.5	2950	61.5	62
439	439.5	3000	67.5	68
390	390.5	3050	68	69
356.5	357.5	3100	84.5	85
320	320.5	3150	112	113
285	286	3200	113	113.5
235.5	236	3250	111.5	112.5
201	201.5	3300	129	130
173.5	174	3350	149.5	150

## 四、期权在套保中的应用

期权套期保值是指把期权市场当作转移价格风险的场所,在期权市场上买进或卖出与现货商品相同或相关、方向相反、数量相等或相当、月份相同或相近的期权合约,从而在期权和现货两个市场之间建立盈亏冲抵机制,以规避价格波动风险的一种交易方式。基于期权非线性特征,期权套保与期货套保有较大差别。

套期保值基本策略包括保护性(买入期权)保值策略、抵补性(卖出期权)保值策略和双限期权(买卖期权)保值策略,对于商品买家和卖家而言,商品买家需要对冲商品价格上涨风险,商品卖家需要对冲商品价格下跌风险,根据价格变动方向、变动幅度、保值成本和目标需要,买家和卖家可以有多样化的保值策略选择(表 8)。

### (一) 期权套保的优势

#### 1. 期权套保没有追加保证金风险

传统的期货套保中,一旦价格向期货相反方向大幅波动,



表7 大连豆粕期权价格（单位：元/吨）

看涨期权		M1705	看跌期权	
买价	卖价	执行价格	买价	卖价
597	598	3000	1	2

企业将面临追加保证金风险，资金压力巨大，经常由于没能及时追加保证金而被强平，被迫结束保值，给企业正常生产经营带来负面影响。买入期权套保则不然，无论后市标的资产价格如何波动，套保者最大损失固定权利金，没有交易所的追加保证金要求。

#### 2. 期权套保能够赚取额外收益

买入期权风险仅限于权利金成本，但潜在收益无限，这说明买入期权套保在满足套保需求的同时，当价格向期权方向不利变动，现货方面的收益超过权利金成本时，能够赚取额外收益。

举个例子，假设豆粕期货与现货均为3000元/吨，套保者买入100手一个月后到期的豆粕平值看涨期权，付出权利金为68元/吨，为一个月后将要购进的1000吨豆粕现货做买入保值，持有期内，在基差不变的前提下，若豆粕价格大幅下跌100元/吨，期权头寸只损失68元/吨的权利金，而企业却可以在2900元/吨的低价买入现货，总体购入成本为2968元/吨，若利用期货保值，则只能锁定3000元/吨的购入价格，与期货相比，期权套保获得超额利润32元/吨。

#### （二）期权套保的劣势

众所周知，期货套保需要付出保证金，套保结束后，保证金依然属于套保者，而买入期权套保是实际付出权利金，无论保值效果如何，该权利金都是实际付出的，也就是说，期权套保是要付出一定成本的，随着市场的变化，该成本有可能是比较高的。

此外，若选择买入期权保值，若标的资产价格窄幅盘整，

套保者很可能在期权头寸上亏损权利金，却无法在现货头寸上获得利润。

#### （三）期权套保的难点分析

期权是较为复杂的衍生产品，合约数量多，实际套保过程中存在以下几个难点。

##### 1. 套保策略多样化

期权本身以策略多样化著称，但在套保设计中，这也给套保者带来了困难，理论上讲，任何在套保方向上适合的期权组合，都可以用于套保，每种方式都有其优势和劣势。对于买入套保而言，最常见的便是买入看涨和卖出看跌；对于卖出套保而言，最常见的是买入看跌和卖出看涨。一般而言，若预期后市价格波幅较大，则适合利用买入期权保值，预期后市价格波幅小，则适合利用卖出期权保值。

##### 2. 用什么样的期权合约？

期货套保往往会选择主力期货合约，无需过多考虑，期权则不然，除了执行价格众多，还要考虑期限长短，这关系到权利金的成本付出。一般而言，执行价格应当基于企业财务状况、采购成本、权利金高低、合约流动性四方面确定。而到期月份则最好要长于保值期限，从时间价值贬值角度考虑，这是降低成本的有效途径。

##### 3. 套保比例的确定与调整

期权非线性特征决定了期权保值分为动态与静态两种模式。

静态对冲，考虑最终会行权，只需保证期权所标的的头寸数量与投资者需要保值的数量相同即可，适合于短期保值。例如需要为1000吨豆粕做买入保值，那么只需购入100手豆粕看涨期权，后期耐心持有，无需做太多调整，从操作上讲是比较简单的。

动态套保，即Delta对冲套保，在初始阶段，需要购入与现货Delta相符合的期权量，后期随着价格的波动，不断调整期权头寸，以期权的波动来精确规避标的资产的价格波动风险，从操作上讲，这对保值者能力要求较高。

综上所述，期权作为套期保值新的工具选择，在适应性、风险控制等方面优于期货保值，但操作难度更大，具体利用期货还是期权保值，怎么保值，都需要因地制宜地进行全方位分析，进而得出结论。<sup>[9]</sup>

（作者系永安期货高级分析师）

表8 期权套期保值策略

	现货空头（对冲价格上涨风险）	现货多头（对冲价格下跌风险）
保护性保值策略	买入看涨期权	买入看跌期权
抵补性保值策略	卖出看跌期权	卖出看涨期权
双限期权保值策略	买看涨卖看跌	买看跌卖看涨

# 善用商品期权 为企业保“价”护航

■ 文/王敏楠 李重梓

回顾 2016 年，在供给侧改革的大背景下，大宗商品上演了一波又一波火爆行情，不同商品的热潮轮番登场。黄金价格率先一路飙升，价格和持仓不断刷新近年新高。黑色系紧随其后，螺纹钢、铁矿石、焦炭、焦煤价格节节攀升，屡屡冲破大众认知。再接着四季度有色金属价格持续上场，整个大宗商品市场好不热闹。

大多数投资者，都会对 2016 年大宗商品的反弹叹为观止，同时又会感慨看得到却抓不住的红包行情。

其实，波动较大的期货价格并不容易预测，原物料的实体企业也是雾里看花，整个衍生品市场充满各式各样的机会与挑战。

当前国内的原物料企业，除了面临经营成本增加和加工利润下滑的双重压力之外，同时因为市场竞争激烈，消化原料和产品价格的波动风险也不容忽视。虽然国内的商品期货已发展多年，很多企业也利用期货市场进行保值，但是运用期货套期保值上却存在一个矛盾点，即参与期货套保对冲风险的同时，也会把盈利对冲掉。因此，很多参与期货套保的企业感慨：虽然 2016 年大宗商品出现了世纪大行情，但他们的盈利状况比起没有做期货套保的企业少很多。

有没有什么方式可以让企业在锁定风险的同时不锁定利润呢？答案是肯定的。事实上，国际衍生品的交易方式，除了期货以外，还有期权、掉期以及远期。商品期权，让企业在规避风险的同时，仍旧享有价格波动的好处，除了满足企业的套期保值需求外，更可以创新企业的运营模式，有机会为客户创造双赢的合作契机。

## 一、国内商品衍生品市场的发展现状

2016 年 12 月 16 日，证监会新闻发言人张晓军在例行新闻发布会上表示，近日证监会批准郑商所和大商所分别开展白糖和豆粕期权交易，市场期盼已久的场内商品期权终于迎来破冰之旅。

白糖和豆粕是我国重要的农业品种，但近年来白糖、豆粕现货价格波动频繁，相关农业企业迫切需要更丰富的风险管理工具。而相关的农产品期权正好能够满足农业企业精细化、多样化的风险管理需求，对完善农产品价格形成机制、提高农业产业化水平、加快转变我国农业发展方式无疑具有积极的作用。发展农产品期权同时也是贯彻落实 2016 年中央“1 号文件”和《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》的重要举措。

鉴于实体企业的避险需求，其实早在 2014 年证监会就支持期货经营机构开展场外衍生品交易，各大期货公司纷纷加入开展场外衍生品业务的行列，为实体企业提供商品价格管理的新工具——场外期权。场外期权 (Over-The-Counter Options)，顾名思义就是非交易所标准化的期权交易，它的交易条件更为灵活，不管是连接标的、交易时间长短或是执行价格，场外期权可以依照投资机构的需求，提供客户“私人订制”的优质服务，运用“场外衍生品 + 期货”的对冲模式，让客户实现更优的策略收益。

郑商所和大商所开展的农产品“期货 + 保险”项目就是运用的场外期权。利用场外期权的风险转移功能，透过保险公司和期货风险管理子公司将农产品的价格风

险转移到期货市场，在试点产品价格大幅波动的情况下，成功为参与农户或合作社锁定了收益也转移了风险。“期货+保险”模式的优势在于保险机构根据农户的需求，为农户量身定制适合他们播种周期的保险条款，可以保障不同种植阶段的农作物价格风险（图1）。

经过两年多的探索和发展，逐步走入大众视野的场外期权越来越受到市场青睐，除了满足企业的套期保值需求外，更可以为企业提供更为多元的风险管理方案。据不完全统计，目前业内所有期货风险管理公司已开展的场外期权业务名义金额规模共计高达150亿元。

## 二、商品期权帮助企业管理运营风险

在经济新常态下，现货产业链转型升级的需求非常大，企业在大宗商品定价体系、融资模式、风险管理工具和运营模式等都需要创新来应对大环境的转变。在这个过程中，期货公司的风险管理公司为期货市场服务实体经济产业提供了有效手段（图2）。

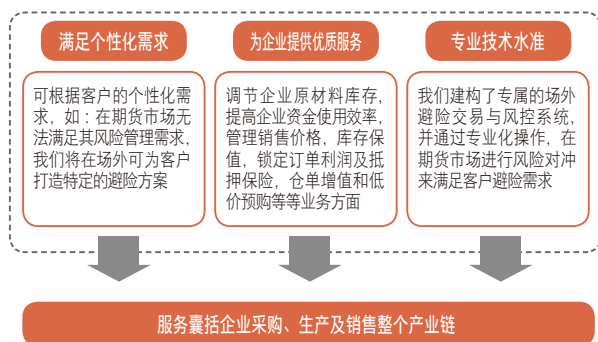
### （一）运用场外商品期权提升企业营运绩效

面对金融市场的大幅波动，不运用工具避险，等于将企业暴露在市场风险中，善用衍生性金融工具，可

图1 “期货+保险”操作流程



图2 商品场外衍生品业务图



以有效降低企业经营成本，提升企业竞争力。一方面，衍生工具可增加企业购销存的抗风险能力和利润管理能力；另一方面，能够平缓现金流量，增加财务主动性（图3）。

### （二）场外期权帮助企业更有效率进行套期保值

期权买方不存在信用风险，即使套保标的价格朝向不利的方向变动也不需要追缴保证金，这使得企业运用场外期权套保的资金效率远较期货来得高。

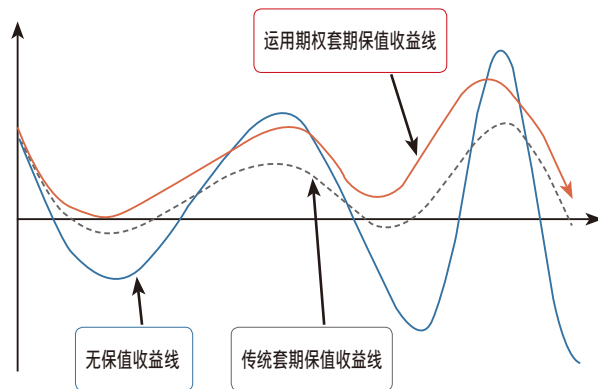
#### 1. 确保订单利润，规避原物料价格上涨风险

企业在获得订单合同时，最担忧原材料价格的上涨而导致利润下滑，甚至产生亏损。为化解这样的困境，企业可以在接获订单时，购买与订单原料数量匹配的看涨期权。若原料大涨，看涨期权获利可以贴补原料上涨的损失；若原料价格下跌，则放弃行权到市场以低价采购商品，最多损失期初支付的期权费用，企业的利润反而因为物料价格的下跌而增加。

#### 2. 管理销售价格，帮库存商品加买保险

企业的运作一般是长期连续的行为，但产品的价格会随着市场波动有较大的变化。以生产周期较长的企业来说，虽然在一开始安排生产计划时有利可图的，但等到商品生产出来，如果遇到成品价格跌落，反而造成企业的亏损；或者是行情大好时候，商品不可能一夜之间生产出来。对应这两种情境，都可透过买入看跌期权锁定成品的最低销售价格，来保障企业获利。购买看跌期

图3 不同情况下企业收入对比



权相当于对商品价格买进一个保险，若后市价格下跌则行权，如果价格上涨了则放弃行权，商品到市场以较高的价格出货。

案例：某糖厂有白糖库存约 1000 吨，当时糖价为 6000 元 / 吨，为规避白糖库存下跌的风险，购买一个月执行价 6000 看跌期权。事实上糖价反而不跌反涨到 6800。虽然亏损了期初的权利金，但企业可以放弃行权到市场以较高的价格 6800 出售白糖。相比做期货套保的客户将糖价锁定在 6000 来说，利润率反而因糖价的上涨而提升（这就帮企业实现了在锁定风险的同时不锁定利润，如图 4）。

### 3. 调节原物料库存，活化资金使用效率

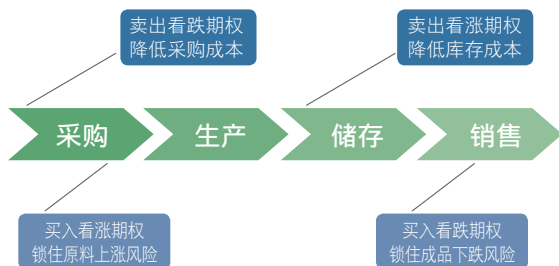
为维持企业正常运作，企业必须建立基本的原料库存。假如企业对于原料价格的看法是持续上涨，传统的做法是动用资金去建立大量的库存，此举不但占用大量的现金，万一预测错误，库存将会造成跌价损失。如果改用买进商品看涨期权，只要支付少许的权利金，除了减少动用资金外，如果行情预估错误，可以放弃行权而不必承担跌价的风险。

### 4. 利用库存商品，创造现金增值

企业的库存，除仓储费用和利息支出外，在尚未售出前，并无其他收入。而仓单增值业务便是针对这样的情境，提供企业客户活化仓单资产的功能，除可带来稳定的现金收入外，若成品的价格上涨还可以按照预设的上限价格卖出。

仓单增值业务的原理，是将未来预期的利润空间转

图 5 企业采购销售流程的期权运用



化成目前的现金收入。通常在企业预期价格走势平缓时，可通过仓单增值服务减少仓储和利息支出的耗损。

### 5. 低价预购，等待商品价格下跌的过程增加收益

一般位于产业链下游的企业，产品售价直接面对激烈竞争的市场，不易转嫁上涨的成本，因此在原材料下跌的环境中，会倾向多建立一些原物料的库存以备企业生产所需。

借由期权市场，企业可以事先设定采购原物料的数量、时间、品种，一旦原物料的价格跌至执行价格之下，便依照期初设定的条件买进原物料作为库存，如果期权到期时，原材料价格不跌，则可以收取期权费用增加现金流入（图 5）。

### （三）场外期权帮助企业创新盈利模式

运用商品期权除了满足前述的套期保值功能之外，还可以创新运营模式。根据南华资本两年多来与实体企业接触的需求，以及多次参与大商所运用“场外期权”服务产业链试点项目的经验，在此列举如下协助实体企业进行风险管理的典型案例。

案例：贸易商为刺激下游采购意愿，与下游客户签订保价协议。

春节过后，整个塑料市场进入消费旺季，塑料价格不断上扬，3 月中旬价格已在高位，下游拿货出现疑虑，都处在观望态度。某贸易商想要刺激下游采购意愿，选择提供优惠采购贸易合同。

### 1. 创新贸易条款

贸易商与下游企业签订塑料买卖合同，约定 1 个月内塑料价格超过约定价 8880 元 / 吨，不论涨到多少，

图 4 买入看跌期权损益

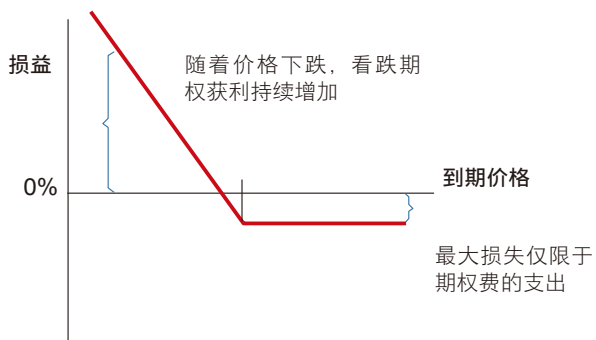
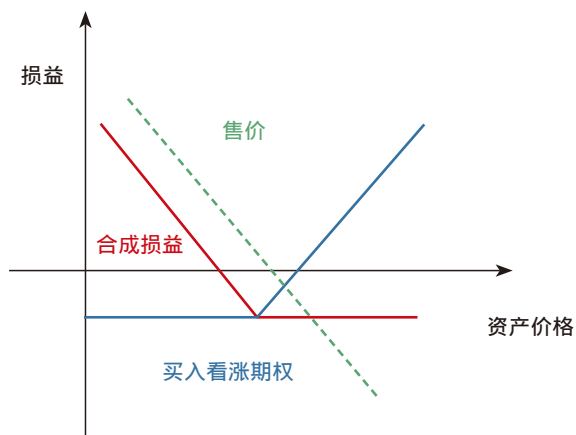




图6 该组合策略的整体损益



下游一律以 8800 来买货，若价格没有上涨到 8800，下游以市价进货，一个月内客户可以随时提货。

## 2. 贸易商的套保策略

贸易商与下游工厂签订合约后，最担心价格上涨。为将这部分风险转嫁出去，贸易商向南华资本买进一个月的看涨期权，每吨权利金只要 232 元（图 6）。

在整个操作过程中，在与下游签订合同后，若贸易商未购买看涨期权，那么当价格上涨时，将会蒙受差价损失。而在向南华资本购买看涨期权后，贸易商销货的整体损益图就发生了改变（如图 6 中红线所示），意味着价格上涨超过约定价，损失只控制在权利金的支出。上述操作，确实让贸易商在现货滞销的情况下，通过贸易模式的转变获得了有别于高于其他贸易商的销售利润和销售速度，切切实实地帮助企业获得营运绩效的提高。

## 3. 创新方案的好处

第一，贸易商能稳定与下游工厂的合作关系，更好抢占市场份额；第二，下游工厂在价格上涨和下跌时均享受到好处；第三，贸易商、下游工厂和南华资本三方有机合作，达到互利共赢。

# 三、国内场外衍生品市场发展的瓶颈

中国是大宗商品最大的消费国和生产国，无论是采

购、生产还是销售，或者是产业价值链上下游的各个环节，均可运用商品期权构建更多元的套利交易策略。利用期权套保可以规避风险，但不必放弃收益，对企业来说，操作期权比期货更为便利。

根据国际清算所数据显示，最近 10 年来，期权交易量超过期货交易量也已经成为常态。与期货交易不同，期权既可以在交易所交易，也可以在场外交易。而且期权以场外交易为主，其规模占比基本稳定在 60% 左右。场外期权最大的特性就是交易灵活，可以根据客户的风险偏好订制风险管理方案，这也是欧美衍生品市场，场外业务远远大过场内业务的主要原因。

反观国内，由于企业对于衍生品市场和风险管理的认知还不够充分，也缺乏专业的人才和团队等因素，风险管理的水平较为薄弱，企业的运营只能看天吃饭，一旦商品价格遭遇大幅跌落的恶劣环境时，只能束手无策求老天爷保佑。虽然我国场外商品期权市场自 2014 年开始，一直稳步发展，到 2016 年“期货 + 保险”试点项目收效显著，较好地发挥了风险转移的功能，受到大众越来越多的关注，但企业参与场外期权市场的过程中也暴露出不少问题。

第一，交易成本较高。目前市场上仅有期货可以作为做市商的对冲风险工具，对冲成本相对较高导致市场上定价普遍偏高，所以企业往往会反映期权费太贵。

第二，期货市场承载能力有限。场外期权市场进行套保的商品，需要利用场内期货对冲风险。以郑商所的动力煤为例，ZC1705 主力合约单边日均成交量历史最高也才达到 40 万手，由于场内流动性不足，对于套保需求比较大的实体企业，在调整仓位时容易对市场造成剧烈的波动，所以无法百分之百满足其避险需求。

第三，投资者多数选择期权的买方。由于目前国内企业和投资者对于期权的认识和应用都还处于初级阶段，加上参与场外期权的客户相对较少，所以通常期货公司的风险子公司都是场外期权的卖方，从而单边的风险敞口暴露较大，目前也只能在期货市场上对冲风险。

表 1 场内外期权差异比较

		场内期权	场外期权
产品设计	产品特征	标准化	个性化
	灵活性	小	大
	流动性	高	低
	透明度	高	低
市场参与者		个人投资者、机构投资者、公司、做市商	机构投资者、公司、做市商
交易方式		集中市场	一对一
定价方法		市场定价	协商定价
主要风险		市场风险	市场风险、信用风险、结算风险
风险防范机制		保证金制度、当日无负债结算制度、涨跌停板制度、持仓限额和大户持仓报告制度、风险准备金制度、结算担保金制度、强行平仓制度、风险警示制度	履约保证金、履约保证提供方
市场监管体系		政府监管与行业自律	以行业自律为主导，官方监管
主要满足功能		投资、投机、避险	避险，产品设计

而即将上市的豆粕和白糖场内期权正好可以补充这些问题，场内期权也称为交易所期权（Exchange Option），是指由交易所设计并在交易所集中交易的标准化期权。场内交易采用标准化和集中交易，再加上结算机构提供了交易双方可靠的履约保证，有利于市场流动性的提高。同时可以解决场外期权对冲工具单一和期货市场承载能力有限的问题，场外做市商可以利用场内期权对冲风险，同时设计出更加多元化的产品。

那么到底场内期权和场外期权有哪些差异呢？

其实场内、场外期权在定价方法、风险防范机制、市场监管体系、主要满足客户的需求方面都有许多不同之处。下面就让我们看下对场内外期权差异所做的比较（表 1）。

整体来看，虽然现阶段场外市场的发展存在一些问题，但是场外期权丰富了市场的交易品种，完善期权、期货和现货组成的投资体系，同时增加相关现货和其他衍生品市场的流动性，另外对标准化场内产品也进行有

益补充，覆盖场内产品无法满足的个性化需求。对于投资者来讲，场外期权不仅提供了非线性的产品，而且还是风险管理和产品设计的新工具。

#### 四、未来展望

根据国外的经验和规律，不难预计，至少未来 5-10 年，中国衍生品市场将迎来高速发展期。场内期权的推出，不但不会削弱场外的力量，反而一方面推动投资者教育程度更加深入，另一方面为场外避险增加了工具。因此，未来期权市场的整体容量将会快速放大。

场内期权市场与场外期权市场并非是相互替代的，在产品结构、市场灵活性以及投资者偏好等各个方面，两者均存在较大差异。场内期权的上市能够为场外期权定价提供参考，同时场内期权的交易规则、风险监管以及技术支持也值得场外期权借鉴；而场外期权市场的个性化产品也是对场内的标准化产品的有效补充，可以更契合实体经济的风险管控。

总之，场外期权市场是场内期权市场的有效补充，两个市场能够相互促进、相互完善。短期内，场内期权的上市对场外期权市场有一定的影响，但是场内期权的推出会降低场外市场的权利金定价和对冲成本，从而进一步促进场外产品设计趋于多元化。从长期看，场内期权市场与场外期权市场将相互补充，协同发展，更好地服务国内的实体经济。

正如诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·莫顿说的“想消除风险是不现实的，但是，风险是可以移转的。”衍生品市场能够让实体经济风险处理得更好，当然，他们不愿承担风险，但是可以把风险承担转移到其他个体上。由于每个企业的需求不同，在服务实体企业时应贴近企业需求提供多样化的商品期权和交易策略，根据客户实际生产活动周期，为客户管理不同生产阶段的价格风险，以较低的成本获得较高的收入保障，提高企业整体的抗风险能力和产业竞争力。

（王敏楠系浙江南华资本管理有限公司金融衍生品部总监，李重梓系金融衍生品部产品经理）



# 期货市场服务实体经济

## 【编者按】

随着我国经济步入新常态，发挥期货市场功能，帮助实体企业实现“三去一降一补”，实现供给侧结构性改革，成为期货行业服务实体经济的一项重要任务。为此，期货公司积极践行，充分发挥中介机构职能，深入调研实体企业，通过人员培训、建章立制、策略分析、交易执行、风险控制等一系列专业化服务，引导企业利用期货市场实现转理念、降成本、去库存、增效益、提水平。

从本期开始，《中国期货》将开设“服务·实体”专栏，对一批较为典型的案例展开系列报道，以充分反映期货行业服务实体经济的点滴真情。

# 建章立制 期货护航现货发展

## ——大地期货服务浙江纺织品进出口集团案例

■ 文/大地期货

浙江省纺织品进出口集团有限公司（下称“浙纺集团”）隶属于浙江省国际贸易集团有限公司，是中国纺织品服装进出口行业主要的专业公司之一，也是中国纺织品进出口商会的常务理事。从1980年起，该公司开始经营纺织品进出口业务，现有11家子公司、6个直属业务部门和2个大型仓库。目前公司以纺织品服装出口为主业，兼营机电、轻工、工艺、化工等产品的出口和大宗商品进口等业务，2014年公司年经营规模达40亿元。

如何引导这样一家大型企业利用期货市场，促进企业转型升级，成为大地期货思考的问题。

### “谈棉论道”棉花会引合作契机

2014年7月，在郑商所农产品部的支持下，大地期货有限公司举办了“谈棉论道2014棉花产业交流会”，邀请浙纺集团负责棉纱进口业务的贸易一部负责人陈经理参加了会议讨论，经会议熟悉以后，大地期货和浙纺集团开始建立定期的交流机制，并且邀请经验丰富的陈经理加入由大地期货牵头的棉花纺

织产业投资机构的不定期聚会讨论。

陈经理是做了20年棉花和棉纱生意的老手，已经积累了丰富的棉花期现货操作经验。参与了几次沙龙讨论后，基于大家对棉花在2014年后期的不乐观的一致预期，陈经理考虑必须防范浙纺集团的棉纱库存和进口在途货物的跌价风险，于是开始向浙纺集团经营班子报告，申请开展期货套期保值业务。

经过反复沟通，浙纺集团领导初步同意由陈经理负责的贸易一部先行试点开展期货套期保值业务。

### 深入调研 为企业量身定立制度

2014年8月，大地期货开始与浙纺集团进行期货套期保值业务专项对接，由研发部研究总监周文科牵头，协调财务部组成一个项目小组，有针对性地开始协助浙纺集团进行套期保值业务的制度建设。

大地期货项目组通过对浙纺集团董事长、总裁、业务分管副总裁、管理部、财务部、贸易部等各级人员的拜访调研，8月底完成了《浙江省纺织品进出口集团有限公司套期保值业务管理制度》初稿，内容

包含了套保准则、运营模式、组织结构，以及岗位权限、运营流程、结算、风控处理、信息收集、档案整理、期现对应标的物等。

浙纺集团由朱副总裁牵头召集贸易部、管理部、财务部、办公室等进行讨论，对《管理制度》进行优化，9月中旬，大地期货项目组完成了《浙江省纺织品进出口集团套期保值业务管理制度》修改稿，经浙纺集团评审后，同时向上级浙江省国际贸易集团进行开展套期保值业务申报审批。11月，浙纺集团董事长亲自召集管理班子、各相关部门负责人、具体业务执行人，邀请大地期货浙纺项目组对浙纺团队进行期货基础知识、期货功能、套保相关业务流程、岗位权限、风控、套保策略涉及、方案执行、效果评估、财务处理等知识的逐一培训。

培训会上，浙纺集团各级人员提出实际操作中可能会遇到的很多难点和应对措施，大地期货项目组一一进行了解答。大地期货财务部、运作中心和浙纺集团对口部门建立联系，持续地为浙纺集团提供套期保值业务进行专业指导。12月，浙纺集团正式开始规范运行棉花期货套期保值业务。



## 棉纱和棉花期货的价差关系分析

2011/12 年度至 2013/14 年度，国家实行棉花收储，尤其是 2013/14 年度，90% 以上的国内棉花上交国储，造成期货标的物缺失，郑棉期货由于缺乏可交割的棉花现货，对棉花现货的定价作用几乎丧失。因此，全棉纱和棉花现货之间相对稳定的加工费价差关系没有反映到全棉纱和郑棉期货的价差走势上，全棉纱和郑棉期货之间的价差关系非常不稳定。

但是，随着 2014/15 年度国家取消棉花收储，2014 年 9 月以后，郑棉期货恢复了对现货的价格指引功能，由于全棉纱和棉花现货的价差基本稳定，所以，我们可以考虑用郑棉期货对浙纺集团的全棉纱进行虚拟库存管理。

图 1 显示 32 支全棉纱和郑棉期货的价差在 2014 年 9 月后基本

维持在 8000 至 8500 元 / 吨区间，这张事后的图表印证了大地期货和浙纺团队的当初设想的逻辑合理性。

## 设计棉纱库存的套保比例和方向

浙纺集团棉纱常备库存 5000 吨，因为考虑到 2014/15 年度取消收储改直补后，全球和国内棉花供过于求的格局延续，预期棉花和棉纱价格将在未来半年内不容乐观，库存面临跌价损失风险，因此，有必要对常备的棉纱现货库存和在途订单进行全部保值。

但是，考虑到浙纺集团是省属国企的因素，为了能够稳定推进期货保值业务的长期开展，因此前期采取稳起步的策略，通过部分套保的尝试，积累团队套期保值的运作经验教训，为将来全额套保、虚拟库存调节、基差交易等业务积累经验。

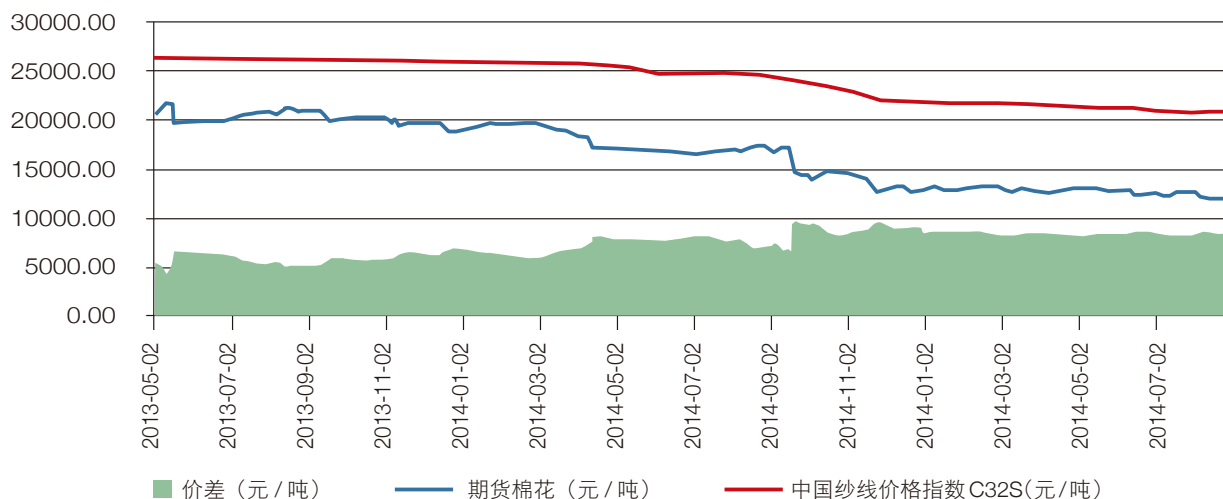
浙纺集团经营班子通过讨论决定：1. 先尝试对现货常备库存的 40% 比例进行期货保值操作，也即 2000 吨；2. 前期只做卖出保值，暂不建虚拟库存和不做基差套利。

## 策略分析、执行和效果评估

2011/12 至 2013/14 年度全球棉花供过于求，代表除中国外的 ICE 棉花价格从 2011 年 3 月的 220 美分 / 磅一直滑落到 2014 年 12 月的 60 美分 / 磅左右，按照现货升水 15 美分 / 磅进口 1% 关税计算，折合国内价格 11900 元 / 吨。

国内棉花由于三年国家收储，虽然稳定了国内的棉花种植面积，但是，期间造成内外棉价差最高达 6000 元，严重损害了下游纺织行业的全球竞争力。部分大型纺织厂不仅有 1% 进口配额的优势，同时还有资金优势，将纱厂外迁到越南、印度、巴基斯坦等国家，以维持在

图 1 32 支全棉纱和郑棉期货连续的价格同列



全球纺织行业的竞争力；但是不具备到国外设厂实力又无 1% 关税进口配额的中小纺织服装企业只能在残酷的竞争环境中败下阵来。大量的企业迫于政策的不平衡被迫关停。

中国国内年度棉花需求从 1100 万吨下滑到 750 万吨，棉纱从净出口 50 万吨 / 年到净进口 170 万吨 / 年。根据大地期货研究团队的分析，2014/15 年度，中国国内棉花供应预计 650 万吨，WTO 规则进口配额 89.4 万吨，滑准税进口预计 60 万吨，实际供应量大约 800 万吨，而预计需求 750 万吨，因为前期价格预期下跌，所以期初期末库存维持平稳，则 2014/15 年度棉花将供过于求，况且还有 1100 万吨大量的国储棉花需要每年部分抛储出库。因此，2014/15 年度棉花在供大于求的局面下，价格将继续寻底。

前期大地期货研究团队开展了对浙江、江苏、山东的下游纺织企业调研，下游纺企普遍认为中低端的内外纱和内外棉价格必须相同，才会考虑用国产棉纱。因此，我们预期，通过棉纱价格的反压，国内的棉花未来将和国外棉花 1% 关税进口价相当，也即 ICE60 美分 / 磅对应的郑棉价格 11900 元 / 吨附近。

2014 年 12 月，浙纺集团开始在 CF1505 合约上进行开仓卖出 400 手（2000 吨），均价为 13000 元，后来在 1 月底，在 13200 附近平仓，平均平仓亏损 200 元 / 吨，

在 13400 元 / 吨的价格将空单移到了 CF1509 合约，然后一直持有。2015 年 6 月底，国储抛储消息出来后，大地期货研究团队和浙纺团队经过讨论，预期棉花这个时候可能是基本面最坏的时候，同时，我们监控到市场上手采棉花仓单现货销售的价格一直维持在 13500 元 / 吨以上，机采棉的仓单按照现货价销售 12500 元至 12800 元 / 吨，现货有止跌迹象。虽然有部分兵团棉花积压出现卖棉难，但是通过了解，兵团各师积压的库存大部分没法通过期货仓单的质检，因此，新疆建设兵团库存棉花不能反映可交割棉花的供需，兵团最后棉花拍卖的价格不能代表郑棉期货的价格。

于是，浙纺集团团队决定在 7 月上旬将 CF1509 合约的套保空单逐步进行平仓，到 2015 年 7 月 7 日全部平仓完成，平仓均价 12500 元 / 吨。该套保方案执行完成后，CF1509 合约期货空单平均盈利 900 元 / 吨，减去前期 CF1505 合约的亏损 200 元 / 吨，合计盈利 700 元 / 吨。期间现货棉纱从 21100 元 / 吨下跌到 20400 元 / 吨，基本上棉纱现货的下跌的亏损和棉花期货套保盈利持平，避免了 2000 吨棉纱库存跌价 140 万左右的损失。通过套期保值操作，浙纺集团基本实现了接近所对应棉纱现货头寸 100% 的套保率。


执行过程中，经历过 2 个月的期货持仓的浮亏，浙纺团队上下面

临很大压力，期货小组曾会议讨论过是否止损。但是正因为浙纺现货团队和大地期货研究团队对棉花供需的扎实的基础研究及推理呈现，坚定了浙纺集团将套保持仓坚持到底的决心。

## 转变理念 期货护航企业经营发展

浙江省纺织品进出口集团通过这一轮棉花期货对棉纱库存的套保尝试，各级部门初步感受到郑商所棉花期货对现货的价格引领作用和风险对冲功能。因为有郑棉期货和未来棉纱期货提供的风险管理保障，浙纺集团在 2015 年四季度，在棉纱贸易基础上增加棉花现货贸易业务，合理利用郑商所棉花和棉纱期货管理企业库存。同时为了适应期现结合业务的开展，浙纺集团在大地期货的协助下，向集团申请优化了集团期现结合的管理制度。

在新制度框架下，2016 年初，浙纺集团开始尝试性地在郑棉期货上以 11000 元 / 吨以下的价格建立 2000 吨的棉花虚拟库存，准备持有到 CF1609 合约进行买入交割。同时，开展棉纱和郑棉合约的价差套利等业务。

制度的松绑使得企业期现结合的模式和渠道得到了拓宽，在合规稳健的制度保障下，更加灵活地运用期货工具为现货保驾护航，助力企业的稳健经营。

# 统一思想 全面动员 期货行业扶贫工作扎实推进

## ——2016 年期货行业扶贫工作小结

■ 文/中国期货业协会会员二部

2016 年是“十三五”规划的开局之年，也是我国全面建小康社会决胜阶段的开局之年，国家扶贫开发工作已进入“啃硬骨头、攻坚拔寨”的冲刺阶段。

按照中央扶贫开发工作精神和中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见要求，在证监会扶贫办和期货部的统一部署和指导下，期货行业积极履行社会责任，服务国家脱贫攻坚战略，在扶贫工作中取得了一定的成绩。

### 一、统一思想 深入谋划

为进一步贯彻《中共中央国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》（中发〔2015〕34 号）和中央扶贫开发工作会议精神，落实《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚

战略的意见》的有关要求，进一步引导期货经营机构提高认识，更好履行扶贫社会责任，中国期货业协会（以下简称“协会”）按照《关于印发〈关于实施〈中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见〉的分工方案〉的通知》（证监发〔2016〕72 号）要求，制定了《期货业协会关于组织开展扶贫工作的方案》，成立了由协会党委书记、会长王明伟同志任组长的扶贫工作领导小组，对引导行业服务国家脱贫攻坚战略进行了总体筹划，并通过组织召开一系列专题会议，统一了思想，推动了行业扶贫工作的开展。

#### （一）推动期货行业开展扶贫工作座谈会

2016 年 9 月 26 日，协会组织召开了“推动期货行业开展扶贫工作

座谈会”。证监会期货部代表及部分期货公司（分别为大型的、期现结合业务开展较有特色的和地处中西部地区的典型代表）主要负责人出席了会议。

协会会长王明伟同志在会上指出，期货经营机构要转变观念，充分认识期货行业服务脱贫攻坚战的重要性，并发挥行业特点、创新扶贫方式，形成期货行业精准扶贫合力与长效机制。与会期货公司代表就自发扶贫工作开展情况、未来的扶贫计划和设想以及对期货行业开展扶贫工作的建议进行了交流，并表示支持将扶贫工作开展情况纳入分类评价标准。

#### （二）推动期货行业服务国家脱贫攻坚战略动员会

为进一步推动期货行业积极发



挥行业特色，更好地履行扶贫社会责任，11月1日，协会组织召开了“推动期货行业服务国家扶贫攻坚战略动员会”。证监会副主席方星海同志、期货部主任冉华同志出席会议并讲话，协会会长王明伟同志主持大会，证监会扶贫办和期货部、四家期货交易所、期货市场监控中心、全体期货公司、风险管理公司、资产管理公司等有关负责人参加了会议。

方星海副主席以“精准扶贫 谋取实效”为题做了动员发言。他要求期货行业应深刻理解党和国家脱贫攻坚形势，把握脱贫战略内涵，围绕“精准”二字做文章，并立足行业特色，发挥期货行业精准扶贫专业优势，为国家脱贫攻坚战略尽责出力。期货部主任冉华同志对期货业协会、期货交易所、期货市场监控中心以及期货公司等行业各主体的扶贫责任进行了进一步明晰，并提出了“一村一策、一户一法”的工作原则。会上，协会会长王明伟

同志代表行业宣读了《期货行业服务国家脱贫攻坚战略行动倡议书》。

### （三）期货行业服务县域产业研讨会

为进一步落实“结对帮扶”策略，推动精准扶贫落到实处，12月28日，协会组织召开了“期货行业服务县域产业研讨会”。证监会办公厅副巡视员曾彤同志应邀参会并介绍了《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》的背景和重要意义，重申了《意见》对于期货行业的要求，期货部副主任程莘同志、协会副会长郑小国同志、副秘书长吴亚军同志参加了本次研讨，四家期货交易所代表应邀参加了会议。

会议围绕“精准扶贫、精准脱贫”基本战略提出了“机构联系到县，价格信息到乡，专业帮扶到村（社），帮扶成果到户”的扶贫工作目标。会上，国内10家期货公司代表和10个贫困县代表分别签署了《扶贫服务

备忘录》，并就帮扶需求与应对方法进行了深入探讨。

## 二、积极参与 稳步推进

在证监会的统一部署和指导以及协会的大力号召下，各期货经营机构深化了对新形势下服务国家脱贫攻坚战略的认识，在前期以捐赠、培训、定制服务、费用减免等为手段的扶贫工作基础上，注重探索行业专业扶贫特色，发挥自身风险管理优势，取得了一定的成效。

### （一）周密部署 谋定后动

一是成立扶贫工作小组。各期货经营机构高度重视贯彻落实中央及证监会关于脱贫攻坚的部署和要求，积极响应“精准扶贫、精准脱贫”的号召，纷纷在公司内部成立了以公司主要负责人为组长的扶贫领导小组，研究、制定公司开展扶贫工作的整体计划，明确职责，同时还组建了扶贫专项工作小组，具体负责计划的实施。

二是深入学习扶贫精神。不少期货经营机构在公司内部组织召开了培训动员会，向全员传达了中央和证监会关于扶贫工作的重要精神，要求全员进行深入学习并强化责任担当意识，形成了全员参与扶贫的氛围。

三是仔细选定帮扶对象。为贯彻“真扶贫、扶真贫”的要求，把扶贫工作落到实处，各期货经营机构结合自身在地理位置、机构规模、专业能力、产业客户、股东背景等方面的特点和优势，通过实地调研确定帮扶对象。

如浙商期货经过走访，在浙江







为进一步实现精准扶贫，确保扶贫工作落到实处，各家期货经营机构在充分考虑帮扶对象产业特色、资源禀赋、帮扶需求等实际条件的基础上，结合自身情况，纷纷制定了切实可行的扶贫工作计划，这些计划大多数以产业扶贫为主，辅以消费扶贫、公益扶贫、教育扶贫、资金帮扶等多种扶贫方式。



省援疆办的支持下，与新疆维吾尔自治区柯坪县签订了合作备忘录，约定浙商期货将免费为当地农户开展棉花价格保险服务，这也是行业内首家与贫困地区签约帮扶的期货经营机构。又如中信期货扶贫工作组在江西、广西、河北、新疆等地进行了一个多月的走访摸排工作，涉及8个县17个乡镇近54个行政自然村，最终在江西省证监局的支持和帮助下，与江西省鄱阳县政府确立了结对帮扶合作关系。

截至2016年底，已有浙商期货、鲁证期货、永安期货、国联期货、东海期货、华信万达期货、东吴期货、申银万国期货、中粮期货、西部期货、南华期货、新湖期货、格林大华期货、华安期货、华龙期货、国泰君安期货、中信期货、长江期货等19家期货经营机构与《国家扶贫开发工作重点县和集中连片地区特殊困难地区县》上的地区建立了结对帮扶关系。

#### （二）专业扶贫 成效初显

各期货经营机构注重结合自身资源，发挥行业风险管理专业优势，在风险管理定制化服务、业务培训和指导、产业交流等专业扶贫方面进行了诸多有益探索。2016年，在中央一号文件关于“改革完善粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度”、“稳步扩大‘保险+期货’试点”的政策背景下，通过与保险公司、政府部门及涉农主体等有关方面合作，在期货交易所的大力支持下，多家期货经营机构以风险管理公司为依托，运用“期货+保险”这一农产品价格保险创新

模式，打通了期货服务“三农”的“最后一公里”，稳定了贫困地区涉农主体的收益，有效防范了价格风险，使得精准扶贫工作取得了显著成效。

如国元期货在安徽省开展的玉米“保险+期货”试点，与国元农业保险股份有限公司合作，向泗县、蒙城县的67家玉米种植大户和专业合作社承保了7.13万亩玉米，涉及玉米总量3万吨，涉农主体实际支付保费约49万元，获得赔付128.32万元，大大减少了因价格下跌给涉农主体带来的损失。又如华泰期货在内蒙古自治区通辽市科左后旗开展了玉米“保险+期货”试点，还将200万元项目补贴资金悉数捐赠给了当地政府扶贫机构，不仅帮助涉农主体管理了价格风险，还大大降低了涉农主体的保险成本。

另外，新湖期货联合上海国际棉花交易中心，利用场外期权等创新金融衍生工具，为新疆维吾尔自治区喀什市棉农提供了保价服务，取得了显著成效；大地期货通过对新疆维吾尔自治区喀什市岳普湖县巴依瓦提扎花厂提供风险管理策略支持，提升了企业精细化管理的水平，降低了轧花厂的库存风险；国投安信期货与国投创益产业基金管理公司（受托管理中央企业贫困地区产业投资基金）在北京签署扶贫工作战略框架合作协议，国投安信期货为其服务的且符合有关条件的产业客户得到此基金的资金支持牵线搭桥，并为此基金在筛选扶贫项目时提供专业化建议。

上述这些实例，都为期货经营机构探索如何发挥行业特色服务国

家脱贫攻坚战略做出了有益尝试。

### （三）多措并举 形成合力

多家期货经营机构在传统的扶贫项目上做了大量工作。

如鲁证期货向黑龙江省桦川县捐助资金 100 万元，专项用于资助贫困户建设大棚、购买种子；上海大陆期货设立扶贫专项基金 100 万元，用于资助河南省新县的贫困师生；上海东证期货出资 100 万元发起设立“心得益彰”公益基金，用于资助和支持扶贫济困、赈灾助残等社会救助活动；广州金控期货参与了广东省韶关乐昌市下西村的帮扶工作，并自 2016 年 5 月起选派公司优秀人才担任驻广东省梅州市大埔县福光村扶贫干部；南华期货等多家公司积极参与中金所牵头组织的资助延长县地区大学生项目；弘业期货设立“春蕾班”项目，资助 30 位优秀寒门学子；上海东方期货通过举办东方海涛投资俱乐部慈善沙龙，为贵州省抱都村幼儿园住宿的孩子组织资助活动等。

此外，申银万国期货、中粮期货、招商期货、东吴期货、中融汇信期货等期货经营机构还充分利用股东资源优势，积极参与股东单位主导的扶贫活动，形成了扶贫合力，开展形式多样的扶贫活动。

## 三、砥砺前行 继往开来

2016 岁末，我们欣喜地看到，众多期货经营机构踊跃地投身到扶贫工作中来，并取得了一定的成效。2017 伊始，为进一步实现精准扶贫，确保扶贫工作落到实处，各家期货经营机构在充分考虑帮扶对象产业特色、资源禀赋、帮扶需求等实际条件的基础上，结合自身情况，纷纷制定了切实可行的扶贫工作计划，这些计划大多数以产业扶贫为主，辅以消费扶贫、公益扶贫、教育扶贫、资金帮扶等多种扶贫方式。

如永安期货与吉林省大安市结对帮扶，拟投入 200 至 300 万元扶贫款项，采取“政府+产业+金融

机构”的联合扶贫方式，通过注资、带动产业、入股分红及专业帮扶（玉米期货+保险）、电子商务等手段，实现精准扶贫一村一户，共同推进当地全面建成小康社会步伐。我们相信，期货行业在积极履行社会责任，服务国家脱贫攻坚战略方面，必将有所作为。

协会也将在证监会扶贫办和期货部的领导下，进一步引导期货经营机构发挥期货品种优势、市场功能优势、人才主体优势、产业客户优势，推动期货行业扶贫工作向纵深发展；同时，联合各期货交易所、期货市场监控中心，为期货经营机构开展扶贫工作提供合理的政策、资金和服务支持；加强推广宣传和经验交流，并建立机构帮扶活动评估机制，进一步支持、鼓励期货经营机构在国家脱贫攻坚行动中做出自己应有的贡献。

（本文作者包括孙亚民、吴泽辉、周太贵、刘月鹏、高晶）

附：期货公司结对帮扶贫困地区（县、乡、村）情况汇总表（截至 2016 年 12 月 31 日）

序号	公司名称	已结对帮扶贫困地区（县、乡、村）名称	签约时间	序号	公司名称	已结对帮扶贫困地区（县、乡、村）名称	签约时间
1	浙商期货	新疆柯坪县	2016.12.4	11	中粮期货	河南省桐柏县	2016.12.28
2	鲁证期货	黑龙江省桦川县	2016.12.21	12	西部期货	陕西省延长县	2016.12.28
3	永安期货	吉林省大安市民生村、同德村、先进村，延边州安图县红星村	2016.12.22	13	南华期货	山西省隰县	2016.12.28
4	国联期货	湖南汝城县	2016.12.22	14	新湖期货	安徽省太湖县	2016.12.28
5	东海期货	贵州省习水县	2016.12.23	15	格林大华期货	山西省汾西县	2016.12.28
6	华信万达期货	河南省兰考县	2016.12.26	16	华安期货	安徽省宿松县	2016.12.28
7	东吴期货	贵州省石阡县	2016.12.26	17	华龙期货	甘肃省武山县	2016.12.28
8	民生期货	江西省赣州市南康区	2016.12.26	18	国泰君安期货	陕西省延川县	2016.12.28
9	新湖期货	海南省白沙县	2016.12.26	19	中信期货	江西省鄱阳县	2016.12.28
10	申银万国期货	新疆维吾尔自治区麦盖提县	2016.12.28	20	长江期货	湖北省秭归县	2016.12.30

# 透过债市深度调整看国债期货的作用

■ 文/吴长风 崔文迁

## 债券市场的牛市盛宴

在经济增速持续下滑、流动性宽松的强烈预期下，居民、企业和金融机构的资产配置不断转向债市。债券市场从2014年初开启了牛市模式，直至2016年三季度，交易持续活跃，各券种收益率不断下行，价格节节攀升。

### （一）经济持续下行，流动性全面宽松

2012年以来，中国经济在调结构、去产能的艰难环境中努力前行，创新型行业的增长无法弥补传统行业的下滑，宏观经济增速持续下降，企业投资效益低下，利润大幅下行。政府不断推出一系列产业政策和扶持措施，但效果不明显。在经济增长持续低迷的大环境下，工业品价格出现通缩。

2014年11月至2016年3月，央行多次下调人民币存贷款基准利率、金融机构存款准备金率和回购利率，意在引导实体经济融资成本下行。近两年，外汇占款的不断下降使央行加大公开市场操作的频率和力度，调节基础货币投放，缓解流动性紧张压力。

2015年以来，银行间债券市

场对私募机构、国际投资者相继开放，进一步丰富了市场交易主体，提高了债券市场流动性。

### （二）资产配置需求叠加杠杆

由于生产率的下降，全社会持续宽松的流动性难以进入实体经济。同时，在房地产市场受到调控、股票市场大幅波动的情况下，居民和企业的资金对债券和银行理财产品的投资需求加大，金融机构风险偏好降低，低风险资产配置比重上升，银行的惜贷情绪也一直没有缓解。

2014年开始，信托兑付危机屡次爆发，银行主动收缩非标业务，逐渐加大对低风险、收益稳定的债券的配置比例。截至2016年6月，全国理财资金账面余额为26.28万亿元，较2015年末增加2.78万亿。债券作为一种标准化的固定收益资产，在理财资金投资12大类资产中占比最高，占理财产品投资余额的40.42%。

尽管高收益银行理财产品的收益兑付面临挑战，但在提高资产规模的诉求下，银行被迫将负债成本维持在高位，资产收益与负债成本倒挂。2015年之前，银行提高收益的方式主要是通过向资管产品的

劣后级提供杠杆，获得较高的优先级固定回报，资管产品主要投资于高风险的权益类证券市场，如股票、股指期货等，获得较高的预期收益。

2015年年中股市异常波动之后，监管机构加强了权益类市场的风险管理，大幅度降低资管产品杠杆，银行理财产品通过向资管产品提供杠杆获得高固定回报的方式无法持续。在实体经济回报率下降、债券配置需求不减、债市收益率已然大幅下降的情况下，大部分银行理财资金转向债市加杠杆。2015年三季度开始，多数银行通过委外业务将风险转移至非银资产管理机构。非银机构通过加杠杆、加久期、期现错配等提高风险容忍度的方式来抵补收益缺口，继续维系着大规模理财资金的运转。

## 本轮债市调整诱因

### （一）宏观经济企稳，流动性收紧

2016年8月以来，经济基本面复苏现象明显，企业盈利改善，投资增速回升，在消费品价格方面，甚至存在一定的通胀预期。工业品价格指数PPI自2015年9月开始

反弹，2016年10月快速上升至1.2%，摆脱长达54个月的史上最长通缩期，促进了实体经济的复苏。

随着稳增长压力有所释放，以及流动性不断在债券市场聚集、低风险资金通过各种渠道提高投资风险，追求高收益，中央政府更为关注的问题由稳增长转变为控制金融风险、抑制金融资产价格泡沫。

2016年8月中旬至9月，央行在公开市场通过“锁短放长”提高短期资金成本，迫使金融机构去杠杆。2016年四季度以来，在国际新形势下，人民币贬值压力加大，资本外流压力增强。虽然市场流动性存在缺口，但为控制人民币贬值速度、抑制金融泡沫，央行迟迟没有进行市场预期的当年第二次降准，主要依靠公开市场操作投放流动性。

2016年12月的中央经济工作会议中，财政政策由去年的“加大力度”转变为“积极有效”，货币政策由“灵活适度”和“合理充裕”转变为“中性”和“基本稳定”，表明将来财政扩张力度和货币宽松程度都将有所降低。同时，会议强调，要把防控金融风险放到更加重要的位置，防控资产泡沫，确保不发生系统性金融风险。

在银行年末惯有的季节性缴准、缴税，社会跨年资金需求增加，以及为2017年年初宏观审慎评估(MPA)考核做准备的压力下，银行收紧流动性的要求更加紧迫，市场流动性一时间变得非常脆弱。

## （二）去杠杆加速债市调整

2014年以来的债券大牛市中，金融机构加杠杆行为普遍。尤其到2016年下半年，在资产负债成本倒挂的情况下，大量的银行理财产品加杠杆行为达到极限。

债券市场加杠杆的方式有三种，一是在货币市场滚动借入短期低利率资金，二是通过债券质押式回购借入资金，三是债券代持。债券代持在资金往来上基本等同于质押式回购，但是更加不透明，缺乏有效监管。2016年3月，监管层“摸底”银行理财资金涌入债市及部分基金公司债券杠杆情况。央行8月份开始的较长期限逆回购操作，收紧了短期流动性，抬高了短期资金成本，期限利差和信用利差进一步被压缩，使得第一种滚动加杠杆的方式失效，投资管理只能卖出流动性高的债券资产偿还融入的资金。

在债券市场价格下跌的压力下，质押或代持的抵押品价值逼近或达到止损线，资金融出方要求融入方卖券还款、解约，造成债券市场价格进一步下跌。国海证券“假章门”事件的爆发，加剧了市场恐慌情绪的蔓延。最近两年，随着债券市场逐步扩容，债券型基金规模快速增长。2014年年底，债券型基金规模为3467.6亿元，到2016年三季度，规模增长到12430.8亿元，增幅近2.6倍。因此，当遭遇信用事件和流动性冲击时，市场恐慌情绪的蔓延导致债市加速调整。

由于风险低且收益相对较高，银行同业存单一直以来都是货币市场基金的主要配置目标。在央行持续抑制资产泡沫叠加年末资金季节性紧张的情况下，市场流动性从11月中下旬开始就持续收缩。为应对资金紧张局面，银行同业存单发行利率快速上行，这使得大量投资于同业存单的货币基金承受了非常大的净值压力，以套取税收利差为目的的银行资金加大了对货币市场基金的赎回，同业存单进一步被抛售，推动了债券市场的恐慌性下跌。

## 国债期货的运行和功能发挥

2013年9月和2015年3月，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）先后上市了5年期和10年期国债期货。国债期货上市之初市场并不活跃。随着利率市场化进程加快和国债现券市场活跃度上升，国债期货市场在2015年取得快速发展，日均成交量和日均持仓量较2014年分别增长了6.1倍和4.3倍。10年期品种在2016年全面超越5年期品种，日均成交量和日均持仓量分别是5年期品种的2.2倍和1.6倍。

2015年以来，机构投资者进入国债期货市场速度明显加快。2015年，法人客户参与数为1734家，较2014年增长了290%；法人客户参与数虽然只占全部参与交易客户数的不到8%，其成交量、持仓量占比却达到了22%和65%。由



于商业银行和保险公司尚未参与国债期货交易，目前证券公司是最主要的法人客户。

国债期货价格与现券价格保持紧密联动。2015年，5年期品种远期收益率与最便宜可交割券到期收益率的相关性为93.59%，10年期品种远期收益率与最便宜可交割券到期收益率的相关性为93.21%。

与以银行间场外市场为主体的国债现货市场相比，国债期货市场更加公开、透明且可以连续交易，具有流动性更高、对市场信息反映更灵敏等特点。因此，国债期货初步显现出以下市场功能：一是为金融机构提供国债现货的有效避险工具；二是通过调整久期功能和杠杆作用，提升金融机构的资产配置效率；三是为国债一级市场发行工作保驾护航。记账式国债承销团成员可以在投标的同时通过期货市场锁定未来出售价格，为参与国债承销消除后顾之忧；四是促进金融机构加快产品创新。2015年，参与国债期货交易的资管产品数量达到1227只，较2014年增长290%；五是通过价格发现功能，及时反映央行货币政策信息。即使是尚未参与国债期货交易的商业银行国债交易员，也将期货价格作为现货交易的重要参考；六是促进债券市场互联互通。通过中金所在各个托管机构分别开立国债期货交收账户的方式，多个国债现货市场上的投资者能够顺利完成彼此之间的实物交割。

虽然起步顺利，但我国国债期货市场仍然很年轻，在市场活跃程度、产品体系、投资者结构等方面还有很大的发展和改进空间。特别是，短期和超长期国债现券还没有相应的期货产品；商业银行和保险公司等国债现货市场重要投资者，目前还不能利用国债期货管理利率风险。

## 本轮调整中国债期货的运行和作用

伴随国债现货市场的急剧调整，国债期货市场也出现了此前未曾遇到的极端行情，甚至在2016年12月15日首次发生10年期和5年期两品种主力合约盘中同时触及跌停板的情况。同时，国债期货的成交量和持仓量也急剧放大，10年期品种的日均成交量从10月份的19504手增长到12月份的68677手，12月15日最高达到119776手；10年期品种的日均持仓量则从10月份的50802手增长到12月份的61666手，12月20日最高达到73510手。成交量和持仓量的扩大体现了国债现货投资者陡然上升的避险需求。

国债期货在本轮债市急剧调整中保持与现货市场相同的走势。比较近期的10年期国债期货主力合约（T1703合约）结算价与代表7至10年期国债现货整体价格走势的中债国债总净价（7至10年）指数收盘价，两者在2016年11月-12

月期间走势基本相同，分别在12月19日和12月20日达到最低点，随后价格反弹回升。

本轮债市异常波动中，国债期货发挥了对冲风险和为国债现货投资者提供额外流动性的作用。我国国债现货市场的主体是银行间债券市场，作为协议交易的场外市场在出现极端行情时流动性丧失速度非常快，难以找到交易对手。如果没有国债期货，国债现货投资者为了规避市场下跌风险，只能试图在流动性不足的现货市场中加大抛售，进一步导致现货价格断崖式下跌，形成踩踏。

由于国债期货市场交易的是标准化合约，相对于个别现券更容易汇聚流动性，因此投资者通过在国债期货市场进行套保操作，对冲持有的现货风险，转移抛售压力，能够有效减少现货市场受到的流动性冲击，缓解市场恐慌情绪。

极端行情下，国债期货持仓量大幅度增加，期货价格比现货下跌更多、贴水幅度扩大，这正是期货市场承接现货市场巨量卖压的体现。在7至10年期国债现货价格触底的12月20日，10年期国债期货持仓量也达到最高值。在12月15日、19日等极端交易日，10年期国债期货主力合约下跌幅度都超过了现货，12月15日期货贴水从前一日的1.90跃升到3.12。在国债现货市场流动性下降的情况下，期货市场贴水幅度扩大是其

发挥价格发现和避险功能的必然结果，是服务于央行货币政策目标的体现。

## 国债期货市场的发展建议

### （一）适时推出短期利率期货

随着我国出口增速的逐年下降以及人民币贬值压力的增大，央行口径外汇占款已经从2015年7月份的264069.3亿元减少到2016年12月份的219425.26亿元，减少了44644.04亿元。外汇占款的持续下降导致基础货币投放的主要方式发生了根本改变，从出口结汇转变为央行公开市场主动投放。同时，利率市场化制度改革也基本完成，央行通过公开市场对流动性进行量价调控的主动性、灵活度和有效性都需要进一步提高，逐步建立和完善我国的利率走廊和价格传导机制，引导实体经济融资成本合理变动，并控制金融风险。

因此，未来短期利率的波动将会加大。2016年10月21日至12月20日的债市大幅调整期间，到期期限在1年以内的短期国债收益率上升幅度高达100个基点以上，显著高于中长期国债品种，正表明了央行管控短期资金流动性、引导金融机构去杠杆的意图。

由于短期利率波动幅度增大，金融机构对相应投资品种的避险需求将逐步增强，因此，适时推出2年及1年期或以下的短期利率期货有利于金融机构更加灵活

地规避短期利率风险，反映短期资金供求关系，服务于央行的货币政策目标。

美国芝加哥商业交易所于1976年1月推出的第一张国债期货合约就是90天期短期国库券期货合约，1978年9月又推出了1年期短期国库券期货合约，很好地满足了市场管理短期利率风险的需要，反映市场对美联储的货币政策预期。

### （二）鼓励大型金融机构参与国债期货

商业银行和保险公司是国债现货市场的主要参与者，持有量较大，对利率的变化敏感性较强。随着利率市场化的进一步推进，商业银行和保险公司对参与国债期货交易都存在着客观需求，这不仅可以提高其利率风险管理水平、改善盈利质量，而且还可以丰富产品类型，为投资者提供更加多样化的服务。

但是，我国目前仍没有放开商业银行参与国债期货交易业务，保险公司也没有出台相关交易规定，使得我国这两大债券市场参与主体面对利率风险的波动，能够采取的避险措施非常有限。据相关资料，由于银行和保险公司监管上不被允许参与国债期货交易，2016年年末的债市风波使这类机构产生了迫切的套保需求，于是便通过委外业务做空国债期货进行风险管理。

此外，公募基金参与国债期货也有比较严格的限制，如“基金在任何交易日日终，持有的买入国债

期货合约价值，不得超过基金资产净值的15%”，制约了国债期货风险管理和现货投资替代功能的发挥。如果在债券市场行情上行期间，能够充分发挥国债期货的投资替代功能，不仅能够降低债券现货市场的杠杆累积，而且能够缓解资管产品的大量赎回对市场行情的冲击。

### （三）不断优化国债期货产品规则

国债期货上市以来，中金所根据市场需求，不断优化保证金规则和结算制度。这些措施降低了期货交易成本、提升了期货市场效率、促进了债券市场的互联互通，最终有利于国债期货市场功能的有效发挥。

但是，与境外成熟资本市场相比，我国的国债期货产品规则还存在很大改进空间。在交易保证金制度方面，芝加哥商业交易所集团、欧洲期货交易所、日本交易所集团等都采用根据市场状况动态调整的组合保证金制度。而我国国债期货上市初期，为了更有效地控制市场风险，采取的是传统的单合约静态保证金收取方式。

未来，随着市场逐渐稳健和成熟，我国应当适时推出基于投资组合风险的动态保证金制度，便利投资者实现多样化的风险对冲和交易策略，进一步提高国债期现货市场效率。■

（作者就职于北京金融衍生品研究院）



## 中粮期货吴浩军： 不忘初心 做坚定的期市守望者

■ 文/特约通讯员 阙燕梅

作为金融皇冠上的璀璨明珠，期货市场以其独特的魅力，一直吸引着众多精英型人才的加入。但随着近年来行业的迅猛发展、创新转型，期货公司高管离职现象日渐突出。与之对比鲜明的是，也有着这样一批人，从期货公司成立的那一

刻起，就一路追随，一步一个脚印，从底层员工一路成长，成为期货公司的一把手。

中粮期货总经理吴浩军，便是这样一位一直驻守在期货市场的“老人”。

1996年，中粮期货成立之初，

他便成为中粮期货上海营业部的一名普通员工，二十多年如一日，他对中粮期货始终不离不弃。如今，他已位居中粮期货总经理一职，回顾这些年的经历，他坦言，自己对中粮期货有太多感情，中粮期货值得他去守护。



## 从教书先生到期市拓荒者

吴浩军是上海人。从小到大，在上海成长，大学也选择了上海师范大学。

“我在上海师范大学学的是化学专业，虽然与期货专业跨度很大，但大学的学习为我的整个逻辑思维的锻炼、对数字的理解都打下了较好的基础。”吴浩军告诉笔者，如同化学反应一般，自己经过不断的磨炼，已成为一个拥有较强适应能力的人，包括对团队变化、市场变化，都能很快适应。

1990年毕业后，吴浩军在上海市卢湾区教育局顺理成章地当了三年老师，且是班主任。回顾这段经历，他心存感激，“当老师的那三年对我来说，还是一个比较不错的经历。”

在他看来，他管理的小孩子也是一个“团队”，他还要跟学校、家长进行沟通和协调，为日后的管理工作积累了最原生态的管理经验。

与期货的初次结缘是在1993年。当年5月份，上海粮油商品交易所（下称粮交所）进入筹备阶段，吴浩军参加了粮交所第一期培训。“当时我也是非常有运气，中粮集团正好在粮交所招人，他们的培训和考试我全部都经历过，还考了第一名，比较顺利地被中粮粮谷处处长招进了中粮粮谷处期货部，那时恰逢中粮期货部刚筹备。”

当时被招进中粮期货部的都是跟他一样的毛头小伙子，对于这份

工作，大家全都是从零开始，一起筹备新的市场业务工作，所有业务包括账单都是他们自己设计。

“所有的工作都是从无到有，我们要了解所有的业务和岗位，比如交易、风控、清算、客户服务等，这些业务流程我都要熟悉，这为我日后管理中粮期货打下了一个比较好的基础。”吴浩军告诉记者。

当时，吴浩军主要负责交易和清算工作，是粮交所的第一代交易员。“从教师到交易员，虽然两个行业跨度大，但我很快就适应了。”

“90年代的这些经历，对我后来的从事管理工作产生了重要影响，一方面使我对业务的理解更扎实；另一方面，市场的波动以及不规范性也让我认识到了整个行业的规范发展有多么重要。”

中粮在农产品领域参与较多，在中粮期货部工作期间，吴浩军也经历了几波大的市场行情，并参与其中，迄今他依然对这些行情记忆犹新。其中，他经历的第一轮大的行情是1994年的大米行情。

当时中粮的领导陪同朱镕基总理去日本考察。日本正值谷物减产，他们跟中国签了一笔大的粳米进口单子。中粮就做了一个安排，在签订出口单子的同时，期货上做了买入套期保值操作，随后就出现了一轮大米上涨行情。

1994年春节前后，受国家大幅提高粮食收购价格的影响，粳米期价从1900元/吨涨到2200元

/吨；1994年6月下旬至8月底，在南涝北旱自然灾害预期减产的心理作用下，粳米期货价格从2050元/吨上扬到2300元/吨。

至7月，粳米期货交易出现了多空对峙局面。中粮也成为粳米期货市场一个非常重要的多头。吴浩军回忆，虽然当时期货交易没有持仓排行榜，但可以肯定的是，他们的仓位非常大。“当时单边多头基本上是我们，国内的期货市场刚刚起步，很多规则都不是太完善，没有对席位限仓的规定。”

不过，吴浩军也坦言，当时公司内部也面临较大压力。整体行情持续了3至4个月，行情做完之后，对他们来说也是一场洗礼，“这是中粮的一次比较全面地参与农产品期货的套保经验。”

“通过这一次大规模地参与国内期货市场的套保，整个中粮集团的管理层对期货有了更全面的认识。这个工具对实体企业来说，是一个非常好的风险管理工具。”

吴浩军认为，企业在进行套期保值操作的过程中，管理层对期货了解与否非常重要，“他们懂这个工具，就会支持期货套保工作”。同时，他表示，现金流的安排在整个套保操作执行过程当中起到了决定性的作用。此外，在考核和财务处理的过程中，企业也需要统一的筹划。

## 坚守一线 在转型中历练自己

1994年之后，中粮集团在绿



豆、红小豆方面的套保都参与得非常多，“1994年这场大米期货套保交易，无论是在交易、风险管理，还是在资金规划和交易策略方面，都给整个中粮的套保业务打下了较好的基础。”

事实上，中粮期货发展到后来，配合集团参与套期保值的自营业务一直比较活跃，“我们既做内盘，也做外盘，我们外盘也是以自营为主。”

1996年，中粮集团收购中农信期货，成立了中粮期货经纪有限公司，其团队成员仍为中粮期货部原班人马，大概20-30人，吴浩军也成为中粮期货上海营业部员工，并且在这个营业部一待就是17年。

当时的中粮期货虽然不大，但在行业中还是具有较大影响力。公司以自营为主，参与了较多的大行情交易，特别是农产品方面，一些大的行情的交易中都能见到中粮期货的影子。

“中粮期货上海营业部是我成长的地方，我对它的体会比较深，在这里，我经历了行业最好的时刻，也经历了行业治理整顿最难受的阶段。”吴浩军向记者坦言。

2004年，吴浩军升任中粮期货上海营业部总经理。他刚接手上海营业部时，保证金规模不足5000万元，2011年他离开上海营业部时，保证金规模日均达到30多亿。

“那时，我们营业部保证金规模相当于一个中型的期货公司。”他无比自豪地说。谈及他任职期间保证金快速增长的原因，他说2003年之后，上期所的发展速度很快，他们正好抓住了这个机遇。

“2005年，中粮期货进行了业务模式转型，将营业部转型成为事业部，其中，大连、郑州、上海、北京营业部分别转型为农产品事业部、软商品事业部、工业品事业部及交易部，公司在短短数月调整了四个事业部的团队、客户与机制，实现了团队的跨区域管理，成功转型为提供专业化服务的期货公司。工业品事业部主要做的都是一些非农产品，非农产品在中粮里面又比较另类，一个事业部的保证金做到整个公司业务的三分之一，得益于公司领导授权比较大。我们能够按照自己的一些设想来制定一些激励措施，比如我们制定了与业务动态捆绑的激励机制，这样使业务人员不仅能够多劳多得，而且能够及时地进行奖励，这对调动员工积极性是非常有利的。”

当时他们的团队建设也做得不错，吴浩军刚接手时人员还比较少，不足10人，离开时团队已有30多人。在工业品事业部任总经理的这些年，吴浩军积累了很多一线管理和服务的经验。

在吴浩军看来，从中粮的期货部到中粮期货的经历，是一次比较成功的转型。另外，中粮期

货从自营转为代理，从单一股东变成多股东，从单一经纪业务转型为综合型期货公司（场内、场外，国内、国际），这些转型过程他都经历过。应该说，中粮的每一次转型他都亲历其中。

谈及这些年的管理经验，让他感悟最深的是，踏踏实实做好本职工作，同时一切从团队利益和公司利益出发去考虑和处理问题，特别是开展代理业务后，服务好客户，成为公司发展的一项重要任务。

比如，期货公司服务产业的内容很多，其中了解产业客户的需求特别重要。不同客户处在产业链的不同位置，同时这些客户还有自身的股东背景，他们的业务模式、对风险的偏好可能不同，企业的内部规章也不同，这些都会成为客户在做套保业务时的个性化要求，这也将决定他们的套保需求。

因此，期货公司必须了解客户的背景和真实需求，为企业设计符合他们特点的套保模式与方案。单纯从期货公司的角度去考虑问题，往往解决不了产业客户的需求。

“了解客户真实需求和情况，了解他们到底要去对冲什么风险，再去制定客户的套保方案，这会事半功倍。”吴浩军说。

回顾期货市场的发展历程，吴浩军坦言，他经历了期货市场比较初级的阶段，比如市场不健全、法制不完善，导致行业出现

了许多不合规的现象，“无论过去还是现在，期货公司的合规、行业规范发展是极其重要的，期货公司必须在每一个环节都要合规，无论是业务营销还是管理，合规发展要放到第一位。”

事实上，90年代期货行业所经历的起起伏伏，让现在的期货人也更加珍惜和感恩。“我们现在行业的发展碰到了一个好的时代，这是所有期货人都必须要珍惜的。”

## 坚守对期货的执念

1996年加入中粮期货，2004年晋升为上海营业部总经理，2009年，升任中粮期货总经理助理，2011年升任副总经理，2015年荣升总经理，吴浩军的“期货事业”可谓一路顺风顺水。

而近年来，许多期货“老人”离开，进入贸易公司或私募机构、证券基金行业，可吴浩军从未动过

此种念头。他认为，这些期货“老人”不是离开了期货行业，只是从乙方变成了甲方，角色进行了转换。

“期货行业的发展前景是非常好的，因为它建立在中国整体大金融发展的基础上，而中国的金融市场才刚刚起步，相对于证券、信托，以及银行、保险，期货还是非常弱小，将来的发展空间还是非常大的。”吴浩军说。

在他看来，中国的衍生品市场还有很大一块没有起步，特别是金融衍生品市场，只要一步一步去做，期货行业在未来的十年、二十年内还是有很大发展空间的。他坦言，在目前的情况下他不会选择转换身份。

除了看好期货行业本身的发展前景，中粮的平台也让吴浩军有家的归属感。“现在不管是中粮集团，还是中粮集团的金融板块，对于中粮期货来说，是很好的股

东和一个较好的平台，股东的发展为中粮期货业务的开展提供了相当大的推进助力，不管是从行业整合来说，还是国际化，我们集团的未来跟金融行业的发展方向都是吻合的。”

此外，中粮期货的团队和企业文化也都让他留恋。在他看来，他们的团队是非常优秀的，包括管理层，都是十年以上的老同事，大家都有归属感和认同感，工作起来默契度非常好，这个团队值得他去守护。

“我们合规敬业的文化遗产下来都不错，整个团队都是比较融洽的。”吴浩军表示，他对目前的生活状态比较满意。他坦言，作为中粮期货的一把手，现在不仅仅是业务工作要做，团队、股东方面还有非常多的工作。因此还是要依靠团队，做好分工和授权，这样就能安排出时间享受生活。■



吴浩军

## 人物档案

吴浩军，1990年本科毕业于上海师范大学化学专业，2012年取得上海复旦大学EMBA硕士学位。1990年7月至1993年5月在上海市卢湾区教育局工作，1993年5月至1996年3月在中国粮油饲料进出口公司期货部任职，1996年3月进入中粮期货经纪有限公司，先后任出市代表，上海营业部经理。担任上海营业部经理期间，上海营业部成为全国保证金规模最大的营业部。2009年6月起担任中粮期货经纪有限公司总经理助理。2011年6月至2015年7月任中粮期货有限公司副总经理。2015年7月至今，任中粮期货有限公司总经理。

吴浩军从事期货行业多年，从基层做起，从事过交易、营销、管理等多个岗位，对期货相关产业了解颇深，熟知期货行业的发展和运作规律，并积极推动公司的产业服务和专业化水平，在业内有较大影响力。

# 对话吴浩军： 深耕产业 打造衍生品综合服务商

■ 文/特约通讯员 阙燕梅

《中国期货》：请详细介绍中粮期货经纪业务、投资咨询业务、风险管理业务等的规模及发展情况，并谈谈在上述几大板块业务中，增长最快的业务及其发展经验？

吴浩军：对于我们来说，经纪业务是最基础且比较成熟的业务，中粮期货盈利能力最强的业务板块还是经纪业务，其他创新业务都离不开经纪业务，但各项业务都有各自的特点。比如，投资咨询业务板块，去年，投资咨询业务在几大业务板块中发展得比较快，对公司业绩的贡献不小。

目前，我们投资咨询业务已经推出了一些比较成熟的产品，我们的业务团队、研究院涌现出了多个模式，比如培训类的产品、交易咨询类的产品以及研究类的产品，各个业务团队都找到了自己的定位和发展模式，这项业务已经成为中粮期货新的收入增长点。现在通过投资咨询业务考试的人员已占到全公司的三分之一，未来我们还会加大投资咨询业务的培训力度。

事实上，投资咨询业务给公司也带来了几个好处，一方面，公



司业务团队的专业能力得到很大提高，同时，投资咨询业务推动了整个公司业务团队的分化；另一方面，促进各业务团队挖掘自身的核心竞争优势，为产业客户提供更有针对性、个性化的服务，通过产品得到市场和客户的认可。

风险管理业务板块方面，中粮期货在行业内其实是探索得比较早的，2006年我们就设立了一个子

公司，以仓单服务为主，现在风险管理公司的四项基本业务中许多业务都是参考中粮模式。

中粮期货作为最早尝试风险管理业务的期货公司，经过多年的发展，应该说既获得了收益，也吃了不少亏，但同时也积累了一些宝贵经验。场外市场的风险管理跟场内的风险管理不能等同起来，同时要格外注重信用风险的管理，这在开

展场外业务中是最为重要的。因为信用风险的管理不是期货公司的专长，要发展场外业务，期货公司必须要结合各自的特点以及自身的能力。对于期货公司来说，有些业务可以做且有利润，但不属于期货公司能力范围，该放弃的就必须放弃。不过，整体而言，我们对场外业务还是寄予了很大的期望。

**《中国期货》：中粮期货是国内首批获得资产管理业务资格的期货公司，是业内最早开展投资顾问和CTA实践的期货公司之一。中粮期货拿到牌照后是如何开展这些业务的？2016年的资管新规是否对公司的资管业务产生了影响，公司如何应对？**

吴浩军：拿到资管牌照后，我们最先围绕自主管理产品来做。从2016年开始，我们的资管业务才转向自主管理与通道业务相结合。去年上半年我们的通道业务发展得比较快，但7月份资管新政策出来后，通道业务基本就停了下来。

发展到现在，中粮期货的资管规模达到了20亿左右，其中自主管理规模大约在15%至20%。资管新政策出台后，我们对资管业务进行了调整。今年，我们会和券商合作来发行一些资管产品。

去年开始，银行委外资金纷纷涌入期货资管领域，很多期货公司都在分这块蛋糕，但我们还没有正式去对接这块资源。我们想先看看，目前我们的主要任务还是提高自身的自主管理能力，希望能够提升自

身投研一体的能力。

**《中国期货》：现在期货公司都在积极发展场外衍生品业务，请谈谈中粮期货在场外衍生品方面的工作进展及遇到的挑战。**

吴浩军：在开展场外衍生品业务的过程中，我们遇到的最大困难还是团队建设问题，同时风控管理也非常重要。现在许多期货公司有发展场外衍生品的业务需求，但风险管理能力却跟不上去，特别是动态风险监控。如果这项能力没有跟上去，哪怕场外业务缓一缓也没有关系，因为场外衍生品市场的空间很大，但公司承受风险的能力有限，必须风险管理能力与业务能力匹配之后，再一步步推进。

**《中国期货》：中粮期货成立的二十多年来，公司的发展是否遇到过瓶颈或困难，公司如何渡过难关？未来五年公司的发展规划和重点发展方向在哪里？**

吴浩军：我们公司遇到的发展瓶颈就是金融业务的转型。前几年，股指业务发展较快时，中粮期货的发展确实比较困难，因为我们大多数的业务都是布局在商品期货领域，股指业务相对较少。但引进新股东中国人寿之后，我们已经在这个板块进行投入，为股指业务发展做一些准备。相信金融期货松绑以后，股东的参与，能够为我们带来业务的转型。

未来五年，中粮期货的发展方向是成为衍生品服务商，重点还是以场内业务为基础，同时发展场外、

资管、国际业务。我们规划了四个平台，即场内、场外、资管和国际平台，争取每一个平台成为一个新的中粮。

**《中国期货》：当前中粮期货的投资者结构如何？公司成立二十多年来，投资者结构发生着怎样的变化，背后的原因是什么？这一变化给期货公司和市场发展带来怎样的机遇与挑战？**

吴浩军：中粮期货由于从一开始便深耕产业，所以法人机构较多。从权益角度来说，法人客户的权益占了80%以上，而在法人客户中，又是以产业客户为主，直到最近两年投资机构才慢慢多了起来。

就整个行业来说，现在投资者结构已经发生了变化，未来机构投资者还会增加，因为金融市场投资理财的需求很旺盛，产生了越来越多的专业投资者，这对中粮期货来说，或许是一个机遇。在这种机遇面前，我们首先要做的还是要把自身的专业能力提升，因为只有专业能力提高了才有能力去服务好机构。

事实上，中粮期货已经深耕产业20多年，在产业方面积累了较多经验，特别是在农产品方面，我们已经拥有了一些核心竞争力，同时也有一些独特的资源，这能够让我们在转型的过程中抓住一些机会。当然，机会和挑战是并存的，挑战主要包括专业能力能否持续、公司运行机制能否与时代发展相吻合等。

**《中国期货》：请谈谈中粮期货在内部合规、风险控制方面的经验。**



## 如何处理创新、合规与风控这三者间的关系？

**吴浩军：**合规是期货公司开展所有业务的基础，这在我们所有业务团队内都非常明确，我们公司设有首席风控官，而首席风控官主要的工作就是合规，同时还设立了一个风控部，主要对公司场内、场外所有业务进行风控，公司合规和风控都分别设有专人来分管，不受业务的干扰。因此，在2015年股指期货剧烈波动以及2016年商品期货市场大涨大跌中，公司没有出现一起爆仓事件。

我们的创新业务必须在合规的范围内进行创新。实际上，无论是在IT也好，金融工具也好，还是子公司的业务，我们都有创新的任务，但我们都预先给各个业务部门画了一个边界，设了红线跟底线，明确各业务部门创新可以，但不能碰到边界。

**《中国期货》：**请介绍公司的人员构成情况，以及人才引进和激励机制。

**吴浩军：**目前中粮期货有360人，公司整体人员结构比较均衡，团队成员构成相对来说还是比较年轻，平均年龄在27至28岁左右。其中，从业20多年的人员在公司沉淀得还是比较多，10至20年的人员如今都已成为公司骨干。

在留住骨干人才的同时，我们也在补充一些新鲜的血液。比如，在人才引进方面，公司制定了一个比较独特的MD职级体系，岗位和

职级两条线，在业绩、能力、态度方面考核表现突出的，在MD职级体系内，普遍员工都可以获得较高的职级。

## 《中国期货》：中粮期货的股东背景对公司期货业务的开展有哪些帮助和支持？

**吴浩军：**中粮集团内部的许多套保业务都是通过中粮期货来运作的，这对于我们业务员能力的提升带来了非常大的帮助，同时集团也给我们提供了一个很好的商情平台，且这个商情平台遍及全球，而我们的研究院就在集团的商情布局当中，以便研究员的信息、报告及数据能够及时地被获取。同时，对于市场和产业的认知，我们都能够从这个商情平台获取到比较权威的信息。此外，相对于其他的期货经营机构，我们也能够比较全面及时地获取农产品方面的数据。

**《中国期货》：**依托农业产业背景，请谈谈中粮期货在服务三农方面做了哪些工作，过程中存在哪些瓶颈，有哪些经验借鉴？

**吴浩军：**在服务三农方面，中粮期货主要是为一些比较大型的农产品机构做服务。比如，在人才输送方面，我们向中粮集团输送了大批期货人才，有交易、风控、研发、清算方面的人才，也有法务以及管理方面的人才。除了中粮集团，中粮期货也给整个产业链输送了大批专业的期货人才。

我们在服务三农的过程中，也确实遇到了一些瓶颈，比如限仓制

度和资本金的约束。2009至2010年，我们受到限仓制度的约束最严重，致使我们的交易受到比较大的影响，套保头寸根本做不进去；同时，中粮期货受资本金的约束也比较严重，当时中粮正值保证金规模破百亿，但由于受到资本金的约束，我们当时主要的工作不是吸引客户到我们这里来交易，而是劝客户把资金撤走，特别是一些大的产业客户，这导致中粮期货错失了最好的发展机遇。

直到2012年，我们才完成了新股东的引进，中国人寿以35%的股份入股中粮期货，但那时正值金融期货快速发展时期，对商品发展不是很有利。

**《中国期货》：**2016年12月28日，中粮期货与河南省桐柏县人民政府签订了《扶贫服务备忘录》，请您谈谈期货行业扶贫的意义，以及中粮期货在扶贫方面的具体实践与后续安排。

**吴浩军：**作为金融机构，同时也是中粮集团的成员之一，对于扶贫我们有义不容辞的责任，我们已经把扶贫工作纳入到整个集团的扶贫范围之内，中粮期货已经与桐柏县进行需求对接。2016年年底，我们已经带队去了桐柏县，与当地领导进行了交流，争取今年能够把中粮的平台和产品与当地的资源进行对接。

**《中国期货》：**白糖期货和豆粕期货临近上市，中粮期货做了哪些准备？在您看来，豆粕、白糖期权

上市，对期货行业或期货公司意味着什么？期货公司应该如何去拥抱这种机遇？

吴浩军：场内期权即将推出，目前我们分别向大商所和郑商所申请了豆粕和白糖期权做市商资格，我们有信心把这两个品种的做市商工作做好，因为基础准备工作我们已经做了三年了，不管是团队、技术，还是系统及风控，准备工作都已经完成，同时在交易所的模拟和测试当中，我们都名列前茅。

对于场内期权做市，我们公司设立了独立的子公司去做做市商的风控，目前中粮是行业里唯一一个设有两个风险管理子公司的期货公司，其中一个专门做期现结合业务，另一个专门做做市商，因为做市商有风险，我们通过独立的法人可以将风险屏蔽起来。

豆粕、白糖场内期权的推出，对期货行业来说是一个长期利好。从某种程度上，场内期权的推出有望成为期货公司业务发展的一个拐点，因为即将上市的是豆粕和白糖两个期权，这两个期权如果尝试成功，未来可能还会有更多的期权品种推出，这有利于扩展期货公司的业务范围。场内期权推出，对期货公司的经纪业务也会产生比较大的影响，虽然说刚推出的时候，可能影响比较小，但后面的影响会比较大。

对于投资者来说，他们可以选择的交易工具和组合的交易策略也更加丰富；对于产业机构来说，他

们的风险管理工具可选择的余地也更多。不过，场内期权推出对期货公司也提出了一些挑战，期货公司的能力能不能跟得上是个问题，比如研究能力、服务能力、风险控制能力，这些都是挑战。

《中国期货》：请谈谈您对期货公司在资本市场融资的看法，可否具体阐述贵公司的上市计划？

吴浩军：近几年，期货公司进入资本市场融资的身影越来越多，有的公司是为了补充资本金，有的则是需要开始场外业务需要融资，还有的是为了机制上的突破转型。期货公司进入资本市场融资要根据自身业务发展需要。综合来看，期货公司也确实需要有一个多元化的股东结构，这对公司的发展是有利的。中粮期货上市计划将纳入到中粮集团金融板块统一的上市计划当中，我们正在运作中。

《中国期货》：未来国内的期货及衍生品市场，您觉得哪些品种或产品会有突破性和创新性的发展？

吴浩军：我认为，未来国内衍生品市场最大的创新可能是离岸交易市场的推出，只有离岸交易市场推出，中国期货市场才会真正融入国际商品定价当中。

中国作为一个商品大国，其定价权一直受到约束，国际影响力也比较有限，如果离岸市场推出，中国有可能就会成为全球大宗商品的定价市场，中国期货市场才能真正迎来美好的未来。

事实上，目前中国期货市场可

以国际化的品种非常多，除了原油和铁矿石之外，中国大部分商品都可以推出离岸交易，特别是农产品期货，同时还包括一些中国有特色的工业品，比如黑色系列。

《中国期货》：当前，期货服务实体的内涵更加丰富，您认为现货企业对期货公司的服务能力提出了哪些新的要求？目前期货公司的短板主要在哪里？如何解决？

吴浩军：现在实体企业对金融机构提出了更高的要求，综合起来其实就两个，一个是风险管理能力，一个是资产管理能力。对于期货公司来说，如果两个方面的能力很难兼备，期货公司就要做一个选择，比如根据自身团队的情况，要么做风险管理服务，要么做资产管理服务。

整体来说，期货公司要提高综合服务能力，因为期货行业已经在综合性地发展，买方业务推出之后，原来的卖方服务能力要转变为买方服务能力。因此，期货公司要打造综合的服务能力，再具体一点就是投研能力、综合风控能力，这样才能满足实体客户的需求。

目前期货公司遇到的最大的短板就是牌照不够，经营的范围还局限在衍生品当中，但金融的范畴是比较大的，要为客户提供综合的金融服务，期货公司就要具备更多的业务经营范围。面对这种情况，期货公司有两个选择：一个是纳入到更大的金融平台当中；二是获取更多经营牌照，这样才能为客户提供综合的金融服务。■



## 期彩忆

### 【编者按】

期货人的生活似乎总是丰富多彩，美好回忆中，处处彰显精彩。

在遐想中，工作的点滴、心路的感悟、温馨的亲情、异域的经历，都为生活注入了多姿的回味与曼妙。漫步其中，品味他们的记忆瞬间，体味故事里的斑斓，分享他们的欢声笑语，感悟他们的酸甜苦辣，不知不觉中启迪了智慧，更能从对比思考中，走出自己的期货之路。

这些美好，为简单生活谱写了优雅乐章；也正是这些瞬间所得，为生活画卷赋予了灵性。如生活所示，抑郁的消散来自人们思维的转变，快乐的成长来自对美好事物的发现。让我们多些快乐，少些抑郁，开启明眸，从他人的记忆中感触美好，共享成长。本期“文化·生活”栏目将带您领略期货人的镜花缘月。



# 来，到客服部坐坐！

■ 文/刘爽

来，到客服部坐坐吧！

客服部，顾名思义，是为客户服务的部门。期货公司客服部亦如此。当我还在合规部工作时，只是一名客服部的旁观者，一直以来，总觉得客服部工作并非“传说”中那样复杂繁忙，直到加入到这个部门，成为其中一员，才全盘否定之前的看法。

期货公司是一个专业性较强的行业，每个部门都有它独有的专业性，而客服部员工除了具有一定的专业性之外，还需要具备多种能力。Why？这是一个直接与客户面对面的部门，俗话说：“人是最复杂的动物”，只要

有人所在的地方，就会有复杂的事发生。

这一天，客服部接到一个客户电话，电话那头哭哭啼啼声泪俱下，简直要把接线员的心哭碎了，客户伤心了好一阵子才能正常说出话来。经过简单询问并核实身份，才知道这是一名年龄较大的女性投资者，由于贪念心过重，导致自己在期货市场上损失惨重，几乎把家中所有的积蓄一倾而尽，而现在后悔也来不及了。

打电话是和工作人员哭诉一下，看看是否有什么好办法，工作人员使出各种本领安慰客户，与此同时还得耐心讲解一些期货的基本常识，最后客户感动的是一把鼻涕一把泪，把我们的接线员都整哭了。年轻的接线员挂了电话，已然成了泪人儿，含着眼泪和大家说“这个客户真可怜，以后我们得把投资者教育工作做好了，千万别再有这样的事情发生了。”

你看，客服人员不仅要陪着客户一起笑，还得陪着客户一起哭呐，不简单。

公司成千上万的客户中，需求与问题也是多种多样的，有的投资者虽然对行情有一点研究，但仅限于会使用简单的交易软件进行操作，对电脑基本常识一无所知，一旦遇到软件升级或者电脑更新的问题，完全是一副蒙圈的状态。通常，为了尽快帮客户解决问题且不影响到交易，电话这头儿的客服部工作人员往往要通过远程操控为客户做好软件升级服务。

除了会期货常识，还要掌握电脑软件远程操控呢，不简单。

“生老病死、天灾人祸”，客户也是凡人一个，生活中总不免发生让人痛心的事情，许是意外，许是被意外。虽然这种情况不多，但也会偶有几个前来为已故亲人办理销户手续的情况，当亲人带着死亡证明来为逝者办理





销户时，全体工作人员都表示悲痛万分，小心翼翼配合着亲人的心情，轻柔细语低声说话，生怕打扰了那份内心的尊重与哀痛。

这时，客服人员不但服务要到位，情绪也要到位，给亲人以最贴切的感觉与温暖，与客户家属共同感受着那份深深的怀念，不简单。

有素质高的投资者自然就会有素质低的，有好说话一说就通的，当然也就有难缠无理取闹的。业内人都知道，强平是期货公司控制风险的一种必要手段，遇到极端行情时，不免会有强平的事件发生，而这时，客户不满意的电话就扎着堆的涌了进来，客服部的热线也真正热了起来，一个接着一个，忙乱不堪。安慰与解释远远不能平息客户的愤怒，如果说你低下头，静静听诉让他“骂”个痛快就能解决问题的客户，实际上是最容易“对付”的客户啦。可是有的客户心有不甘呐，岂是一顿痛骂就能弥补了损失的么？于是乎，连续被骂，连续被骚扰，客服部也练就了钢铁般的精神，坚强而不屈的工作状态。

这样来看，行情不好就得心甘情愿给客户当出气筒，不简单。

做好客户开户工作无疑是客服部最平常、最普通的工作之一，而什么时间客户来开户就不是我们所能决定的了。很多客户平时都有自己的工作，只是在业余时间玩点期货，所以开户时间的选择以及电话回访的预约时间大多定在中午，而此时恰是客服部工作人员的午休时间。为了高效率工作以及满足客户的开户要求，客服部工作人员经常推迟用餐时间，以保证优先完成工作，甚

至放弃自己的午休时间。

于是，大家在不知不觉中学会了忍饥抗饿，不简单。

也许因为拜这个部门的名称所赐，很多人认为但凡和客户有关的任何问题，都应归结为客服部的工作，所以自然而然，客服部的杂事琐事就多了起来。有忘记密码的，有改手机号的，有改银行卡号的，有问怎么结算的，也有问控制风险的，数不胜数。实际上，这些问题中很多也并非客服部的工作范围，工作内容常常要求我们需要先学先问，帮客户解答问题。

也许客服部的工作不需要像研发那样，具备极强的专业性，但是它却需要你有一颗强大的内心；也许客服部的工作不需要像操盘手那样瞻前顾后，但是它却需要你具有优秀的情商。面对形形色色的客户与问题，我想说，客服部的员工不一般，既能开得了户，挨得了骂，也能抗得了饿，受得了累，还要陪着客户哭陪着客户痛。

客服部的工作不能简单地数字化，因为一个数字并不能代表它的工作意义；客服部的工作不能量化，因为你无法决定客户给你打电话的数量；客服部的工作不能时间化，因为谁也不能保证客户只会在工作时间办理业务。

如果你觉得目前的工作有点累有点烦，那么你来客服部吧，在这里待一段时日，你就会觉得现在的工作有多么轻松与顺心，这里是锻炼人心智最好的地方，客服部欢迎你的加入！

来，到客服部坐坐吧。■

（作者就职于大连良运期货）



# 我的大满贯第一站

## ——芝加哥马拉松小记

■ 文/雷咏梅

经过小半年的准备和期待，憋着一股劲，同时也带着一些忐忑与憧憬，我站到了格兰特公园的起跑线前，准备开始我的第一个大满贯——芝加哥马拉松。

右边临时搭起的舞台上，主持人拿着话筒大声地说着什么，虽然听不懂，但节奏欢快的背景音乐和他的表情、声调，使得所有人都能感受到他的热情和鼓舞。维持秩序的黑人大叔笑呵呵地与跑友轻松互动，一起自拍，做出呆萌的表情和动作……临近发枪，我开始深呼吸，想到精英组早已在半小时前出发，我们这一拨应该以享受比赛、感受氛围、自嗨为主啦！

枪响，出发！我随着人流往北，约100米后进入一个下穿通道，有点黑，头顶是车来车往的马路，因为城市设施较老，耳中传来钢梁轰隆隆的响声。跑出下穿通道迎面是灿烂的阳光，眼前的建筑、道路、树木、人群等都沐浴在和煦之中，接着，我跑上赛道的第一座钢结构桥，桥面是镂空的几何花纹，低头能看到碧绿的芝加哥河水缓缓流淌，水面还依稀闪着粼粼波光。桥两边的人行道早已挤满热情的市民，摇铃之音此起彼伏，整座城市都因马拉松的举办，洋溢着节日的欢愉。

过了桥便进入芝加哥最繁华的市中心，赛道两旁全是鳞次栉比的摩天大楼，我像穿行在迷宫中的蚂蚁，只能看到头顶狭长的蓝天，却不知前方通向何处。好在高楼遮挡了阳光和风，为我们营造出相对舒适的跑步环境。我不时瞄一眼手表上的配速和心率，穿梭在高楼大厦间，期待着最后抵达终点时的心境……

赛程已过8公里，赛道拐入林肯公园。彼时阳光明媚、清风拂面！公园里满是茂盛的树木，秋高气爽，



晴空如洗，杉树的叶片已变得金黄，风吹叶动，它们纷纷扬扬在空中旋转、飞舞，身临其间，迎风向前，眼前是蓝天中撒下的小小叶片，挟着阳光裹着风……那一刻，点点金黄如落英，飘飘洒洒，如沐画中，美不胜收！

跑过公园，跑过学校，从繁华逼仄的城市中心来到开阔的居民区。由于前半程没有控制好配速，30公里之后，身体感觉比以往难受许多，脚踝每跑一步都疼，腿像灌了铅般的沉重，只能一步步捱着向前，头脑中盘

旋着顶不住就停下来走走的念头。正在此时，前面突然传来熟悉的中文旋律，赛道右转便迎头看见“天下为公”的牌坊，很快进入了“China Town”，恍惚中伴着《我的中国心》和眼泪，我便完全不再有任何顾忌。此时赛程已过35公里，是身体极端难受的时刻，我用手抹着眼泪，心中暗下决心，到终点前一定不能放弃，一定不能停下走路。后来看到中国帆船第一人郭川说的话“我恐惧过、绝望过、崩溃过，但从未放弃过。来到这里，我不能让祖国蒙羞！”

那时的我，感同身受，虽然在异国他乡，强烈的爱国心和民族豪情让我们觉得自己不是孤身奋斗，我们的所有言行都和祖国息息相关，我们所代表的就是身后的祖国和亲人，所以我们愿意为此克服种种困难坚持到底、绝不轻言放弃。

看着里程碑从23（mile）到24，到25……终点越来越近了，终于，我看到了赛道旁的“600米”标识，打起精神，咬紧牙关，坚持这最后一程……

当完赛奖牌挂上脖子时，我却没有太多的喜悦，虽然刷新了PB，但却感到有些懊恼和自责。马拉松从来就没有奇迹和侥幸，只有真真切切的天道酬勤。每一位跑者，在自己天赋的基础上，科学、认真、刻苦、持续的训练积累，才会获得该有的成绩。像我这样，训练不系统、不刻苦、不持续，怎么可能靠赛前抱抱佛脚，临时在赛道上拼拼身体和毅力就拿到超预期的好结果呢？即使成绩不算太差，也可能是透支身体换来的，一分付出，一分收获，42.195公里，不会让任何一个认真备赛者的汗白流，也不会额外奖励一个抱着侥幸心理的覬覦者。要想健康长久地跑下去，我必须得做出改变。

这次在芝加哥比赛，除了感受和体验外，我最大的收获是逼迫自己脱离既定习惯和生活舒适区，鼓起勇气去面对陌生的环境，妥善应对突发状况。因为英文太差，很多熟稔的日常生活技能瞬间归零，比如使用地图导航、乘坐交通工具、问路、点餐等等。

参与马拉松比赛，能够让自己完成签证、机票、酒店、

游览计划等事宜的安排，一边查攻略一边做准备，开放心态去学习去积累。即使移动网络非常便捷，但是并非每个场景，每个人都有时间照顾到自己的交流需求，更多的时候就得一个人想办法克服困难、解决问题，这种未知和无力感也会增加我的焦虑和恐惧。

从准备行程到停留芝加哥期间，我不断调适自己的心理状态，尽量以乐观、积极的态度面对一切，在解决问题的同时，自己也在收获、成长。回想起来，我在芝加哥闹的笑话和各种囧事，能满满写上几大页，比如进地铁站时箱子进了闸机口人却被挡在外面；买城际列车票因不懂操作界面一次买两张；黑人姑娘赞美我衣服漂亮我却茫然尴尬地微笑着看她；逛完芝加哥大学本想坐地铁回市区却弄错方向进了城际列车站台，然后我和一个金发姑娘在手机翻译软件上一问一答……

现在想起，不禁莞尔！我在芝加哥不仅仅只是跑了一场马拉松，领略到不同的城市风景和人文环境，更大的收获在于有勇气跳出固有习惯以这样“困难”的方式去接触、认识、感受这个陌生城市，非常感谢一路上给予我无私帮助的那些善良友好的陌生人，这一切都将构成我人生体验中的美好细节，满满的感动、温暖和希望。📷

（作者就职于中钢期货重庆营业部）





# 幸福坚守着期货梦

■ 文/孙柳

2006年大学期间的第一份工作，算是跟“风险”开启了解之缘吧！

当时在中国人寿的拓展部从事保险销售的培训，每天面临的是如何通过一份产品规避即将遇到的风险，在当时一脸懵懂的年纪，非常直观地感到生命中的风险，遥不可及。

2007年毕业之后，自己并没有跟大多数同学一样，选择稳定的工作，而是带着自己坚守的“HR梦想”，选择了一家金融公司。或是巧合，或是命中注定含有对风险的敏感，我在工作中逐渐接触到了外汇，以及当时并不正规的现货电子交易平台。这些新鲜而又陌生的事物，一下子激起了我的挣钱欲望，原本以为是一个美好的前景，殊不知中间经历的坎坷和痛苦，让我现在回想起来，确是一笔宝贵的财富。

后来，经过一些期货界“前辈”们的指引，我了解到了参与正规期货交易的渠道和方式。经过考试、面试，我顺利进入到了期货公司，到如今，差不多有三年多光景。坦白地说，工作既没有那么多波澜不惊的事迹，也没有多么惊为天人的数字业绩，我只是想聊一聊这三年来自己的一个心路历程和切身感受。

身为从业人员，在接触期货行业之前，我仅是通

过从业资格考试的书籍知道了相应的法律条款、规章制度。随后进入期货公司，在岗前期培训阶段，虽是历经各种系统专业知识的洗礼，最后仍然以“一脑空白，不知所措”的方式进入了工作岗位。

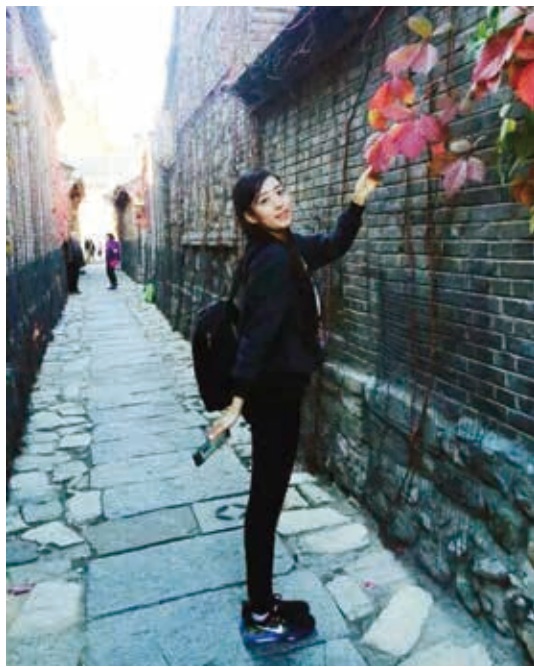
其实，不管是作为市场人员，还是面对各种客户，最重要的两点还是有必要说一说的。

一是以什么样正确的打开方式来真正地认识期货市场。

从业这三年，我其实做的不算好、也不算坏，本着真实的自己做市场的原则，我一直坚守在这条路上。随着接触客户增多，我发现各类客户都会或多或少存在这样或者那样的问题，即很多人对期货市场的认识，过于主观或过于片面化、模糊化。绝大多数人进入期货市场，多是在听说的情况下，民间也曾流传着各种神奇色彩的故事，交易员神秘不可侵犯的粉饰，让人觉得只要做了期货就可以过上纸醉金迷的生活等等。其实，这些过多的主观臆想都是错误的，就

像当初我自己被吸引进入这个行业的目的一样，奔着财富梦想而来。

有句话我觉得很贴切——“出来混，迟早是要还的”，如果在没有真正了解期货市场的前提下，贸然进入，可能的后果，未必那么尽如人意，最初的美好也还是镜中





花、水中月，遥不可得。所以，正确理性地认识这个市场，是一个很重要的环节，也是一个绝对不能忽视的开端。作为一个期货行业从业者，我们也有义务和责任在市场开发中，不断地努力，让客户能够真正地认识期货市场，这才是最正确的打开方式。

二是充分认识风控系统的重要性。说完打开期货市场的正确认识，接下来，就不得不提另一个如影随行的话题——风险。期货市场最重要的一个特性就是规避风险。从业这三年，我渐渐发现，不同阶段的人，对于风险的认识千差万别，有选择性忽略的，也有压根儿就不重视的。不管是个人还是企业、机构，在风险控制问题上，都存在着层出不穷的问题。

坦白讲，在期货市场中生存，实际上对个人综合能力的标准要求非常高。期货公司并不像其他金融机构一样，能够有广泛的客户渠道，大规模的宣传推广，完善的客户群体，期货对于绝大部分人来说还是很遥远的。记得很多年前的一个朋友，一谈到期货，他就立马转身离开，其中的尴尬耐人深思。人们不能在正确认识期货市场的同时，做到有效的风险控制和严格执行纪律，这也是为什么那么多年，大多数人在认识上、执行中的误区。

也可能是我的从业时间不长，没有那么多的道理可讲吧，也不像那么多前辈们，有着说不完的经验分享。作为一个期货小白，我只是想表一表我自己的一点体会，

即便是有偶尔的“痛处”或者黑夜，但我依然看好这个行业，坚信期货带来的改变不仅仅是一份工作，更多的是给我提供了一个学习和完善的机遇，一个充满希望和上升的职业生涯。

在工作中，我会遇到各种迷失在涨跌行情中的老大哥，也会遇到努力克服困难最终胜出的90后，也会有不理解 and 善意的淡然一笑。其中的所有，都是宝贵的，也正因为踏入了期货行业，让我对自己有了一个全面的审视和认识。

另一方面，面对同行的竞争，我们依然需要换位思考，体谅对方的不容易。随之也学会了更为豁达的自我解决之道。除了竞争中的输赢之外，其实也可以有第三种选择——改变心态。我们不能总是陷入博弈中必有失败的零和思维中，相反，寻求一个协同的思维模式，更有利于市场的良性发展，因为期货市场需要不断以正确的传播方式去建立一个良好的开端。与同行一起探索一个更好的方式，归根结底，用发展型的眼光来看待自己和周围的世界，才会营造出一个良好的期货市场环境。

唠叨了这么久，或许有些寡然无味，貌似期货梦犹如痴人说梦。不管怎么说，这是自己内心深处的一个思考和感悟，以便来年许一个更加美好的愿景和美梦。

感谢这三年之“痛”，期货小白依然幸福地坚守着自己的期货梦。

（作者就职于银河期货）



# 纵凌云处亦虚心

## ——忆老师黄攸立

■ 文/宋智勇



年初，我在参加安徽省政府质量奖评审员培训时，有幸遇到了我的老师——中国科学技术大学的黄攸立教授。真没想到，花甲之年的他也和我们一起坐在培训班的课堂上认真听讲，虚心向北京来的专家请教质量评审中的细节和问题。桃李满天下的黄老师不仅虚心求教，还和我们一起参加了选拔考试，实在让我们感动和惭愧。

黄教授早年就以扎实的理论功底和丰富的实践经验享誉业界。2005年至2008年，他还曾赴黄山市挂职任副市长，主要从事科技帮扶工作。

按照黄教授多年从事教学和管理实践的资历，他应是可以直接受聘为安徽省政府质量奖评审专家的，可他却谦虚地表示：省政府质量奖是我省质量管理的最高荣誉，能获评的企业都必须是行业内的标杆。我们在评审过程中必须严谨细致，要想做到对每个环节的评审都符合质量标准，就必须潜心研究，认真学习，才能做到对政府负责，对人民负责，对企业负责。

回想当年，黄教授给我们研究生班讲授《管理学》时，并不总是讲述传统的管理理论，而是以最新的案例组织大家开展现场研讨，旁征博引，引经据典。研讨中，他始终没有一点名校教授的架子，遇到来自基层工作的同学讲述实际发生的管理问题时，他总乐于和大家一起深入探讨，课堂内充满学术研究氛围。

他说，管理既是科学，但也是艺术！科学和艺术其

实是互融相通的，大家要以严谨的科学态度来研究管理问题，同时也要以人为本，以人性化的管理来融合员工的思想。

为了让我们这些已经参加工作离开校园多年的同学进一步加强学习，他鼓励大家：既然能克服工学矛盾，回到校园参加学习，就要志存高远！只要你们静下心来认真学习，勤奋刻苦，都可以去考我们中国科技大学的学位。中国科技大学的学位含金量很高，大家只要努力学习，可以冲一冲！

正是在黄教授的栽培和指点下，我和潘礼武等同学结伴而行，中科大的东区、西区、南区，都留下了我们奔波求学的身影，功夫不负有心人，我们最终都拿到了学位，我还有幸荣获“优秀学生”称号，更是和母校结下更深厚的缘份和情谊。

毕业后每次路过中科大，我都会深情地注视着母校的大门，每次受到挫折和失败，我都会去东区校园也西湖畔的水杉林边走一走，到当年黄攸立、赵定涛、张圣亮等老师们给我们授课的阶梯大教室里坐一坐，感受母校那仿佛世外桃源一样的宁静，美丽。尘世间的纷纷扰扰，在这里都被彻底净化了……回想起他们谦虚谨慎、严谨致学的精神和鼓励的话语，我的内心又会升腾起了一股坚定的力量和信心。

未出土时先有节，纵凌云处亦虚心！向我们敬爱的老师们致敬。■

（作者就职于徽商期货）

# 有你的地方，就是伊甸园

## ——献给我亲密爱人的一封信

■ 文/刘顿

记得《时间草原》里的一段话：“我一直相信，世间应该有这样的一种爱情：绝对的宽容、绝对的真挚、绝对的无怨和绝对的美丽。假如我能享有这样的爱，那么，就让我的诗来作它的证明。”

可惜，我不是诗人，抒写不出美丽的诗篇来歌咏神圣的爱情；我也不是画家，绘制不出经典的画作来镌刻珍贵的幸福。

今天，我只想把最想对你说的话给你听，用我最真挚的心和最平凡的语言表达。待到你我花甲，牵手坐在星光下，回首花香弥漫的时光深处，把这封家书一读再读，眉眼绽放的笑脸，映红远处晴朗的天。

### 你是记忆中最美的春天——

你说，如果我是那棵开花的树，你就是为我驻足，不忍离去的旅者；

你说，如果我是雅致的古琴，你就是与我相和，鸣奏时光的锦瑟；

你说，爱，就是陪伴，是一起分享：分享芬芳诱人的美食；分享婉转灵动的音乐；分享至情至真的文字；分享私藏心底的喜怒哀乐；分享生活的琐碎碎碎；分享余下的

漫漫人生……

你我的相遇相爱，胜过彩虹美丽，雕刻在记忆深处无法抹去；

你我的相知相守，温暖如芬芳的春季，给平凡的生活带来无限诗意。

“幸福的生活就是寻常的日子依旧，寻常的人儿依旧。”





## 你是夜空中最亮的星——

记得席慕蓉那句，喜爱猫的男人一定是温柔善良的；

记得三年前的那个雪夜，你抱起孤独无助的流浪狗狗，承诺给他一个永远不会失去的家；

记得每个萧瑟的寒冬，你背着满满一口袋小米，给觅食的鸟儿送去一份生机与希望；

记得你曾默默走上献血车，挽起袖管，坚毅的侧脸，让我相信，你就是夜空中最亮的星。

你曾说愿做我的雨伞，狂风暴雨的路上，为我撑起一片天空。竭尽所有的力量把我拥在你的怀里，给我一个没有寒冷的屋檐，哪怕只是一方，但却倾尽你的所有。风雨中的我们不再孤单无助，只因你紧紧握住我的那份温暖，让人义无反顾。

## 你是我生命中的世外桃源——

从前的我以为，幸福的爱情必须是远离市井的喧闹、避开世俗的笼套，携手隐居竹林的优雅脱俗；抑或是夕阳之下舞剑弄花、明月清辉里煮酒围棋的

诗情画意。

是你让我明白：爱情可以没有春雨般的缠绵缱绻，可以没有夏日里那份轰轰烈烈的炽热，却一定不能没有并肩品味清秋时分恬淡静谧的坚守，一定不能没有牵手温暖寒冬里那切肤凛冽的勇气。

因为你是个热爱生活，懂得生活，充实生活的人，你让我们的家永远满溢着淡淡的花香，每一季都有自己的美丽和甜蜜，我的心也随之盛开着小小的幸福与喜悦，散发出一份宁静与安逸。

你是个重视学习，善于学习，坚持学习的人，你把我们的家营造成书香环绕的一方天地，让每天清澈的阅读时间洗涤忙碌嘈杂的生活，帮我找到内心的恬淡与平和，守护一颗洁净饱满的初心。

常常在想，是谁安排了我们的情缘；是谁送来彼此生命中这样一份至真至纯的礼物。让我通过你看到整个世界的美丽，让有你的地方，就是我永远的伊甸园。

时钟滴答，光阴流转；岁月有声，清音流韵。■

（作者就职于东北证券衍生品经纪业务部）





# 交易人生

■ 文/刘德良

我和众多交易者一样，也热爱交易，因为交易世界里充满着挑战、希望和快乐，但对于刚误入“期途”的初学者来说，也是一个痛苦、煎熬的人间地狱！笔者也是从最初的盲目参予，到改变认识，再到开始系统地学习和总结，一路的艰辛和痛楚无法完全表达。

一句话说的真好：“选择了交易，一生都将充满着挑战”。因为交易就像高空飞行员，即便你拥有30年的成功飞行经验，也难保在第31年里是安全的。因为市场具有一个永远不变的特性——那就是永远没有确定性。带着这个疑问，我在书海中、网站论坛上、实践里试图寻求正确答案，可100%的准确答案是根本不存在的。只有概率是解决“不确定性”的唯一法宝。

概率是数学概率论的基本概念，又称或然率或机率，是一个0到1之间的实数，是事件本身所固有的，不随人的主观意愿而改变的一种属性。这和市场运行的一般规律是相吻合的，价格运行不会受个人的主观意志而改变。即在交易过程中带有任何主观意识的判断均是不成立的，唯有遵循事物本身的客观规律才能来提高概率的成功。

交易者确认了交易仅是概率事件后，就不会因为几笔亏损而烦恼，而是在心态上能坦然地接受小的亏损，行为上必须利用止损限制能接受的最小亏损。亏损只是交易过程中所必须付出的成本而已，这是观念的转变，完美只是相对的。只是当概率偏差出现时，要清楚地知道自己该做什么，要用规则和纪律来

处理不确定性。因此，在交易过程中怎样提高正确的概率，是每个交易员孜孜追求的目标。日内短线交易对正确概率的要求就更高，如没有较高的正确率是无法实现赢利的，因为一笔的亏损可能需要2-3笔或更多的正确单来弥补。所以短线获利模式必须同时满足两个条件：一是正确单量必须大于错误单量；二是每单平均赢利幅度必须大于每单平均亏损幅度。

中长线交易对概率的要求稍宽松些，因为一笔获利单足以轻松弥补几次的亏损单，但前提是必须做到亏小赢大。因此中长线交易对趋势延伸正确的判断要求很高，其中包含两个概念：空间和时间，这也是对图表进行分析的两个主要元素。空间交给市场，时间才是我们

交易者的唯一优势。

无论是日内、波段或趋势交易，它都不是可以简单复制的，要想成功必须先做足功课，交易和其他事业一样没有捷径，甚至可说，它比其他任何领域的成功率都低。海龟奇迹的缔造者理查德·丹尼斯就曾说：“交易是世界上最难的一项工作”，欲速则不达。当交易者的能力还撑不起自己梦想的时候，就需要聚焦、聚焦再聚焦，沉下心来好好学习，几点必修课建议如下。

## 积累知识 储蓄能量 厚积薄发

一名要想长期从事交易的优秀交易员，必须系统全面地学习和了解相关的基础知识，不要连K线和趋势还不知是什么概念的情况下就急于实盘交易。各种技术分析类的基本工具书籍是必须要认真透彻地研究，特别是国内外一些经典书籍。另外，如金融、经济、投资、社会心理学、哲学等方面的知识也要多学习了解。特别是从事商品期货交易，交易者最好是参加中国期货业协会组织的“期货从业资格”的考试。只要不停步，知识永远都不够。

正如江恩所说：“我的工作就是交易和学习”。比如，哲学的精髓是辩证唯物主义，任何事物都是前进性与曲折性的统一，根据这一理论你就能正确理解和对待趋势的运行和调整。再如，交易者利用数理逻辑的分析，来假设未来市

场的“确定性”，在交易中用规则和纪律来处理市场的“不确定性”。江恩是成功运用数学和自然法则分析的典范，因此，江恩的24条交易法则必须要深刻理解、熟记于心，且要严格遵守。上述这些知识都是为将来做好交易打下坚实的理论基础和形成正确的理念。如果交易者没有对知识的强烈渴望和超强的学习力，那么，最好还是远离交易。

## 战胜人性弱点

市场是人性的集合，交易是检验人性的考场，更是一个把人性弱点无限放大的场所。坚持不好的习惯要比坚持做正确的事容易得多，这是人的共性。比如所有交易者都知道设置止损的重要性和必要性，因为它是保护账户资金安全的唯一方法。但是当头寸发生方向性错误时，太过的自我、侥幸和期望的心理仍会让交易者失去应有的理智，从而移动或索性取消止损，甚至为摊低成本而错上加错地不断加仓，让头寸任意飘在一个不确定的市场中，使亏损无限扩大，其最终结果不得不割肉斩仓或直至系统性爆仓。

同样，即便在开仓方向正确的情况下，人性的贪婪和恐惧也可能使账户资金不断缩水。当交易者的头寸刚出现少许浮赢时，唯恐又怕由赢转亏的强烈恐惧心理，使交易者过早匆匆平仓兑现，只赚取了可怜的蝇头小利，亏多赚小，赢亏不

成正比；相反，当浮赢一千时想二千，当到了二千时还想三千，不去客观分析趋势的变化，强烈的贪婪欲望会让赢利瞬间蒸发，甚至由赢转亏。

又比如，交易者连续亏损之后可能对交易产生强烈的恐惧感，使其该下单时迟疑不决而错过良机，而不该下单时却匆匆入了场。即该贪婪的时候恐惧了，该恐惧的时候贪婪了。对于偶然的获利，交易者也自以为是必然的结果，于是开始自我膨胀；亏损了就垂头丧气萎靡不振。这些不良心态都要在不断的磨练中逐一消除，承受亏损是一种心态，驾驭成功更是一种能力。所以市场与人类心理永远是“矛盾”的统一体。交易者不能让贪婪和恐惧控制了交易，而要驾驭自身的情绪。这也是心理学与哲学结合的概念升华和运用。

从众心理、主观性意识、喜欢猜测、赌博心理、急功近利、高度企图心、固执、盲目随意、急躁情绪、偏听偏信和冲动性交易等等不良习惯都不允许出现在严谨、理性的交易中。这些与生俱来的心性弱点都需彻底克服，否则就算你犯了其中的任何一条，残酷的市场都可以把你扫地出门和万劫不复。所以交易不仅是一个斗智斗勇的竞技场，更是一个心性修为的考场。多数交易者不是技艺差，而是死在了心性上。

每位成功的交易者，都是“知行合一”的达人。

“

交易系统主要是帮助交易者约束、克服自身的不良习惯，当交易者通过长时间的训练，将知识、规则、纪律等融入自己的血液，也就完成了对系统的自我超越，能多层次、多角度地分析和驾驭市场，已具有领先于市场的战略思想，进行统筹布局和谋略规划，形成了自己独特的投资个性和理念。

”

## 建立适合自己的交易系统

建立系统要求：交易系统必须能够体现自己的交易风格和特点，也就是系统要适合自己的交易习惯。设计与建立系统必须自己独立完成，借用和模仿他人的系统无法与市场形成默契，不会给你带来好的收益。

建立系统的目的与作用：交易系统可以帮你避免主观性的判断、冲动性交易、频繁交易等不良习惯的干扰。严格遵守系统可以帮你捕捉交易机会和趋势跟踪，实现长期稳定的赢利目标。

系统的有效性：再完善的系统都有出错的时候，交易者要容忍和接受系统错误，并不断改进完善。交易者不要因为几次的错误就不再相信或放弃系统，系统的有效性是在长时间框架下来实现的，所以只要交易者在正确的理念指导下，长期坚持系统操作，就能带来远超预期的收获。

系统内容：一个好的交易系统应该包含入场位、加仓位、止损位、减仓位、出场位等。这一系列的动作不仅是一个操作上的流程，也包含了一个完整的操作计划和资金管理规则。

系统测试与总结：交易者对于自己的交易系统必须要在长期的实践中反复的测试、补充与完善。交易者对于每笔交易都要做好详细的交易记录与总结，及时发现和改进在交易中出现的各种问题，并以周

或月为单位做好自己的交易资金曲线图，因为资金曲线最能反应你在一个阶段内的交易表现和交易情绪的变化。这也是一个合格交易员所必须具备的习惯与能力。

系统执行力：建立系统并不是最难的，最难的是持之以恒、义无反顾地执行系统、忠于系统。这是成功最为关键的一步，跨过这一步胜利已向你招手，离“自由人生”之梦想也更近了一步。

交易系统主要是帮助交易者约束、克服自身的不良习惯，当交易者通过长时间的训练，将知识、规则、纪律等融入自己的血液，也就完成了对系统的自我超越，能多层次、多角度地分析和驾驭市场，已具有领先于市场的战略思想，进行统筹布局和谋略规划，形成了自己独特的投资个性和理念。交易者不但在交易中拥有“知行合一”的达然与超脱，在生活中也拥有真我的乐趣。这种无为而为的从容境界是交易者综合素养的体现，交易者内心修为才是重中之重。

所以交易是立于市场、人性的角度来探索成功的方向。因为交易就是一个炼狱的人生，注定是艰难和孤独的。正如唐僧取经，藤妖树怪，步步有难，必须要有坚定的意志和知难而进的执着精神才能将“交易人生”走的更好更远。☞

（作者就职于常州纺织服装职业技术学院）



# 期市说“禅”

■ 文/张桂英

“禅”，据说是印度梵语音译，原是静坐思虑之意。据史料记载，我国早在先秦就已有禅修，后历经时间和空间跨度，不断变化演绎，如今之“禅”，已被赋予了深刻的哲理内涵。

说到“禅”，相信很多人脑海中对这个词汇的解读是与世无争、无欲无求，是佛教里远离人间烟火的僧侣们清心寡欲的修行态度。乍一看来，这个词似乎和充斥着欲望与贪念的期货市场风马牛不相及。然而，当你的视角超越交易本身，你会发现，禅与交易之间，实则有着千丝万缕的联系。

我是在2009年初进入期货行业，那时，刚经历了金融危机的投资者和金融同行，都已亲身见证过市场在极端情况下的暴戾与癫狂。而今，入行八年的我已见过太多的市场跌宕起伏和由此带来的人间悲欢离合。这个市场里的交易者，带着赌一把的暴富心理来做交易的数不胜数，赚了嫌太慢，亏了想翻本，赌徒心理表现得淋漓尽致，结果，自然是被市场无形之手打得遍体鳞伤。许多人在巨亏后淡出期货市场，自此谈期色变，视之若豺狼猛虎，再不肯踏入半步。

对这些人来说，他们面前，期货投资的风险之门虽已关上，但同时关上的，还有通往更高境界的理

财之路。有些人会消停一段时间，待一年半载后元气恢复些，转身又一头扎入期货市场，这类交易者，虽有百折不挠的韧性，可大多不善于从失败中吸取教训，最终像韭菜一样，割了一茬又一茬，资金在大的市场动荡面前，被反反复复地敲骨吸髓抽干榨净。

有时我不禁会想，这些投资者恐怕都有受虐情结，真应了那句俏皮话：“市场虐我千百遍，我待市场如初恋”。

而那些善于总结经验教训的投资者，如大浪淘沙，经受住了资金与心灵的双重折磨，在千百次血与火的洗礼之后逐渐成熟，形成了自己的一套交易方法，他们会规避人性弱点在交易中的体现，做到身在交易之中、神在交易之外，以无为达至有为境界，从而超越自我，获得真正意义上的成功。

而这一切，都与禅的理念，息息相关。

## 禅修之禅不可说 交易之道即体悟之道

禅不讲知识，因此，不会受到人们头脑中固有知识的阻碍。禅修之人首先需要倾听内心的真实感受，从而追寻自我，在此过程中所用到的方式和手段不一定顺乎俗识或常

理，然最终的体悟却有其共性。

有位禅师在领悟了禅门大道后，弟子们都期待他开坛讲法，而禅师只是以宁静安详的神态在蒲团上坐了片刻，便转身离去，弟子们大惑不解，追问禅师，禅师说道：“讲经有讲经的法师，说戒有说戒的律师，而我是禅师，禅是不可说的，就是说了，也没有用处。”禅不是知识，不能靠口传心授，只能靠自己的心灵来感悟，所以禅不可说，只能指点人们去悟；能说的就不是禅了，顶多只能算是一种哲理。

这与期货交易有异曲同工之处：在这个市场，你能找到专门讲解各类技术指标或是基本供求关系的分析师，也能找到专门讲解风险控制或是资金管理的理财专家，然而，那些交易时的心态与灵感却是无法由高手口传心授传与他人的，而这恰恰是成功交易的精髓所在。优秀的交易员都有独特的适合自己的一套方法，成功的交易并没有固定模式，要靠投资者自己的悟性，高手所能指点的，顶多也只能是哲理而已。

## 禅修之顺应自然 交易是修行而非赌博

禅与赌自是不同的。

禅强调聆听心性，顺应自然。



有了禅心，你会看得开，有智慧，有禅悦，才能随遇而安，随缘自在；遵循了自然规律，才能把握事物的本质，从而“闲看庭前花开花落，漫随天外云卷云舒”，成为达到一定人生境界的智者。对于交易而言，遵循市场规律，顺时重势，道法自然，才能在交易中做到盈亏不惊，收放有度，不会因盘面一时的涨跌而影响交易心态。

而赌，则有种对着干的意味。赌徒，恐是这世界上与禅师距离最远的一类人。严格意义上来说，我们身边真正的赌徒并不多，但许多人身上却携带着严重的“赌徒心理”，这是投机心理的畸形发展和极端扭曲。携带赌徒心理的投资者，偏信运气成分大于自身的努力，容易孤注一掷，最终得到的往往是最坏结果。有些在期货市场中栽了跟头的人将其和赌场相提并论，把希望完全寄托在预测市场未来走势的正确率上，想掌控和驾驭市场，幻想市场会按照自己的想法来运行，这种人就把期货当做了赌博。

一个人在期货投资中存在赌徒心理是危险的，而一家机构在期货投资中存在赌徒心理就会带来更加严重的后果。实践中，不少利用期货市场做套期保值规避现货经营风险的企业，在实际操作过程中逐渐脱离企业生产经营的实际状况，将企业套保做成了企业投机，最终，将企业的运营置于巨大的风险之中，这与企业介入期货的初衷背道而驰。这种状况在那些小型企业或家族式企业中更加常见。一言堂或高管一

票否决制，带来的往往是企业的生产经营决策集中于少数人甚至一个 person 身上，而这个人由于缺乏有效的监督和约束，其个人若携带“赌徒心理”则会体现在整个企业的期货交易活动中，从而带来巨大风险。

因此，期货交易到底是遵循规律，顺应自然的一场修行？还是心存侥幸，一意孤行的一场赌博？最终取决于做交易的人本身。

## 禅修之观照自我 交易要认清自身目标

禅修需控制自己的心念，理清自己的思想，摒弃世间林林总总所带来的尘思杂念，拨开浮在内心表面的迷雾，观照真实的自我。期货交易也需要聆听内心的真实需求，不被表象所迷惑，才不会心口不一，舍本逐末。

在期货市场中，从心态上划分，有两类典型的投资者。一类在交易之前虽然有比较明确的投资策略，可一旦下单就过分纠结每笔交易的结果，他们眼睛时刻盯着账户上浮动盈亏的数字变化，心态也跟着数字变动而上下起伏。当账户出现浮盈时，反复默问自己，这点利润差不多了吧？已经挣了点是不是平仓算了？平多少比较好？现在平还是等下再平？万一平早了少赚一大截是不是很划不来？要是等下再平的话价格又没这么有利了怎么办？当账户出现浮亏时，也在心里反复盘算，哎呀怎么就亏了这么多？现在平仓真不甘心，是不是再等等看？要不要反手试

试？要是平完了价格又回来了怎么办？刚刚盈利时都没平仓现在亏损了再平是不是很傻？诸如此类。一段涨跌过后，市场或许并没有什么实质性变化，而投资者的内心却已经历几起几落的生死激荡，对实时盈亏的过分关注让投资者迷失在复杂的思想斗争里，甚或连最初下单时的市场判断都不记得了。

还有一类投资者，他们做交易的最终愿望也是获得盈利，却被期货市场中资金残酷厮杀的激烈状况所振奋，沉迷于期货操作本身。他们每下一笔单，每做一次短线搏杀，都感觉自己获得了心理上无法言喻的快感，即便是亏钱也成了一种享受。且这种感受让其欲罢不能，甚至到了手上没单心里就发慌的地步，这样自然谈不上等待合适的下单时机，最后导致频繁交易，只享受交易过程，却忘记了自己做交易的根本目的——获取收益。这类管不住自己双手的投资者，用手指代替头脑思考，对他们而言，做交易不是投资而是一种消费，跟打电游或蹦极一样的体验性消费，且是昂贵的消费。这类投资者交易的最终结果也就和内心原本的期望截然相反了。

以上两类投资者交易失败的最大问题在于所求非所思，所想非所做，杂念太多，导致操作和目标不一致。优秀的交易员在市场中有各自不同的制胜策略，如同禅师们有着各自不同的禅修方式一样。而共同之处在于，他们能在交易中时刻保持清醒的头脑，不被市场残酷搏杀的表象所

迷惑。认清自己的真正目标并为之不懈努力。成功的禅修，也是让人认清生命的本质，不为外物所左右，以一种超然的态度面对人生种种，达到心神合一的境界。

## 禅修之三种境界 交易也需经历三重境界

唐代禅宗大师青原行思用绘制山水画的不同阶段来比喻参禅的三种境界：第一种，看山是山，看水是水；第二种，看山不是山，看水不是水；第三种，看山还是山，看水还是水。

第一种境界是看着真山真水如画真山真水，没有构图，没有重点，这是参禅之初，执著于事物的表相，认知浅显，看似明白，实则糊涂；第二种境界是山水关系已了然于胸，不用看也能画出生动的山水。这是禅有悟时，已经开始思考事物之间的规律和联系，似明非明，这是一个觉悟的过程；第三种境界，一抹流水和几块乱石就已能表达出山水的万千神韵，这是禅中彻悟，已超越了事物的形相，将万物的表里融合为一，返璞归真，达到开悟的境界。

禅修的“至简至易”和“至大至难”在这三重境界中被诠释得淋漓尽致，透过对自身的洞察和参悟，使人感受到之前一直被自己忽视的生命和自然的各种内在联系。

期货交易也有同样的三重境界，那些理论知识有余而实践经验不足的投资者大多处于第一重境界，对市场涨跌起落的认识仅仅停留在表象上，人云亦云，一窝蜂地追涨杀跌，

最终成为别人案板上的鱼肉。到了第二重境界，随着阅历和交易经验的逐渐丰富，投资者有了自己的市场判断，他们通过钻研各种晦涩的技术指标和建立各种复杂的交易系统来优化自己的期货操作，价格的变动在他们眼中能有一万种解释和演绎，但仍免不了失败的命运。少数达到第三重境界的投资者，其交易系统和理念已删繁就简，回归平常心，山仍是山，水仍是水，有变化的只是多了份从容和清醒的内心。因此涨即做涨，跌即做跌，万法归于自然，从复杂重回简单，这些投资者才可能成为真正意义上的交易中的智者。

## 禅修人生与期货人生殊途同归

禅修的智慧，是观照自我、冥思体悟的智慧，也是顺应自然、回归本真的智慧，目的是达到更高层次人生体验的精神境界。而期货交易要想获得真正意义上的成功，就需要脱离交易本身给思想带来的桎梏，不要执著于每一次的成败得失，一定要与市场争个高下或是急于证明自己能驾驭市场的心理是违背自然规律的。

当你提前做好了大量的市场分析，并用足够的耐心等待合适的交易机会，你才能在交易时做到处变不惊，以恒定的心理状态面对每一笔交易，并由此带来物质上的丰厚回报，这是追求另一个精神层面的最高境界。

某位成功的交易员曾说过，期货交易的其实不是市场，而是我们自己的思想，对此我深有感触。许多投

资者在期货交易中的错误方法和理念在反复操作中被强化到根深蒂固的状态，站在市场之外，似乎什么都能看得清楚，一旦开始交易，很快又会再次迷失，被同一块石头绊倒无数次，依然无法开悟。从人生角度来说，我们每个人的一生都会面对诸多的欲望与诱惑，面对各种各样的选择。在每个重大选择的关口，一念之差将使你的人生从此走出不同的轨迹。期货也是另一个维度里的人生，贪婪恐惧以及扭曲缠绕的欲望，让许多投资者的交易背负了太多的杂念，最终走向失败。

禅修的参悟过程和交易的心路历程两者表现虽然不同，然都是追求心神合一的精神境界，至于“彻悟”和“获利”，只是在心神合一状态下的结果而已。

## 结语

市场如人生，你以什么方式对待它，它也会以同样的方式来回馈给你。你把市场想得很复杂险恶，如豺狼猛兽，那你见到的市场也必定到处都是暗礁险滩；你以云淡风轻的心态对待市场，顺势重时，不纠结固执，市场在你的眼里也会以同样温和的姿态展现。人生同样如此，烦恼追根究底皆是自寻，当心灵变得博大，超然万事万物，恬淡安静的内心会使你周遭的一切都变得祥和起来。其实，万物并未改变，改变的，只是你的内心而已。

参透人生，便是禅。■

（作者就职于方正中期期货岳阳营业部）

# 风险管理公司仓单质押新模式探讨

■ 文/浙商期货课题组

仓单是仓储企业在接受货物所有者委托后，将货物存入仓库，并向存货人开具存货情况说明的存单。仓单是提取委托寄存物品的证明性文件，在此意义上，仓单是一种公认的有价证券。

仓单质押是以原材料或产成品等资产质押方式来进行融资。本文通过剖析仓单质押业务存在问题，对仓单质押回购业务进行可行性论证，分析潜在风险环节，提出解决对策，以期推动行业创新。

## 一、仓单质押的重要意义

2007年3月16日，第十届全国人民代表大会第五次会议通过了《中华人民共和国物权法》，对仓单出质的登记做了规定，为仓单质押提供了法律依据。这在一定程度上刺激了仓单质押业务的增长，为第三方仓储公司开展仓单质押业务提供了良好的环境。仓单质押融资把库存变成资金，促进经济良性循环，促进国内商品贸易，加快市场物资流通，提高经济运行质量。

从中小企业来看，仓单质押业务可盘活企业原材料和产品库存，

为其提供资金流动性，解决中小企业融资难的问题。

从金融机构来看，仓单质押业务拓宽了业务范围。此项业务为银行带来了新机会，促使银行业不断完善各种业务设施、操作技术、规章制度和管理办法等。仓单质押业务涉及三方之间的委托代理关系，必然存在着信息不对称。为保证信息量少的一方权益不受损害，保险公司介入会使此业务在操作上更加有保障。而对担保公司而言，仓单质押业务因有相应货物存在，降低了没有实物抵押保障的担保风险，也拓展了新业务，从而可担保客户数量越来越多，丰富和扩大了担保业务。

从仓储企业来看，仓储企业就像一座桥将资金流、物流和商流三大要素联通在一起，有得天独厚的优势去开展仓单质押业务。仓储企业通过库存管理、配送管理等可以对存货的变动做到了如指掌，这也是仓储企业的一项增值服务。

从期货公司来看，仓单质押为期货公司搭建与企业合作的新纽带，一方面弥补现有模式存在的不足，提高效率，降低资金风险；另

一方面探索提高期货公司自有资金利用效率新途径，丰富期货公司服务模式。

## 二、仓单质押存在的问题

国内仓单及标准仓单质押业务正蓬勃兴起，对我国企业及国民经济的影响日益明显。但我国开展仓单质押业务的时间不长，还存在一定问题。

### （一）业务法规不健全、存在风险点

标准仓单质押业务在我国法律上没有明确规定，部分企业易乘机钻法律的空子。如标准仓单质押业务中质押人逾期不归还，标准仓单价值大幅缩水，银行到期不能收回本息或企业对标准仓单进行重复质押，给银行造成了不必要的纠纷和损失。

主要原因在于，银行的大部分客户仍为中小生产企业或者商贸企业，其资质、信用状况良莠不齐，由于信息不对称，银行对其是否存在资不抵债、仓单重复质押、是否假借第三方的仓单或伪造仓单、伪造财务报表缺乏了解，一些标准仓单到期无法兑现。因此，相关法规、制度需要不断完善。



比如 1997 年，甲期货公司与一家金属贸易公司建立了期货交易代理关系。2000 年，该金属贸易公司将 36 张电解铜标准期货仓单委托甲期货公司向期货交易所办理仓单质押保证金业务，不过，这些仓单的买入方为空白，且其中 19 份仓单已盖有提货章。

于是，期货公司将仓单变更到自己名下，连同已盖过提货章的仓单，到交易所办理了质押保证金，并将保证金在当日划至该金属公司的期货交易账户中。然而该贸易公司进行期货交易后出现大幅亏损，账户只剩 38 万元。与此同时，一家国际贸易公司出面声称 36 张仓单是其所有，并且这家公司在 1997 年即与金属贸易公司签订协议进行期货套利交易合作，但才知道该仓单被金属贸易公司质押且私下用于期货投机。

### （二）业务流程环节需改善

根据现有两种主要质押模式的开展情况来看，在具体的业务流程环节也存在一些问题，主要有以下几个方面：

一是贷款审批周期过长。分析各银行标准仓单质押业务的审批周期不难发现，企业对资金的实际需求时间与审批周期不匹配，大部分银行对业务的审批过程较长。在当今大宗商品价格波动剧烈、企业竞争激烈的大环境下，资金获批的效率对企业影响较大，而银行因授权、贷审会审议程序及审批、备案的要求，无法在客户希望的时间内完成（一般要求仓单到银行 3 至 5 天后

放贷）。因此，简化审批周期，提高审批的效率，减少审批环节，制定较为灵活的标准将会对业务的开展起到一定促进作用。

二是企业资金监管存在难度。根据相关规定，企业获批的质押贷款只能用于企业的正常生产经营活动，不得用于期货投机等活动。但是企业通过标准仓单质押后资金的具体使用去向存在监管难度。

三是仓单处置环节存在问题。按照规定，一旦需要处置质押的标准仓单，银行可委托期货公司或出质以外的第三方进行。如何选择第三方仓单处置机构、选择何种方式进行处置、处置的价格、付出的成本等都将是银行面临的问题。

## 三、仓单质押新模式——仓单质押式回购

仓单质押式回购交易模式在一般仓单质押模式下，通过改变质押操作模式、引入新的参与方、提高实体企业参与风险规避，来实现更好、更安全的创新运作模式。

如图 1 所示，仓单质押式回购交易模式概括如下：

1. 以期货公司风险管理公司为业务主体开展质押式回购交易，由期货公司协同其风险管理公司对实体企业客户进行资信调查。

2. 银行和风险管理公司在前期建立战略合作，为该模式提供授信额度，满足银行授信条件及风险管理公司仓单质押业务操作标准，并由风险管理公司为项目提供一定程度的担保，即可申报业务。

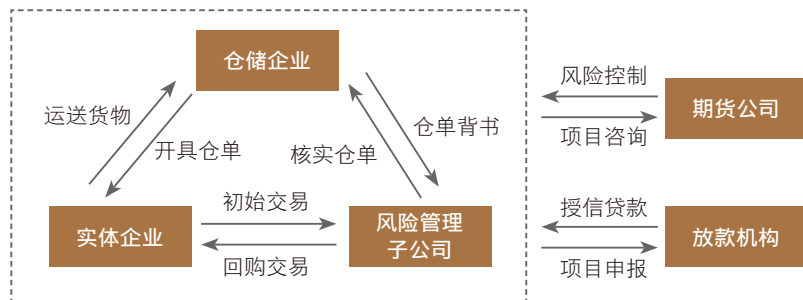
3. 风险管理公司制定质押方案，方案应详细注明质押期间、质押仓单计价方式、质押比例、质押期间风险控制和质押物补充安排、质押到期履约安排、客户违约风险处置安排等事宜。对于期货交易所上市交易品种，可由期货公司利用期货的价格发现功能提供定价咨询。

4. 风险管理公司通过风控决策委员会评审，决定是否操作项目，若操作，则完善方案并将成型方案申报给合作银行，由银行进行授信审批。

5. 风险管理公司实地检验货物品种、数量，并对仓储企业进行背景调查。

6. 银行调查实体企业资质情况

图 1 仓单质押式回购交易模式





并核查仓单情况后出具银行标准模板合同，并与实体企业、仓储企业、风险管理公司签署四方合同。

7. 实体企业在期货公司开立期货账户，存入一定比例的保证金，为防止商品因市场价格波动造成的风险，可以要求实体企业对所质押商品在期货市场上进行套期保值操作。

8. 质押期间内，风险管理公司将定期贷后回访，核查情况；期货公司可根据客户质押仓单的价值变动，要求客户按照协议约定及时补充质押物，并履行相应的风险控制措施。

9. 质押到期，客户向风险管理公司提出回购申请并按协议支付贷款到指定账户。期货公司办理客户保证金账户注销等相关业务。

10. 若在质押期间或到期发生客户违约的情形，风险管理公司依据协议约定取得对客户质押仓单的处置权，并在规定时间内处置仓单，转让相关税费由实体企业承担。

#### 四、仓单质押式回购业务模式的可行性分析

（一）风险子公司开展新模式的基础较为扎实

目前风险管理公司广泛开展的仓单服务业务中，就有针对交割环节的质押融资业务。根据交割的部位不同，分为卖出交割质押（先押后贷）与买入交割质押（先贷后押）两种。以卖出质押为例，其主要形式为客户将交割、仓转或入库后产生的闲置、可流通的标准仓单质押

给银行，银行根据市价的一定比例给予客户放贷（贷款期间对仓单价值进行每日监控，一旦低于警戒标准，银行催缴客户资金或质押物，或通过期货公司冻结部分封闭圈内资金），主要用于提前融通客户取得仓单后期因交割业务带来的现金流，银行从中收取贷款利息。

质押后，客户获得资金，但仓单使用权和处置权转移至银行，期货公司配合银行对贷款客户资金进行监控，限制客户出金端口，以防客户向封闭圈外出金，以致最终贷款无法偿还。当卖出交割客户获得交割货款并偿付贷款额度时，质押贷款得以终止。买入交割质押与卖出交割质押恰恰相反。此外，买入交割融得的资金一般需要期货公司配合冻结，不允许出金，也不允许参与期货交易，其用途是单一为支付交割货款服务的。模式如图2所示。

通过该模式，风险子公司对仓单质押业务积累了发展经验，理顺了操作流程，仓单质押式回购交易模式通过风险管理公司进行开展，具有很强的操作性。

（二）风险管理公司通过分类经营降低风险

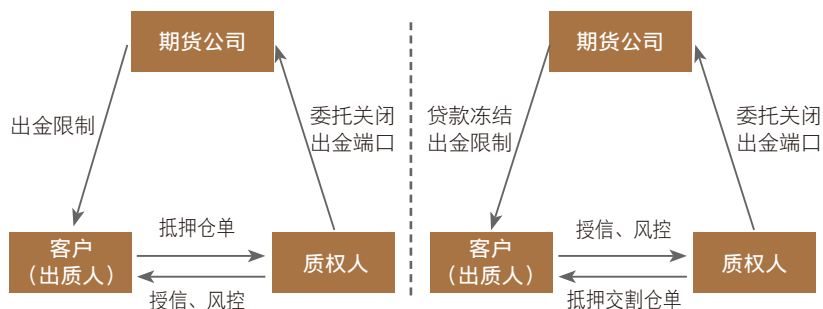
风险管理公司通过分类经营降低风险。根据企业需求及其信用高低，将业务类型分为随时回购型、定期回购型、选择权回购型三类。

一是随时回购型，即企业在一定条件下可随时提出回购。适合短期及超短期资金需求型企业，资金使用期限1个月以内，利息可按天计算；二是定期回购型，企业事先与风险管理公司约定好回购时间。资金使用期限一般为3、6、9、12个月；三是买方选择权回购型，即购买方将商品买回后，有权在一定时期内要求销售方按事先约定的条件将商品购回。当商品的市场价格低于质押价格时，买方可要求卖方回购。

（三）仓单质押回购交易更为可靠

现实中，由于仓单格式不规范不标准，仓储环节出现了物上多种权利以及担保方式的竞存与竞争。由于仓单质押具有权利质权的特殊性质，解决权利冲突的方式只能参考而不能简单套用到仓单质押中。

图2 卖出交割质押模式（左）与买入交割质押模式（右）



从占有角度来分析，仓单质押式回购交易实现了货物的占有，而仓单质权是占有、他主占有、间接占有。直接占有具有对物的事实上的管领力；而间接占有是对仓单权利的占有，仓单质押的质权人只能申请履行仓单记载的提货权或行使排除妨碍等手段主张权利，不如仓单质押式回购交易来得可靠。

（四）仓单质押资金应以风险管理公司自有资金为主

以期货公司风险子公司为主体开展仓单质押业务的初期，从先行先试、风险可控的角度出发，应当以风险管理公司自有资金作为仓单质押业务的资金来源，具体包括风险管理公司的自有资本金、经营利润以及以各类负债方式借入的资金。基于目前风险管理公司普遍开展仓单服务积累下来的经验，通过自有资金运作该模式已经可行。

待此项业务活动的运营和管理比较成熟后，可考虑银行与风险管理公司合作，通过风险管理公司的专业优势对项目进行运作，为符合银行质押贷款条件的客户提供授信额度。

当银行、风险管理公司合作关系比较紧密，双方都有长时间的合作基础后，银行可以考虑抛弃单笔单做的模式，通过打包集合的方式，将仓单质押贷款业务标准化，通过筛选符合条件的项目，直接授信，也可以将各种仓单质押贷款业务进行分类，设定不同的质押率、利率、准入条款等，分别进行标准化操作。

随着互联网金融的蓬勃发展，除银行具有较强实力为企业提供质押贷款，P2P、O2O 平台也可解决仓单质押资金来源。但目前互联网平台筹集资金成本较高，实体企业是否愿意承担，仍需通过走访平台类互联网金融公司来进行论证。

## 五、仓单质押式回购交易的风险控制措施

### （一）严格审查企业资质

针对业务开展中可能面临的企业信用问题，风险管理公司在前期对企业进行审查时应严格重点审查企业财务状况及信用。

如企业近几年来的经营业绩，是否有健全的内部管理制度，各项指标是否符合贷款要求，资产流动性是否充足，高管和主要业务人员是否有重大不良记录和违规行为、欠债不还记录。反映企业经营状况最直接指标是主营业务增长率，而资产负债率控制在 30% 左右是企业稳健的表现，虽然现在企业的资产负债率都有增长的趋势，但选择企业的资产负债率也应小于 60%。此外，良好的信用是企业能够履约的必备条件。因此贷款对象的信用状况可依据企业的历史履约情况和履约意愿来评估。

风险子公司在操作项目前，必须通过合作银行调取企业征信记录，并通过尽职调查对实体企业进行全方位调查，包括实体企业的客户、关联企业等相验证，建立“病房式”信用体系，对“有问题”的

企业进行“诊断”，通过风险决策评审会评审“号脉”，对企业可能发生的风险做好预防工作。

### （二）实时评估仓单价值

为防范质押物市值波动风险，风险管理公司可通过期货公司每日对质押仓单的市值变动情况进行监控，在仓单市值下跌达到或超过约定价格的一定幅度时，实行项目风险预警处理或者要求融资企业向该期货账户补充套保头寸需要的资金，以防止仓单价值波动出现风险，具体包括做好市场信息的收集和整理工作。要对市场中各行业充分认识，熟知市场容量、价格变动趋势、产业产品的升级等情况；完善质押商品价值的科学计算方法；其他建议包括控制贷款期限等。

### （三）完善业务流程，做好预防

对于风险管理公司开展仓单质押式回购交易业务环节存在的风险点，仍然是以完善业务流程为主，提前预防风险点。对于企业可能展期的情况，风险管理公司提前进行风险率设置，在未达风险率之前做出调整；对于有移仓风险的情况，通过期货公司协助企业进行跟踪，提前、分步进行移仓，将移仓风险降到最低；当到期时企业无法归还贷款本金，需要风险管理公司处置仓单时，可以根据交割品种、交割月份合约活跃度等因素，提出处置方案。<sup>[4]</sup>

（本文摘自“中期协联合研究计划（第十期）”课题，课题组成员包括王奇娟、杨超、周斌、马志远）



赵庆明

经济学博士，高级经济师。获中国社会科学院研究生院博士学位。中国人民银行金融研究所博士后研究员。曾在中国人民银行、国家外汇管理局、建设银行总行工作。主要研究领域：宏观经济、人民币汇率体制改革、国际金融市场、金融危机等。郭孟暘、宋有为均系中国金融期货交易所研究院研究助理。

## 2017 宏观经济展望： 不确定性中或孕育新突破

■ 文/赵庆明 郭孟暘 宋有为

2016年，全球经济增速虽在美国拖累下有所回落，但欧美国家的就业及新兴经济体和发展中国家的经济状况已明显改善。尽管仍有一些不确定因素，但随着原油等国际大宗商品价格的回升，全球通缩情况已大幅缓解，2017年全球经济向上的动能已经聚集，整体情况有望好于去年，这为我国经济发展创造了一个相对有利的外部环境。

作为实施“十三五”规划的重要一年、供给侧结构性改革的深化之年，2017年我国将会投入更大精力抓好改革落实。因此，尽管2017年我国经济增速仍将延续回落走势，但我国经济结构将进一步优化和完善，经济增长的质量和效益也会明显提升。中国经济正孕育着新的突破。

### 一、全球经济回顾与展望

（一）2016年全球经济回顾：仍处慢车道，但显露积极迹象

正如我们在去年年初的预测，2016年全球经济仍处于慢车道。不过，全球经济比此前几年展现了更多的曙光和希望：美欧失业率继续下降，就业人数增加明显；在石油等大宗商品价格反弹的情况下，全球性通缩已大幅缓解，而通胀则有所抬头，俄罗斯、巴西衰退有所减轻，其他大部分新兴市场国家和发展中国家经济增长好于上年。

在美国经济增速回落的主要带动下，2016年全球经济增速可能比上年有所回落，不过，多数国家经济增速好于上年。世界银行最新发布的《全球经济展望》估计全年全

球经济增长2.3%，远不及2015年的2.7%。不过，根据IMF最新发布的《世界经济展望》，2016年全球经济增长3.1%，仅比上年回落0.1个百分点。

2016年全球增速较上年回落主要是由美国经济增速回落导致的。2015年美国GDP增长为2.6%，为2007年以来的最高增速。尽管2016年三季度美国GDP环比折年率达到3.5%，为过去8个季度最高值，但由于一季度增速只有0.8%，预计全年增速在1.7%左右，而这将下拉全球经济增速0.25个百分点。也就是说，如果扣除美国，全球经济增速则是有所加快。

2016年欧元区经济变得相对平稳，前三季度增速分别为2.0%、1.2%

和 1.4%，全年增速有望在 1.6% 左右，尽管较上年的 2.0% 有所回落，但是高于 2015 年。俄罗斯 GDP 衰退幅度远低于年初的预期，预计增速为 -0.6%，较 2015 年的 -3.7% 大幅改善。巴西经济衰退幅度预计也将比 2015 年有所收窄。

美欧失业率继续下降，就业人数明显增加。就业数据可能是比 GDP 更好的观察宏观经济的指标。进入到 2016 年后，美欧就业市场继续改善。2016 年，美国经季调后的非农就业人数净增加 215.7 万人，经季调后的各月新增非农就业人数均在 22 万人以上，优于上年。

2016 年末，美国失业率为 4.7%，比上年末下降了 0.3 个百分点。2016 年前 11 个月，欧元区失业人数净减少 91.8 万人；11 月份当月，欧元区失业率为下降至 9.8%，回到 2009 年 9 月的水平，比 2015 年末下降 0.6 个百分点，比欧元区失业率历史最高点则大幅回落 2.3 个百分点（图 1）。

在石油等大宗商品价格反弹的情况下，全球性通缩大幅缓解，而通胀则有所抬头。原油价格 2016 年初跌破 30 美元 / 桶之后，迅即反弹，到 2016 年底已回升到 55 美元 / 桶左右。与此同时，衡量一篮子大宗商品价格的 CRB 价格指数在 2015 年底触底后，也步入反弹，2016 年全年涨幅超过 10%，这是 2011 年以来首次年度上涨。正是在大宗商品价格反弹的带动下，新兴

市场和发展中国家经济表现优于年初的预期和好于上年，尤其是俄罗斯经济大幅受益于原油价格反弹。

相对绝大部分发展中国家货币对美元汇率出现下跌，俄罗斯卢布是少有的几种在 2016 年对美元汇率出现年度上涨的货币。也正是原油以及其他大宗商品价格反弹，全球性通缩已大幅缓解，而通胀则有所抬头。2016 年年初以来，美国 CPI 呈现逐月攀升之势，11 月 CPI 同比上涨 1.7%，创 25 个月以来的新高。2016 年 12 月，欧元区调和 CPI 同比上涨至 1.1%，更是创 39 个月以来的新高。

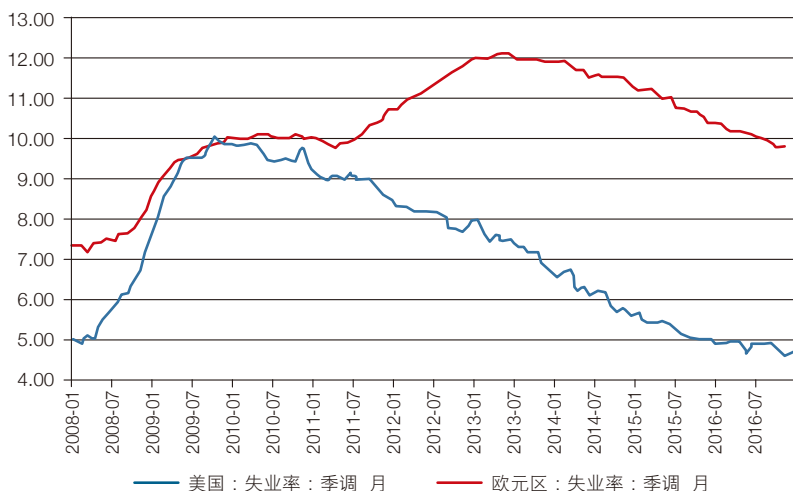
（二）2017 年全球经济展望：尽管不确定性较多，但增长仍有望提速

尽管今年全球经济仍然面临很多不确定性，例如美国新任总统到底会多大程度以及多快推进竞选时

的口号、欧元国家的大选是否会出现意外的“黑天鹅”等，我们仍然对今年以及未来几年全球经济充满希望。

主要依据有三点：一是全球经济向上的动能已经积聚，趋势性的上升更加确定，这种内在的周期规律不可能在短期内逆转；二是大宗商品价格的企稳回升，不仅带动了大宗商品出口国的经济复苏，而且温和的全球通胀形势会促进绝大部分国家的投资和消费，有利于巩固全球复苏势头；三是在全球经济增速有所加快、大宗商品价格回升的双重作用下，全球贸易增速有可能一改此前几年的低迷甚至负增长局面，反过来促进全球经济以更加强劲的势头增长。当然，由于部分发达国家在能源成本低、劳动力市场弹性大等支持下的再工业化进程仍然会持续，这对进口有一定的替代

图 1 美欧失业率持续下降



数据来源：Wind 数据库



作用，全球货物贸易仍然难以恢复到危机前的速度（图2）。

## 二、2016年国内经济回顾

得益于汽车和房地产两大支柱以及基建的“稳增长”作用，2016年我国经济增长有望达到6.7%，位于目标区间之内。而去产能和国际大宗商品价格的回升，改变了此前一直下滑的企业利润，此前出现行业性亏损的钢铁、煤炭等实现了行业性盈利。

### （一）实体经济亮点多

第一，车市产销两旺，对经济拉动作用强。

汽车消费创近三年新高。2016年，受益于1.6及以下排量汽车购置税减半政策的刺激，全年汽车销售2802.8万辆，同比增长13.7%，增速较上年提高9.0个百分点。前11个月，我国汽车消费额3.5万亿，同比增长9.5%，增速较上年全年提高4.2个百分点。预计全年汽车消费额将达到4万亿左右的水平。据我们测算，汽车消费额同比增速的提高，拉高整体消费增速约0.3至0.5个百分点。

汽车消费也带动上下游行业增速的提升。前11个月，汽车制造业增加值同比增速为15.5%，位列所有工业行业之首，较上年全年大幅提高8.8个百分点，为2012年有数据以来的最高值，对稳定制造业乃至整体工业增速起到了至关重要的作用。我国第二大消费品——石油

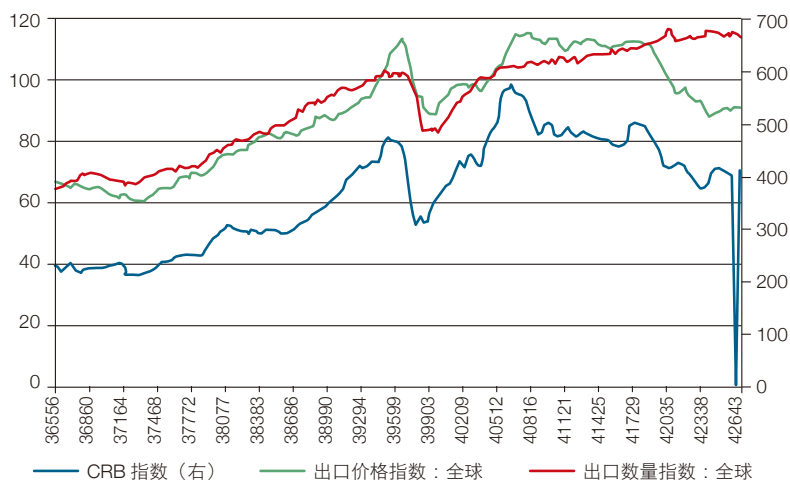
及制品消费在油价反弹及汽车销量激增的带动下而结束了2015年的负增长，前11个月同比增长0.6%。

第二，房市热度高，多渠道带动经济增长。

首先，房地产开发投资增速回暖。2016年前11个月，房地产开发投资同比增长6.5%，预计全年增速为6.3%左右，较上年仅1%的

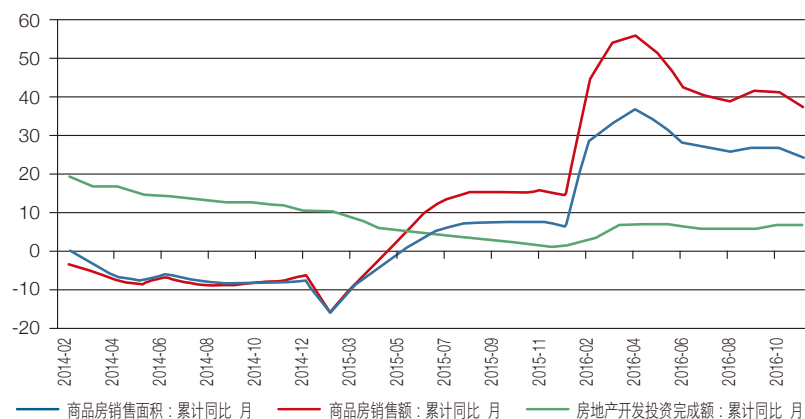
名义增速大幅提升；其次，2016年前三季度房地产行业建筑业增加值同比增速分别为8.9%和6.9%，均快于同期GDP；最后，房市拉动了相关消费。与房市直接相关的家电、家具、建筑及装潢材料等居住改善消费保持较快增长，为贯穿全年的消费热点。房市活跃对汽车消费也有促进作用（图3）。

图2 全球出口贸易与价格情况



数据来源：CPB World Trade Monitor

图3 房地产销售和投资



数据来源：Wind 数据库

第三，政府部门加杠杆，基建投资发挥了稳增长的目的。

前 11 个月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 18.9%，预计全年增速约为 17.9%，远高于全口径投资增速，对稳定固定资产投资和经济增长，发挥了积极作用。

与基建高增长相伴的是政府部门适度加杠杆。要想降低企业杠杆，居民和政府部门就必须适度加杠杆。以国债、地方债、专项金融债和政府支持机构债余额与 GDP 现价的比例来测度政府部门杠杆，2016 年该比率由上年的 40% 上升至 49%。

第四，去产能初步显效，工业企业利润好转。

去年前 11 个月，制造业增加值同比增长 6.9%，好于预期，加之工业品价格的全面反弹，工业企业的经营状况显著改善。从成本及投入方面来看，2016 年非金融企业杠杆率保持相对稳定，且 1-11 月制造业固定资产投资累计同比增速仅为 3.4%，也有利于改善工业企业利润。1-11 月，工业企业利润结束了上年的同比负增长，累计同比增长 9.4%，增速创近三年新高。

第五，进出口逐渐好转，不过对 GDP 的拉动作用仍然为负。

进出口均呈逐季好转之势。按人民币计价，2016 年，我国货物进出口总值同比下降 0.9%，降幅较上年收窄 6.1 个百分点。其中，出口下降 2%，降幅扩大 0.2 个百分

点；进口增长 0.6%，而上年是下降 13.2%；贸易顺差收窄 9.1%，对经济增长的拉动作用仍然为负。分季度看，一季度，我国出口和进口分别下降 7.9% 和 8.6%；二季度，出口和进口分别下降 0.8% 和 1.5%；三季度，出口下降 0.3%，进口增长 2.3%；四季度，出口和进口分别增长 0.3% 和 8.7%，呈现出逐季好转的趋势。

### （二）PPI 转正，通缩警情解除

经过 2015 年下半年加速下跌后，在全球尤其是新兴经济体经济状况好转及国内“去产能”等因素的触发下，国内外大宗商品价格于 2016 年初先后结束此前持续近 4 年的熊市而步入快速反弹。其中，国际原油价格和 CRB 现货综合指数全年涨幅分别达到 42.9% 和 12.9%，国内焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢全年涨幅更是分别高达 108.3%、136.1%、70.2% 和 60.7%。

全年 12 个月中，有 9 个月 PPI 环比增长，其中 11、12 两月环比增速分别高达 1.5% 和 1.6%，分别为 2002 年有数据以来的次高和最高值；而且 PPI 同比于 9 月结束了此前连续 54 个月的负增长，之后在国内大宗商品价格普涨的带动下持续扩大涨幅。全年，PPI 同比下降 1.4%，较去年大幅收窄 3.8 个百分点。

CPI 运行中枢有所抬升。全年，CPI 同比上涨 2.0%，涨幅较上年扩大 0.6 个百分点。一季度和夏初的

异常天气导致菜、肉供给收紧，全年菜价和肉价累计同比涨幅分别达到 11.7% 和 16.9%，较上年分别扩大 4.3 和 7.4 个百分点。据我们测算，菜价和肉价的上涨导致全年 CPI 涨幅扩大约 0.4 个百分点，是 CPI 运行中枢提高的最主要原因。

### （三）M2 增速不算低，货币政策稳健中略有收紧

扣除 2015 年救市等因素对基数的影响，2016 年 M2 增速并不算低。2016 年末 M2 同比增长 11.3%，远低于年初政府工作报告中“13% 左右”的目标增速，也低于年初我们 12.5% 左右的预测数。2015 年，因股市异常波动期间救市投入资金以及“8·11”汇改后外币贷款转为本币贷款，M2 增量高达 16.39 万亿，为 1985 年有数据记录以来的最高值，显著抬高了同比基数。据我们测算，若剔除上述因素影响，2016 年 M2 增速在 12.4% 左右。

随着物价回升，银行体系流动性收紧，但货币政策仍符合稳健基调。3 月 1 日央行降准一次，此后无全面降息降准行为。之所以说货币政策稳健中略有趋紧，一是因为 2016 年通胀压力加大，尤其是下半年来 PPI 快速上行；二是货币市场利率持续抬升。2016 年 8 月以来，为防止金融机构过快加杠杆，央行采用“锁短放长”的公开市场操作思路，资金成本逐月小幅攀升。

“

综合考虑全球经济加快复苏和2016年基数较低的正面影响和外部环境不确定因素的负面影响，我们预计今年出口增速在-3%至3%之间。

”

由于房地产销售的火爆，2016年我国信贷结构也呈现“住户部门加杠杆，非金融企业杠杆基本维持稳定”的特征。以住户部门贷款与GDP现价比值作为居民杠杆，根据我们的测算，2015年我国居民杠杆为39%，2016年则预计为46%；2016年企业部门杠杆则为157%，基本与上年相仿。

#### （四）财政政策主动性增强，支出力度更加均匀

财政支出发挥稳增长作用，力度更加均匀。1-11月，全国公共财政支出165839亿元，同比增长10.2%，增速较上年全年回落5.6个百分点。尽管支出增速有所回落，但与上年不同的是，2016年财政支出于上半年便开始发力“稳增长”，在下半年经济形势回稳及高基数的作用下增速反而略有回落。

据我们测算，截至11月底财政支出进度已完成全年预算的92%左右，往年年底突击花钱的现象定会大为缓解。而月度间较为均匀的支出力度，不仅使得财政支出的效率有所提高，而且也反映出财政政策的主动性较往年有明显增强。

### 三、2017年宏观经济展望

作为供给侧结构性改革的深化之年，预计2017年我国会投入更大精力抓好改革落实，推进经济结构转型升级，更加注重增长的效率和质量。尽管我国经济增长仍然处于换挡期，支撑我国高速增长的后

发优势在衰减，整体经济增速仍将会回落，但考虑到大宗商品价格已反弹修复以及外部环境有望继续改善，我国就业状况良好、物价已经触底回升，预计2017年我国经济仍会处于上行周期之内。

此外，消费仍将是拉动经济增长的主力。随着消费结构升级的深化，预计2017年消费有望呈现多点开花的局面，全新的消费热点可能正在孕育，例如服务类消费。2016年前三季度GDP同比增速均为6.7%，四季度为6.8%，好于预期，主因是第三产业同比增速由第三季度的7.6%跳升至8.3%，其中，其他服务业增速高达10.3%。预计2017年，在改革不断深化，经济结构持续优化的过程中，服务业的发展或将取得进一步突破。

#### （一）预计2017年经济增速在6.3%-6.5%左右

第一，固定资产投资实际增速将继续回落。

预计今年固定资产投资的实际增速将继续回落，但名义增速将因价格回升而走强。在严格限制跟风炒作的情况下，房市已经在降温。综合考虑，今年房地产开发投资增速将较去年回落，预计全年实际增速在1%-2%左右。制造业投资已经企稳，然而，“产能过剩和需求结构升级的矛盾”并未完全解决，制造业投资增速不可能明显回升，预计今年实际增速在4%-5%左右。基建投资实际增速将维持高

位，但因高基数将较 2016 年小幅回落。

我们认为，地下管廊建设和城市轨道交通相关投资将是基建投资中的亮点。这两类基建投资的另一特点是资金来源需要 PPP 模式引入社会资本来解决，这也将一定程度上带动民间投资。

然而，固定资产投资名义增速可能大超实际增速。据我们测算，仅考虑翘尾因素的影响，今年 PPI 增速也高达 4% 左右。因此，若粗略地将 PPI 年度同比增速当作平减指数，今年固定资产投资名义增速极可能高于去年。此外，在 PPI 呈上升趋势的大背景下，固定资产投资的名义增速恐叠加预期的强化，从而进一步升高。预计今年固定投资名义增速在 11% 左右，实际增速在 8% 左右。

第二，消费仍旧会是中流砥柱，但车市难以继续保持高增速，会直接影响消费和工业增加值实际增速。

预计社会消费品零售总额的实际增速将再下一个台阶。首先，居民收入增速仍未能跑赢 GDP；其次，车市很难再现去年的高增长。预计今年汽车消费额增速将回落至 5% 至 6%，将拉低社会消费品零售总额名义增速约 0.4 个百分点；再次，与住房有关的消费增速可能也会随着房市降温而放缓。

同时，汽车制造业增速也会受到影响。2016 年一枝独秀的汽车制

造业增速在 2017 年也将明显下滑，拖累整体的工业增加值增速。预计 2017 年工业增加值增速将回落至 5.5% 左右的水平。

第三，物价运行中枢继续抬升，但无过热之虞。

据我们测算，2017 年全年 PPI 月均翘尾因素约为 4.2%，一季度甚至高达 6.1%。由于国际大宗商品价格在经过 2016 年的超跌反弹后已基本回归至正常的历史运行趋势中，继续大幅上涨的可能性不大，预计 2017 年各月 PPI 环比会涨跌互现，全年 PPI 同比涨幅将在 3.5% 至 4.5% 的区间内。不过，今年“去产能”政策落实的力度如何，将会是影响国内 PPI 变动的最大不确定因素。

对 CPI 而言，预计 2017 年食品和服务的价格将会基本保持目前温和上涨的态势，同时考虑到工业品价格上涨的影响会继续向 CPI 传导，因此预计 2017 年 CPI 的运行中枢会小幅提高，至 2.2%。

第四，进出口有望继续好转，但对经济增长的拉动作用可能仍然为负。

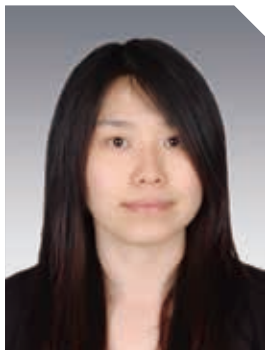
综合考虑全球经济加快复苏和 2016 年基数较低的正面影响和外部环境不确定因素的负面影响，我们预计今年出口增速在 -3% 至 3% 之间。进口则会因大宗商品价格的回升而持续好转，增速在 3%-6% 之间，全年贸易顺差有所收窄，净出口对经济的贡献仍为负。

**（二）货币政策将维持稳健，财政政策将更加积极**

基于物价中枢抬升和美国进入加息周期两点，目前市场预期货币政策稳健中将有所趋紧，但我们认为货币政策将维持稳健，理由有三点：一是“稳增长”仍然有压力，一旦经济出现下滑超过预期，货币政策仍倾向于宽松；二是防控金融风险的需要。中央经济工作会议提出要把防控金融风险放到更加重要的位置，因此，即使货币政策将边际收紧，也不会收得太紧；三是虽然美联储今年预计加息三次，但由于每次加息的幅度有限，总体上我国的利率水平仍高于美国，而且多数国家货币政策仍处在宽松之中。预计今年我国央行不会加息，而是否降准则取决于央行在 MLF、PSL 等短期流动性管理工具与存准率之间的偏好。从降低银行资金成本以及公平的角度，我们呼吁降准。

财政政策将更加积极。中央经济工作会议提出，财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。今年的预算赤字率有望不低于 3%，比上年有所提高。财政支出方面，除了继续加大基建投资外，我们预计将重点扩大技术创新、民生领域方面的支出。此外，考虑到财政增收压力的加大，财政政策会比以往更加注重效率。■





侯建

永安期货北京研究院农产品部部长，高级分析师。金融学硕士，扎根期货行业7年，专注于农产品领域特别是油脂油料、玉米等品种研究。围绕产业，深度挖掘产业链上下游投资机会。注重跟踪趋势，期现结合，拥有多家行业龙头企业客户风险管理服务经验。

## 油脂油料：2017 关注结构性机会

文/侯建

2016 年国内大宗商品市场走势波澜壮阔。年初，供给侧改革引爆黑色系价格的上涨并贯穿全年，原油反弹以及通胀抬头也对商品价格产生支撑。在宏观面与基本面的共振下，油脂油料板块全年呈现震荡攀升态势，油脂板块表现强于粕类。全年 CBOT 大豆累计上涨 16.64%，DCE 豆粕上涨 17.77%，豆油上涨 21.94%，棕榈油上涨 27.35%，ZCE 菜粕上涨 20.33%，菜油上涨 26.8%。

自身商品属性的差异，使得油脂粕的运行节奏出现分化。

以美豆为代表，全年行情演绎大致分为四个阶段：一季度受制于南美丰产及全球大豆供应宽松预期，投资基金大量配置大豆空头，价格承压；3 月伴随着雷亚尔升值和南美惜售，美豆价格温和回升至 900 美分 /

蒲附近；4 月初至 6 月中旬，阿根廷洪水导致南美减产，美豆出口需求骤升，叠加美国国内需求以及新作天气升水，基金强势做多，一路将美豆价格推涨至最高 1200 美分附近，国内豆类价格跟涨；6 月中旬至 10 月初，美豆产量预期良好、国内强降雨拖累下游养殖需求加之英国脱欧等事件冲击，美豆快速回落至 950 美分一线震荡。进入四季度，特别是 11 月后，美豆出口需求旺盛加之国内进口大豆延迟到港、国内公路运输严查超载、环保检查、节日备货等因素令豆粕现货供应吃紧，内外盘价格重心再度上移，美豆重回 1000 美分上方运行。

油脂板块的反弹始于 2015 年四季度。2016 年一季度，厄尔尼诺的滞后效应加之原油价格企稳反弹以及印尼棕油进口退运等因素，油脂价

格延续上涨。但由于外围棕榈油的增产预期以及国内菜油的抛储行为，在二季度启动的大宗商品轮涨行情中，油脂沦为配角，在做空油粕比头寸的压制下，油脂价格快速回落。4 月下旬至 10 月中旬，油脂价格宽幅振荡，尽管棕榈油内外库存迟迟未能恢复，但美豆丰产预期和国内菜油拍卖拖累整个板块。直至 10 月下旬，在加菜籽减产预期、菜油拍卖成交火爆、棕榈油低库存等因素共振下，油脂价格再度发力，突破 4 月高点，并维持高位震荡。

### 2017 全球油脂油料供需格局分析

从全球油脂油料供需来看（见图 1），近年来库存消费比整体自高位回落一定程度上奠定了油脂油料底部

抬升的基调。相较之下，油籽供需略显宽松，植物油供需最为紧张。

USDA 最新月度供需报告显示，2016/17 年度全球主要油籽库存消费比为 20.04%，较 2015/16 年度小幅回升，但较 2014/15 年度仍显收紧态势。全球蛋白粕和油脂呈现出更为显著的连续去库存的局面。2016/17 年度全球主要蛋白粕库存消费比为 4.2%，连续两年下滑。2016/17 年度全球主要植物油库存消费比为 9.89%，逼近历史低点。

#### （一）全球油籽供应增加，大豆增产，菜籽减产

1 月 USDA 报告预估 2016/17 年度全球油籽增产 0.32 亿吨至 5.55 亿吨。由于消费增速不及产量增速，2016/17 年度全球油籽结转库存增加 429 万吨至 9371 万吨，库存消费比回升，油籽供需宽松格局未改。产量的增加主要来自于大豆，2016/17 年度全球大豆产量增加 2431 万吨

至 3.3 亿吨，菜籽减产 239 万吨至 6785 万吨。2016/17 年度全球菜籽库存消费比由 9.55% 下滑至 7.63% 左右，全球大豆库存消费比则由 24.5% 回升至 25.1% 附近，大豆供需比菜籽宽松。

#### 1. 美豆库存快速恢复，利空逐步兑现

大豆在油籽供应中占比超过 60%。美国、巴西、阿根廷三大主产国占全球大豆产量的 80%，出口占比近 90%，主产国供需结构对全球大豆价格影响起主导作用。美国大豆连续四年增产对全球大豆供应的恢复做出重要贡献。去年 7 月起，美国农业部连续上调美国大豆单产预估，由最初的 46.7 蒲 / 英亩最高上调至 12 月的历史性单产 52.5 蒲 / 英亩。虽然需求不断调高，但 12 月美豆结转库存仍累计至 4.8 亿蒲，是 2007 年以来的最高库存水平。不过，随着此前价格的下跌，美豆供需平衡表的丰

产因素已有所消化。1 月 USDA 报告下调美豆单产、播种面积预估至 52.1 蒲 / 英亩和 8340 万英亩，期末库存下调至 4.2 亿蒲，供需结构的超预期收缩使得前期过于看空的氛围缓和并阶段性转为看多。

#### 2. 2017 年南美天气和物流题材犹存

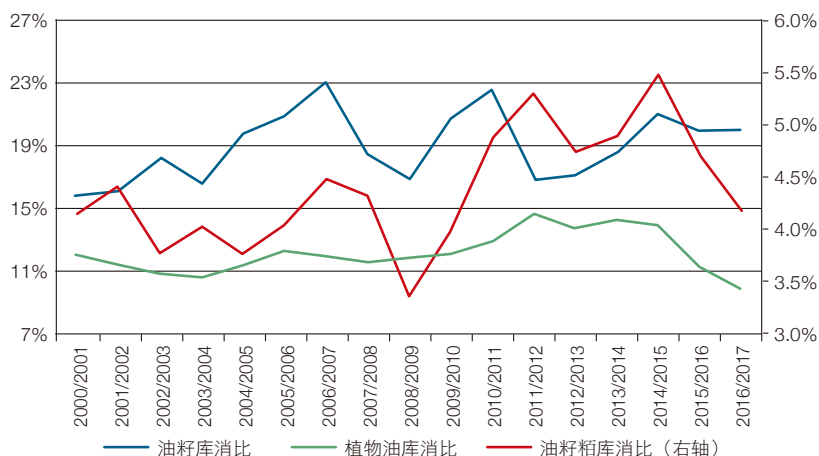
阿根廷洪水是 2016 年豆类行情的内因性导火索，2017 年南美天气以及物流仍是市场潜在的最显著扰动因素。巴西大豆生长阶段还算风平浪静，目前早播大豆已开始收获，进度快于去年。1 月报告对巴西 2016/17 年度大豆产量预估环比上调 200 万吨，同比上调 750 万吨至 1.04 亿吨。但上市季节巴西出口运输、汇率因素或导致惜售情绪等潜在题材一旦形成，将阶段性对市场产生支撑，并巩固美国出口地位。

此外，阿根廷播种季结束，将逐渐进入大豆生长期，目前产区旱涝不均的天气形势仍存。USDA 尚未对阿根廷产量进行调整，1 月 USDA 预估 2016/17 年度阿根廷产量为 5700 万吨，市场预期阿根廷大豆产量存下调空间。

#### 3. 2017 年大豆种植面积有望继续增加

2016 年以来，CBOT 大豆价格整体走势强于玉米，大豆玉米比价基本稳定在 2.5 以上运行，当前近月比价稳定在 2.6 上方。美国玉米库存消费比自 2013/14 年度以来同样呈现稳步攀升态势，2016/17 年度为

图 1 全球油脂油料库存消费比



数据来源：USDA、永安期货研究院（油籽消费取压榨量计算）

16.15%，上年度为 12.71%，全球玉米库存同样累积，美玉米价格阶段性仍处筑底之中。种植效益促使市场普遍认为 2017 年美豆种植面积有望继续增加。

## （二）全球蛋白粕库存下滑，豆粕消费增加

全球油籽的增产使得 2016/17 年度蛋白粕产量也出现了增长。1 月报告显示，2016/17 年度全球蛋白粕总供应量为 3.34 亿吨，同比增长 1099 万吨。2016/17 年度蛋白粕消费量为 3.17 亿吨，同比增长 1195 万吨，消费增量超过供应增量，最终导致结转库存下降 104 万吨至 1330 万吨。

分项来看，供应端豆粕增加，菜粕减少。需求端豆粕消费显著增加，菜粕减少，库存结构呈现为豆粕减菜粕增。豆粕消费的增长也体现了对其他杂粕的替代。豆粕在饲料蛋白中占比最大，随着豆粕比重的进一步扩大，其对全球蛋白粕价格影响将继续增强。

### 1. 中国蛋白粕消费增速放缓，生猪存栏恢复缓慢

作为最大的蛋白粕消费国，2017 年需求仍旧聚焦在中国。近年来我国蛋白粕消费稳定增长，但增速已过高峰期，放缓趋势明显。USDA 预估 2016/17 年中国大豆进口量为 8600 万吨，处于历史最高水平，但进口增速已连续第 3 年下滑。

猪料在蛋白粕消费中占比最大。我国生猪市场通常 3-4 年运行一个

周期，上一次“猪周期”的波峰出现在 2011 年。2012 年以来生猪市场持续低迷，生猪存栏在去年 3-6 月份一度保持增加，但 7 月出现反季节性下滑。

农业部最新数据显示，2016 年 12 月份国内生猪存栏量环比下降 2.0%，同比下降 4.2%；代表生猪产能的能繁母猪存栏量环比下降 0.5%，同比下降 3.6%。其中能繁母猪存栏量已连续 40 个月下滑（见图 2）。生猪产能恢复缓慢虽与阶段性因素如水灾、台风等自然灾害有关，但更主要原因还在行业本身。一方面环保政策空前严格促使散养户退出，另一方面养殖户经历过巨亏行情，补栏趋于理性。因此，尽管近两年来生猪养殖利润显著回升，但生猪产能并未跟随。资本市场的介入，加之规模化养殖有效抑制生猪养殖行业快进快出的现象，猪周期被显著拉长，在一定程度上将对饲料需求产生抑制作用。

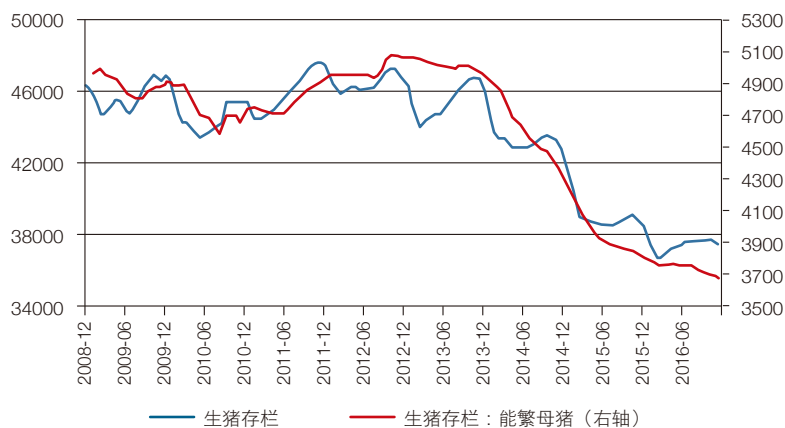
### 2. DDGS “双反” 对豆粕价格形成弱支撑

近日中国商务部裁定原产于美国的进口干玉米酒糟存在倾销及补贴，决定自 2017 年 1 月 12 日起，对上述产品征收反倾销税及反补贴税，税率分别为 42.2%-53.7% 及 11.2%-12.0% 不等，征收期限为 5 年。中国进口的 DDGS 几乎全部来自美国，我国实行反倾销之后，DDGS 进口量预期下降，豆菜粕及其他杂粕消费量有望提高，但整体数量有限。

### 3. 一季度国内豆粕需求恐提前透支

2016 年 11 月至年底，国内豆粕现货市场出现严重的供需错配局面，货源紧张拉动豆粕价格持续攀升。但随着春节临近，这一局面已得到缓解。春节后由于下游养殖集中出栏，需求将迎来阶段性淡季，加之目前中间以及终端环节库存均有补充，一季度豆粕需求有被透支之嫌，

图 2 生猪存栏与能繁母猪存栏（单位：万头）



数据来源：Wind、永安期货研究院



届时恐将对价格产生拖累。

### （三）全球油脂库存逼近历史低点，菜油有望成亮点

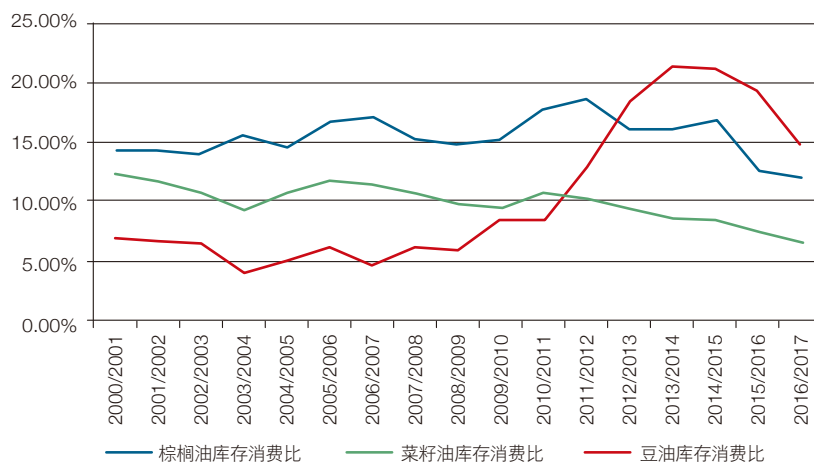
自 2014/15 年度以来，全球油脂连续三年去库存，库存消费比水平已接近历史低点。2016/17 年度全球主要植物油产量预估为 1.87 亿吨，较上年度增长 5.4%。棕榈油增产 565 万吨，豆油增产 233 万吨，菜油减产 57 万吨。2016/17 年度植物油消费量预估为 1.85 亿吨，较上年增长 608 万吨，棕榈油增 282 万吨，豆油增 204.7 万吨。

对比三大主要油脂（见图 3），2016/17 年度全球棕榈油库存消费比为 11.93%，上年度为 12.58%；豆油库存消费比为 6.56%，上年度为 7.49%；菜油库存消费比为 14.88%，上年度为 19.44%。菜油降幅最为明显，这与菜籽减产有一定关系。豆油相对中性，棕榈油产量正从厄尔尼诺的影响中恢复，叠加高产树龄占比比较大这一事实，未来棕榈油产量或将快速增加。

#### 1. 国外棕榈油主产国库存恢复时点是关键

强厄尔尼诺周期对棕榈油产量恢复存在滞后性影响。2017 年产量恢复是大概率事件，但时间点需关注。目前马棕榈处于季节性减产周期，2 月份之后产量才能逐渐恢复。12 月末马棕榈油库存环比增加 0.2% 至 167 万吨，但出口连续两个月较为低迷，一方面体现印尼产量恢复和良好的出口，另一方面体现印度采购的削

图 3 全球三大油脂消费比



数据来源：USDA、永安期货研究院（菜油供需平衡表未体现中国抛储因素）

减。印尼产量已连续 5 个月环比攀升，且单月产量一度逼近 2012 年以来的高点，目前印尼库存仍处于低位区域，需关注其恢复速度。

#### 2. 油脂国内重点关注菜油去库存

目前临储菜油每周拍卖 10 万吨，菜油处于持续去库存的状态，菜油作为农业供给侧改革的先头部队，去库存效果已逐渐显现。目前国内临储菜油库存不足 200 万吨，按照当前拍卖速度，明年下半年菜油库存这一最大压力将有望卸掉，预计对价格产生长期利好。

#### 3. 原油强势或支撑油脂价格

2016 年原油价格触底反弹，11 月和 12 月 OPEC 和俄罗斯等非 OPEC 产油国达成为期 6 个月的减产协议，预计将推动原油市场的再平衡，但需动态关注油价

边际效益的改善情况。

## 结论

从供需维度出发，全球油脂率先去库存，全球蛋白粕库存收紧，全球油籽供需相对宽松。全球大豆供需状态比菜籽宽松。大豆丰产压力已有所兑现形成价格支撑，库存高位抑制价格。国内需求整体趋稳，年前备货或透支一季度豆粕需求。油脂板块，棕榈油产量和库存有累积潜力，但时间节点需要关注。内外菜籽减产以及中国去库存或令菜油供需格局转好。全球油脂油料供需趋势性矛盾匮乏，结构性及节奏性机会更为集中。此外，2017 年宏观货币因素影响或加深，黑天鹅风险仍需警惕。人民币走势、美国新总统上任后政策走向的不确定性也将令价格波动风险加剧，需密切关注。■

# CFTC 关于 2003–2008 年 原油市场大幅波动的联合调查报告 ——从基本面因素分析

■ 文/汪琳力

原油价格的波动已经成为全球消费者、商人和政策制定者关注的焦点。

2008年6月，美国商品期货交易委员会（CFTC）成立了一个商品市场联合调查组（ITF），对2003年1月至2008年6月，原油市场的基本面及市场因素进行了评估，结论认为，2003年1月至2008年6月间原油价格的上涨很大程度上是归因于基本的供求因素。尽管在这一时期，作为原油期货市场的活跃指标——未平仓合约数量、交易量、交易者均出现了显著增加，且时间恰与原油价格上涨的时段吻合，但调查组的初步分析并不支持投机活动系统性地导致石油价格变化的提法。

## 基本面分析和原油价格

在需求面，自2004年以来，世界经济以接近每年5%的速度增长，这是近20年来最强劲的表现。2004至2007年间，全球石油消费增长了3.9%，大部分由新兴国家的新增需求驱动，这些国家经济高

速增长，并且倾向于重度消费石油的经济活动。另外，一些高速增长的国家也依赖于价格补贴，这降低了石油和其他精炼产品（比如汽油）的价格，从而进一步促进了消费。

尽管全球需求依然强劲，石油产量增长却没有跟上步伐。过去三年，非石油输出国组织（OPEC）的产量增长已低于其历史平均水平，世界剩余库存也已低于历史正常水平。初步的库存数据显示，经合组织（OECD）的库存已低于1996至2002年的水平。另外，供应中断也对世界石油生产和输出造成了不利影响。

稀缺的供应和增长的需求之间的不平衡，以及预期这种不平衡将长期持续，给石油价格提供了上涨动力，并导致市场对可能和实际的供应中断产生更为过度的反应。在这样紧张的市场氛围下，只有大幅提升价格才能重建供需之间的平衡。

结论是，石油价格的大幅、快速变化其实并不违背供需基本面。这些价格变化本身也不意味着价格

和基本面的背离。进一步来说，如果是投机持仓而不是基本面推高了价格，库存期望得到增加。然而，迄今为止，并没有库存累积的证据；相反，根据可掌握的数据，库存水平实际是在萎缩的。

## 原油期货市场的分析

自从2004年以来，原油期货期权市场的交易日趋活跃。期间，市场持仓量翻了三倍多，交易者数量也几乎翻倍。其中持仓量增长最快的参与者，是被称为“投机者”的非商业交易者，他们的持仓通常是由一个月多头和另一个月空头组成价差持仓。因此，当非商业交易者的多头持仓增加时，其空头持仓也会相应地增加。另外，尽管从2004年以来，非商业交易者的净多头寸也增加了一些，这被一些市场观察者认为推高了价格，但这些持仓占所有持仓的比重在过去数年基本保持恒定，表明上述看法站不住脚。

大量对期货市场参与者的关注都集中在商品指数基金和商品互换

上，后者经常作为前者的中介商。2003年至2008年6月，养老金和其他一些投资者将指数基金作为参与商品市场的工具，从而增加了指数基金的使用。一些市场观察者暗示指数基金的快速流入是石油价格抬升的因素。

目前所掌握的数据综合了非公开的监管信息，包括商品互换交易商的持仓。商品互换交易商向机构投资者提供一系列基于商品指数的合约。通常来说，商品互换交易商将其指数基金客户的持仓和其他客户持仓先进行内部对冲，然后使用期货合约对冲剩余的风险。因此，商品指数参与者的活动应该在商品互换交易商的持仓变化中一目了然。

非公开的 CFTC 交易数据显示，去年商品互换交易商在原油市场，基本保持了对等的多头和空头持仓。2008 年的前 5 个月，是净空头持仓，

这意味着互换交易商的期货持仓能从价格下跌中受益，而不是从价格上涨中受益，这和之前几个月的情況一样。此外，互换交易商的商品指数基金客户的多头持仓带来的价格上涨压力，基本被交易商的其他客户的空头持仓所抵消。

调查组初步的分析显示，互换交易商的持仓和非商业持仓通常会追随价格的变化。这个结论并不支持这些交易者的活动将价格推高的假设。调查组还发现被称为“投机者”的市场参与者在过去的五年半时间内并没有导致价格发生系统性的变化。相反，大多数投机交易者通常在价格发生变化后改变他们的持仓，这显示他们正在对新的信息做出反应，正如我们在有效市场中所期待的那样。特别而言，对冲基金的持仓似乎是与之前价格运动的方向背道而驰，这显示他们的持仓可以作为波动引起的价格动荡的缓冲垫。

下面我们将进行具体分析。

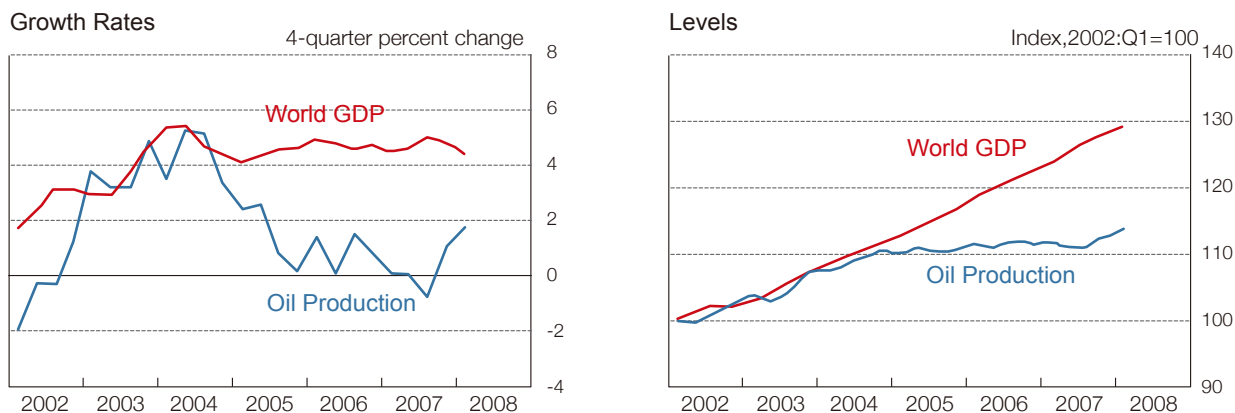
## 需求方面

### （一）全球经济活动

原油需求的关键驱动力在于强劲的全球经济增长，特别是来自新兴市场经济体。如图 1 所示，自从 2004 年以来，世界范围的 GDP 增长（不同国家以石油消费份额予以加权）平均接近每年 5%，这是近 20 年来最突出的表现。

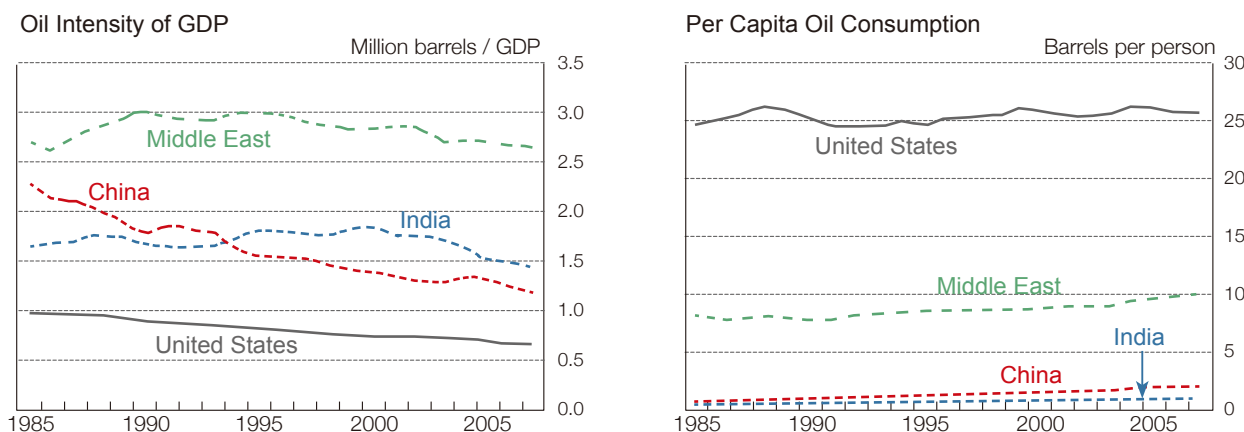
除了得到世界经济活动的支撑外，石油需求也得到了来自不同国家的经济增长的支持。如图 2 所示，中国、印度、中东为了 1 美元的实际产出使用了比美国更多的石油。这些经济体是世界上增长最快的经济体，他们的石油消费占 2004 年以来新增石油消费量的三分之二。此外，这些经济体的人均消费量仍然很低。长期来看，随着这些经济体的持续发展，收入增加，人均能源

图 1 世界 GDP 增速和石油产量



Source: Federal Reserve Board and International Energy Agency. World GDP aggregate weighted by world oil consumption shares.

图2 石油在GDP中的贡献和人均石油消费量



Source: International Monetary Fund and International Energy Agency. GDP is real GDP for each country in billions of 2000 U.S. dollars.

消费量很可能继续增加。

### (二) 消费的增加

全球经济的增长伴随着相应石油消费的增长。自从2003年以来，世界石油消费以年均1.8%的速度增长，到2008年达到1百万桶/天的石油消费量。非经合组织成员，比如中国、印度和中东占了这个消费增长中很大一部分。可以说，尽管价格依然高企，但世界石油消费增长仍然强劲。

### (三) 价格控制和补贴

许多新兴市场和发展中国家都利用补贴和其他行政手段来控制国内燃料的价格。这些受到管制的价格通常都低于国际市场价格，这等于人为地刺激了石油的需求。实际上，今年几乎所有石油消费增长被认为来自那些燃油价格得到补贴的国家，这些国家的需求对价格信号并不敏感。价格控制和补贴干扰了市场价格和消费量之间的经济联系。

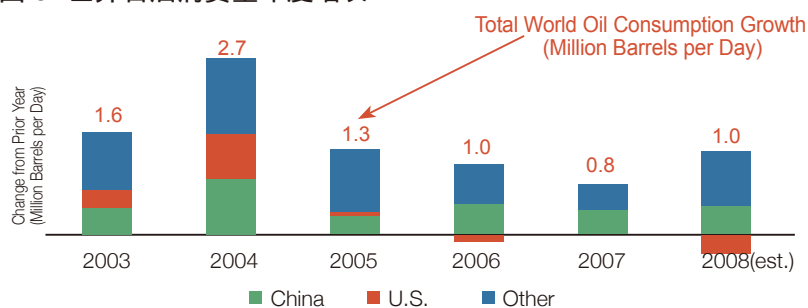
## 供应方面

### (一) 停滞的产量

虽然全球需求仍然强劲，但非OPEC成员总体产量的增速却在放缓。过去三年，非OPEC产量

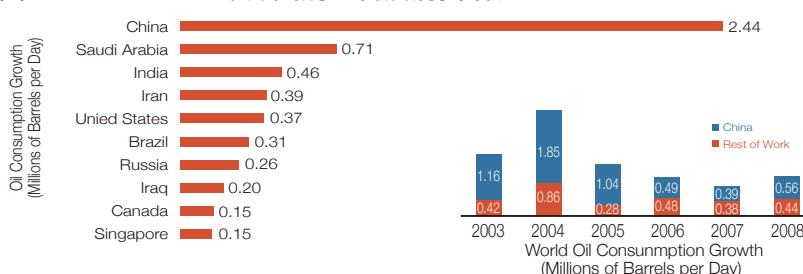
的增速远低于本世纪初的水平。自从2003年以来，世界石油消费增长每年超过非OPEC成员的产量增长。这种不平衡使得依靠OPEC成员产量或库存来弥补供需缺口显得

图3 世界石油消费量年度增长



Source: Energy Information Administration, Short-term Energy Outlook June 2008

图4 2003-2008年分国别的石油消费增长



Source: Energy Information Administration



愈发重要。然而,自从 2003 年以来, OPEC 石油产量只增加了 2.4 百万桶 / 天, 但需要由 OPEC 弥补的供需缺口却增加了 4.4 百万桶 / 天。这必然导致世界石油市场供需进一步紧张 (如图 5、图 6 所示)。

### (二) 过于集中的备用生产力

世界备用生产能力仍然维持低水平 (2008 年 6 月估计在 1.35 百万桶 / 天, 少于日消费量的 2%, 也远少于 1996 至 2003 年 3.9 百万桶 / 天的平均水平)。这给油价上涨提供了动力, 同时使得石油市场更易受到供应中断的影响 (如图 7 所示)。

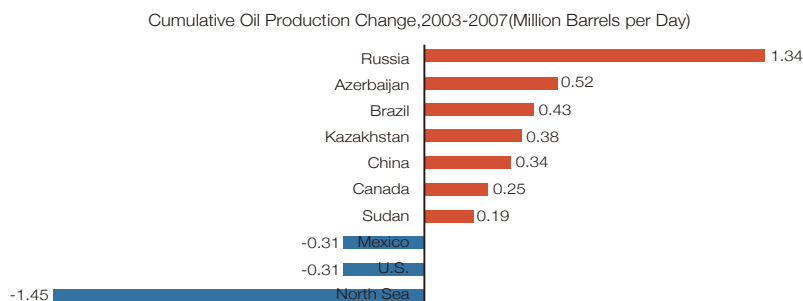
另外, 备用生产力高度集中于少数几个国家, 沙特几乎占据了所有的备用生产力。没有充足的备用生产力, 市场参与者就不能依靠 OPEC 核心成员增加产量来抵消供应中断, 这意味着价格会对实际发生的和可能发生的供应中断过度反应。

### (三) 低库存

委内瑞拉石油工人罢工之后, 经合组织的库存在 2003 年达到历史新低 (如图 8 所示)。经合组织 2008 年前半年的库存数据再次低于 1996 至 2002 年的水平。由于石油使用随时都在增长, 当供应量以天为单位计算时 (将库存量除以日均消费量), 库存将愈发显得紧张。

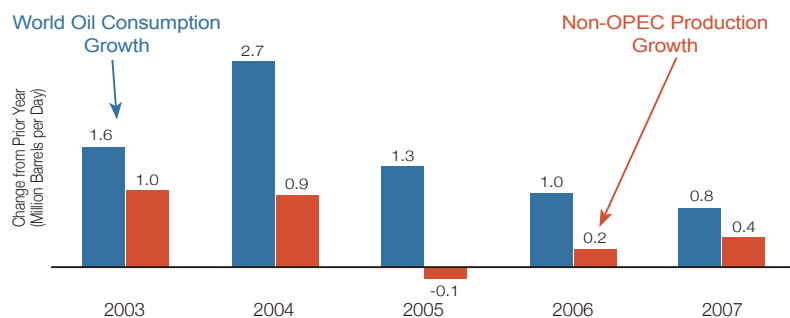
另外, 美国原油和主要石油产品的库存也相对较低。在 2006 年大部分时间和 2007 年前半年维持较高水平后, 美国原油库存开始触及平均区间的底部。其他经合组织的原

图 5 非欧佩克国家石油供应增长



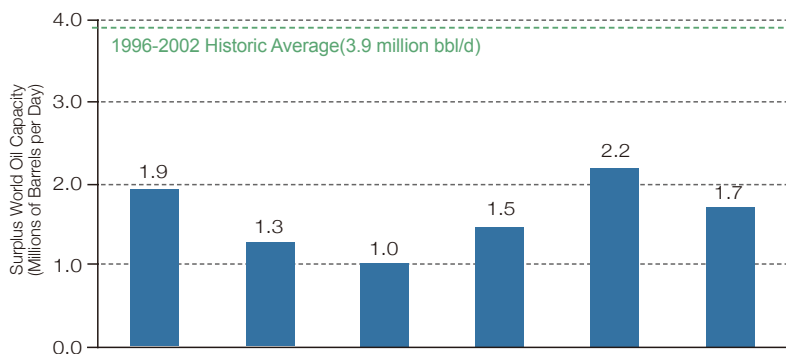
Source: Energy Information Administration, Short-term Energy Outlook June 2008

图 6 对欧佩克国家产量依赖的增加



Source: Energy Information Administration, Short-term Energy Outlook June 2008

图 7 低迷的备用石油生产能力



Source: Energy Information Administration, Short-term Energy Outlook June 2008

油和石油产品库存基本呈现同样的下降趋势。

## 地缘政治的不确定性

由于人们担心未来的石油供

应, 世界石油市场存在高度的不确定性。目前世界石油供应方高度集中, 并且许多供油国都限制私人投资的进入, 因此阻碍了通过知识和技术来增加产量的可能。2007 年,

前十大石油生产商生产了世界石油总产量的一半。另外，地缘政治的威胁也笼罩着这些大型生产商。目前已经出现供应中断的国家有伊拉克、尼日利亚，潜在的供应中断威胁的国家有伊朗、委内瑞拉。最后，正如之前提到的，备用生产力的不足根本不能够抵消任何供应中断带来的缺口。

供应中断在石油行业经常发生。近两年，已有多达 24 起供应中断的事件发生，分别持续几天至几个星期不等，严重影响了世界石油生产和输出。这些中断的原因包括停电、罢工、管道泄漏爆炸、飓风、龙卷风、故意破坏以及内战。超过半数的中断导致石油产量缺口达 10 万桶/天。其中对石油市场影响最大的是发生在伊拉克和尼日利亚的冲突。伊拉克在 2008 年 3 月每天损失 50 万桶石油出口，尼日利亚在 2008 年 4 月关停生产线，导致 1.4 百万桶石油产量的损失。

实际发生的供应中断限制了可交割的原油数量，直接影响了世界石油市场。人们还担忧可能发生的供应中断，这种担忧因备用生产能力的不足而得到强化。只要有供应中断形成的缺口，不论是实际发生的（比如在伊拉克和尼日利亚）还是可能发生的（比如在伊朗），只要超过了可以迅速投入生产的备用生产能力，地缘政治就会对石油市场造成重大影响。

## 价格非弹性供需

目前石油的短期需求相对价格来说是非弹性的，这意味着需求不会随价格变化改变多少。短期，石油供应量同样是非弹性的：供应量对价格变化不敏感，由于备用生产能力有限，从而不能迅速提供新增供应，并且低库存也无法进一步拉低。如果需求和供应都对价格不敏感，在市场暂时失衡时就需要相当大的价格变化才能重新使市场恢复平衡。

正如前文所述，世界石油产量近年来基本保持平稳，而全球经济增长却使得石油需求强劲。结果就是，石油价格上升，从而使世界石油消费量和产量保持一致。随着石油需求在近期变得对石油价格越来越不敏感，石油价格就必须大幅上涨，以抵消强劲的收入驱动带来的需求增长。

石油市场这些结构性特征暗示石油价格的快速大幅波动，本身并不违背供需基本面。实际上，在如

此紧张的市场环境下，相对很小的供需变化就会期望导致相当大的价格波动。这即是说，在任何时间点上的市场基本面的真实状态都存在一定程度的不确定性。

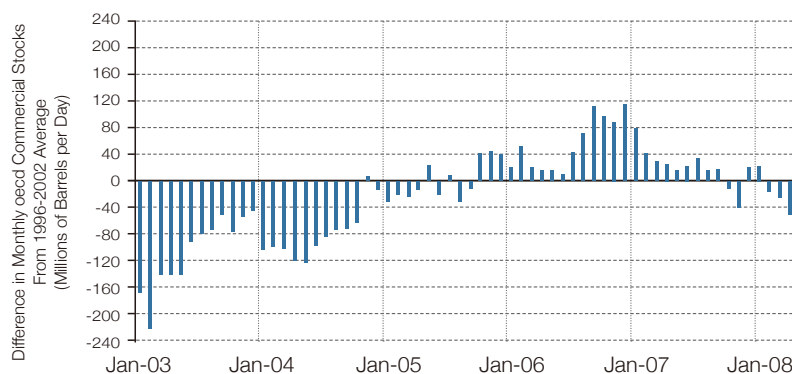
## 宏观经济指标

### （一）汇率

汇率和油价之间的关系很复杂，因果性既可从汇率传导到油价，也可由油价传导到汇率。通常，美元贬值导致以美元计价的油价上升。美元较低的兑换价值降低了外币的价格，也会刺激需求。为了出清市场，假设供应不是完全弹性的，石油的美元价格就必须升高。

经验性研究没有揭示出清晰的油价和美元兑换价值之间的关系。现有的证据表明，如果其他经济指标保持不变，油价大致上成比例地反映美元变化。换句话说，如果其他因素保持不变，名义的、贸易加权的、多边的美元兑换价值贬值 10%，石油的美元价格就会升高

图 8 经合组织商业库存



Source: Energy Information Administration, Short-term Energy Outlook June 2008

10%。这个发现表明自2002年以来的美元贬值为推高石油价格做出了贡献，但只能解释价格上涨中的一部分，如图9（以几种货币计价的WTI原油现货价格）所示。很显然，无论以哪种货币计价，石油价格都剧烈升高。此外，从2008年3月中旬到6月，美元基本保持稳定，但油价却大幅上升。

另一个汇率和油价之间的联系是主要石油输出国的生产政策。当美元贬值，石油输出国其财政收入购买力下降。为保护国际购买力，这些产油国理论上可以通过限产来提升石油的美元价格。

石油市场的动荡也可以传导到汇率上。美国既是主要产油国也是主要石油消费国，油价上升倾向于导致美元相对主要石油输出国货币贬值，以及相对于石油进口国的货币升值。经验上，这种双边的汇率波动倾向于互相抵消，使得美元

的多边价值实际变化不大。过去数年，美国进口石油的名义价值飙升，导致贸易赤字显著扩大，这种扩大加剧了对经常性项目赤字可持续性的担忧，从而给美元施加了下行压力。

## （二）利率

利率和油价之间的关系具有可变性，依赖于其他一些经济指标的关系。利率本身的下降在某种程度上期望导致油价升高，这暗示二者之间存在负相关。但是，如果利率下降是对经济活动下滑的反映，油价很可能会下降，以应对疲软的需求，这导致二者之间的正相关。

利率下降导致推高油价的一个机制是削减石油及其他商品的仓储成本来实现的。这个假设隐含着当利率下降时，石油的库存倾向于增加。但这种增加在现有数据中来看并不明显。

另一个美国利率下降可以推高油价的途径是那些将本币盯住美元的国家会采取进一步扩张性的政策，以及石油需求的过快增加。在目前形势下，美国货币政策的立场是基于对国内经济前景的展望，在应对快速增长的、商品密集型经济体就并不合适。然而，实践中，外国央行与美国货币政策调整的匹配程度、对外国经济增长的影响以及其对商品价格的最终影响的程度存在很大的不确定性。

综上所述，CFTC的报告认为，世界经济快速增长带来的原油需求量的大幅增加，而供应方面石油产量增加相对迟缓，再加上主要产油国的地缘政治因素的影响，导致石油基本面出现供需缺口。由于短期很难找到石油的替代品，这种供求关系的失衡短期难以缓解，最终导致了石油价格的大幅度上涨。<sup>[8]</sup>

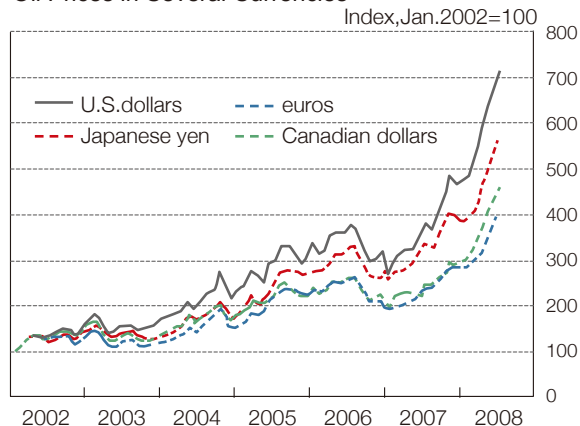
（作者就职于中国期货业协会）

图9 油价与汇率

Exchange Value of the Dollar



Oil Prices in Several Currencies



Source: Federal Reserve Board. The measure of the dollar is the broad nominal index, and the oil price is spot West Texas Intermediate crude oil.

## 2017 年 1 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	3,508,491	-58.22%	8,185.22	-44.91%	3,508,491	-58.22%	8,185.22	-44.91%	222,309
	铝	3,623,728	0.24%	2,411.23	24.54%	3,623,728	0.24%	2,411.23	24.54%	320,824
	锌	6,381,395	18.74%	7,077.00	105.33%	6,381,395	18.74%	7,077.00	105.33%	181,999
	铅	952,639	586.05%	876.68	874.82%	952,639	586.05%	876.68	874.82%	31,118
	锡	172,573	-1.67%	259.19	54.41%	172,573	-1.67%	259.19	54.41%	5,546
	镍	4,209,195	-53.24%	3,577.48	-42.16%	4,209,195	-53.24%	3,577.48	-42.16%	381,593
	黄金	1,756,923	-33.77%	4,761.47	-23.53%	1,756,923	-33.77%	4,761.47	-23.53%	167,697
	白银	4,870,021	-3.12%	3,010.91	20.01%	4,870,021	-3.12%	3,010.91	20.01%	329,254
	天然橡胶	5,166,140	-31.65%	10,296.91	34.71%	5,166,140	-31.65%	10,296.91	34.71%	166,741
	燃料油	651	456.41%	1.42	853.08%	651	456.41%	1.42	853.08%	54
	石油沥青	9,829,626	-10.12%	2,637.46	38.14%	9,829,626	-10.12%	2,637.46	38.14%	275,816
	螺纹钢	30,873,320	-51.21%	9,712.73	-14.87%	30,873,320	-51.21%	9,712.73	-14.87%	1,268,674
	线材	0	-100.00%	0.00	-100.00%	0	-100.00%	0.00	-100.00%	0
	热轧卷板	2,712,681	235.95%	949.86	513.12%	2,712,681	235.95%	949.86	513.12%	152,074
总 额		74,057,383	-36.68%	53,757.57	-4.91%	74,057,383	-36.68%	53,757.57	-4.91%	3,503,699
郑州商品交易所	一号棉	2,073,265	21.67%	1,586.72	65.82%	2,073,265	21.67%	1,586.72	65.82%	157,987
	早籼稻	102	142.86%	0.06	175.00%	102	142.86%	0.06	175.00%	16
	甲醇	8,225,497	-49.41%	2,271.12	-19.75%	8,225,497	-49.41%	2,271.12	-19.75%	231,585
	菜籽油	1,599,304	95.11%	1,150.88	151.33%	1,599,304	95.11%	1,150.88	151.33%	175,277
	油菜籽	371	-15.30%	0.19	8.82%	371	-15.30%	0.19	8.82%	81
	菜籽粕	5,960,162	-50.94%	1,410.38	-39.63%	5,960,162	-50.94%	1,410.38	-39.63%	408,436
	白糖	3,754,673	-74.55%	2,579.52	-68.19%	3,754,673	-74.55%	2,579.52	-68.19%	227,483
	PTA	13,668,974	11.22%	3,731.46	39.96%	13,668,974	11.22%	3,731.46	39.96%	1,367,320
	普麦	3	-85.71%	0.01	-80.00%	3	-85.71%	0.01	-80.00%	0
	强麦	41,108	-45.35%	24.49	-43.63%	41,108	-45.35%	24.49	-43.63%	8,768
	玻璃	2,978,055	3.73%	756.95	56.18%	2,978,055	3.73%	756.95	56.18%	109,228
	动力煤	1,043,268	-55.54%	538.46	-26.97%	1,043,268	-55.54%	538.46	-26.97%	75,545
	粳稻	43	--	0.03	--	43	--	0.03	--	4
	晚籼稻	8	-20.00%	0.01	0.00%	8	-20.00%	0.01	0.00%	1
	硅铁	23,635	249.84%	5.91	332.97%	23,635	249.84%	5.91	332.97%	1,703
	锰硅	317,894	4299.92%	104.24	6690.88%	317,894	4299.92%	104.24	6690.88%	23,755
总 额		39,686,362	-37.28%	14,160.38	-23.97%	39,686,362	-37.28%	14,160.38	-23.97%	2,787,189
大连商品交易所	黄大豆一号	2,422,678	78.76%	1,021.11	110.73%	2,422,678	78.76%	1,021.11	110.73%	97,565
	黄大豆二号	122	117.86%	0.05	177.78%	122	117.86%	0.05	177.78%	11
	胶合板	302	15000.00%	0.16	16300.00%	302	15000.00%	0.16	16300.00%	37
	玉米	12,188,768	151.03%	1,885.82	114.90%	12,188,768	151.03%	1,885.82	114.90%	1,571,546
	玉米淀粉	5,082,173	-37.25%	919.82	-44.68%	5,082,173	-37.25%	919.82	-44.68%	637,088
	纤维板	111	37.04%	0.04	100.00%	111	37.04%	0.04	100.00%	3
	铁矿石	12,668,753	-56.33%	7,641.52	-16.31%	12,668,753	-56.33%	7,641.52	-16.31%	575,364
	焦炭	1,055,706	-40.48%	1,721.45	53.25%	1,055,706	-40.48%	1,721.45	53.25%	54,801
	鸡蛋	1,721,677	-5.45%	591.98	-0.72%	1,721,677	-5.45%	591.98	-0.72%	128,663
	焦煤	1,100,193	-47.69%	799.60	16.77%	1,100,193	-47.69%	799.60	16.77%	60,974
	聚乙烯	4,283,799	-63.06%	2,139.08	-54.06%	4,283,799	-63.06%	2,139.08	-54.06%	164,925
	豆粕	12,725,154	-27.17%	3,644.79	-13.23%	12,725,154	-27.17%	3,644.79	-13.23%	1,306,379
	棕榈油	5,388,545	-58.78%	3,357.63	-45.41%	5,388,545	-58.78%	3,357.63	-45.41%	306,965
	聚丙烯	3,650,416	-78.26%	1,614.98	-66.91%	3,650,416	-78.26%	1,614.98	-66.91%	236,670
	聚氯乙烯	1,765,642	801.11%	561.13	1113.13%	1,765,642	801.11%	561.13	1113.13%	65,360
	豆油	3,679,931	-46.55%	2,559.15	-33.59%	3,679,931	-46.55%	2,559.15	-33.59%	424,371
总 额		67,733,970	-41.12%	28,458.32	-25.79%	67,733,970	-41.12%	28,458.32	-25.79%	5,630,722
中国金融期货交易所	10年期国债	1,051,420	90.85%	10,154.17	84.09%	1,051,420	90.85%	10,154.17	84.09%	71,210
	沪深300股指	215,826	-51.54%	2,154.96	-48.21%	215,826	-51.54%	2,154.96	-48.21%	37,767
	5年期国债	175,707	-61.21%	1,742.86	-61.79%	175,707	-61.21%	1,742.86	-61.79%	17,618
	上证50股指	112,729	-31.69%	784.86	-23.71%	112,729	-31.69%	784.86	-23.71%	25,691
	中证500股指	174,253	-36.86%	2,140.19	-33.58%	174,253	-36.86%	2,140.19	-33.58%	31,731
总 额		1,729,935	-8.48%	16,977.05	-8.18%	1,729,935	-8.48%	16,977.05	-8.18%	184,017
全国期货市场交易总额		183,207,650	-38.35%	113,353.31	-14.12%	183,207,650	-38.35%	113,353.31	-14.12%	12,105,627

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。





## 《穿云破雾》

海证期货 倪成群 / 摄



中国期货业协会  
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0716 — L0173 号

策划编辑：陈茜茜

中国期货  
CHINA FUTURES

二〇一七年第一期 总第五十五期