



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2期/总第56期

(内部资料 免费交流)

封面文章

走进延长·精准帮扶

>p09

服务·实体

三方合作共赢，打造铁矿石套保新模式

>p31

热点直击

商品期权市场投资者适当性制度研究

>p33

人物·对话

银河期货杨青：坚守，方能体现行业价值

>p37

文化·生活

从女文青到期货女汉子

>p46

【封面文章】

期货行业扶贫进行时

>p08





第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛成功举办

第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛于2017年4月22日至23日在杭州成功召开。本届论坛以“大融合·大数据·大市场”为主题，深入探讨在供给侧结构性改革下实体企业及市场主体风险管理的新需求与应对策略，研讨运用风险管理新工具与新模式的个性化服务新思路。中国证监会副主席方星海、浙江省人民政府副省长朱从玖出席大会主论坛并致辞，全国政协委员、国务院发展研究中心原副主任侯云春和中国分布式总账基础协议联盟技术委员会主任白硕发表了主题演讲。中国期货业协会会长王明伟主持本次大会。

证监会副主席方星海围绕当前国际形势发表了主题演讲。他表示，当前我们正面临一个百年不遇的变局，世界各国都面临两股非常强劲的冲击——即全球化和信息化。全球化的含义，就是说生产在全球进行配置，哪里成本低、质量好就到哪里去。信息化比较多的集中体现在机器代替人脑上，对产业结构和劳动力就业将产生根本性影响。分析师不能不关注大势，要看清大势。他认为，未来分析大宗商品的状况主要看中国，中国在大宗商品领域将具有更大的影响力。

本次论坛由中国期货业协会主办，四家期货交易所、浙江期货行业协会协办，由南华期货、永安期货、中信期货、浙商期货、交通银行、海通期货、徽商期货及鲁证期货等8家机构承办，另有12家国内机构及4家境外交易所参与协办、赞助，来自国内外金融衍生品专家、学者及银行、证券、基金、期货、上市公司等精英逾1000人莅临盛会。

作为今年“两会”的重要议题之一，“精准扶贫”是习近平总书记始终关注的重要问题。2017年是脱贫攻坚承上启下、全面突破的关键之年。期货行业继去年在履行社会责任、服务国家脱贫攻坚战略方面取得一定成绩后，进一步集中力量，在革命老区陕西省延安市延长县开展了“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动。3月28日下午，中国证监会扶贫办、中国期货业协会与23家期货经营机构代表组成的考察团一行，对贫困县进行了集中走访考察。活动的圆满举行为进一步促进期货行业更好地履行社会责任服务国家脱贫攻坚战略奠定了良好基础。

延长县是大陆第一口油井诞生地，石油的发现利用始于汉代；土地资源丰富，光照充足，适宜种植多种农作物，是苹果、酥梨、西瓜的最佳优生区，被称为“石油之母”、“瓜果之乡”；现有梨果面积30多万亩，以苹果为主的绿色产业成为农民群众增收致富的主导产业。作为国家扶贫开发重点县，全县有贫困村83个，贫困户9589户20038人。本期“封面文章”将带您走进延长县，深入了解其历史人文、经济特色以及贫困农户的困难与需求，通过展示期货行业精准扶贫新进展，加深对扶贫工作的认识和理解。

今年是我国商品期权元年，由于刚刚起步，绝大多数投资者对期权的了解非常有限，市场各方经验也严重不足，同时，我国期货市场还存在投资者结构不合理、风险承受能力弱、期货公司盈利渠道单一等问题。期权作为金融衍生工具，专业性较强，若投资者缺乏期货和期权基础知识，缺少期权交易经验，对期权运行原理不理解，很难在市场立足，甚至容易蒙受损失。本期“热点直击”栏目将深度阐述商品期权市场投资者适当性制度的制定依据，以期引导期货公司有序开展业务，持续进行投资者教育，引导投资者理性投资，保障期权市场平稳运行和健康发展。

在一个行业能够坚持20多年，只问耕耘、莫问收获，是一种可贵的坚持。在银河期货掌门人杨青看来，这需要有“阿甘”精神，尤其对思维活跃的年轻人而言，这种坚持更需要埋下头、沉下心，切忌好高骛远。本期“人物·对话”将为您讲述杨青的坚持之道及对行业的思考。

工作之余的多彩，如一幕幕生动场景，勾画着期货员工的人生百态。无论是个人的成长奋斗、儿时的美好回忆、心灵的圣地、苦难中的思悟，还是拓展训练中的战友情，其中既有期货人精神层面所得，也有他们生活中的艰辛、快乐与成长。本期“文化·生活”通过放映点滴真情，让读者领略他们的风采与面貌。■



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 杜春艳
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5月
印数 3500册

* 本出版物为双月出版。

* 本出版物发表的文章均系作者个人观点，并不代表本出版物的看法。

* 本出版物文章未经允许，不得转载。



P08

期货行业扶贫进行时

期货行业继去年在履行社会责任、服务国家脱贫攻坚战略方面取得一定成绩后，进一步集中力量，在革命老区陕西省延安市延长县开展了“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动。

“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 走进延长·精准帮扶 文 / 中国期货业协会会员二部
- 19 永安期货精准扶贫之路 文 / 郑可青 赵万隆 胡杨益
- 23 发挥专业优势 全力精准扶贫 文 / 中信期货
- 27 立足期货市场 全面精准扶贫 文 / 蔡婷婷 苏宜政

服务·实体

- 31 三方合作共赢，打造铁矿石套保新模式 文 / 冠通期货

热点直击

- 33 商品期权市场投资者适当性制度研究

文 / 陈安平 肖家曦 赵芸 王涛

人物·对话

- 37 银河期货杨青：坚守，方能体现行业价值 文 / 特约通讯员 孙慧平
- 40 对话杨青：期货行业发展在曲折中前行 文 / 特约通讯员 孙慧平



P37

杨青：坚守，方能体现行业价值



P45

经历

文化·生活

- 46 从女文青到期货女汉子 文 / 张幸欣
- 47 陋室之趣 文 / 李永平
- 49 我的小南湖 文 / 任非
- 50 一个女孩子到底要不要活得那么拼 文 / 何园艺
- 52 以“齿”为鉴 文 / 葛星泉
- 53 战友的臂膀 文 / 刘奥南

博弈之道

- 54 交易之路：心如止水 方可游刃有余 文 / 陈旭 王骏
- 56 困扰期货交易者的八个问题 文 / 汪雪鹏

创新·探索

- 60 我国商品期货市场行业轮动规律研究 文 / 王楠 郑玉航 曹丹星

观察家

- 68 期指政策松绑 监管回归常态 文 / 赵晶
- 72 政策依旧主导市场，黑色系警惕高位风险 文 / 王奕琳

环球视野

- 76 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

《期货公司柜台系统数据接口规范》发布

2月7日，证监会发布《期货公司柜台系统数据接口规范》金融行业标准。该标准的制定与发布，旨在厘清和规范柜台系统内部交易、清算、风控、账户和资金管理等主要模块间的数据交互接口，有助于提升行业效率、降低行业成本，满足行业快速发展的需要。

中金所调整股指期货交易安排

2月16日，中金所发布公告称，自2月17日起将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的10手调整为20手，套期保值交易开仓数量不受此限。同时，还调整了沪深300、上证50、中证500股指期货的非套期保值交易保证金，以及沪深300、上证50、中证500股指期货平仓交易手续费。

大商所举办“保险+期货”座谈

2月24日，大商所在北京召开“保险+期货”工作座谈会，来自证监会、保监会、财政部、农业部、国研中心及金融机构的负责人和专家参加了座谈。会上，证监会副主席方星海表示，“保险+期货”模式利用市场化手段，在保障农民基本收入的同时，利用期货市场转移了保险公司的风险，值得继续推广下去。

上期所允许套保头寸跨会员使用

3月1日，上期所发布通知，对产业客户申请和使用套期保值交易头寸的方式进行调整，允许套保头寸跨会员使用，该调整自3月20日起施行。市场人士认为，此次允许客户套期保值交易头寸跨会员使用，将减少客户的套期保值申请次数，提高套期保值的审批效率，并方便客户使用套期保值交易头寸。

证监会举办投资者适当性办法培训

3月3日，证监会举办《证券期货投资者适当性管理办法》实施培训会，证监会主席助理黄伟出席会议。会上讲解了《办法》的基本思路、主要内容和落实要求，证监会期货部等部门分别对落实《办法》做出了部署。证监会系统单位及424家证券、期货、基金机构通过现场或视频方式参会。

上期所强化风险防范加强一线监管

3月7日，据上海证券报消息，上期所2月份共对5起造成价格异常波动的交易行为进行排查，对其中1起涉嫌违规交易的行为进行立案调查。此外，上期所2月共处理异常交易行为82起。其中，自成交超限36起，频繁报撤单超限46起。对其中2名客户进行了全市场通告，并采取了限制开仓的监管措施。

王明伟代表接受新华社专访

3月10日，全国人大代表、中期协会长王明伟在接受新华社专访中提到，我国商品期货成交量已连续7年位居世界第一，期货市场在落实“三去一降一补”和改善供给结构方面有着独特的功能和作用，“保险+期货”模式很好地适应了农产品价格市场化改革、农业补贴形式改革的迫切需要。

王明伟代表建议修改行业咨询管理办法

3月13日，全国人大代表、中期协会长王明伟建议对《证券、期货投资咨询管理暂行办法》进行修改，建议一是提升其法律层级，将目前属于法规性文件的《证券、期货投资咨询管理暂行办法》上升为行政法规；二是在《证券法》修改、《期货法》制定工作中对投资咨询业务监管做出统筹安排。

大商所发布铁矿石仓单服务管理办法

3月14日，大商所发布关于实施《大连商品交易所铁矿石仓单服务管理办法（试行）》的通知，该办法自5月2日起实施。大商所表示，办法实施后将在铁矿石各交割地设置仓单服务商，为客户提供买卖铁矿石标准仓单的途径，打消客户因交割能力较差而回避近月合约的顾虑，利于活跃铁矿石近月合约。

上期所纸浆期货立项获批

3月15日，据中国证券报消息，上期所纸浆期货的立项申请已获证监会批复同意。开发上市纸浆期货将利于我国纸浆产业链企业，运用期货市场风险管理工具规避经营风险。纸浆期货立项后，上期所将在广泛开展市场调研的基础上，进一步做好纸浆期货合约设计及规则论证等系列上市准备工作。

豆粕期权于3月31日挂牌交易

证监会3月17日宣布，豆粕期权于3月31日在大连商品交易所上市交易。与此同时，大商所公布了豆粕期权上市有关参数的具体设置情况，公布的具体事项包括豆粕期权的上市交易时间、交易合约月份、挂盘基准价、交易指令、持仓限额管理及相关费用等内容。

白糖期权于4月19日挂牌交易

证监会3月17日宣布，白糖期权于4月19日在郑州商品交易所上市交易。截至目前，郑商所已公开发布白糖期权合约及相关业务细则，完成了期权功能系统升级，开展了全市场联网测试，开展期权市场投资者教育，完成了做市商选拔等工作。

第二批证券期货投教基地申报启动

为扩大投资者教育基地的覆盖面，更好地服务投资者，证监会将开展第二批国家级证券期货投资者教育基地申报命名工作，申报受理时间为3月30日至6月30日。第一批投教基地为投资者提供了知识普及、模拟交易、法律咨询等“一站式”教育服务，受到市场和投资者的广泛认可。

“中金所杯”大学生金融知识大赛启动

3月20日，由中金所和中期协联合举办的第五届“中金所杯”全国大学生金融知识大赛正式启动。本次大赛分为初试、复试两个阶段，增设了励志奖和暑期夏令营活动，提供了更多的实习机会。大赛期间，参赛者可通过大赛官网、“中金所”官方APP、“中金所发布”官方微信实时了解大赛动态。

上海清算所在伦敦开设首家海外办事处

3月21日，上海清算所在伦敦宣布设立海外第一家办事处。上海清算所董事长许臻表示，办事处的设立，既能有效促进与国际同业机构的业务合作，也是为清算所走向国际市场的提前布局。上海清算所致力于构建场外金融市场中央对手清算服务体系，清算品种涵盖债券、利率、外汇、大宗商品衍生品等品种。

期交所“改约”便利实体企业入场

3月22日，据上海证券报消息，国内三大期货交易所同时修订现有商品期货相关规则，涉及的商品期货品种包括铜、铝、铅、铁矿石以及玻璃等。此次合约的修订，将有助于相关期货品种功能的进一步发挥，满足实体企业和产业客户的需求。

大商所与农业部推出“生猪指数”

3月24日，农业部信息中心与大连商品交易所签署“大宗农产品市场信息共同行动计划”，并发布合作框架下第一个重大成果——“瘦肉型白条猪肉价格指数”。这是国内第一个带有质量标的生猪价格指数，也是国内首个在政府对外服务网站组织发布的、面向商业化应用的猪肉价格指数。

大商所与中国银行签署合作协议

3月24日，大商所与中国银行签署战略合作协议。2010年，大商所便与中国银行进行了战略合作，合作范围包括期货保证金存管、出入金系统电子化、标准仓单融资、市场培育、集团客户金融服务等内容。本次合作对原协议进行了丰富和完善，新增期货品种国际化、场外市场、期权、期货资管产品等内容。

郑商所召开现货企业期货业务座谈会

3月24日，郑商所召开现货企业期货业务座谈会。郑商所副总经理秦全晋表示2017年将进一步做好产业企业利用期货工具的市场服务工作，稳步扩大“保险+期货”业务试点，有序推进苹果、红枣、咖啡等品种的研发立项，力争尽快上市棉纱和苹果期货，服务国家扶贫攻坚战略，促进期货市场功能发挥。

大商所与莫斯科交易所签署备忘录

3月27日，大商所与莫斯科交易所（MOEX Group）在莫斯科签署合作谅解备忘录，共同谋求在更广泛的领域中开展合作。备忘录内容涵盖信息共享、高层互访、培训和人员交流、业务合作等内容。莫斯科交易所是俄罗斯股票、债券、衍生品、货币、货币市场工具和大宗商品交易平台的管理者。

ISDA等组织希望宽限新VM规则

2月7日，ISDA、全球金融市场协会（GFMA）、投资协会（IA）、金融服务圆桌会议（FSR）、ABA 证券协会、美国人寿保险公司（ACLI）向全球监管者发出公开信，呼吁自3月1日起，给予全球场外衍生品市场参与者6个月的宽限期，以便其采取必要步骤，满足新变动保证金（VM）的相应规定和要求。

ISDA发布标准初始保证金模型草案

2月27日，ISDA发布跨货币互换交易处理标准初始保证金模型（SIMM™ Cross-Currency Swap Treatment）的修订版。该文件针对ISDA标准初始保证金模型（ISDA SIMM™）中的跨货币互换交易处理，汇集了当前业内最佳实践建议。ISDA SIMM™立足于向全球场外衍生品交易参与者提供一个开放、透明、标准化的初始保证金计算方法。

CFTC延长资本金要求评议期

3月13日，CFTC宣布延长适用于互换交易商（SDs）和主要互换参与者（MSPs）的资本金要求评议期，延长期限为60天。原本的资本金要求评议期被延长至2017年3月16日，本次延长后，相应评议期被延后至2017年5月15日。资本金要求对SDs与MSPs开展业务进行了相应规定。

香港场外结算公司推出客户结算服务

据港交所3月21日消息，其附属公司香港场外结算有限公司已取得香港证券及期货事务监察委员会的批准，推出客户结算服务。这意味着香港在2017年7月1日首阶段强制性结算措施实施生效前，场外结算公司率先推出了客户结算服务。香港场外结算公司主要为场外衍生产品交易提供结算及交收服务。

港交所将推内地五年期国债期货

香港交易所于4月10日推出五年期中国财政部国债期货。该国债期货将会是离岸市场上首只中国国债期货，也是港交所首只内地利率衍生产品，将成为港交所丰富风险管理工具的重要一步，可满足国际投资者与日俱增的风险管理需求。

CME准备上市外汇月度合约

2月27日，CME集团宣布正在准备6个月度的外汇合约上市工作。这些新合约在获得监管部门批准后，将在CME交易平台上交易。新合约是对已存在的季度外汇合约的补充，从而实现连续月份上均有外汇合约。CME通过提供外汇远期曲线上的近月合约，用以满足投资者管理风险的需求。

LME宣布竞争性费率计划

3月2日，LME和LME清算所针对其贵金属合约宣布竞争性费率计划，与此同时，9家清算成员已表示交易和清算这些合约的意愿。据悉，LME公布了贵金属产品系列的交易和清算费用表，电子交易的T+1(tom)、T+2(spot)和每月合约的合并交易和清算费用每手在0.40至0.90美元之间，电话交易折扣为25%。

FIA选举新一届委员会成员

3月14日，全球期货、期权及集中清算衍生品市场领先的交易组织FIA宣布在波卡拉顿召开的年会中选举产生了新一届委员会成员，本届委员会由13名委员组成，任期1至2年，成员包括德意志银行证券、汇丰证券（USA）、瑞银证券、J.P. 摩根证券、美林银行等知名机构的专业人士。

ICE将启动美国首份LNG期货合同

3月23日，美国洲际交易所表示将在2017年5月启动美国有史以来第一份液化天然气（LNG）期货合约。该份合约规模为2500MMBtu，是一份针对普氏LNG墨西哥湾沿岸市场评估结算的月度现金结算期货。据悉，美国的LNG供应品在今后几年里将快速增长，美国将成为全球主要的LNG供应国。

新交所巩固亚洲外汇衍生品领先地位

据新交所3月24日消息，新加坡交易所离岸人民币、印度卢比和韩元外汇期货流动性不断增强，美元/离岸人民币、印度卢比/美元以及韩元/美元合约成交量均在近期大幅上涨。新交所外汇衍生品交易规模的持续扩大，进一步强化了该所作为亚洲多元化外汇交易平台的地位。

协会征集投资者与产品风险等级匹配方案

2月7日，为制定完善会员落实适当性管理要求的自律规则，制定并定期更新行业产品或服务风险等级名录、投资者类别以及投资者适当性匹配意见，协会面向银行、基金、证券、期货行业征集“期货行业投资者与产品风险等级适当性匹配方案”，征集活动同时设入围奖5名，获奖者将获协会特别奖励。

协会第四届理事会第十二次会议召开

2月24日，中国期货业协会第四届理事会第十二次会议在北京召开，会议选举了协会专职副会长，审议了有关理事、协会专业委员会主任（副主任）委员变更事项、以及《中期协2016年工作总结和2017年工作要点》、《期货经营机构服务实体经济行动纲要（2017-2020）》等多项议题。

第十一届中国期货分析师论坛招募启动

3月2日，为筹办第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛，协会面向全体会员单位招募承办单位与合作机构。本届论坛将以“大融合·大数据·大市场”为主题，深入探讨大宗商品市场在供给侧结构性改革过程中所出现的价格变化新特点，探索如何为期货及衍生品市场提供专业化服务的新思路。

协会会长王明伟接受期货日报专访

3月2日，全国人大代表、协会会长王明伟接受了期货日报专访。王明伟指出，2016年期货业发展势头良好，利润总额创新高，但期货市场与国际成熟市场相比，仍存在一定差距。2017年，要将保稳定、防风险工作放在更加突出的位置，协会将引导期货公司围绕主业深化创新，倡导提高资管主动管理能力。

新版《<期货经纪合同>指引》发布

3月9日，中国期货业协会发布了第四届理事会第十二次会议审议通过的《<期货经纪合同>指引》修订案，新版期货经纪合同指引主要增加了期权方面的相关表述和说明，删除了对经纪合同备案的要求，完善了相关条款的表述。

新版协会纪律惩戒程序发布

3月9日，协会发布了修订后的《中国期货业协会纪律惩戒程序》，修订稿在立案和调查审批权限、纪律惩戒措施、纪律惩戒程序、纪律惩戒信息处理以及自律监察委员会、申诉委员会做出决定的类型等方面进行了修订，明确了纪律惩戒程序中当事人的权益，并调整了自律监察部门、自律监察委员会的名称变更。

期现结合（塑料化工）培训班举办

3月10日至12日，协会联合大商所在广东汕头举办关于塑料期货期现结合业务的培训，以期推动期货公司期现结合业务的开展，加强期货研究人员与现货企业的交流，提升期货行业服务实体经济的能力和水平。本次培训分为理论培训与实地考察两部分，邀请了行业专家和金融机构专家共同进行授课与交流。

《期货经营机构服务实体经济行动纲要》发布

3月16日，协会发布了《期货经营机构服务实体经济行动纲要（2017-2020）》。《纲要》明确今后四年时间内，引导和支持期货经营机构服务实体经济的指导思想、重点行动措施、保障措施等。协会将在每年组织开展期货经营机构服务实体经济优秀案例（项目）评选活动以及《纲要》落实情况的评价工作。

中期协携行业机构赴陕开展精准帮扶

3月29日，由中国期货业协会与延安市延长县政府共同组织的“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶座谈会暨备忘录签署仪式在延长县举行。会上，协会和23家期货行业机构分别与延长县政府签署了精准帮扶备忘录，当日，协会还正式发布《关于期货行业履行脱贫攻坚社会责任的意见》。

风险管理公司视频培训（第一期）举办

3月30日，为提高风险管理公司相关业务人员的业务水平及风险防范能力，促进风险管理公司业务健康有序的开展，协会围绕风险管理公司的各项相关业务开展系列视频培训，本次培训为第一期视频培训，华融启明股份执行总裁石建华为学员们讲授了大宗商品企业市场风险管理体系建设。



期货行业扶贫进行时

【编者按】

2017 年是脱贫攻坚承上启下、全面突破的关键之年。期货行业继去年在履行社会责任、服务国家脱贫攻坚战略方面取得一定成绩后，进一步集中力量，在革命老区陕西省延安市延长县开展了“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动。

3 月 28 日下午，中国证监会扶贫办、中国期货业协会和参与本次活动的 23 家期货行业经营机构的代表所组成的考察团一行，集中开展了贫困县走访考察活动。活动的圆满举行为进一步促进期货行业更好地履行社会责任、服务国家脱贫攻坚战略奠定了良好基础。

本期“封面文章”将带您走进贫困地区，深入了解其历史人文、经济特色及困难与需求，通过展示期货行业精准扶贫新进展，加深对扶贫工作的认识和理解。

走进延长 · 精准帮扶

——“一司一产、‘长’‘期’携手”活动纪行

■ 文/中国期货业协会会员二部

2017年是脱贫攻坚承上启下、全面突破的关键之年。为认真落实中央经济工作会议精神，学习贯彻习近平总书记扶贫开发重要战略思想，深化精准扶贫精准脱贫，推动期货行业脱贫攻坚再上新台阶，以优异成绩迎接党的十九大胜利召开，期货行业继2016年在履行社会责任、服务国家脱贫攻坚战略方面取得一定成绩后，进一步集中行业力量在陕西省延安市延长县及革命老区开展了“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动。

揭开延长县的“神秘”面纱

（一）地理位置

延长县位于陕西省北部，延安市东部，延河下游，黄河沿岸。西接宝塔区，北靠延川县，南依宜川县，东临黄河与山西省大宁县、永和县隔河相望。全县东西长73公里，南北宽55公里，地势由西北向东南倾斜，南北高，中间低，呈谷峰型。海拔高度470.6至1383米，相对高差912米。县城海拔高度800米。

主要河流有黄河、延河。黄河沿秦晋省界过境，境内流长44.7公里。延河从黑家堡镇盖头坪入境，由西向东横穿全县，于南河沟乡凉水岸注入黄河，境内流长144公里，流域面积1724平方公里。省道205线纵贯东西经马头关黄河大桥通往山西，省道201线贯穿南北，正在规划建设榆商高速（榆林—商洛）和沿黄公路过境段等，“一横四纵”的交通路网构架基本形成。

（二）历史沿革

延长县早期人类活动可追溯到新石器时代。公元266年，确立县的建置。几度变迁，到唐广德二年（764年），因延水由县境通过长流入黄河，始名延长县，沿用至今。1937年属陕甘宁边区政府所辖。1949年2月将原固临县的一部分划入延长。1958年11月与延川县合并，仍称延长县，1961年6月按原合并时的县域与延川县分设。

县城距延安60公里。全县辖7镇、1个街道办，288个行政村，总人口15.8万，其中农业人口11.7万，土地总面积2368.7平方公里。

（三）革命斗争

延长县革命历史源远流长，革命斗争史迹可歌可泣。民国十六年（1927年）1月第一高小成立临时党支部，朱幼康任书记。1927年10月14日，由唐澍、谢子长领导的清涧起义部队先锋连，首次解放延长。1932年春，共产党员谭生彬、高永光、史文章等组织群众万余名围城抗粮抗款，经过10多天斗争，取得缓交粮款的胜利。后在当地党组织的领导下，成立游击队，并于1935年5月30日配合刘志丹率领的陕北红军主力解放延长县城。9月，选举成立了延长县苏维埃人民政府。

1936年1月27日，毛泽东主席到达后段家河村，28日进驻县城，留驻4天，召开了“东征会议”，成立了“中国人民红军抗日先锋军”，部署了东征作战计划。

在1939年1月的河防保卫战中，成功击退强渡凉

水岸渡口的日寇，保证了党中央和陕北革命根据地的安全。从土地革命到抗美援朝战争，延长人民献出了 600 多位英雄儿女的宝贵生命。

（四）资源物产

延长是大陆第一口油井诞生地，苹果、酥梨、西瓜的最佳优生区，被称为“石油之母”、“瓜果之乡”。延长石油的发现利用始于汉代，东汉历史学家班固所著《汉书·地理志》载：“高奴（辖今延长）有洧水可燃。”宋人沈括的《梦溪笔谈》中载：“鄜延境内有石油，旧说高奴县出脂水即此也。”首命“石油”。《元一统志》载：“延长县南迎河有凿开石油一井，其油可燃，兼治六畜疥癣，岁纳壹百壹拾斤。”

清以后，石油的记载更多。清光绪三十三年（1907）六月五日，中国近代陆上第一口油井在县城西门外开钻，同年 9 月 10 日出油，中国人民第一次用上了国产油。革命战争年代，延长石油成为陕甘宁边区的“功臣油矿”，毛泽东主席为延长石油官厂厂长陈振夏题词“埋头苦干”勉励石油工人，形成了“埋头苦干”的石油精神。

1985 年创办了全国第一家县办石油钻采企业——王家川石油钻采公司，带动了陕北地区石油工业的发展，现重组为延长油田股份有限公司王家川采油厂。县境内现有王家川、七里村、甘谷驿三家采油厂，年产原油 60 余万吨。已探明矿产资源还有天然气、煤炭、盐等，天然气成气面积达 2000 平方公里，储气量千亿方，已进入开发阶段；煤炭储量 2092 万吨；盐储量 48.38 亿吨。

延长县土地资源丰富，以黄绵土和黑垆土为主的土壤土层深厚，光照充足，光热昼夜温差 20℃ 左右，降水集中在作物生长茂盛期，适宜种植多种农作物，有利于林牧业生产，发展苹果、酥梨、西瓜得天独厚，“延长苹果”、“延长酥梨”、“延长西瓜”多次荣获大奖。现有梨果面积 30 多万亩，以苹果为主的绿色产业成为农民群众增收致富的主导产业。全县林草覆盖率 61%，森林覆盖率 23%。

（五）经济发展

近年来，延长县委、县政府带领全县人民，坚持统筹城乡发展总揽工作全局，大力实施“果菜富民、油气



强县、项目支撑、城镇带动”发展战略，倾力打造富裕、生态、幸福新延长。2015年实现国内生产总值39.1亿元，同比增长4.5%。固定资产投资完成44.6亿元，地方财政收入2.44亿元，社会消费品零售总额9.04亿元，增长7.2%；城镇居民人均可支配收入29240元，增长8%；农村居民人均可支配收入9410元，增长8.5%。

作为国家扶贫开发重点县，全县有贫困村83个，贫困户9589户20038人。为加快转变延长县农业发展方式，促进农村一二三产融合发展，不断提升农业特色产业发展规模、质量和效益，推动全县农村经济又好又快发展，助力脱贫攻坚工作，全面启动“一村一品、一乡一业”工作。到2020年，计划形成以梨果、蔬菜、畜牧、特色产业、农产品加工、旅游休闲业为主导的产业布局。

精心谋划 精准扶贫

在2016年12月28日召开的“期货行业服务县域产业研讨会”上，围绕“精准扶贫、精准脱贫”的国家战略，会议提出了“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，国内10家期货公司代表与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。

会后，通过与延长县人民政府的交流，协会认为该县拟建设优质农特产品基地县的目标及“一村一品、一乡一业”战略，正好与期货行业贯彻“精准帮扶”要求相吻合。可让期货公司与贫困村的特色产业项目实现良好对接，帮助这些贫困村建立支撑长远的稳定产业，具备可持续发展的能力，实现稳定脱贫。

随后，协会向行业内以理事单位为主的部分经营机构发出了倡议，邀请大家积极参与，以集合行业力量对陕西省延长县进行重点帮扶，助力延长县实现精准脱贫，以期形成行业合力把帮扶工作做深做细，早日产生实效，形成示范效应。

“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动倡议得到了多家期货经营机构的积极响应。经与延长县人民政府认真讨论，各方共同制定了详细的扶贫项目实施方案，方案突出了产业帮扶的特点，重点对扶贫项目基础

设施进行投资，帮助贫困户实现长效脱贫。经过各方精心谋划，本次精准帮扶活动于2017年3月28日至29日成功举行。

“‘长’‘期’携手”活动进行时

3月28日下午，中国证监会扶贫办、中国期货业协会和参与本次活动的23家期货行业经营机构的代表所组成的考察团一行，集中开展了贫困县走访考察活动。

第一站是黑家堡瓦村。瓦村的代表产业是大棚瓜菜产业。延长县土地资源丰富，以黄绵土和黑垆土为主的土壤土层深厚，光照充足，光热昼夜温差20℃左右，降水集中在作物生长茂盛期，适宜种植多种农作物，“延长西瓜”更是多次荣获大奖。代表们与农户进行了深入交流，仔细询问了西瓜种植中的情况。

随后，考察团赴瓦村幸福院进行了走访。瓦村幸福院现居住8人，多为“鳏寡孤独痴残”六类特殊人群，由县财政实行政策性保障兜底，采取干部包联，挂牌管理的方法，集中供养，保障其基本生活。

下一站，考察团抵达胡家村参观葡萄产业园区。据延长县同志介绍，胡家村葡萄产业园区占地340亩，由142户农户共同种植，每户占地2.394亩，选取“巨峰”和“户太8号”等优良品种，通过集中种植的形式，扩大葡萄种植规模，充分发挥规模经济效益的优势。

延长县有机农特产品直销市场暨电子商务体验区是下午考察的第三站。发展电子商务是延长县破解产品销售难题、助推脱贫产业发展的一项重要抓手。通过全面推进电子商务扶贫工程，该县投资500余万元，建成了电子商务公共服务平台和有机农特产品线下体验展示区，并以政府购买服务的形式，免费为企业（合作社）、贫困户提供电商培训和技术服务、快递资费补助等扶持政策，推动全县乡村电商服务点发展到150个，实现镇村全覆盖。

目前，全县电子商务蓬勃发展，创业就业人员近千人，贫困人口占四成以上，开设各类网店、微店500多个，全县农特产品网上销售额达2300余万元，把苹果、西瓜、红薯、红葱、小杂粮等农特产品“小产品”，通过网络

销往全国各地做成了“大产业”。这个线下体验站容纳了24家商户，日成交额1.8万元，其中的14家是以合作社形式营业的，目前共容纳带动产业贫困户1000余户。

考察团代表兴致勃勃地品尝了特色农产品，由于切身体会到了品质的优良，有一些代表已就特色农产品的大额采购与商户达成了意向。

3月29日上午，中国期货业协会和23家期货行业经营机构的代表分成小组，分别到所对接的32个贫困村进行了实地考察。这32个村涉及13个苹果产业、7个蔬菜产业、2个畜牧养殖产业、2个菌草种植产业和8个特色产业。

在安沟镇多海村，中国期货协会会长王明伟、中国证监会办公厅副巡视员曾彤等一行实地考察了该村家禽养殖业和苹果产业。每到一处，王明伟会长都向相关负责人询问产业发展情况，了解产业扶贫在该村脱贫攻

坚工作中发挥的作用。在走访贫困家庭过程中，王明伟会长详细询问了贫困户致贫原因和目前的生活生产情况，他鼓励困难群众要相信党和政府，坚定信心，充分发挥人民群众主体作用，艰苦奋斗，努力早日脱贫致富。

永安期货党委副书记郑可青一行实地调研了黑家堡镇康家坪村的蔬菜种植扶贫项目，确定支持该村建造配备防虫网、黄板、滴管、上墙、棚前排、水肥一体化等设施的60座3000米蔬菜大棚，通过使用标准化生产技术，帮助该村大力发展大棚蔬菜产业，促进贫困农户76户201人稳产增收和脱贫致富。

鲁证期货董事长陈方一行对交口镇高万家河村和白家窑科村两个村的苹果产业发展情况进行了实地考察，并走访了贫困家庭。陈方表示，公司将根据延长县果业局提出的方案，结合项目实际资金需求，在建设果园防雹网、蓄水池、购置农药化肥等方面提供资金支持，帮



助贫困农户 57 户 133 人实现稳产增收和脱贫致富。

在雷赤镇大芽村和七里村管村，中信期货党委副书记严金明对苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将通过建设果园防雹网、蓄水池、购置农药化肥等方面提供资金支持，帮助贫困农户 53 户 102 人实现稳产增收和脱贫致富。

银河期货副总经理张森宁实地调研了郑庄镇郭旗村和王仓村的蔬菜种植扶贫项目，确定将支持建造配备防虫网、黄板、滴管、上墙、棚前排、水肥一体化等设施的 240 座蔬菜大棚，通过使用标准化生产技术，帮助该村大力发展大棚蔬菜产业，促进贫困农户 51 户 112 人稳产增收和脱贫致富。

在黑家堡镇贺家沟村和郑庄镇张台村，上海东证期货副总经理唐雷对两个村的苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将支持在两个村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雹网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户 98 户 199 人实现稳产增收和脱贫致富。

在雷赤镇尚落村和赵家庄村，瑞达期货副总经理刘世鹏对两个村的苹果产业发展情况进行了实地考察，并走访了贫困农户，确定将支持在两个村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雹网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户 53 户 154 人实现稳产增收和脱贫致富。

在黑家堡瓦村和七里村西河子沟村，敦和资产管理首席风控官邱刚对苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将通过建设果园防雹网、蓄水池、购置农药化肥等方面提供资金支持，帮助贫困农户 60 户 116 人实现稳产增收和脱贫致富。

在安沟镇黄古塬村和张家滩镇袁家村，海通期货副总经理路强实地考察了两个村的畜禽养殖业产业，确定将支持黄古塬村新建鸡舍 35 栋及配套设施，袁家村新建猪舍 500 平方米及配套设施，以及仔鸡仔猪的采购，帮助贫困农户 44 户 112 人实现稳产增收和脱贫致富。路强表示，此次帮扶工作兼具生态性与长期性，海通期

货将确定一名专职人员作为联系人，定期了解项目进展情况及脱贫成效，真正将扶贫攻坚工作落到实处。

在安沟镇安沟村和交口镇刘家河村，方正中期期货办公室总经理王鑫一行实地考察了两个村的菌草种植产业，确定将通过支持养殖指示培训、技术推广、培育集菌草种植、加工、销售为一体的企业等方式，帮助贫困农户 45 户 113 人实现稳产增收和脱贫致富。王鑫表示，感谢中期协和延长县政府共同组织了此次活动，经历此行，更觉肩上扶贫责任之重。方正中期精准扶贫始于延长，但绝不止于延长，未来还将为扶贫事业贡献更多力量。

在张家滩镇西庄村，东海期货副总经理田立基对该村的苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将支持在该村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雹网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户 26 户 49 人实现稳产增收和脱贫致富。

在七里村街道办付家塬村，华泰期货总裁助理聂海涛实地考察了该村的蔬菜种植扶贫项目，确定将支持建造配备防虫网、黄板、滴管、上墙、棚前排、水肥一体化等设施的 150 座蔬菜大棚，通过使用标准化生产技术，帮助该村大力发展大棚蔬菜产业，促进贫困农户 16 户 49 人稳产增收和脱贫致富。

在罗子山镇桐居村，光大期货副总经理杜伟对该村的苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将支持在该村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雹网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户 25 户 53 人实现稳产增收和脱贫致富。

在雷赤镇郭家村，中国国际期货副总经理王可对该村的苹果产业发展情况进行了实地考察，确定将支持在该村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雹网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户 24 户 51 人实现稳产增收和脱贫致富。

中粮期货首席风险官王红梅实地考察了雷赤镇凉水岸村的花椒种植产业，确定将通过资助平整土地、花椒苗和肥料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 31

户 57 人实现稳产增收和脱贫致富。

格林大华期货副总经理史建章实地考察了张家滩镇谭家河村的蔬菜种植扶贫项目，确定将支持建造配备防虫网、黄板、滴管、上墙、棚前排、水肥一体化等设施的 130 座蔬菜大棚，通过使用标准化生产技术，帮助该村大力发展大棚蔬菜产业，促进贫困农户 29 户 52 人稳产增收和脱贫致富。史建章表示，格林大华将牢记参与扶贫攻坚的使命感和责任感，切实履行社会责任，从以下方面推进后续工作：一方面跟踪项目落实实施情况；另一方面积极与延长县政府寻求合作，通过培训等方式，争取对扶贫对象给予智力支持和资金扶持，帮助生产果蔬的农民合理营销，提高创收能力和水平，防止返贫。他还即兴赋诗一首：

大美延长县，勤劳果蔬农。
扶贫春风起，因地制宜。
公司履责任，共筑致富路，
全民奔小康，期货必助力。

华信万达期货副总经理马燕实地考察了黑家堡白家角村的葡萄种植产业，确定将通过资助土地平整、葡萄苗、肥料、葡萄架的采购，帮助该村贫困农户 35 户 62 人脱贫致富。马燕表示，华信万达期货作为河南本土发展起来的期货公司，在专心做好经营的同时，多年来始终致力于帮扶三农、服务实体经济发展，尽自身努力承担相应的社会责任。这次响应协会号召参与对延长县的精准帮扶活动，希望能够帮扶当地的特色农业产业发展，加快延长县“一村一品、一乡一业”有机农特产品基地县建设，助力农民早日脱贫。

在雷赤镇雷多村，五矿经易期货副总经理刘炎一行实地考察了该村的小杂粮种植产业，确定将协助规划建设小杂粮基地 520 亩，通过资助平整土地、种子和肥料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 28 户 68 人脱贫致富。

在雷赤镇下驿（英儿），弘业期货股份副总经理赵东实地考察了该村的小杂粮种植产业，确定将协助规划建设小杂粮基地 460 亩，通过资助平整土地、种子和肥

料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 22 户 51 人脱贫致富。赵东表示，弘业期货将根据习近平总书记在陕甘宁老区脱贫座谈会上的讲话精神，在中国证监会党委和中期协的指导下，根据全县脱贫攻坚总体方案和农业产业布局，结合该县为杂粮出产地实际情况制定切实可行的产业发展方案，帮助该县打造千亩杂粮高产田，并将扶贫工作认真仔细地落实到村、到户，促进贫困户稳定增收。

在罗子山镇后山村，国信期货总经理助理陈钢实地考察了该村的小杂粮种植产业，确定将协助规划建设小杂粮基地 350 亩，通过资助平整土地、种子和肥料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 21 户 48 人脱贫致富。陈钢表示，此次延长之行，让他深刻认识到了扶贫工作是一项综合性很强的系统工作，也是一项持续性的长期工作。后山村交通不便，水资源匮乏，抽水站等基础设施不足制约了经济发展，国信期货很荣幸能够提供一些力所能及的帮助，也希望全社会重视扶贫工作，通过各自的努力，使贫困县尽早脱贫，走上共同富裕的康庄大道。

广发期货李初群实地考察了罗子山镇车村的红葱种植产业，确定将协助规划建设红葱种植基地 330 亩，通过资助平整土地、种子和肥料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 18 户 46 人脱贫致富。李初群表示，回去后将向公司领导做详细汇报，确保帮扶资金尽快到位，助力帮扶对象产业转型升级。

浙商期货副总经理鲁哲实地考察了罗子山镇良俭（鲁儿）村的红薯种植产业，确定将协助规划建设红薯种植基地 310 亩，帮助该村贫困农户 22 户 45 人脱贫致富。

新湖期货副总经理黄仟庭实地考察了罗子山镇安河村的辣椒种植产业，确定将协助规划建设辣椒种植基地 420 亩，通过资助平整土地、种子和肥料的采购、建设供水设施，帮助该村贫困农户 19 户 48 人脱贫致富。黄仟庭表示，新湖期货作为服务实体经济发展的载体，将积极履行社会责任，依照国家脱贫攻坚战略，结合自身的特点和优势，探索多样化扶贫方式，将期货扶贫落



到实处，在国家脱贫攻坚战中做出应有的贡献。

在交口镇高掌坪村，上海东方期货副总经理张海涛实地考察了该村的苹果产业发展情况，确定将支持在该村通过普及苹果管理“五大技术”、规划防雷网建设、果园环境整治、追施有机肥、配比授粉树、设立宣传牌等，帮助贫困农户19户48人实现稳产增收和脱贫致富。同时还承诺将利用公司和客户资源促进苹果的销售。张海涛表示，扶贫工作是一项长期事业，上海东方期货将继续尽到自己的一份社会责任，把帮扶工作做好做实。也愿大家都来有一分力，做一分事，行一分效，身体力行，一起来献一份爱心。

3月29日下午，精准帮扶座谈会暨备忘录签署仪式在陕西延长县人民政府举行。中国期货业协会会长王明伟、中国证监会办公厅副巡视员曾彤、延长县人民政府县长曹林虎及参与帮扶活动的期货经营机构代表参加了座谈会。

中国期货业协会会长王明伟在会上表示，为贯彻《中

共中央 国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》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，协会组织了这次“一司一产、‘长’‘期’携手”活动，‘长’‘期’不仅仅是代表延长县与期货行业，也希望有关各方充分认识到扶贫工作的长期性。他还转达了证监会副主席方星海对延长县脱贫工作的关心和在此次精准帮扶活动要做实、切不可流于形式的指示，以及中国证监会正在积极推动苹果期货上市，助力延长县苹果特色种植产业的快速发展，从而加快延长县整体脱贫步伐的消息。

对于期货行业如何进一步推动扶贫工作的开展，王明伟提出，要深化对新阶段扶贫攻坚工作要求的认识和理解。党的十八大以来，扶贫开发工作被纳入“四个全面”战略布局。2015年11月29日，中共中央、国务院发布了《关于打赢脱贫攻坚战的决定》，明确提出到2020年解决区域性整体贫困问题，在对贫困人口实行精准识别和建档立卡的基础

上，根据扶持对象精准、项目安排精准、资金使用精准、措施到户精准、因村派人精准、脱贫成效精准的工作标准，采取多种形式，实现现行标准下的农村贫困人口全部脱贫。

而作为今年“两会”的重要议题之一，精准扶贫也是习近平总书记始终关注的重要问题，他在四次讲话中都强调要做好扶贫工作，同时强调“扶贫关键是要精准发力”。总书记还指出要增强“造血”功能，建立健全稳定脱贫长效机制。习近平总书记的讲话再次表明了党和政府打赢脱贫攻坚战的决心和信心，阐述了精准扶贫的重大意义和工作重点，提出了帮助贫困群众真正脱贫和长久脱贫的任务和要求。

期货经营机构应当立足行业精准施策，“下一番‘绣花’功夫”，在服务国家脱贫攻坚方面做出力所能及的贡献。协会组织的这次活动，应该说，与党中央的要求保持了一致，一方面是着眼精准，将有限的力量投入到特定的项目和群体，另一方面，有助于延长县的贫困农户建立能够支撑长远的产业，实现稳定脱贫。

王明伟还介绍了期货行业各家经营机构在开展扶贫工作方面取得的成绩。在中国证监会的统一指导和协会的积极倡导下，之前行业已有30家期货公司与34个贫困县（乡、村）签署了结对帮扶协议，除传统的扶贫项目，期货经营机构还开展了“保险+期货”、专业知识培训、协助建立产业等形式多样的扶贫



工作，也涌现出来一些先进的典型。而协会这次组织的“‘长’‘期’合作·精准脱贫”活动，得到了多家会员单位的大力支持，同时协会自身投入50万元资金帮扶一个村的产业发展，希望能做出表率，进一步促进期货行业更好地履行社会责任服务国家脱贫攻坚战略。

曾彤在座谈会上表示，中国证监会一直高度重视扶贫工作，牵头帮扶的贫困县数量在中央各部委中名列前茅。近年来，尤其注意鼓励和引导上市公司、证券投资基金期货证券经营机构等行业力量共同履行社会责任，共同参与脱贫攻坚。期货行业作为资本市场中最贴近农业的一个行业，要充分发挥在信息、智力、资金等方面的优势，在服务国家脱贫攻坚战略中有所作为。这次活动是集中一个行业力量对一个县贫困问题展开的歼灭战，是一项创新。同时，他还建议有条件的公司以基层党组织为单位，与结对村的村支部结成对子，更好地在扶贫工作中发挥各级党组织的引领作用、党支部的战斗堡垒作用、党员的先锋模范作用。


延长县县长曹林虎表示，延长县是国家扶贫开发重点县，按照延安市委、市政府率先在革命老区实现整体脱贫的总体部署，延长县通过企业（合作社）孵化、扩大园区规模效益、利用金融杠杆撬动投资、发展电子商务、政策性保障兜底等手段，多措并举，2016年在扶贫工作中取得了较大成绩。但在打造优势特色农产品、推进产业升级进程中，由于财政困难，基础设施资金和贫困群众发展资金严重不足，存在农业现代化水平较低、贫困户脱贫的产业基础不牢固、基础设施发展滞后的问题。中国期货业协会此次组织的“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动，规模之大、资金之多、领域之广，真正把工作做到了农业发展的急需处、脱贫攻坚的急需处、贫困群众的急需处，无疑是雪中送炭，将有效缓解延长农业产业开发投入不足的突出问题，激发贫困户自我发展、参与发展、共享发展的内生动力，对加快全县“一村一品、一乡一业”建设，打造有机农特产品基地县，对2017年实现全县

附表1：“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动情况表

整体脱贫摘帽目标具有深远的意义。

会后，中国期货业协会、永安期货、鲁证期货、中信期货、海通期货、浙商期货、新湖期货等24家机构的代表分别与延长县人民政府代表签署了《“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动备忘录》。备忘录约定，24家单位将无偿提供产业帮扶资金1600万元，帮助贫困户实现产业脱贫致富，共涵盖13个苹果产业、7个蔬菜产业、2个畜牧养殖产业、2个菌草种植产业和8个特色产业共五个方面的精准脱贫产业；共覆盖贫困村32个，占全县贫困村总数的37.55%；拟帮扶贫困户828户、共计1900人，占全县贫困户总数的8.63%，贫困人口总数的9.48%。

扶贫资金的到位只是第一步，要将资金使用好，要使贫困户能真正脱贫还需要付出艰辛的努力。协会及期货经营机构等帮扶方将充分认识到扶贫工作的长期性，持续跟踪项目进展情况与贫困户的真实需求，并通过发挥期货行业专业优势在服务脱贫方面做出更大的贡献。延长县政府也表示将层层落实主体责任，按照备忘录上的要求认真履约，同时对资金的使用情况加强监督，确保帮扶项目顺利推进，切实取得脱贫实效。

精准帮扶座谈会是继“期货行业服务县域产业研讨会”后，中国期货业协会组织行业力量开展集中结对帮扶的又一重要举措。座谈会当日，《关于期货行业履行脱贫攻坚社会责任的意见》也正式发布，此次座谈会也是落实《意见》要求的具体行动之一。《意见》旨在为期货经营机构积极履行社会责任，服务国家脱贫攻坚战略提供指引，期货行业各方将按照《意见》的有关要求，推动期货行业精准扶贫工作持续、有效开展，切实保障期货行业精准扶贫工作落到实处，在国家脱贫攻坚战中做出应有的贡献。活动得到了新华社、经济日报、金融时报、中国证券报、上海证券报、证券时报等媒体的报道和转载，在行业内外引起了较为广泛的赞誉和关注。

（本文作者包括孙亚民、吴泽辉、周太贵、刘月鹏、高晶）

序号	公司名称	帮扶村	产业类型	项目责任单位	帮扶金额
1	中国期货业协会	安沟镇多海村	苹果产业	果业局	50万元
2	永安期货股份有限公司	黑家堡镇康家坪村	蔬菜产业	蔬菜中心	200万元
3	鲁证期货股份有限公司	交口镇高万家河村 交口镇白家窑村	苹果产业	果业局	100万元
4	中信期货有限公司	雷赤镇大芽村 七里村管村	苹果产业	果业局	100万元
5	银河期货有限公司	郑庄镇郭旗村 郑庄镇王仓村	蔬菜产业	蔬菜中心	100万元
6	上海东证期货有限公司	黑家堡镇贺家沟村 郑庄镇张台村	苹果产业	果业局	100万元
7	瑞达期货股份有限公司	雷赤镇尚落村 雷赤镇赵家庄村	苹果产业	果业局	100万元
8	敦和资产管理有限公司	黑家堡瓦村 七里村西河子沟村	蔬菜产业	蔬菜中心	100万元
9	海通期货股份有限公司	安沟镇黄古源村 张家滩镇袁家村	畜禽养殖业	畜牧局	90万元
10	方正中期期货有限公司	安沟镇安沟村（高家川） 交口镇刘家河村	菌草种植	科技局	90万元
11	东海期货有限责任公司	张家滩镇西庄村	苹果产业	果业局	50万元
12	华泰期货有限公司	七里村街道办 付家源村	蔬菜产业	蔬菜中心	50万元
13	光大期货有限公司	罗子山镇桐居村	苹果产业	果业局	50万元
14	中国国际期货有限公司	雷赤镇郭家村	苹果产业	果业局	50万元
15	中粮期货有限公司	雷赤镇凉水岸村	特色产业	农业局	50万元
16	格林大华期货有限公司	张家滩镇谭家河村	蔬菜产业	蔬菜中心	45万元
17	华信万达期货股份有限公司	黑家堡白家角村	特色产业	农业局	45万元
18	五矿经易期货有限公司	雷赤镇雷多村	特色产业	农业局	45万元
19	弘业期货股份有限公司	雷赤镇下驿（英儿）	特色产业	农业局	45万元
20	国信期货有限责任公司	罗子山镇后山村	特色产业	农业局	30万元
21	广发期货有限公司	罗子山镇车村	特色产业	农业局	30万元
22	浙商期货有限公司	罗子山镇良俭（鲁儿）	特色产业	农业局	30万元
23	新湖期货有限公司	罗子山镇安河村	特色产业	农业局	30万元
24	上海东方期货经纪有限责任公司	交口镇高掌坪村	苹果产业	果业局	20万元
合计		32个村			1600万元

附表2：期货公司结对帮扶贫困地区（县、乡、村）情况汇总表（截至2017年3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	34	安粮期货	安徽省岳西县	2017.3.22
2	鲁证期货	黑龙江省桦川县	2016.12.21	35	永安期货	陕西省延长县	2017.3.29
3	永安期货	吉林省大安市民生村、同德村、 先进村	2016.12.22	36	鲁证期货	陕西省延长县	2017.3.29
4	永安期货	吉林省安图县红星村	2016.12.22	37	中信期货	陕西省延长县	2017.3.29
5	国联期货	湖南汝城县	2016.12.22	38	银河期货	陕西省延长县	2017.3.29
6	东海期货	贵州省习水县	2016.12.23	39	上海东证期货	陕西省延长县	2017.3.29
7	华信万达期货	河南省兰考县	2016.12.26	40	瑞达期货	陕西省延长县	2017.3.29
8	东吴期货	贵州省石阡县	2016.12.26	41	敦和资产	陕西省延长县	2017.3.29
9	民生期货	江西省赣州市南康区	2016.12.26	42	海通期货	陕西省延长县	2017.3.29
10	新潮期货	海南省白沙县	2016.12.26	43	方正中期	陕西省延长县	2017.3.29
11	申银万国期货	新疆维吾尔自治区麦盖提县	2016.12.28	44	东海期货	陕西省延长县	2017.3.29
12	中粮期货	河南省桐柏县	2016.12.28	45	华泰期货	陕西省延长县	2017.3.29
13	西部期货	陕西省延长县	2016.12.28	46	光大期货	陕西省延长县	2017.3.29
14	南华期货	山西省隰县	2016.12.28	47	中国国际期货	陕西省延长县	2017.3.29
15	新潮期货	安徽省太湖县	2016.12.28	48	中粮期货	陕西省延长县	2017.3.29
16	格林大华期货	山西省汾西县	2016.12.28	49	格林大华期货	陕西省延长县	2017.3.29
17	华安期货	安徽省宿松县	2016.12.28	50	华信万达期货	陕西省延长县	2017.3.29
18	华龙期货	甘肃省武山县	2016.12.28	51	五矿经易期货	陕西省延长县	2017.3.29
19	国泰君安期货	陕西省延川县	2016.12.28	52	弘业期货	陕西省延长县	2017.3.29
20	中信期货	江西省鄱阳县	2016.12.28	53	国信期货	陕西省延长县	2017.3.29
21	长江期货	湖北省秭归县	2016.12.30	54	广发期货	陕西省延长县	2017.3.29
22	国富期货	陕西省延长县	2017.1.5	55	浙商期货	陕西省延长县	2017.3.29
23	弘业期货	吉林省镇赉县	2017.1.12	56	新潮期货	陕西省延长县	2017.3.29
24	东证期货	四川省沐川县	2017.1.12	57	上海东方期货	陕西省延长县	2017.3.29
25	宏源期货	新疆吉木乃县	2017.1.12	58	三立期货	山西省武乡县	2017.3.30
26	华泰期货	四川省剑阁县	2017.1.17				
27	国元期货	安徽省利辛县	2017.1.20				
28	徽商期货	安徽省泗县	2017.2.8				
29	神华期货	湖北麻城市	2017.2.28				
30	南证期货	四川省松潘县	2017.3.6				
31	东证期货	吉林省通榆县	2017.3.9				
32	银河期货	云南省剑川县	2017.3.17				
33	东证期货	内蒙古莫力达瓦达斡尔族自治旗	2017.3.21				

永安期货精准扶贫之路

■ 文/郑可青 赵万隆 胡杨益

作为国内期货行业的领军者、中国期货业协会副会长单位、浙江期货行业协会会长单位，永安期货股份有限公司（下称“永安期货”）高度重视扶贫工作的开展。在探索资本市场普惠金融功能与机制的同时，积极发挥自身的专业特色，以“消除贫困为目标，精准扶贫为手段，制度创新为动力”，支持贫困地区产业发展，激发贫困地区群众内生动力实现脱贫致富。

层层落实主体责任 切实推进扶贫工作

为进一步推动扶贫工作的开展，永安期货成立了专门的扶贫领导小组和扶贫工作小组，并建立了严密的扶贫工作组织架构，层层压实各级主体责任。

2016年12月，永安期货与吉林省大安市（县级市）、安图县四个贫困村签订了精准扶贫帮扶框架协议，并于2017年3月7日至8日签订正式精准扶贫帮扶协议，落实两县扶贫资金262万元，并拟搭建“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，共同推进贫困地区全面建成小康社会步伐。

2017年3月28日至29日，永安期货参加了由中国期货业协会组织的“一司一产、‘长’‘期’携手”精准帮扶活动，并向延长县人民政府无偿提供200万元产业帮扶资金。

主要扶贫合作方一方面来自政府部门，主要有大安市政府、安图县政府、乡镇政府、村委会，以及延长县政府；另一方面，扶贫工作少不了金融机构的支持。吉林农村金融服务公司（下称“吉农金服”）是吉林省金融控股集团经国务院批准的《吉林省农村金融综合改革试验方案》背景下成立的子公司，注册资本10000万元。通过铺设市县乡村四级物理网点及综合金融电子服务平台为通道，搭建农村金融综合服务体系，协同银行、保险、信托、证券、再贷款、担保、物权融资、期货、基金、理财、互联网金融、农业上下游龙头企业等，推动普惠金融服务“三农”，实现农村金融综合服务的渠道提供商、农村市场投融资服务中介、信用信息采集三大功能，以综合化农村金融服务引领“三农”经济发展。

大安市艾里蒙古族乡民生村——稻米加工厂项目

永安期货投入资金并与当地扶贫资金配套使用为主，吉农金服协调当地政府引入相关产业，根据民生村情况建设稻米加工厂扶贫开发项目，运用当地原料资源优势，带动当地脱贫致富。

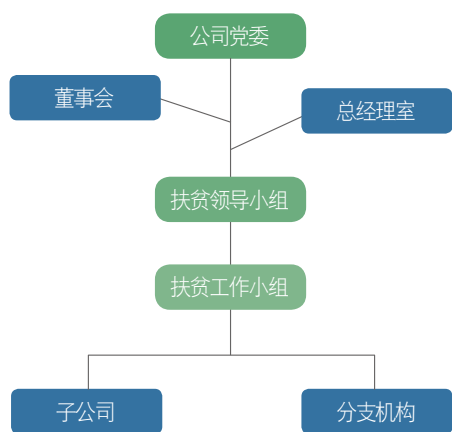


图1 走访建厂地



民生村位于大安市西北部，距大安市90公里，为蒙古族聚居村，民风淳朴、友善好客。该村拥有稻田合作社与养殖合作社，共有“建档立卡”贫困户112户，贫困户多通过土地、劳动要素入股方式入社获得分红，这样使合作社与贫困户直接建立稳定的利益联结机制，破解贫困家庭自我发展能力不足的问题。该村还积极开展“一诺三联四帮”活动，积极实现脱贫目标。

农民脱贫的核心是增收，增收的关键依靠产业，通过拟建稻米深加工项目这种“造血型扶贫”的方式实现农户脱贫。依靠“生产、加工、销售”供应链带动农民致富。通过稻米深加工增加产品附加值，增加贫困户的就业渠道，提高贫困户的收入水平，达到整村脱贫致富的目的。该稻米加工项目将辐射半径40公里、稻田面积1万公顷，带动周边村镇发展，实现“以点带片”达到区域脱贫效果。

该稻米加工企业为股份制，预计注资400万元。其中永安期货无偿提供120万元，由村委会牵头成立的农民专业合作社（筹）通过自有资金及吸引资金雄厚、拥有社

会责任的企业、个人资金（包括引入白城市一家稻米加工企业）注入300万元。资金用于兴建厂房、仓库，并留存部分流动资金。该项目选址已确定，四月中旬开工建设，预计7月中旬完工。

后续生产经营过程中，吉农金服以稻米采购订单、制成品应收款向企业提供担保及贷款，帮助企业做大做强，实现企业健康稳健发展。稻米加工厂一期工程为1万吨的稻米加工量（年加工量），能够带动20-30人（贫困户中有生产能力的人）就业。

合作社社员种植的水稻由稻米加工厂负责收购，稻米加工厂进行加工后利用自身的销售渠道解决售粮问题。贫困户一方面可获取水稻的销售收入，另一方面可通过合作社间接获取稻米加工厂的利润分红，同时有劳动能力的贫困户还可通过打工获取收入，从而实现脱贫致富。

过程中，吉农金服会协调银行等资金供给方和物业公司等增信方，为有需要的贫困户提供农资采购等经营性低息贷款。对稻米加工厂所需设备以融资租赁的方式提供。同时，吉农金服还将为该扶贫项目积极争取国家资金补贴。

大安市两家子镇同德村——玉米“保险+期货/期权”

开展“保险+期货/期权”试点，符合党和国家新时期的农业和保险政策。2016年中央一号文件《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》中指出“把农业保险作为支持农业的重要手段”、“探索开展重要农产品目标价格保险”和“稳步扩大‘保险+期货’试点”。

同德村隶属大安市两家子镇，距大安市51公里，全村234户常住人口中115户贫困户，属省长脱贫攻坚包保村。由于缺少产业支撑，土地相对贫瘠，畜牧业受市场波动影响大，村民收入来源比较单一，脱贫攻坚任务繁重。

永安期货通过与同德村“种植、养殖合作社”（已建立）合作，确保贫困户保底分红。目前参加合作社贫困户40余户，分红保底3000余元，共计10余万元，基本保证贫困户脱贫。此外，同德村贫困户水田、旱田种植面积约3000亩，永安期货为其代缴种植业农业保险保费2万元左右，以减轻农民经济负担，减少因灾损失，降低收入波动，促使农民放心生产。依据同德村贫困户种植面积，预估玉米产量1000吨，永安期货提供权利金10万元左右。

为保证同德村已有的“种植、养殖合作社”正常运转，

为后续扶贫工作助力，永安期货为该村两个合作社共计注入运营资金10万元，通过经济扶持保障后续扶贫工作的开展。

通过合作社扶持、种植险代缴及免费价格保险三种形式，永安期货拟提供共计22万元左右帮助贫困户增收脱贫，积极为脱贫攻坚、实现全面小康贡献自身企业责任与力量。

大安市月亮泡镇先进村——建立电子商务平台

先进村隶属大安市月亮泡镇，地处两省三县交汇处，物流交通便利。该村人口过千，人均耕地不足三亩，自然条件差。为白城市市委书记帮扶村，全村共贫困户75户、贫困人口169人，大多数因病、因残和丧失劳动能力致贫。该村具有电商产业园、农村电商服务站等产业基础，拥有药用价值的黄菇娘、月亮泡笨鸭蛋、月亮湖野生鱼等特色农产品。

永安期货将依据该村发展电商实际情况，帮助先进村提供电商人才培养、电商平台推广资金支持。购置物流车、租建仓储仓库，完善物流体系。帮助特色农产品推广，并且协调当地相关企业作为特色农产品的销售对象，让贫困地区对接电商市场。通过“互联网电商+特色农产品”的模式，拓宽特色农产品流通销售渠道，在

图2 与安图县精准扶贫帮扶协议签订仪式



图3 永安期货郑可青副书记接受安图电视台采访



图4 与大安市签订精准扶贫帮扶协议



提升特色农业竞争力和市场占有率的同时，让贫困户获取更大的收益。

通过提供扶持资金及电商农产品推广等帮扶形式，永安期货提供20余万元帮助搭建农产品特色电商品牌，通过电商的持续发展，推动贫困户增收脱贫。

安图县明月镇红星村——帮扶建立“品牌蛋鸡省级标准化养殖示范基地”

安图县为国家级贫困县，县政府驻地明月镇，地处长白山余脉，气候温凉湿润，环境优美。主要以绿色无公害食品种植业、养殖业、劳务输出业为主。该镇共有建档立卡贫困人口4687人，大多数贫困人口无稳定的收入来源。红星村原位于山中闭塞地区，政府已帮助村民实现整体搬迁。


永安期货将会同安图县及吉林省荣丰农业专业合作社联合社，采取“政府+产业+金融机构”形式实现“造血型扶贫”。依托长白山优势资源，建设品牌蛋鸡省级标准化养殖示范基地项目。

在产品生产中通过品牌鸡蛋增加产品附加值，增加贫困户的就业渠道，提高贫困户的收入水平，达到整村脱贫致富的目的；在销售环节中，一方面通过企业搭建

的线上电商，另一方面依托永安期货高净值客户搭建销售平台，推动企业良性发展。此外，运用养殖基地生物有机肥发酵技术，不仅使得畜禽粪便得到有效的处理和利用，同时可以提高土壤有机质含量，减少重金属污染和土壤板结现象，节能环保、提质增效。在加快实现脱贫致富目标的同时实现经济效益、社会效益双丰收，为安图县以品牌蛋鸡为核心的有机循环农业产业良性健康发展打下坚实的基础。

通过资金扶持、产品销售推广等方式，永安期货投入100万元作为资本要素帮助红星村贫困户入股养殖基地项目，实现贫困户入股分红与就业，帮助贫困户如期实现脱贫目标。

延长县黑家堡镇康家坪村——蔬菜大棚项目

永安期货拟向延长县人民政府提供200万元帮扶资金，具体用于支持黑家堡镇康家坪村建造60座3000米蔬菜大棚，配备防虫网、黄板、滴管、上墙、棚前排、水肥一体化等设施，使用标准化生产技术。通过帮助该村大力发展大棚蔬菜产业，促进76户201人贫困农户稳产增收和脱贫致富，实现“果蔬富民”目标。

（作者就职于永安期货）

发挥专业优势 全力精准扶贫

■ 文/中信期货

为贯彻落实中国证监会《关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》和中国期货业协会《关于推动期货公司履行脱贫攻坚社会责任的意见》精神，中信期货有限公司积极响应，公司党委研究决定成立了以方兴总经理为组长，公司领导严金明、武传贵、刘闯为副组长，各相关分支机构负责人为成员的扶贫攻坚工作组。同时，结合期货公司专业优势，制定扶贫攻坚工作方案，确立了产业扶贫、公益扶贫、教育扶贫、就业扶贫、专业扶贫的总体方向，明确了精准扶贫到人、精准扶贫到户、精准扶贫到村（企）、精准扶贫管理的工作要求，以具体指导公司扶贫攻坚工作的开展。

号令已下，方案既定，公司上下迅速集结力量，加快各个项目落地。

扶贫工作的前期调研

扶贫工作组和各相关分支机构在江西、广西、河

北等地进行了一个多月的走访摸排工作，行程3000多公里，涉及8个县17个乡镇近54个行政村。公司领导亲自带队，多次从北京、深圳、上海等地专程赴江西、广西、河北进行了实地考察调研。

在江西，我们得到了江西省金融办、江西省扶贫办以及江西省证监局的大力支持，经过充分调研，认真研究，与江西省鄱阳县政府、鄱阳县扶贫办，以及江西省东乡县政府、东乡县珀玕乡政府共同合作，围绕脱贫目标，优化扶贫方式，落实精准帮扶项目，确定了两个首批结对帮扶村，即江西省鄱阳县古县渡镇南坂村和江西省东乡县珀玕乡北庄村。

立足于专业扶贫、精准扶贫的工作要求，公司风险管理子公司选派得力专业人员历时半个月，走访了新疆喀什地区棉农，获取专业对接扶贫的第一手资料。哈尔滨营业部、大连营业部会同风险管理子公司，连续走访黑龙江主要玉米产地，深入农业合作社调研，为专业扶贫点的确定奠定了切实基础。





扶贫项目规划与实施方向

扶贫规划期为2016年12月至2020年12月。我们计划通过四年的产业扶贫、公益扶贫、教育扶贫、就业扶贫、专业扶贫等一系列扶贫措施，使帮扶地区实现基础设施完善、生活环境优化、教育配套全面、就业岗位显著增加的宜居目标。

我们将具体做好以下五方面工作。

第一，协助改善基础设施。参与帮扶村镇改善农田水利等基础条件，改善村镇的生活环境和生活设施；第二，用心做好公益扶贫。设立贫困户精准扶贫基金，辅助解决因病致贫困难户的燃眉之急；第三，扎实推进教育扶贫。优先支持贫困村教育事业，解决帮扶地教育方面的迫切需要解决的难题；第四，积极开展就业扶贫。为帮扶地专业对口的大学毕业生提供实习岗位并给予适当生活补贴，符合条件的优先转正录取；第五，大力实施专业扶贫。利用公司专业优势以及中信集团平台资源，结合帮扶地产业发展需求，为村镇提供专业支持。

结对扶贫项目介绍

经过前期的调研走访，首批结对帮扶项目已正

式启动。我公司与江西省鄱阳县政府、鄱阳县扶贫办，以及江西省东乡县政府、东乡县珀玕乡政府共同合作，确定了两个首批结对帮扶村，即江西省鄱阳县古县渡镇南坂村和江西省东乡县珀玕乡北庄村。

（一）江西省鄱阳县古县渡镇南坂村

南坂村隶属国家级贫困县江西省上饶市鄱阳县，地势以丘陵山地为主，洼地、缺水地占比较大，耕地面积4420亩。现有村小组10个，总人口3597人，其中贫困人口276人。南坂村位于古县渡镇边缘山区，区位较差，交通不便，信息闭塞，青年劳动力大量外出，产业结构单一，村集体经济薄弱，农田水利设施跟不上。被列为江西省“十三五”贫困村。

2016年12月28日下午至12月29日上午，方兴总经理带领公司扶贫攻坚工作组赴鄱阳县与鄱阳县人民政府签署了《中信期货有限公司与江西省鄱阳县关于精准扶贫项目合作备忘录》，并前往村里实地考察调研，确定了以下帮扶项目。

1. 改善帮扶村镇农田水利等基础条件

公司目前确定帮扶古县渡镇南坂村建设水利灌溉堤坝工程，为基础坝体建设提供20万元资金支持，资金于2017年1月份划拨到位。该堤坝建成后形成

一个小型水库，直接解决了近 500 亩水田的引水灌溉问题，间接受益水田近 2000 亩。

2. 捐建村民活动中心

根据南坂村村民和村委反映，经实地考察，南坂村圭沅村民小组是所有村小组中发展最不均衡的，生活环境较差，群众文化水平不高。针对这种情况，为提高村民思想以及文化素质，村委建议建设 1 座村民活动中心，中信期货拟捐助 10 万元。

3. 设立疾病专项帮扶基金

南坂村圭沅村民小组人口约 270 人，然而残疾以及精神病患者逾 50 人，很多家庭因病致贫。为了精准扶贫到人，帮助贫困人群解决燃眉之急，中信期货针对性地设立残疾群体帮扶基金 10 万元。为落实持续帮扶规划，公司将定期或不定期走访帮扶地的贫困户，及时给予贫困户必要的帮助。

4. 设立困难学生助学基金

优先支持贫困村教育事业。为帮助困难学生顺利完成学业，解决其生活上的难题，中信期货设立困难学生助学基金。项目规划资金 10 万元，其中，小学生每人每学期 400 元，初中生每人每学期 800 元，高中生每人每学期 1200 元，大学生每人每学期 2000 元。

5. 积极开展就业扶贫

一方面，公司积极配合扶贫地区引进农业、养殖

培训师以及其他易操作可实施的培训机会；另一方面，公司为鄱阳县专业对口的大学毕业生提供 100 个实习岗位，实习期间给予适当生活补贴，符合条件的毕业生将优先录取。

6. 大力实施产业扶贫

利用中信集团下属保险子公司或者其他保险渠道资源，为扶贫地区种植业提供灾害保险和产量保险。另外，充分发挥中信期货关于期权研究的专业优势，为扶贫地区水稻、生猪等劳动成果提供价格保险，切实推进国务院关于发展“保险+期货”服务三农的号召落实，降低因农产品价格下跌而给农户带来的价格风险，大大提高农民种粮积极性。

（二）江西省东乡县珀玕乡北庄村

北庄村隶属江西省抚州市东乡县珀玕乡，四面环山，以丘陵山地为主，地势复杂，耕地面积 2035 亩，总人口 2670 人，其中贫困人口 109 人，留守儿童 110 人，留守老人 97 人。农民人均年纯收入 5200 元。由于交通和区位较差，信息闭塞，耕地偏少，产业结构单一，村集体经济薄弱，农田水利设施陈旧，农业生产方式落后，地质灾害频发，具有典型贫困村的特征，2015 年被列为江西省“十三五”贫困村。

2016 年 12 月 28 日上午，公司与北庄村村委会签署了《中信期货有限公司与江西省东乡县珀玕



乡北庄村关于精准扶贫项目合作备忘录》，确定以下帮扶项目。

1. 留守老年儿童活动中心

北庄村现有人口 2670 人，其中老年人约 700 人，村庄留守老人居多，北庄村现无村民活动场所。为丰富北庄村老年人的生活，计划修建留守老年儿童活动中心。项目规划资金约 60 万元，项目启动时间为 2016 年 12 月。

2. 中信期货困难学生助学基金

北庄村现有贫困学生 23 人。为帮助困难学生顺利完成学业，解决生活上的难题，中信期货设立困难学生助学基金。项目规划资金约 20 万元，其中，小学生每人每学期 400 元，初中生每人每学期 1200 元，高中生及大学生每人每学期 1600 元，2016 年度助学基金 40800 元已经发放到位。

3. 中信期货重病救助基金

北庄村重病发病率较高，患癌症的人员较多，现有贫困户中有 6 人是因为重病致贫，仍有 6 位癌症患者未列为贫困户，预计明年会纳入贫困对象，共计 12 人。重病救助对象每年根据实际情况动态调整。为减轻不幸罹患重病村民的生活压力，给予力所能及的帮助，我公司设立中信期货重病救助基金。项目规划资金 20 万元，项目启动时间为 2017 年 10 月，项目结束时间为 2020 年，每年 5 万元救助基金。

4. 中信期货村民健身广场

根据规划，将在北庄村社会主义新农村建设点修建 2-8 个村民健身广场，每个健身广场项目资金为 7 万元，其中硬化 6 万元，亮化 1 万元。项目启动时间为 2017 年 1 月。

从产业入手 发挥专业优势 扶贫工作出新招

公司分别对新疆棉花、黑龙江玉米、海南橡胶品种设计了“保险 + 期货”合作项目，从而达到精准扶贫的目标。

其中，上海国际棉花交易中心“保险 + 期货”合作项目由公司风险子公司——中证资本参与共同承做，通过上海棉交中心保价业务精准扶贫新疆喀什地区棉农。期权费由上海援疆办出资，项目总规模 2000 吨左右。

黑龙江的海伦玉米“保险 + 期货”项目由哈尔滨营业部、大连营业部牵头，中证资本专业协同，开展场外期权服务“三农”模式。2017 年 1 月 8 日，公司与黑龙江省海伦市百华农机合作社、东兴农机合作社签订场外期权扶贫合作协议，确保当地农民 2000 吨玉米不受价格下跌波动的影响；防止玉米价格大幅变动危及当地农民的生活，提高农民生产粮食的积极性。公司免费赠送农业合作社玉米看跌期权，权利金 8.8 万元。目前已履约完毕，合作社农户的利益得到了预期保障。公司会同大连商品交易所在海伦市开展了玉米期货套期保值知识培训，让农民掌握金融工具为农业生产服务。

4 月 7 日，公司海口营业部与海南省临高县及人保财险海南分公司签署“保险 + 期货”合作备忘录，为临高县胶农的 2200 吨天然橡胶提供价格保险，保障胶农不受橡胶价格下跌的影响。海南橡胶“保险 + 期货”项目正在推进中。

将扶贫工作进行到底

今年 3 月 29 日，公司响应协会号召，走进革命老区，与陕西省延长县签署了精准帮扶备忘录，预计投入不少于 100 万元，将扶贫工作深入推进。

在中国证监会和中期协的领导下，在地方证监局及地方政府的支持配合下，我们将切实贯彻精准扶贫、专业扶贫的工作要求，密切跟进既立项目的进展，并挖掘发挥中信集团的资源优势，积极探索“保险 + 期货”的新模式，建立健全期货公司精准扶贫的长效机制，在充分履行国有企业社会责任的同时，为国家全面脱贫攻坚战略目标实现添砖加瓦。■

立足期货市场 全面精准扶贫

——海通期货扶贫经验介绍

■ 文/蔡婷婷 苏宜政

为深入贯彻中央关于扶贫工作的统一部署，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》，响应这两年中央一号文件提出的“积极引导涉农企业利用期货、期权管理市场风险”的号召，以及相关监管工作会议精神，积极承担企业社会责任，海通期货及风险管理公司海通资源开展了系统性规划，并协同多方资源与力量，以扶助农业产业为驱动，于2016年底启动了《海通期货产业扶贫项目》。

该项目考量不同期货品种的特性以及全国各地主

要经济产业的特点，在全国由南到北选取了832个贫困县中的4个代表性贫困县结成合作对象，形成了海通期货全面系统性精准扶贫的4个子项目，分别为海南省琼中黎族苗族自治县（简称“琼中县”）“橡胶场外期权”精准扶贫项目、云南省勐海县“白糖场外期权”精准扶贫项目、河南省商丘市睢县“鸡蛋利润指数场外期权”精准扶贫项目，以及黑龙江省绥化市明水县“玉米场外期权”精准扶贫项目。此外，公司还积极参与与中期协组织的助力陕西省延长县精准脱贫活动，为

图1 海通期货与海南琼中福岛橡胶合作社举行签约仪式



图2 海通期货与琼中县农业局讨论扶贫计划书



贫困县提供了资金捐助。

公司利用成熟的金融衍生品避险技术，通过场外期权的形式，结合贫困县支柱性经济产业特色，提供定制化服务，为农业产品价格下跌风险进行保护，将来自市场的风险重新转移回市场，以增强农户的价格风险对抗能力。

场外期权风险管理方案的操作方式为：农业合作社代表农户，与海通期货建立合作，向海通期货风险管理子公司海通资源购买标的农作物的价格下跌保险（扶贫项目保险金全部由海通期货支付）。当标的价格下跌时，虽然合作社收入减少，但因合作社在前期购买了标的价格下跌保险，能获得海通的赔付来弥补收入减少的部分，从而规避风险；而当标的价格上涨，合作社仍可在市场高价出售产品，无后顾之忧。所以场外期权能为合作社规避价格下跌的潜在风险，稳定农户的收益提供更好的平台。

海通资源卖出场外期权后，利用金融衍生品风险管理专业的优势，在期货市场进行相应的期权复制与对冲，从而转移和化解市场价格风险，并通过权利金的收益来获得部分补偿。最终运作主体双方各尽其能，形成风险分散、共同受益、合作共赢的有效闭环。

海南琼中县——场外期权保障胶农种植收益

天然橡胶是我国重要的战略物资和工业原料，而近些年来橡胶价格整体出现了大幅下滑，给天然橡胶产业稳定发展带来极大的威胁。2016年，虽然天然橡胶价格有明显的回升，但是由于价格的大幅波动，给天然橡胶生产收益带来很大的潜在风险，加上橡胶生产成本的上升，严重影响了橡胶正常生产以及胶农的积极性。

2017年1月5日，海通期货联合人保财险赴海南省琼中考察，并与海南琼中福岛橡胶专业合作社在海南省

琼中县举行了签约仪式。海通期货充分发挥期货公司在衍生品市场上的优势，联手海通资源，利用场外期权，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。

此次琼中福岛橡胶专业合作社代表胶农开展扶贫合作，该合作社是海南较大的橡胶合作社之一，有社员1000余人，主要为当地黎族苗族等少数民族社员，种植橡胶面积24000亩。由于胶价大幅下跌会影响社员割胶积极性，也不利于社员增收，因此合作社代表胶农参与场外期权精准扶贫项目，给胶农获取一份保障，实现胶价下跌但不影响胶农收入的理想目标。海通期货在该项目中将金融服务送到海南少数民族手中，帮助海南贫困县村民学习了解金融知识以最终实现脱贫致富，受到了当地政府与胶农的热烈欢迎。

2017年2月17日，海通期货及海通资源与琼中福岛橡胶专业合作社正式执行橡胶场外期权保险方案，将保险期间的天然橡胶均价锁定在18335.8元/吨，目前，该项目已接近尾声。当前，天然橡胶的价格在14500元/吨左右，依据合同约定，保险期间橡胶均价低于18335.8元/吨时，胶农将获得海通期货的保费补偿，规避保险期间胶的价格下跌风险，免除胶农的担忧，保障胶农的种植收益。

云南勐海县——场外期权为蔗农保价护航

云南省是我国植蔗面积及产糖大省。甘蔗及糖产业链是其重要的经济支柱之一，也是云南傣族少数民族聚居地、全国832个贫困县之一的勐海县的支柱产业之一。

经过市场调研，并结合公司实际情况，公司于2016年底启动云南白糖“场外期权”精准扶贫任务，将云南勐海县锁定为扶贫合作对象。2017年初，海通期货扶贫调研组在勐海县开展了实地调研，了解当地合作社的需求，分析风险来源，并对合作社农户进行了相关套期保值的培训。

以勐海县给力农业社合作为蔗农代表，海通期货

为其量身定制了白糖场外期权保险方案，并于2017年3月6日正式执行。该方案执行过程顺利，交易合约已于2017年4月5日到期。依据合同约定，到期时白糖保险期间均价低于合同约定的6747.3元/吨价格，海通期货为勐海县给力农业专业合作社社员提供了保险补偿，有效地增强了蔗农对抗白糖价格下跌的风险。

河南睢县——场外期权对冲禽业养殖风险

河南省是我国重要的鸡蛋主产区之一，众多农户、农业企业从事蛋鸡养殖行业，形成了鸡蛋产业由上至下产业链经济。2016年底，海通期货启动河南鸡蛋“场外期权”精准扶贫任务，并锁定河南睢县作为扶贫合作对象。

睢县属国家扶贫开发重点县，有大批农户从事蛋鸡养殖行业，受规模条件、卫生条件、养殖技术影响，逐渐形成了以禽业龙头企业为市场引导先锋，全程服务蛋鸡养殖户的模式。

2017年1月5日，海通期货到睢县开展实地调研，以获得大连商品交易所“场外期权”试点项目资格的鸡蛋利润套保指数场外期权为基础，以定制化的鸡蛋利润套保指数为交易标的，针对蛋鸡养殖农户的实际利润设计专属的场外期权保险产品，以“国家扶贫龙头企业”河南省惠民禽业有限公司为蛋鸡养殖农户的总体合作代表，签订场外衍生品交易协议，落实鸡蛋利润指数期权交易，将蛋鸡养殖农户面临的市场风险真正进行了对冲。

2017年2月17日，海通期货吴红松总经理亲自率队赴河南省睢县，与河南省惠民禽业正式签约，开始执行鸡蛋利润场外期权保险扶贫方案。该交易合约已于4月10日到期。保险期间，鸡蛋利润指数均价低于合同约定的2241元/吨，依据合约条款，惠民禽业相应获得海通期货的保险补偿。

鸡蛋利润套保指数场外期权是海通期货期权团队通过跟踪蛋鸡养殖农户的真实收益曲线而设计，非常

符合蛋农的经营避险需求。尽管本项目保险期间鸡蛋利润指数并未遇到大幅下跌行情，但此次成功的合作为蛋鸡养殖农户打开了利用金融工具的大门，切实增强了蛋农对抗鸡蛋利润下跌的风险。场外期权有望后续在蛋鸡养殖地区做深入推广，惠及更多更广蛋鸡养殖农户。

黑龙江明水县——场外期权保障玉米种植收益

黑龙江为我国的玉米及大豆的重要生长区域，属于中央一号文件重点地区，在临时收储政策相继取消的情况下，2016年底，海通期货启动黑龙江玉米“场外期权”精准扶贫任务，并锁定大兴安岭南麓特困片区扶贫连片开发重点县的明水县作为扶贫合作对象。

玉米的种植加工是明水县村民主要的经济来源，当地村民自发组建了明水县明兴玉米种植专业合作社。该社目前有社员100多户，覆盖了主要的玉米种植户，是当地最大的玉米合作社之一。

2017年1月5日，海通期货到明水县开展了实地调研，并与明兴玉米种植专业合作社签署合作意向书及场外衍生品交易主协议与补充协议。

2月13日，海通期货与明兴玉米种植专业合作社

正式执行玉米场外期权保险方案，该交易合约已于今年4月12日到期。玉米价格在保险期间均高于合同约定的1572元/吨，根据合约规定，明兴玉米合作社虽无需获得保险补偿，仍可在市场上以高价出售玉米，同样达到了锁定玉米价格风险的目的。

助力陕西延长县精准脱贫

海通期货积极参与中期协组织的助力陕西省延长县精准脱贫活动。经实地走访，公司与延长县人民政府签署了精准帮扶备忘录，将90万元扶贫资金精准投入到袁家村黑猪舍饲养项目（60万元）和黄古塬村果园林下生态养鸡项目（30万元）。

海通期货及海通资源立足期货市场，结合各贫困地区的经济产业特色，以专业的金融衍生品风险管理技术和经验全面实施精准扶贫战略。目前，第一阶段扶贫试点项目正逐渐收获成效。海通期货及海通资源还将充分发挥金融风险管理的专业技能，以点带面，深入推进产业扶贫计划，基于区域产业特色量身设计风险管理方案，将市场风险科学有效在期货市场对冲、转移，减轻农户及政府的经济产业市场风险负担，为全面完成扶贫攻坚任务贡献智慧和力量。^[1]

（作者就职于海通期货）

图3 海通期货到福岛橡胶合作社调研橡胶生产情况



三方合作共赢， 打造铁矿石套保新模式

——冠通期货服务河北某钢铁集团案例解析

■ 文 / 冠通期货

河北某钢铁集团成立于2009年12月，2015年实现销售收入超650亿元，总资产超过350亿元，具备年产钢1100万吨的生产能力，是集钢铁冶炼、装备制造、地产、金融租赁等产业于一身的综合性集团公司。

一、实地调研，发挥股东优势，解决企业就近交割需求

钢铁集团的主要成员A钢铁冶炼企业（以下简称A冶炼企业），已在冠通期货开展套期保值操作，主要方式是对原料的买入保值。为更好地服务企业，冠通期货对A冶炼企业进行了现场需求调研和期货知识培训。在驻厂期间，了解到A冶炼企业迫切需要进行铁矿石买入保值，以大幅降低原材料采购环节的成本。但A冶炼企业在买入套保过程中又担心，实物交割环节无法在就近的港口拿到与公司高炉烧结匹配度高的铁矿石现货。这一担心制约了A冶炼企业，使其始终无法大量买入保值。

针对企业需求，冠通期货发挥自身股东优势，积极与其大股东B贸易集团协商，借助B贸易集团优势，为企业提供现货贸易服务，优化A冶炼

企业期货保值业务。B贸易集团是一家在精细化工、天然橡胶、铁矿石、焦煤等领域从事实业投资、物流、贸易分销等国际化经营的大型国有控股上市公司。在冠通期货的积极协调下，B贸易集团与A冶炼企业一拍即合，经过多次协商，逐步完善形成了目前多方共赢的商业模式。

二、具体运作思路与参与流程

首先，B贸易集团与冠通期货共同参与A冶炼企业的采购和套保方案的定制。A冶炼企业在期货上布置多单买入铁矿石，满足生产需求进行采购，并持有至交割月。如果期货头寸最后不参与交割，A冶炼企业可在冠通期货的辅助分析或指导下选择平掉多头持仓；如果需转入交割环节A冶炼企业则需与B贸易集团进行合作。

然后，进入交割环节，B贸易集团和A冶炼企业签订仓单换现货合同，即现货采购合同，仓单转至B贸易集团名下，由冠通期货、A冶炼企业和B贸易集团三方前往交割库实地查验矿石品质；A冶炼企业生产所需的现货则由B贸易集团采购并运送至A冶炼企业指定的港口接收。

最后，由于仓单交割品质的不确定，根据三方查验结果，A冶炼企业可在转让仓单过程中给予B贸易集团一定让利，而B贸易集团则需要确保A冶炼企业能接收到满意品质的现货，达到共赢。

三、参与三方的收益分析和风险防控

本文根据上述案例实际运作情况，以2015年7月末的数据为基准，分析了A冶炼企业、B贸易集团和冠通期货这三方各自的风险与收益。具体情况如下。

（一）A冶炼企业

1. 收益分析

一是由于B贸易集团有实力保障A冶炼企业就近提货，使得A冶炼企业稳定地获取铁矿石贴水利润，减少了原材料的采购成本；二是A冶炼企业与世界500强大型国有企业B贸易集团开展合作可以拓展其客户群体，有助于扩大业务规模。

2. 风险防控

A冶炼企业最大的风险是无法按时拿到符合要求的现货，从而影响正常的生产。这就需要A冶炼企业与B

贸易集团双方签署换货协议确定交货的时间、品位和交货地点，同时增加了三方实地检验的环节；入场时机不佳价差继续扩大会造成交易性风险，冠通期货利用专业优势，在设计入场条件时充分考虑各品种之间的价差，为保值入场提供充分的价格优势，从而使得交易性亏损可能比较小，多数情况下可以获利平仓。

（二）B 贸易集团

1. 收益分析

B 贸易集团在辅助 A 冶炼企业完成期现结合采购的过程中，可以逐步建立信任关系，成为 A 冶炼企业首选的现货供应商，扩大铁矿石的销售规模。同时，B 贸易集团与钢厂的合作过程中，可以获得等同于现货销售的收益。

2. 风险防控

首先是 B 贸易集团无法确定具

体的仓单交收地点，因此无法确定该区域是否有稳定的客户群体来保证提货快速售出；其次不同港口的仓单提货费用不同，或部分稀释价差利润；另外目前期货价格对港口现货处于贴水状态，且这种贴水结构仍将保持相当长的时间，但不排除未来贴水结构转变带来的提货风险。

（三）冠通期货

冠通期货在该合作模式下的收益如下。

一是冠通期货在该业务合作中完善了服务现货产业客户的业务模式；二是业务模式成熟后可以进行复制，帮助冠通公司拓展产业客户；三是冠通期货可以参与到 A 冶炼企业的实际运营，通过对企业盈利状况的监控，逐渐完善期货交易模型，服务期货资产管理业务。

其中重点是通过服务实体产业

反哺期货资产管理业务。由于目前期货上市的黑色产业链品种已经相当完备，从产业上游的铁矿石、焦煤到产业终端的螺纹钢、热轧卷板，基本覆盖黑色全产业链。黑色产业链内部的各个品种具有非常强的正相关性，这也为最终实现价差、价格比套利模型的盈利提供了重要理论依据。

冠通期货在对产业客户服务的过程中加深了对黑色产业链的理解，通过产业链的强弱逻辑实现产业链内的套利投资模式。该模式在服务冠通核心客户和近期发售的几期资产管理产品中进行实盘应用，取得了丰厚的投资回报。

四、案例启示

综上所述，在此次 A 冶炼企业、B 贸易集团和冠通期货三方进行创新合作套保的过程中，三方秉承合作共赢的原则，紧紧抓住各方核心诉求，积极拓展新的业务模式是最终取得成功的关键。

A 冶炼企业积极打破传统的采购模式，利用期货价差锁定原料成本，形成理念和业务模式上的突破；B 贸易集团在此次合作套保中，深入了解了铁矿石的交割环节，为进一步做大铁矿石贸易量积累了丰富经验；冠通期货在此次服务产业客户的过程中，实现了套保系统与现货贸易的实战对接。同时，通过与 A 冶炼企业和 B 贸易集团的合作深入了解了黑色产业链的核心运行逻辑，用以反哺期货资管，取得了从服务现货产业客户到形成资产管理产品品质的飞跃。

表 1 A 冶炼企业利润核算表

期货端	现货端
2015 年 7 月末，冠通期货的铁矿石价差保值系统发出买保信号通知 A 冶炼企业进行买入保值；A 冶炼企业将 2015 年四季度部分原料采购利用期货进行价格锁定；当时盘面价格为 380 元 / 干吨	天津港 8 月初现货折合干基价格为 410 元 / 干吨。A 冶炼企业进行正常的现货原料采购；与此同时在期货市场上进行相应采购数量的平仓操作。由于临近交割，期货价格与现货价格基本保持一致
期现综合盈利：410-380=30 元 / 干吨，即可实现每吨铁矿石采购价格降低 30 元，扣除交易成本、A 冶炼企业对 B 贸易集团的利润让渡，综合采购成本可比现货降低 20 元左右	

表 2 B 贸易集团的利润核算表

现货销售端	外矿采购端
当前的港口现货销售车板价格为湿基含税 420 元 / 吨，假设期货交割的结算价为 420 元 / 吨，此为干基含税价，合湿基含税 378 元 / 吨 现货销售端盈利 = 现货销售价 - 仓单结算价 - 出库费（15 元 / 湿吨）= 420 - 378 - 15 = 27 元 / 湿吨。	普氏铁矿石 62% 指数 57.25 美元 / 吨，外矿采购，普氏加 1 美元成交，合湿基含税 380.25 元 / 吨 外矿采购端亏损 = 仓单结算价 - 外矿采购价 = 380.25 - 378 元 = 2.25 元 / 湿吨
内外购销综合盈利：27 - 2.25 = 24.75 元 / 湿吨	

商品期权市场投资者适当性制度研究

■ 文/陈安平 肖家曦 赵芸 王涛

投资者适当性制度是成熟市场普遍采用的一种投资者保护措施，在保护投资者权益和维护市场平稳运行方面发挥了重要作用。

我国境内的投资者适当性制度最先发端于银行理财产品业务，2005年银监会发布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》，要求商业银行在向客户推介投资产品时，应了解客户的风险偏好、风险承受能力，评估客户的财务状况等信息，并向客户解释相关投资工具的运作市场及方式，揭示相关风险，这些规定具备了适当性的部分内涵。之后，随着证券业务的不断丰富，金融期货、股指期货等新产品的推出，适当性制度在各个领域陆续实施并逐渐形成体系。

今年，豆粕期权、白糖期权已经上市。期权作为金融衍生工具，专业性较强，对参与者的知识水平、风险承受能力等要求都比较高，商品期权要平稳顺利运行，必须妥善设置投资者适当性管理制度，并督促经营机构严格执行和落实。

期权市场需要投资者适当性制度

适当性制度是成熟市场普遍采用的一种投资者保护措施，历经多年的发展与市场考验已日趋成熟，尤其是在次贷危机后，适当性制度在规范金融机构行为与保护投资者合法权益方面的作用更加凸显。适当性制度能在一定程度上调和金融中介机构和投资者信息不对称的关系，约束金融机构盲目发展客户、投资者盲目投资的行为，避免将金融产品提供给风险不匹配的投资群体，是保护投资者的第一道关口。

我国期权市场刚刚起步，绝大多数投资者对期权的了解非常有限，市场各方的经验也严重不足。同时，我国期货市场还存在投资者结构不合理、风险承受能力弱、期货公司盈利渠道单一等问题。期权作为一项金融衍生工具，专业性相对较强，如果投资者缺乏期货和期权基础知识，缺少期权交易经验，对期权运行原理不理解，很难在市

场立足，甚至易因此蒙受损失。

适当性制度对期货公司和投资者的规定和约束，可以引导期货公司有序开展业务，督促期货公司持续开展投资者教育，引导投资者理性投资，保障期权市场的平稳运行和健康发展。

期权市场投资者适当性制度难点

我国金融市场引入适当性制度后，在保护投资者利益、维护金融市场健康发展等方面发挥了重要作用，随着金融创新步伐的加快，投资者适当性制度已经成为金融产品创新的基础制度之一。然而，我国适当性管理工作在实施过程中依然存在着不少问题，对于商品期权来说，主要面临以下几方面问题：

（一）商品期货市场首次尝试

除金融期货外，我国期货市场目前尚未实施适当性制度，商品期权是商品期货市场实施投资者适当性制度的首次尝试，市场参与者的认知有限，期货公司的管理经验有

限，交易所的监管实践也有待丰富。

为更好地推进期权投资者适当性制度落地，发挥适当性制度在防范风险、保护投资者合法权益等方面的作用，同时便于投资者以统一准入标准进入商品期权市场，在商品期权筹备阶段，证监会组织三家期货交易所本着统一标准、减少交易所间规则差异的原则，起草了期权投资者适当性管理办法。但是，作为商品期货市场首个实施适当性制度的产品，制度实施过程中依然会面临管理经验不足等困难和问题，需要提前做好准备。

（二）市场主体认知程度有待进一步提高

投资者适当性制度的落实需要监管机构、金融中介机构和投资者的共同努力。其中，中介机构是履行适当性义务的责任主体、是适当性制度发挥作用的基础，投资者是适当性管理的客体、是适当性制度保护的对象，但当前这两大市场主体对适当性制度的认知还存在一定局限。

一是，从其他金融产品的实践看，金融中介机构作为营利组织，开发客户扩大盈利是其内生追求，而适当性制度一定程度上增加了客户开发流程，加大了客户开发成本。因此，需要引导中介机构进一步认识到适当性制度的意义。

二是从更微观的角度来看，金融机构普遍实施佣金制度，产品销售人员努力地开发客户以赚取更多

的佣金，投资者风险承受能力并非其销售产品时考量的主要因素。因此，在金融产品的销售中，不排除投资者风险评估走过场或者风险揭示不到位的情况。

三是投资者本身对适当性的认知不足也一定程度上影响了适当性制度的实施效果。金融产品往往风险与收益并存，尤其使用杠杆的产品更有可能在短期内实现巨额收益，在高收益的诱惑下，投资者很容易忽视其中蕴含的高风险。所以，虽然监管机构一直致力于投资者保护工作，但中小投资者购买与自身风险承受能力不相符的产品导致巨亏的事件仍时有发生。

（三）制度落地和实施存在一定困难

适当性原则作为一种理念不难理解，也被各类金融产品广泛采纳，但其实际落地却很复杂，不同市场、不同产品、不同主体的操作均可能存在差异，部分规定还存在可操作性差等问题。

比如，欧美适当性规则要求金融中介机构详细了解客户的基本情况，包括财务状况、知识和投资经验、投资目标、财务需求、风险承受能力等，以评估所销售的产品是否适合客户，但事实上，前述情况主观性都比较强，中介机构很难掌握客户的完整信息。

期权投资者适当性制度在具体实施过程中也可能面临执行标准不具体而很难落地等问题，制度无法

得到有效实施。境外有研究指出，金融中介机构在“了解你的客户”系统上的平均合规成本很高，大型机构客户尽职调查成本甚至更高。因此，人力不足和监管要求变化是中介机构在落实适当性要求时面临的主要问题。同时，通过对企业客户的并行调查发现，大部分受访客户表示“了解你的客户”系统体验不佳，部分客户甚至还因此改变了与金融机构的关系，适当性相关规定还延长了企业客户参与所需要的时间。

投资者适当性制度为期权市场保驾护航

商品期权将为广大投资者提供新的金融工具，丰富我国衍生品市场结构。然而与以往产品不同，期权独特的属性和风险特征要求投资者具备较强的专业知识、专业投资能力和风险承受能力。为维护投资者合法权益，避免尚未准备好的投资者盲目入市带来意外损失，保障期权市场平稳、规范、健康运行，确保期权更好地发挥服务实体经济的功能作用，建立投资者适当性制度成为市场创建初期的一项必要举措。

大连商品交易所在深入研究国内外期权市场适当性制度的基础上，结合我国期货市场实际情况，制定了《大连商品交易所期权投资者适当性管理办法》，这是期货交易所针对其特定产品和服务，以产

品准入条件为核心的首部适当性管理办法。

（一）制度设计原则

维护投资者的合法权益。期权投资者适当性制度本质上是一项投资者保护制度，即根据期权的产品特征和风险特性，区别投资者的产品认知水平和风险承受能力，选择适当的投资者审慎参与期权交易。因此，在对期权投资者进行充分风险教育的同时，需要通过设置适当的程序和要求，建立与期权风险特征相匹配的投资者适当性制度，以适应我国以个人投资者为主的期货市场现状，从源头上深化投资者风险教育，避免投资者盲目入市，真正做到维护投资者合法权益。

明确实施标准，提高可操作性。适当性制度的核心原则是“了解客户”、“了解产品”和“将适当的产品销售给适当的客户”，在判断是否了解客户、产品和客户是否匹配等关键问题上具有较强的主观性，若标准不明确将在很大程度上影响制度实施效果。因此，在规则制定过程中，应尽可能明确有关条款的实施标准，落地于可量化可衡量的具体指标，提高适当性制度的可操作性。

选择适当的客户审慎参与期权交易。明确期货公司会员应当向投资者充分揭示期权风险，全面客观介绍期权法律法规、业务规则和产品特征，严格验证投资者资金、期权仿真交易经历或真实交易经历，

测试投资者的期货、期权基础知识，审慎评估投资者的风险承受能力，认真审核投资者期权交易申请材料。同时规定期货公司会员应当引导客户遵守与期权交易相关的法律、行政法规、规章及交易所业务规则，持续开展风险教育，加强客户交易行为的合法合规性管理。

投资者审慎决定参与期权交易并遵守“买卖自负”原则。投资者应当全面评估自身的经济实力、期权认知能力、风险控制与承受能力，审慎决定是否参与期权交易，并遵守“买卖自负”的原则，承担期权交易的结果，不得以不符合适当性标准为由，拒绝承担交易结果与违约责任。同时，投资者应当如实申报期权交易权限申请材料，不得采取虚假申报等手段规避适当性制度要求。投资者应当通过正当途径维护自身合法权益。

保障期权市场平稳运行。与期货相比，期权的专业性更强。其交易原理相对复杂，买卖双方风险收益不对称，组合交易策略众多且灵活，对投资者专业化水平要求更高。实行适当性制度，要求投资者具有商品期权仿真交易经历，强化期货期权知识培训和教育，使投资者充分了解期权的风险特点和交易规则，树立理性的投资意识，养成良好的投资习惯，避免盲目参与期权交易，保障期权市场的健康运行。

（二）制度主要条款

期权投资者适当性管理办法明确期权市场投资者准入条件，指导和监督会员落实投资者适当性各项要求；期货公司会员则要落实适当性管理要求，选择适当的客户参与期权交易，并向交易所报备；客户要根据适当性准入条件，审慎决定是否参与期权交易。

“三有一无”的适当性标准。适当性管理标准主要内容是“三有一无”。个人客户适当性标准包括以下三个方面：一是资金要求，开通期权交易权限前五个交易日结算后，保证金账户可用资金余额不低于人民币10万元；二是期货期权基础知识要求，客户须通过交易所认可的知识测试；三是仿真交易经历要求，客户须具有累计10个交易日、20笔及以上的期权仿真交易成交记录，同时须具有交易所认可的期权仿真交易行权经历，即主动行权记录。

对于一般单位客户，除参照执行自然人客户的标准要求外，还要要求其具备期权交易内部控制、风险管理等制度。此外，若客户存在重大不良诚信记录，法律、法规、规章和交易所规则禁止或者限制从事期货和期权交易情形的，不得参与期权交易。

在适当性豁免方面，对于特殊单位客户、做市商和最近三年内具有交易所认可的期权真实交易经历的客户，期货公司会员可以不对其

“

加强规则宣讲，提高投资者对适当性制度的认知程度。目前，我国金融期货及股票期权等产品均已经实施了适当性制度，适当性理念在期货市场各参与者中已经具有一定的共识。在此基础上，应当进一步加大规则宣讲力度，扩大宣讲覆盖面，提高投资者对期权适当性制度的认知程度。

”

资金、知识水平和仿真交易经历，即“三有一无”条件的“三有”进行评估。


客户的相关义务。为促进客户提高风险防范意识和自我保护能力，适当性制度规定，客户应当全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制与承受能力，审慎决定是否参与期权交易。客户应当如实申报材料，不得采取虚假申报等手段规避客户适当性标准要求。客户应当遵守“买卖自负”的原则，承担期权交易的履约责任，不得以不符合适当性标准为由拒绝承担期权交易履约责任。客户应遵守法律法规，通过正当途径维护自身合法权益，不得侵害国家利益及他人的合法权益，不得扰乱社会公共秩序。此外，适当性制度还明确了对客户的各项适当性要求及评价，不构成投资建议，不构成对客户的获利保证。

对期货公司会员做好制度实施提出具体要求。适当性制度的核心理念是把适当的产品销售给适当的投资者。因此，期货公司会员是落实适当性制度的主体，应当按照有关规定，严格执行制度各项要求，审慎选择客户。一是期货公司会员制定实施方案，建立工作制度，完善内部分工与业务流程，及时将开通期权交易权限的客户交易编码向交易所报备；二是向客户充分揭示期权风险，全面客观介绍期权法律法规、业务规则和产品特征；三是

认真审核客户期权交易权限申请材料，包括验证客户的资金和交易经历，测试客户的期权基础知识，审慎评估客户的诚信状况和风险承受能力；四是建立资料档案，为客户保密；五是完善客户纠纷处理机制，及时化解相关矛盾纠纷。交易所作为自律监管机构，可以对期货公司会员适当性制度的执行情况进行核查。发现违规行为的，交易所将对有关期权经营机构和责任人员进行相应处分，确保适当性制度落实到位。

（三）后续安排及建议

加强监督检查，确保期货公司严格落实制度要求。金融中介机构是投资者适当性义务的责任主体，同样，期权投资者适当性制度能否有效落地很大程度上也依赖于期货公司是否严格执行制度要求。因此，除强化期货公司的责任意识外，还需加强对期货公司落实适当性制度的监督检查，督促期货公司严格执行适当性制度各项规定，落实有关要求。

加强规则宣讲，提高投资者对适当性制度的认知程度。目前，我国金融期货及股票期权等产品均已经实施了适当性制度，适当性理念在期货市场各参与者中已经具有一定的共识。在此基础上，应当进一步加大规则宣讲力度，扩大宣讲覆盖面，提高投资者对期权适当性制度的认知程度。
(作者就职于大连商品交易所交易部)



银河期货杨青： 坚守，方能体现行业价值

■ 文/特约通讯员 孙慧平

熟知杨青的人，对他的评价是低调、严谨。

果不其然，谈话之始，他便言语不多，没有夸张的手势和表情，亦没有高昂的声音和语调。因为在行业里有着20多年的积淀，他的表达并不沉闷，且颇有见地。

每个人的生命中，都会遇到软弱、遇到茫然，有些人坚持了梦想、克服了难以想象的苦难，便把不可能也变成了可能。在一个行业坚持

20多年，他是否想过退缩，又是如何度过那些痛苦与迷茫期？

“我有很朴素的想法，这个行业跟我们市场经济的发展一脉相承，一定有价值也有发展空间。”在他看来，坚持需要有“阿甘”精神，尤其是思维活跃的年轻人，得埋下头、沉下心，切忌好高骛远。

只问耕耘 莫问收获

从一个底层业务人员，一步一

个脚印，到银河期货的掌舵人，他和普通人一样，也曾平凡、也曾动摇。

1993年，怀着理想和抱负，杨青毅然决然来到这个行业。彼时，南巡讲话刚刚结束，国内呈现出欣欣向荣的开放格局，金融行业以崭新而又朝气蓬勃的姿态出现、发展。

没有经验，谁不是在摸着石头过河呢。无论是交易所还是监管方，中小散户还是万国证券等大型金融机构，都在试水中前进。不出几年，

一腔热血便被市场的混乱迹象消耗殆尽。

杨青讲了一个故事，来描述当时的无序。“327 国债事件”爆发当天，一位好友借钱做国债，一天本金就亏光了，晚上吃饭时特别痛苦。第二天，监管政策发出，前一天交易被宣布作废，这位朋友的借款失而复得，乐得眼泪都要掉出来。

从历史经验教训来看，过度投机对市场、对监管、对投资者都会造成非常大的伤害。“期货，本身是一个非常好的衍生品工具，但一把菜刀是生活中做饭的工具，却也可能是作案的工具，全在于如何利用。”他说道。

有没有想过离开？

对于这个问题，他认真地说，男怕入错行，当时心里也曾有过两次较大的动摇，只觉得应该体现出自己的价值，才不枉在这个行业走一圈。当时，他就比较清楚西方发达国家期货市场发展历程，在自己的概念中，期货行业是工具型的行业，在资本市场有它的价值，中国要走市场经济的道路，期货市场一定会发挥它的作用和价值。

“在狭小的空间里，能够实现自己的价值，也不枉在行业里走一圈。”他抱着这种认真而又质朴的想法，坚持了下来，“每个时期，人们面临的情况不一样，现在就希望公司能够在行业内发挥作用，帮助市场上更多的机构、企业规避风险，自己也希望能够带领团队并帮每个人实

现在市场上的价值。”

时光一晃而过，20 多年来，他从未离开过行业一天，经历过期货市场最困难的前 10 年，也经历过市场快速发展的近 10 年，只问耕耘、莫问收获，这的确是一种可贵的坚持。

业务管理 相辅相成

多年来，他一直在业务一线。近 10 年来，在银河期货也一直分管公司业务。从业务角度看行业变化，他亦感慨颇深。

就银河期货来说，公司刚成立时，90% 甚至以上的保证金都来自于小散户、个人投资者。后来，公司有目的地去开发和服务机构客户。现在，公司一半以上保证金都来自于产业和机构户。在开户数量上这些客户占总量的不到 3%，保证金却可以占到一半。

“这是有倾向的开发。我们要真正服务实体经济，要真正走出去，真正发挥期货市场的功能与作用，就必须转变思路，这对我们整个市场改善投资者结构也大有裨益。”杨青说道。

谈起做业务的经验，他认为，发挥业务团队作用非常重要。“期货行业虽然属于一个细分小行业，但也有独特的业务模式和商业模式。金融行业最主要的一是人才，二是资本，三是声誉。人才是第一位的，有好的团队才能把业务做好。”这属于经验之谈。

那么，如何搭建和管理业务团队？要效率还是要公平，这是一个永远值得探讨的话题。根据自己的经验，杨青说，在企业发展的初期阶段，往往更关注效率，用更突出的绩效考核方法，让员工更突出自我的能力，而当企业发展到一定程度时就要努力兼顾公平，“绝大部分人要感到公司发展的意义，站在业务管理的角度考虑。”

在市场中，不断能听到一些业务人员吐槽客户需求，比如某个“抠门儿”的大客户，要求公司一再调降手续费，让他们感到十分为难。

对于这种现象，杨青见怪不怪。最关键的，是要把握客户最主要的需求，是盈利还是 IT 技术等等。对于期货公司而言，把握住客户最主要的需求，如果这方面能够得到满足，手续费可能就会成为“退而求其次”的需求，只有其他需求无法满足时，客户可能会提出更低层次的需求，有时候要检验是不是自己在其他方面做得不够好。

不仅如此，国内实体企业对期货市场的利用，还有很长的路要走，期货公司的价值也没有被完全体现出来。

这时候，就要主动走出去。杨青介绍，很多实体企业缺乏相关人才，有时候培养了人才也被其他机构挖了墙角。作为中介机构，期货公司在这方面拥有人才、拥有经验，研发人员可以与企业之间进行业务交流和培训，推动企业金融人才梯队建设，“这对未来帮助实体企业规

避风险大有裨益，也是未来我们应该做的事情。”

尤其是大型的期货中介机构应该走出去，延伸到企业前沿，和企业一线人员进行知识和经验方面的交流，并且为企业培养相关人才，跟他们的决策层也进行不断交流，“也只有如此，才能帮助企业真正的利用期货市场，让期货这个工具发挥它的正面作用，减少、规避它的负面作用。”

学习思考 永无止境

就记者所了解的银河期货，一直提倡员工自我学习与成长。

在杨青的职业生涯中，他也在不断探索中提高自己。在他心里，学习是没有止境的，每个人都要面临市场各方的变化，只有通过学习和思考，才能不断提升自己。通过学习和交流，把好的东西升华的同时，对不足的地方也会有新的认识和感受。

现在，80后已经逐渐成为公司的骨干和中坚力量，不少90后也在

公司崭露头角。年轻人，充满活力、视野开阔、容易接受新鲜事物，也有创新精神、有做事的冲动。在这个时期，更应该加强学习。打从心底里，杨青更希望公司的新员工能够发挥优势，同时把一点一滴的小事做好，为长远的发展打好基础。

因为年轻，所以才有迷茫。从员工做起，他知道一个人的成长要经历许多的阶段，外界因素往往会对一个人产生影响，心里就要树立信念——坚持下来，坚持做正确的事情，只要选择就坚持下去，而不是半途而废。

20多年来，他在很多家期货公司待过，在银河期货之前他已经是行业高管。回忆起最重要的职业生​​涯转折，他认为是银河期货。为什么这样说？以前，他所在的公司都偏小，想在公司做点事情、想为行业做点事情，但人的视野比较有限，公司本身也有很多局限性，所以很难让自身及公司发挥作用。

银河证券，既是央企，也是大

的证券公司。这些年，大型的券商进入期货行业以后，行业整个生态环境都发生了变化，发挥的作用大小和范围都不一样，这让他更加感慨，坚持正确和喜欢的行业，选择好的公司和平台，对自己一生事业发展都有好的帮助。

人的一生极为短暂，能够为事业奋斗的时光不过二、三十年，在有限时间里体现自己的价值，他认为这是有必要的。对于年轻人，他也有很深的寄望。希望年轻员工能够坚持选择有价值的公司来做事，奋发向上，更大地发挥个人价值。从另外一方面说，则要一步一步、扎扎实实做好每一件小事，这样对未来的发展更加有利。

现在的年轻人，更多是通过手机、微信来沟通，对提高生活质量、工作便利性有好处，但情感交流比较少。杨青最后说到，年轻人之间的人际沟通需要进一步加强，这也能增加人的幸福感和工作愉悦感，“这也是快乐生活的一部分。”



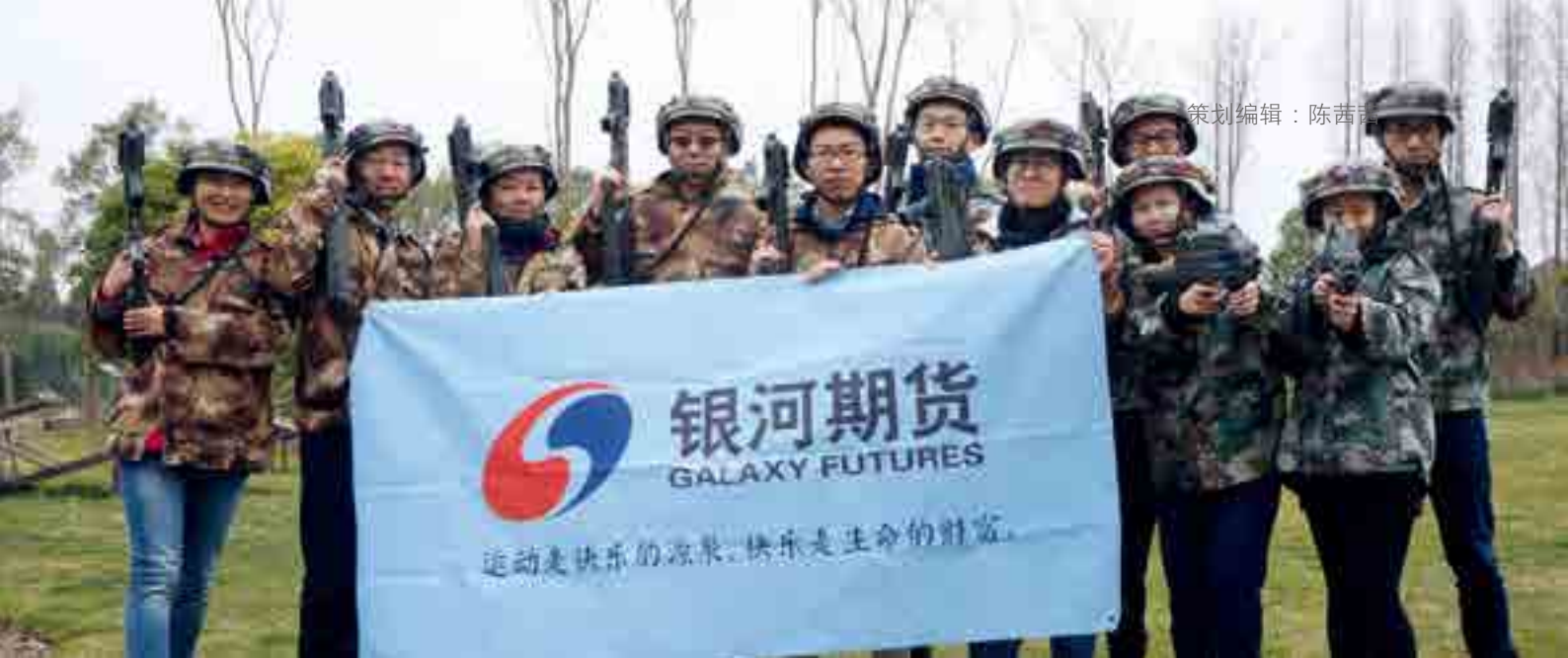
杨青

人物档案

杨青，毕业于清华大学经济管理学院，获高级工商管理学硕士学位。

1993年进入期货行业，曾任大连万恒期货经纪有限公司总经理，现任银河期货有限公司总经理。

2013年被北京期货商会评为期货二十年杰出贡献奖，作为银河期货经营管理层核心成员带领银河期货多年被行业机构评选为中国最佳期货公司，连续多年荣获中国期货公司金牌管理团队等多项荣誉。



对话杨青： 期货行业发展在曲折中前行

■ 文/特约通讯员 孙慧平

银河期货，多年来的发展成就有目共睹，目前资管业务、风险子公司等创新业务，在业内已经积攒了良好口碑。

杨青，1993年进入期货行业，深耕多年、颇有见解，现任银河期货总经理，他为我们讲述了银河期货的现状、发展方向，同时也表达了对行业的看法。谈及资管业务有所收紧以及整个行业存在其他政策上的限制，他认为期货市场一直在曲折中前行，现在“歇歇脚”未来才有力气开辟更广阔的空间。

作为行业内以低调、严谨作风著称的高管，他的职业精神亦令人敬佩，坚持的朴素理念，值得后辈借鉴、学习。

《中国期货》：近10年来，银河

期货发展迅速，取得的主要成绩有哪些？

杨青：经过10余年的不懈努力，银河期货无论是保证金规模还是盈利水平，已经从行业的百名之外，逐步进入到行业前十。业务范围从单纯的经纪业务扩展到投资咨询、资产管理、场外期权等金融衍生品领域。

公司的营业机构，由最初的1家发展到目前的41家，其中有2家分公司、26家营业部。截至2016年底，公司管理客户资产340亿，代理交易量2亿手，净资产17.3亿。

《中国期货》：您认为，银河期货10多年来经历了哪些关键的发展时期？在这些关键节点上，公司是如何把握机遇的？

杨青：十年来的发展中，公司经历了初创期和发展期两个阶段。

2005至2007年间，公司处于初创期。公司前身可以追溯到1995年的大连中北期货经纪有限公司，后来因股东变更，更名为大连万恒期货经纪有限公司。后于2005年4月更名为银河期货经纪有限公司，正式成为中国第一家由证券公司直接控股的期货公司，当时注册资本为3000万元。2006年12月，注册资本金增至5000万元，其中荷兰银行占40%的股份，银河期货成为内地首家中外合资期货公司。2007年公司将总部由大连迁至北京。

2008年至今是公司的发展期。2008年8月，公司外方股东由荷兰银行变更为苏格兰皇家银行。经过四次增资，到2013年，公司注册资

本金由 5000 万元人民币增加至 12 亿元人民币。公司在 2011 年获得投资咨询业务资格；2012 年获得资产管理业务资格；2014 年 4 月获批设立风险管理子公司（银河德睿资本管理有限公司），开展以期现对冲和场外期权为主的业务试点。

《中国期货》：这几年，创新业务发展迅猛，您是如何看待创新业务的？

杨青：创新业务无论是服务实体经济，还是服务金融机构，最终的落脚点，都是要能够满足客户的实际需求，帮助客户解决实际问题；同时要能够兼顾自身风险、收益、资金与合规要求。否则，创新业务就会成为无本之木，难以长久。

风险子公司目前获批的仓单业务、基差交易、合作套保、定价服务等，分别对应着实体企业客户不同层次的需求，其中有融资需求，有避险需求，有贸易需求，也有增效需求。也许在某个具体时点，客户的需求是单一、明确的，但从长远来看，客户的需求是个有机的整体，相互影响，相互促进，很难完全割裂。

因此，未来的业务创新，越是能满足客户的综合性需求，越容易与客户捆绑在一起，也势必迎来最大的发展机遇。

《中国期货》：毫无疑问，银河期货的整体业绩在行业排名领先，资管业务也是公司的特色，请介绍

公司资管业务的发展历程。

杨青：我们是国内第一批取得资管牌照的期货公司之一。资管业务自 2013 年发展至今，业务方向先由主动管理业务向通道业务发展，现在又开始向主动管理业务回归。

截至目前，我们管理存续的资产管理计划共 120 个，管理规模已经达到 170 多亿。受金融期货交易量萎缩、商品行情及监管政策变化、经纪业务费率持续下降等因素影响，期货公司的经纪业务受到相当大的冲击。

2015 年，我们决定以经纪业务为基础，向财富管理业务进行转型。2016 年，我们资产管理业务快速发展，同时努力发展自主管理能力，保持在行业资管业务发展的前列。

《中国期货》：目前，银河期货的资管业务是以通道还是自营为主？使用外部投顾的情况，以及自主管理团队搭建、构成等是怎样的？

杨青：目前，资管业务大部分还是通道业务，但是从 2016 年初开始，公司资管主动管理型产品规模在逐步增加。

对于金融衍生品的认识以及对于金融衍生品风险控制的把控，期货公司自身的优势是其他的资管平台所不具有的。当然，期货资管的自主管理能力不能仅仅局限于衍生品这一个领域，而是要将目标建立在大类资产的配置上。

既然要做大类资产配置，我们的自主管理的团队，除了能对衍生品熟

知运用，还要对股票市场、债券市场、银行间市场等等都非常熟悉。

除了期货公司自主管理产品，主动管理还包括所谓的 FOF（基金中的基金）业务，它也是期货资管主动管理非常重要的领域，只有团队具备一定的投资管理能力，才有可能做好 FOF。

我们可以利用自主管理能力的提升，延伸到做好其他的通道等业务，在与外部投顾合作的过程中，外部投顾所能做的策略，我们必须熟悉了解。通过与优秀投顾的观察、交流、学习，不断提高自主管理能力，依靠自主管理能力的提升，带动通道业务的合作。同时，能够利用通道业务，反哺自主管理能力。

《中国期货》：您怎么评价期货资管的现状？如何看待期货资管与其他资管（证券、银行、信托）的区别？在期货资管业务发展方面，银河期货是如何规划和布局的？

杨青：这几年，国内资产管理行业取得了飞速发展。2012 年 7 月 31 日，证监会颁布《期货公司资产管理业务试点办法》，期货资管业务正式开闸。

2012 年为期货资管元年，2014 年一对多业务放开后，各期货公司争相投入期货资管“蓝海”。据中国证券投资基金业协会的数据，期货公司资管业务规模从 2014 年年底的约 125 亿元扩大至 2015 年年底的 1045 亿元，2016 年年底进一步扩

大至 2757.29 亿元。

期货资管与其他资管（证券、银行、信托）的相比劣势如下：

首先，期货资管投资范围相对较窄。基金子公司和私募广泛参与的非标业务，期货资管无缘参与。券商和基金子公司作为 SPV 的 ABS 业务，期货资管也不具备主体资格。券商、基金参与的打新业务，期货资管也是自 2016 年 9 月 1 日才取得参与资格。

其次，净资本占用偏高。发展到瓶颈期后，只能请求股东增资或发行次级债。相比之下，券商和基金所占比例较低，而基金子公司标准更是至今尚未定稿。

最后，期货公司在开展资管业务起步较晚，受限于监管禁止从业人员交易，大多数合规期货公司在取得牌照后，才从内部零基础培养或高价从外部引进人才。比如，新规要求投顾人员三年过往业绩，而期货资管一对多开放才不足两年，人才缺乏可想而知。当然，这些问题从长期看，应该是发展中的问题。

当然，期货资管与其他资管（证券、银行、信托）相比，优势也有很多：

第一，风险管理能力相对专业。资产管理，在某种意义上就是风险管理，而期货公司作为风险管理公司，期货公司在长期的运作中对风险及其管理有着非同寻常的认识，多数公司均有着完备风险管理体系和制度，建立了以风险管理和控制为基础的交易体系，有着丰富的建立在风险管理和控制基础上的交易策略。

第二，期货公司相比证券、基金、基金子公司等资产管理机构的优势在于金融衍生品方面的专业能力，涵盖研究、交易、服务的能力，以及服务实体经济、大宗商品定价、套期保值、风险对冲等方面能力。

最后，期货公司相对于其他资管公司而言，更具有国际视野。一个很简单的道理，欧美市场上股票涨跌可能只能说影响国内的资本市场，而国际商品的涨跌对国内商品价格的影响却是如此的直接而具有决定意义，导致期货公司不得不关注国际市场。在我国经济进一步开放的大背景下，期货公司在国际视野下进行资产配置和风险管理也有着丰富的经验。

与其他资管相比，期货资管起步较晚，特色在于对二级市场尤其是衍生品市场的风险管控上有深入的研究。期货资管业务未来的发展，还是在对自主投研能力的发展及深耕上，目前银河期货已围绕此发展方向在布局。

《中国期货》：目前，银河期货风险管理公司业务开展情况如何？有哪些经验，请结合实践举例说明。

杨青：我们的风险管理公司成立于 2014 年，主要肩负着对创新业务模式进行探索与实践的职责。我们是一家券商背景的期货公司，虽然这些年一直致力于服务实体经济与产业客户，但对现货流通领域的实践经验仍较为缺乏，子公司在成立之

初，精力主要集中于场外期权业务，对于仓单、基差交易等可能会涉及到现货处置的业务，较为谨慎。

在过去两年的积极探索过程中，受制于团队人员规模、风控制度、资本金等因素，各家子公司的场外业务服务能力与承接规模都会有一个上限，我们更希望利用有限的资源，做专、做精一个产业链，在特定领域做出自己的特色。

2016 年，黑色板块是我们场外业务的服务重点，在该板块的成交规模，占到了全年成交名义本金规模的近 70%。通过对黑色领域的深挖，我们上半年顺利完成大商所铁矿石场外期权试点项目，并在下半年再次成功获批铁矿石、焦炭两个场外期权试点项目，在黑色板块积累了较为丰富的服务经验，行业内的知名度与影响力也在不断扩大。

2017 年，我们成功获得豆粕、白糖两个场内期权的做市商资格，同时期现业务部也在筹备当中，未来我们将在场内场外结合、期现业务结合上做更多有益的尝试。

《中国期货》：对于场外期权机构间的交易，请谈谈您的看法。

杨青：机构间交易，是场外期权业务不可或缺的重要组成部分。

近两年，国内场外期权市场虽然成交规模不断扩大，但绝对规模仍然较小，客户接受程度偏低。这一方面是因为期权交易本身的复杂性；另一方面，最主要的原因也在

于场外期权的买卖价差仍偏大。

价差偏大主要是因为子公司普遍缺乏有效对冲渠道，手中头寸往往只能利用期货进行风险转移。但由于期权属于非线性工具，在利用期货这种线性工具进行对冲时，一旦价格变动较大，会造成跟踪误差较大，导致对冲成本较高。

如果希望降低对冲成本，最理想就是相同或近似条件的买方期权与卖方期权直接对冲。单个子公司的客户辐射能力毕竟有限，很难在同一段时间内，找到交易需求相互匹配的买方与卖方客户。而子公司间如果能建立起相互间的信息沟通渠道，客户辐射范围会大很多。这样一来，交易需求匹配的概率就会提高很多。

当某客户单笔交易规模过大时，一家子公司的承接能力往往难以满足。机构间交易更像是保险市场上的再保险市场，通过几家公司的联合，既满足客户的避险需求，又不会使子公司风险过于集中，对场外市场长期健康发展也有非常重要的现实意义。

另外，各机构手中已持有的头寸方向未必相同，自身对未来市场变化的预期亦不同，这些差异都会增加相互间的交易需求。而丰富多样的交易需求，有利于提高各子公司的定价效率，进一步缩小买卖价差，使场外市场进入良性循环。

《中国期货》：场外期权业务目前整体税收情况如何，您有哪些建议？

杨青：2016年5月，“营改增”在金融业开始全面推进，我们也在积极应对新的变化。由于场外期权自身的特殊性，期权费与经纪业务手续费不是同一概念。营改增后，有些客户提出希望购买期权后，权利金也能开具发票。

但是，子公司在卖出一个期权后，并不是就此结束，还需通过其他方式进行风险对冲，交易结果具有不确定性，子公司在该笔业务上最终可能是亏损的。如果为客户开具发票，则在亏损状态下也要交税。因此，希望对场外期权业务的税务处理，未来税务部门能有更明确的说明。

《中国期货》：谈谈您对场外市场发展环境的看法及未来的展望。

杨青：2017年3月31日，大商所豆粕场内期权正式挂牌交易，场内期权的上市，将对整个场外市场产生巨大的推动作用。这种推动，不仅仅局限在豆粕、白糖两个品种上，对其他品种的影响反而更为显著。

随着场内期权的上市，整个市场参与者对期权的关注度不断提高，众多期货公司以及营业部也纷纷加入到期权推广当中，相当于进行投资者教育工作的力度呈几何级增长，未来投资者期权知识的普及程度将空前提高，并势必会激发出巨大的期权交易需求。而由于短时间内，场内期权仅有豆粕、白糖两个品种，在其他品种上被激发出的需求，必然会把视线转移到场外市场。

此外，随着2016年大宗商品市场的火爆，越来越多的金融机构开始关注商品市场，并将其作为大类资产配置的重要选项。未来金融机构在进行产品创新时，通过嵌入场外期权，设计挂钩商品标的结构性浮动收益理财产品，也可满足日益多样化的理财需求。

因此，我坚信未来场外市场将迎来更广阔的发展空间。

《中国期货》：商品期权现已上市，公司的风险子公司做市业务做了哪些准备？您对做市业务的目标和想法如何，如何进行风控？

杨青：做市业务有三个不可或缺的组成部分：IT、人员、资金。银河期货及其风险子公司银河德睿也是从三个方面着手对做市业务进行准备工作。

IT：包括软件和硬件两方面的内容。我们专门花重金采购了国际先进的期权做市交易软件，同时我们为做市业务专门采购了大批的IT设备。

人员：做市业务对交易员有极高的要求，我们一方面从海外招聘有做市经验的交易员，另一方面也积极培育本土交易员。海外成员与本土成员互相配合共同成长，在各家交易所举办的仿真比赛中不断磨练提升，取得了3次一等奖（郑商所、大商所、中金所第三次比赛）及1次二等奖（中金所第二次比赛）的好成绩。

资金：做市业务对资金的需求量很高。银河期货对子公司银河德睿专门进行了增资，以满足做市业

务的需求。

期权做市业务属于自营的一种，因此对业绩的考核是排在第一位的。我们参考 50ETF 期权的做市商交易情况，设置了收益率目标。

做市业务每笔的收益都很小，属于典型的“薄利多销”的业务，因此为了提高业绩，需要提高成交。因此，我们对成交量专门设置了市占率目标。

做市业务会累计大量持仓，因此对风险管理有着严格的要求。为了防范交易风险，我们设置独立的风控团队对做市业务进行风险管理，务必实现业务的平稳运行。风控的具体内容包括止损额度的管理、各个希腊字母的管理、资金与持仓情况的管理等。

《中国期货》：怎样看待期权在整个衍生品市场发展中的作用？

杨青：首先，期权的推出可以完善衍生品市场的风险管理功能。期权就像保险，只要付一定成本，在规避风险的同时还可以保有收益的机会。很多结构化产品中更可以透过期权来对冲风险。有了期权，期货公司便可以协助客户设计出不同风险属性的个性化产品。现在商品期权推出，将为许多实体经济产业链客户提供更多套期保值与避险的工具。总之，期货市场服务实体经济的作用将更加凸显。

其次，期权的推出有助于增强衍生品市场的价格发现功能。期权交易使套期保值交易者的队伍扩大。

期货市场的成交量必将有所增长，流动性增强，买卖成本降低，投资者就更愿意运用衍生品工具，这将是一个正向循环。市场流动性越好，参与者越多，期货市场的价格发现作用将更为提高。

最后，期权增强了衍生工具的风险预测功能。风险管理中最大的风险就是尾部极端风险。期权在预测尾部风险方面有独特的作用，透过期权波动率的观察，市场的风险将更容易预测与预防，有了期权将可管理市场波动率风险，通过期权的各种策略，最终达到管理与降低市场整体风险的目的。

《中国期货》：您从业多年，如今怎样看待整个期货行业的发展？同时，在您眼中，行业未来的发展趋势如何？

杨青：任何一个行业以及个人的发展都一样，必须有外在的需求，对企业来说则是有市场的需求。给市场提供有价值的工具、方式和方法，同时也能够满足市场需求，这也能体现出期货行业的价值。期货行业的发展，分为两个阶段。

前 10 年，投机色彩比较浓，监管方所面临的也是新行业、新事物。

2001 年我国逐步加入世贸，这是个比较重要的节点。在此以前，国内的期货品种还没体现出国际化，加入世贸以后，国内外有越来越多的联动，国际上期货价格变动的因素同时也带到了国内，各种变动因素叠加，

导致现货市场价格出现诸多变数。

而企业经营，最厌恶的就是价格的不确定性，客观上就需要有工具对冲这些不确定性。

2010 年，股指期货上市以后，股票和期货联系起来，金融期货的功能就增大。股指是阶段性困难，监管也认识到它本身的作用，未来我们有信心会逐渐全面解除限制性政策。

期货市场经过高速发展，未来发展方向和行业定位都需要自己反思和调整，无论是政策还是公司业务方面都需要“喘口气儿”，看看未来往哪个方向走，才能为行业未来发展奠定基础，将来依然有很好的发展空间。

现在，金融市场没有放开，期权、原油、天然气、外汇等任一品种体量都很大。期货市场的国际化大门还没有打开，现货品种早已经国际化，对冲工具还没有国际化，很多大型的贸易商没有参与期货市场，导致我们参与的群体不具有代表性，所以价格不被世界认可和接受，也造成我们没有定价权。

从期货公司角度来说，公司所走的路径不同就会有不同的结果。目前，行业排名前 20 的期货公司，管理客户的保证金总量占市场上的 60%，行业集中度进一步提高，排在前列的公司如何保持优势，排在后面的公司如何在新业务上“弯道超车”，选择不一样，最后的结局是不一样的。■



经历

【编者按】

工作之余的多彩，如一幕幕生动场景，勾画着期货员工的人生百态。个人的成长奋斗、儿时的美好回忆、心灵的圣地、苦难中的思悟、拓展训练中的战友情，既有期货人精神层面的所得，也有他们生活中的艰辛、快乐与成长。休憩时，闲暇时，阅读其中故事，感知个中韵味，体会内在道理，换位思考，或许能在耐人寻味中以不同视角获得别样的收获。

尽管本期“文化·生活”中所涉故事难以展现一个人的全部，点滴真情却足以让我们领略他们的风采与面貌。生活中的千姿百态，犹如人生旅途中的婀娜景致，你若有心想分享，鲜花和掌声便会如期而至。

从女文青到期货女汉子

■ 文/张幸欣

来公司之后，恰好参与拟设某子公司的筹备研讨会，很多单位领导受邀参会，都是从前丝毫未接触过的人物。中午一起吃工作餐，席间，聊产业链、聊 IPO、聊期现结合等等。看着陌生的脸庞，回想起也是这样炎热的中午，江苏广电幸福蓝海负责剧目的老师叫我去谈谈一部关于孤岛的戏，他们定好请顾长卫导演来拍并想冲击奥斯卡，大家一直在谈，哪家买了多少 IP、为何剧界手撕鬼子现象频出、《诛仙》靠着名字和某明星就卖了 xx 钱一集等话题。

记得毕业前夕，去院里见导师，谈完戏剧电影文艺理论，到二楼图书馆寻同学吃饭，遇到院里的党委副书记刘老师，刘老师恰是管就业工作的，自然免不了问我求职情况，我说我在几家学校讲课，但工作还没定。刘老师：“你真是不急，我看你朋友圈里，文艺得不行，还到处搞演出，没个找工作的样子。”我自觉冤枉得很。

后来投简历，及至周总面试，都没有意识到刘老师热心推荐的因缘。

再后来，我也帮着公司推荐学院里的学弟学妹前来

应聘。只不过来个学弟，没几天就走了，大概觉得这严肃的世界究竟和他不合吧。

我倒是喜欢得很，期货新鲜而有趣、金融实在又靠谱，国企氛围严肃且正式，都是我从未经历过的一切。我选择这里，当时不是没有过纠结，问同学，同学说，谁家近选谁，谁钱多选谁，我说应聘的单位不分伯仲啊，同学又说，那你自求多福吧。最终，我还是选了期货公司，我想，我的生命大概并不缺活泼、文艺色彩，倒是缺一些严肃和紧张。如此，我方可达到“严肃活泼”之境界。

记得我去签三方时，就业中心老师很为我焦急，觉得我前途堪忧。不过，我反倒是乐哉得很，方觉生活始得平衡。

以前和伙伴一起做纪录片式的微电影，有找不齐演员的时候，总有人急得不行，我则欣欣然悠哉悠哉，从网吧老板娘到路边店甲鱼老板，再到成功人士等等，大有凑齐三百六十行之势。山重水复，何须着急翻越，怎知峰回路转处，不是柳暗花明呢？有一天甲方说我出境率过高，我的“职业生涯”因此才戛然而止，我的希胖式招牌才没有再出现在后来的那些微电影里。同学把我的“职业生涯”照片以及生活中的照片拼在一起，题字说：“你赶着去看文艺小清新话剧时，身边一闪而过的那家网吧、那个王八摊的老板娘，就是编剧和导演。”

很多人问我，为什么要“苟且”当下，远离诗和远方。我不知道别人怎么理解诗和远方，对我而言，诗和远方是一种人生态度，无论贫穷或是富贵、读书还是工作、此工作亦或彼工作，都不会从我的心中逝去。而工作是一种担当、一种责任，担当得好，负好责任，人生何时不是诗与远方？

（作者就职于弘业期货）



陋室之趣

■ 文/李永平

忙碌了一下午，记不清在键盘上敲了多久，总算是完成了任务。

后边工位可爱同事冒出了一句：“天啊，我的脑袋要枯竭了！”我轻轻地伸了下懒腰，咂了一口母亲精心煮的红枣桂圆茶，家人的味道，暖暖的，很贴心。

我有个保持了许久的小习惯，累时会看会儿诗词，于是，便从挎包里拿出尚未看完的书，很快翻到折痕页，映入眼帘的，是熟悉且背起来朗朗上口的《陋室铭》。

“山不在高，有仙则名。……谈笑有鸿儒，往来无白丁……”细细品味着，仿佛完全置身于诗人的陋室里，同他把酒言欢，吟诗作对，甚是欢喜。当读完“何陋之有？”这句时，我停住了，儿时的回忆像个小精灵，一瞬间把我带回了曾经陪伴我的那间陋室。

我说的陋室，是指奶奶家一间不起眼的屋子，破旧不堪、满屋子充斥着各种奇奇怪怪的味道，称为陋室，名副其实。虽说它陋，但还兼有存放粮食的功能。在乡下，家家户户都有这样的屋子，我这间也不例外。

这屋子，实在是逼仄得很。墙壁只是一层粗糙的混沙石灰，上面布满细小的凹凼，像一块用来打磨铁锈用的砂布；东面有一个特别高的窗子，个头不高的我垫着脚总也够不着；窗户自我记事起就没见过有玻璃，替代玻璃的是一大块编织袋，还有几个大小不一的洞。阳光，便从这些洞中淘气地钻进来。屋内呢，一张干净的床、一张瘸腿的矮书桌、三个肚肥腰圆用来储存粮食的大缸、一台上了年岁的缝纫机、一些布满尘土的瓶罐。至于其他杂物，多已模糊，忽略不述。

说起这间屋子，就想起妈妈那带着酸味的话，“当年你老爸啥都没有，就只有这间破屋子。”而我也接过妈妈的衣钵，成了这间屋子的小主人。虽然，我同它



只有一年的短暂相处，但却是我童年时光中不可或缺的一部分。

小时候，一直觉得蜘蛛是非常神奇的生物，我时常盯着它那些网状杰作出神，不过一不留神被粘上，也颇为讨厌！蜘蛛在墙角里经纬着一片小天地，冒失闯进来的小虫经常上当，在美丽的温柔乡里长眠。入夜，随着点亮那盏老式的电灯，小飞蛾们循着那昏黄的光飞进来，绕着光圈团团打转，好不热闹。

那年的冬天阴冷、潮湿，且时常阴雨连绵，几天不见太阳。大部分屋子的墙壁上都泛起一层水珠，不常用的家具上，还发霉长毛。不过，我这间陋室竟然没有此类烦恼。由于这间屋子还兼有存放粮食的功能，自然免不了有一种讨厌的小家伙——老鼠。不得不

说，很佩服这些小家伙的胆量，别看屋里亮着灯，我在屋里看书，它们也照样窜来窜去，最可气的是还窜到床上，在床沿与墙壁的缝隙间窸窣一阵，吱叫几声，还颇为巧妙地借用屋内各种铁盆、瓶瓶罐罐等发声器，愉悦地敲打起来，最后竟发展到排练起音乐剧的地步了。

实际上，我发现自己能做的微乎其微，只是随处的踢一脚、在地上狠狠地跺一脚；气急之下，也只能找根木棒在墙壁之间的缝隙里捅几下而已。还别说，看似无可奈何的做法还是起到了那么一点效果，鼠辈们会有所收敛，恢复片刻的安静。但我熄灯睡下，不过一会儿，它们便又猖獗起来，吱吱的叫声不绝于耳，你完全可以循声辨别出它们的活动轨迹。一阵子后，又突然归于安静，那是机灵的它们在侧耳倾听我的反应，此时又困又累的我早已适应了这种人鼠共处一室的环境，便也懒得理会，蒙头就睡。于是乎，这帮小家伙们便完全放肆起来，一整个晚上闹腾的不停歇哩！

陋室，漏也。

“屋漏偏逢连夜雨”可是对这间陋室不小的打击。每每到雨天，情况就十分糟糕。屋顶的瓦由于年代久远，经过了太多的风吹雨打日晒，有的便裂开了，雨水便会从瓦缝里往下滴。滴答滴答，一会儿，地板便湿了一大片，

正所谓是“床头屋漏无干处，雨脚如麻未断绝。”而童趣满满的我，倒是自娱自乐起来，找出所有能找到的家伙什儿，搬出来盛水。那些平常不用、裂口开缝的桶、脸盆、瓦缸、小铁罐，此时便都有了用武之地。于是乎，我小小的陋室里便成立了一支天然乐队，锅碗瓢盆组合奏起滴滴答答的交响乐，和着外面淅淅沥沥的雨声，呼呼的风声，心情瞬间怡然自得，竟还油然而生一丝得意之气，妙不可言。

冬日渐远，春天这位美丽的姑娘挪着她婀娜的步伐姗姗来迟，我的陋室里也出现了最有趣的一幕：那些在冬天被晒干后放在床底下的土豆君，耐不住春姑娘的脚步，便借着暖气悄悄地发了芽，长到一寸来长。此时，倒头往床底下一瞧，水嫩水嫩的，一片绿意，外面的草木才刚刚萌芽，我的床底下已是春意盎然，一派生机！

这间陋室在我上中学后，爸爸由于担心房子的主体结构过于老旧，无法承受风雨的侵蚀，便在此基础上拆了重建，那间陋室也从此不复存在。那时候我在上学，没有机会回来再看它最后一眼，听爸爸说，妈妈当时还很不舍地在那间陋室里驻足良久，虽然没有言语，但我知道，这间陋室所承载着的点点滴滴回忆和乐趣，终是难忘。■

（作者就职于华融期货）



我的小南湖

■ 文/任非

早已过而立之年。以前为文凭而拼搏，后为房子奋斗，再后来，为家人小孩有个好的生活而奔波。

毕业后一直搞市场做金融，压力大时神经绷得紧紧的，“不看存量看增量”、“不换思想就换人”、“搏一搏，单车变摩托”之类的话可以脱口而出，成功人士的豪车豪宅、一掷千金让人脸红心热，宴会酒席间的觥筹交错、灯红酒绿如蛆附骨……静下来思索事业与金钱、工作与家庭、生存与生活则毫无头绪，随之而来的就是抑郁症和亚健康症状的显现，我知道，自己身体快出问题了。

直到有一天，我遇见了小南湖。

天晴日朗，惠风和煦，岸边垂柳，湖畔桃林，曲槛回廊之旁，小桥流水之间，鲜花吐蕊，鸟翔鱼跃，疾行则吐故纳新、神清气爽，缓步则移步换景、心安神定，逐渐地，看湖中莲叶的时间超过了看路边的豪车，览湖畔桃花的次数超过了对时尚男女的关注，树上一抹新绿，林间一曲鸟鸣，湖中点点荷蕊，都让人无限欣喜。




到后来，美景也不能让我满足了，自然是自然，我，却还是我。

直到读到一篇经典：“无，名天地之始；有，名万物之母。故常无，欲以观其妙；常有，欲以观其微。此两者同出而异名……”自然而然，阴阳而生，我本自然，当然可以融入其间，与湖光山水共鸣，与群鸟游鱼齐舞，与百花林木相和，所需无非是放空自我，感悟天地自然。

“练练太极拳吧。”同事舒涛的一句建议，让我找到了法门：“动急则急应，动缓则缓随……仰之则弥高，俯之则弥深。进之则愈长，退之则愈促”。

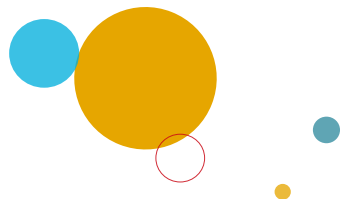
心静下来，一切都好办了，身体的不适，心态的失衡都逐渐消失，眼中只有两个点——“影响我的事”和“我要影响的事”，工作不再是生存的附庸而成为体味人生百态的纽带，金钱不再是心灵负担而成为与社会共鸣的琴弦。

我终于找到了自己的小南湖。

（作者就职于美尔雅期货）

一个女孩子到底要不要活得那么拼

■ 文/何园艺



有些事你以为你明白，其实，真正经过之后，才发现并不明白。

为什么只要奋斗就会受伤？

人有很大一部分痛苦，来自对自身情况的把握不清，能力有限的同时，又拥有不能消解的欲望和野心。

我一直觉得，欲望其实并非一个坏词，尤其是对有资本试错和逐梦的年轻人来说，有时反倒是动力，但有欲望的人注定痛苦，因为有华丽的梦，就有贫瘠的现实，当欲望鼓动着你本该平静的心，你就很难低下头来，老老实实地接受目前没有起色，甚至是很长一段时间都没有起色的生活。

常有人问我，是应该去大城市冲浪，还是留在小城市看海。我认为此事没有标准答案，进入大城市的可怕之处不在于高消费、紧张的节奏和复杂的人脉关系，而在于视野开阔之后，难以抑制不断膨胀的欲望和野心，以及打开微信朋友圈之后，看到所有人都在卖命、都在打拼停不下来的精神压力。

这一切对你来讲，不见得都是能够消化的正能量。并且，很多生活光鲜、事业蓬勃的人，真的不见得有时间、有健康、有心情去享受打拼来的生活，边走边看张弛有度，在某种程度上更是一种幻想。

更何况，当一辆出来看风景的小车，被驱赶上了一条高速公路的时候，停不下来的痛苦是非常受折磨的。它的刹车系统并没有坏，但就是无法给自己一个理由停下来，这种奋斗并不是每个人都适合。

另外，任何一件事情要想获得圆满结局，都需要付出很多很多的耐心和毅力，这个道理仿佛地球人都知道，

可惜大多数人都会低估“很多很多”这个数量词的威力。在有所收获的前一秒钟失去耐心，这种现象不断在我们的身边上演。因为过程太艰难，更因为没有任何神奇的应许之日。

时常被很多人问，如果我开始跑步，我会瘦吗？如果我拼命努力，考研能成功吗？每到这时，我就想反问，你觉得我是上帝吗？如果我是上帝，那么自己也不可能打拼得这么辛苦了。

每个人都知道，做成一件事，拥有一项技能，需要10000小时的专注磨练，可是有多少人在1000小时还不到的时候，就丧气崩溃？告诉自己，这条路不适合我，我运气不好，我换个方向。

如此一来，遍天下都是怀才不遇的人，盯着别人的成功，反反复复地想，你还不是运气好？你还不是靠别人？但即使这样也改变不了Loser的命运。

别总幻想别人的成功轻而易举，这会让你的路更加难走。因为幻想的次数多了，你会觉得世间遍地都是成功，别人都是凭借运气。那么，当遇到困境和压力，你会非常脆弱且不堪一击。因为你压根没有认识到，做成任何一件事都是很不容易的，没有人是容易的。这是真相。

我相信，如果你在打针之前，把进针的疼痛想象到最大，那么真正挨针的时候反倒不那么疼了。但你如果天真幼稚地抱定打针没多疼，那么毫无准备的打击会超过你的承受力。

所以，有时做个悲观的乐观主义者比较好，把自己调成傻瓜模式，在你想要有所成的领域愚钝地执行

10000 小时，结果不好再崩溃，也来得及。

为什么你要活得那么拼？

一个女孩子，当然是有性别红利的。按照中国传统而普遍的价值观，女人可以不必工作，更没必要活得那么累。

但在我的字典里，没有干得好不如嫁得好这件事。因为我很贪心，我既要嫁得好，又要干得好。嫁得好，是我渴望美满的婚姻生活和一个相爱的人，来共同享受生活；干得好，是我需要通过工作和奋斗，来实现我个人的价值，赢得小小的成就感。

爱情的甜不能替代工作的充实，另一半对我的依赖和欣赏，以及我的朋友、合作伙伴对我的赞赏，对我来说同等重要，甚至后者更重要。前者是因为荷尔蒙作祟，说不定还有点夸张，而后者是实实在在的肯定，这让我觉得自己有光芒。这种光芒比我穿了一件大牌，或者涂了最贵的面霜，要有诱惑力的多。

工作中自己的无能、短板和脆弱，第一时间反馈出我的浅薄、贫乏和刁蛮。工作就像一面镜子，让我

知道自己哪里有斑点，哪里有赘肉，它会一次次践踏我自以为是的自尊心，解构我深以为然的旧世界。

我借助工作的名义去结识不同的人，在和他们的过招中，赢得共鸣的加分和友情的感动。当然更多时候，会被甩一脸淤泥，或者从心底里为人性中并不体面的暗瘤感到心痛。但这一切都是现实，说的不好听，这正是你想要体验的生活。

对付不了生活的丑，就消受不了生活的美。我承认有时工作让我变丑了，变得不优雅了，不能轻声细语、淡定盎然地维持美好的姿态。我还因它变得思虑过度、夜不能寐、紧张焦虑、满脸长包，甚至负能量爆棚，伤害到身边最亲的人。

但我依然要义无反顾地去工作，再难也不能停下追求的脚步。因为没有人比我自己更清楚，在一次次的败下阵来之后，重新站起的是一个更有力量的我。

说实在的，我渴望这种力量。这种不依靠任何人就可以挺过去的力量，是一种遇事更沉着、更稳当的力量。有了这种力量之后，你就获得了免疫，唯有更大的困难才能再一次压倒我。

工作和追求，对每个人的意义都不相同，当它只是兑换物质的渠道，那么物质一旦满足，便不再需要。但当它是一种生活方式，那工作对你来讲就变得无比重要。

我一直以为，女性生命中有两道坎，一是结婚，二是有孩子。因为这两件事能给予我们太多正当的或无奈的理由，把注意力放在实现自我价值以外的别处。

斗志有时是在生活的琐碎和无望中被迫消解的，有时也是在生活的糖衣和温柔下无形消失的。并不是说工作的女性就有斗志，做全职太太的女性就没有斗志。斗志是一个人对更完美自我的不断追逐，生活方式并不能衡量是否有斗志，毕竟，这世上既有每天朝九晚五的行尸走肉，也有每日宅在家的精神行者。

但是，工作和事业一定是精神奋斗的重要承载形式，它的现实和琐碎，让你告别胡思乱想，告别自命不凡，告别天马行空。■

（作者就职于中大大期货）



以“齿”为鉴

■ 文/葛星泉

过年回来，牙齿长年累计的损伤一次爆发了，脸部肿，疼痛难忍，到牙科进行根管治疗，整个疗程复诊四五次，在崩缺的烂牙上挖了好大一个洞，先把发炎的脓液排除，然后封药治疗，刮掉牙齿发黑纳垢的破损边缘，补上树脂材料，打磨打磨，修补的牙齿终于完成。个中滋味，怎一个难受了得！

小时候，乳齿换恒牙，是一个自然的生长过程，好比上天给人第二次机会，让你可以再多一次机会好好照顾牙齿，而生命很多时候，人体的很多部分，却没有第二次机会。失去，损伤了，就很难找回来了，很难再恢复原状了。生命从降临，到繁荣成长，都伴随着消逝与步向衰亡。然而，生命的精彩，也在于一路走过的岁月里，让消逝与衰亡作为成长与追求的影子，佐证生命的成功与荣耀。

佛偈有个广为流传的故事。相传南北朝时期，佛教禅宗弘忍大师为挑选禅宗衣钵继承人，要求门下弟子每人做一首有禅意的诗，谁的禅意深远就传衣钵给谁。大弟子神秀禅师深夜苦思，得诗如下：身是菩提树，心为明镜台。房火头僧慧能禅师听到了，对诗如下：菩提本无树，明镜亦非台，本来无一物，何处惹尘埃。


弘忍大师挑选的结果，现代人多数都已知悉。但由此生出的一个有趣争论是，到底是还有还是无，出世还是入世？这是一个很难有确切结果的论题，我们这些凡夫俗子更难对这么深奥的佛偈发表高见，但既是凡夫俗子，当然就要回归我们俗世的生活。牙

齿其实很脆弱，磨损了龋齿就很难再恢复原来的模样。“时时勤拂拭，勿使惹尘埃”，或许就是很好的保养方法了。对于健康，又何尝不是如此？“生命诚可贵，健康价更高”，生命成长与繁荣的过程，都伴随着消逝与衰亡，如何能不珍惜，不好好爱护，时时勤拂拭？

生活中我们常会做错事，很多时候失去了就很难寻回。追悔是没什么用的，反省却是必须的。“三日省其身”，也是告诉我们要以务实态度，对走过的路、做过的事、犯过的错，做一个深刻的反省。

牙齿需要时时勤拂拭，才能更好帮助你品尝每一天的美食；健康需要时时勤拂拭，才能有更好的身体帮你迎接每一天的挑战；事业需要时时勤拂拭，才能瞄准方向坚定前进。

期货行业是一个修行的行业，贪婪与恐惧、止损的痛苦与收益翻倍的狂喜好似让人置身于天堂与地狱之间，徘徊与惆怅。本来无一物，那是一种境界，知道不等于懂得，没有修行与参透，何来顿悟？期货也是一个很有趣的行业，在解读交易的过程里，你可以想到很多人生道理。交易是一个不断回顾、否定、总结的过程，就像苦行僧一样时时勤拂拭，不使知识落后，错误重犯。

作为凡夫俗子，要老老实实以入世的态度，不断修行充实自己，提高自己，待哪天身处高峰，回头看看走过的路，才有可能真正懂得本来无一物，何处惹尘埃之意境！

（作者就职于广发期货机构部）



战友的臂膀

■ 文/刘奥南

炮火连天，硝烟弥漫。在连续打退敌人狂轰滥炸下N多次疯狂进攻后，13名重伤员昏迷不醒，倒在血泊中。没有救护车，没有直升机，战场上只有13副担架，必须火速将重伤员抢运到5公里外的后方医院，立即实施手术抢救……

这是华泰期货广深地区“丈量梦想，毅行出彩”拓展训练中最艰苦、最磨砺的一幕。

南方的暖冬完全不像北风咆哮的天寒地冻。炎炎烈日下，大家汗流浹背、筋疲力尽，原本指望着吃干粮喝喝水喘喘气儿，说说笑笑走完最后5公里，到公司订餐的饭店饕餮一顿，万没想到，13副担架，任务重重。

与死神赛跑

每副担架单侧有3个抓手，共6人合力运送。步伐不一致就会踩到前面人的脚后跟，累了想要换手或换人，一不小心就会侧翻！担架上的重伤员要是摔下来，全队16名队员从早到晚辛辛苦苦挣来的全部积分就会马上泡汤！

最重要的是，重伤员个个流血过多，随时都有生命危险。但凡最后送到后方医院的主儿，很有可能“抢救无效壮烈牺牲”。

怕就怕一人“光荣”全队“光光”！于是，蜿蜒起伏的山路上，13支担架队你追我赶，谁也不肯落后，身后动不动传来“伤员Hold不住了，快闪开快让路！”的吆喝声，紧接着一副又一副担架呼啸而过。

“被受伤”的滋味

你要是以为躺在担架上很晃悠、很惬意，那可就大错特错了！

被抬着颠簸前进，仰望炫目的蓝天，眼角两侧青山绿树不停地变换，偶尔飞过叽叽咋咋好奇的小鸟，耳边队友们不停地在询问是否需要帮忙换手……心里真是一



阵澎湃一阵歉疚。

最重的重伤员阿雄哥，五大三粗，却让身边的小姑娘呼哧呼哧吃苦受累，还有新入职不久的小洳，眼巴巴看着叫不出称呼的公司领导，感受着老员工们亲人般地呵护，恨不得马上“痊愈”，跳下担架加入爱心接力。

当13副担架接踵抵达终点，奇迹出现了！因为最后5公里的“火线救援”，竟然大大超过上午的空手“急行军”，啧啧称奇！

假如你身负重伤，
昏迷在血染的战场。
你不必担心生命的安危，
因为，在你身旁，
锁定了六副铁打的臂膀。
你躺在担架上，
被抬下陡峭的山梁。
穿过密林，越过河床，
追赶着死神脚步，
火速送往后方。
哪怕烈日骄阳，
哪怕雨雪风霜，
哪怕崎岖坎坷，

哪怕遥远漫长。
脚步，绝不会放慢；
把手，绝不会空敞；
担架，绝不会翻倒；
臂膀，绝不会缺岗。
你无需知道，
他们是领导还是新兵；
你不用打听，
她们是年轻还是年长。
只要你走进华泰的战壕，
只要你坚守在期货市场，
在你的身边，日日夜夜
永远有战友可靠的臂膀！

（作者就职于华泰期货）



交易之路： 心如止水 方可游刃有余

■ 文/陈旭 王骏

期货交易和股票交易最大的区别在于保证金制度，如果说按照100%保证金去交易股票，其实和实物交易没有区别，只是不需要去仓库交割、没有人工和管理费，但期货交易按照10%左右保证金就不一样了，这意味着盈利和亏损都将放大10倍，若想在市场持久地生存下去就需要有稳定的交易系统，克服人性的贪婪恐惧、患得患失等弱点。

交易过程中，笔者认为首先需要练好技术分析基本功，建立交易系统检测指标，但这只是基础，资金管理防控风险是交易中最重要的环节，一个稳定的系统比满仓隔夜走的路会更远，当做到让利润奔跑时，还要注意截断亏损。交易到最后，其实考验的是人的心理，大道至简，此时心态尤为重要。

练好技术分析基本功

技术分析有很多种，如：技术指标、均线系统、波浪理论、道氏理论、江恩理论、K线及其组合理论、量价关系理论等等。同时，技

术分析中，不同的分析工具具有“好用”的一面，也同时具有“不好用”的一面。我们可以把技术分析分为“形象”和“抽象”两种分析方法。“形象”的技术分析表现出一定的“形状”，如KDJ指标、均线系统、形态理论等；“抽象”的技术分析虽呈现出某些特征要素，但仍需投资者再判断，如波浪理论、道氏理论、量价关系理论、盘口分析等。

技术分析的最终用途是判断多空形势，以便在合适的价位介入。形象和抽象两种技术分析在同一时间对同一品种走势进行判断，很可能会出现不同甚至完全相反的结论。但抽象的技术分析正确率明显更高。不过，要用好抽象技术分析，前提是具备扎实的技术分析基本功，而且能观察入微，前后印证。

然而技术分析过硬只是投资者进入交易市场的基本功，并不等于就可以有稳定的收益，注意资金管理、止盈止损控制风险更加重要。

资金管理防控风险

期货市场是一个极具诱惑力的

市场，凭借保证金制度给了投资者诸多以小博大的机会。但在期货投资中，很多投资者常会发现总是赚小亏大，不知道如何分配和管理自己的资金。控制仓位是最基本的控制风险方法，让自己在交易中尽量承受合适的风险，在市场中活得更久更安全。

止盈止损对于期货投资极为重要，也是投资者获得稳定盈利并控制风险的法宝。这个世界上，有许多事情我们很难预料。但我们无法预知未来，却可以把握现在；我们不知道生命有多久，却可以安排眼前的生活。投资中我们无法准确地掌握瞬息万变、阴晴不定的市场，却可以用止盈与止损来控制盈亏。投资需要有认识风险、掌控风险的意识，严格的投资纪律、适应市场趋势的资金分配方案，有计划、有策略、在适当的时机进行买进和卖出。投资者从开始进入期货市场，即使有100%的把握，市场的风险还是不可避免的存在。在适当的时机，正确地应用止盈与止损的操作策略，才能在持续的投资中实现持久地盈利。

止盈与止损来自于操盘计划的制定，并在操盘开始之后，根据当前的市场变化与技术指标特征进行相应的调整。投资者往往存在永无止境的贪念，不满足当前的收益，在盈利情况下想得到更多，有时候结果事与愿违，不但得不到前期利润，反而赔进本金。

止盈可以守住阶段性的利润，实现阶段性的盈利目标，是一种攻防兼备的操盘策略，也是一种积极防范市场风险和不确定性因素的重要手段。止损策略是在投资者错误判断趋势，错误判断行情或遭受市场不确定性因素影响导致亏损下及时果断地卖出挽救行为。

投资者做期货总是满腔热情憧憬着如何盈利，却很少愿意去想如果出现亏损怎么办，更没有做好应对亏损的准备。一旦出现亏损，就手足无措、盲目求医并且犹豫不决，真正意识到该止损时，却已错过最佳的止损时机。投资者应当树立止损意识，掌握止损技巧及策略，把可能出现的大幅亏损控制在小范围内。在持仓处于危险情况下，投资者要有英雄断腕的决心与勇气。控制损失，给后面的投机留下足够的筹码；放弃亏损，以期寻找更好的机会，这就是止损最重要的意义。

从某种意义上说，止损，就是投机的保险。

突破交易心理瓶颈

期货交易不单单是简单的买卖

技术与风险管理的方法，对于自身心态与情绪也是极大的考验。真正成熟、优秀的投资人才，会对风险进行量化与分析，能真正理解并接受风险。只有从情绪上和心理上接受风险，才能决定每次交易的心态，才能摆脱赌徒式的追涨杀跌、满仓豪赌般的心态。


交易心理的好坏，对于能否成功地完成一笔交易或说甚至对于交易生涯，起着至关重要的作用。几乎每个人都会遇到这样的一些情况：有的时候追高买入，明知此时介入非常危险，可还是情不自禁地去买；还有时该止损却没有止损，还抱着一些所谓的希望；或还没有到卖出信号出现时，就随手卖掉手中的持仓。虽然在赢利时出掉头寸并不是错，但却没有按照系统进行操作。

对于交易心理的好坏，主要取决于对于交易的正确认识。对于交易的认识，主要集中于交易的动机以及交易的目的。如果想在短期内暴富，或者为了显示自己的交易能力多强，在此不良的交易动机下每次满仓频繁操作，将会面临着很大的心理压力，从而影响交易心态。在连续亏损后，想尽快翻本也同样会影响心态，从而导致交易技术的变形，策略不能完整实施。

投资这个行业，需要学习的不单是表面上的东西，不是只需要单纯地去学如何赚钱，而是去修正自身地种种错误想法与习惯。当我们

心态平和、淡定，放弃了种种欲望的时候，当面对市场中的波澜而心止水的时候，也就获得了真正的财富自由。

为了在期货战场上盈利，就需要在背后花费时间和精力学习，工欲善其事，必先利其器，不打无准备之仗。当一个交易者经过学习和实践摸索出一套自己的交易系统以后，就不要再随便更改或者试验其他的交易系统，也不要多看与的交易系统理念相差比较大的其他交易方面的书。因为前面的交易系统是你好不容易总结出来的经验。笔者发现，到最后我们最需要读懂的就是自己，交易市场有很多书，而最重要的就是自己的交易日记，这个日记中记录最多的单词就是遵守纪律和坚强的意志；而最根本上的原则只是让利润奔跑，截断亏损，把握低风险高收益的机会。

交易之路没有一劳永逸，一次交易成功或过去的交易成功不能代表未来没有失败，要求投资者不断学习，不断超越并且始终意志坚定、精神集中。交易之路很漫长但也很快乐，每个坚持到最后稳定盈利的交易者都会经历三种境界：看山是山、看水是水的初入茅庐时刻，看山不是山、看水不是水的自我否定阶段，当做到交易时心如止水时就进入了看山还是山、看水还是水的出水芙蓉境界。

（作者就职于方正中期研究所）

困扰期货交易者的八个问题

■ 文/汪雪鹏

期货市场每天都有天量资金在厮杀，硝烟弥漫的战场里除了专业投资机构以外，更多的是广大散户投机者。大家追求的无非是“暴利”，可真正能从市场里带走真金白银的又有多少呢？

有一组经常出现的统计数字，说是市场里的博弈者“95%”最终将会彻底离开。依我看，亏光本金离开市场的比例要远远大于这个数字，或许说“97%”更为恰当。为什么这么残酷的市场仍会吸引投资者不断前赴后继地杀入期市？

毫无疑问，投机者追求的是“暴利”，所谓天下熙熙，皆为名来；天下攘攘，皆为利往。要是没有巨大的暴利诱惑，任谁也不会冒着亏光本金的风险来到期市博弈。能够在期货市场稳定盈利的人群比例虽少，但并不是没有可能。而且，稳定盈利人群的份额也并不较其他行业要少。

仔细观察便会发现：自家楼下的各式大小饭店也是大多数半年就会更换一批新的主人，每家饭店也几乎毫无例外都会在窗户玻璃上贴出招聘广告。如果把这个饭店群体比喻成期货市场，那么，真正能从这个市场里带走钞票的同样是凤毛麟角，店主的更替、服务人员的流动就好比期

货市场的流动性。以此类推，各个行业顶尖精英都是个小群体。

作为期货投机者，怎么能让己跻身在那少数的3%之列，是需要深刻思考的一个问题。想要在市场里盈利并不需要我们精通高等数学，也不需要明白各种艰涩难懂的交易策略，这就好比索罗斯也不是利用数学公式打败英格兰银行。在上一篇《笑看风云，忽略波动》中，我曾简单概述了稳定盈利并不需要预测未来，下一秒的涨跌并不会影响最终的交易结果，在实际的交易过程中，我们遇到更多的是一些比较具体的困惑，相信下面的问题会引起广大期货投资者朋友的共鸣。

什么样的交易指标更有效？

实际上，这是最为常见的问题。技术分析从诞生之初被视为巫术，再到今天大行其道，其中必有一定道理，绝不能完全否定技术分析的功绩。把任意商品价格的K线图表拿出来，都会发现其实价格都是在以趋势的形式演变。而且，这其中确有一定的规律可以遵循。正因如此，市场中便出现了数不清的技术流派和分析指标，这些玄之又玄的技术指标都声称自己可以准确地预测未来。

如果未来能够被预测，期货市场也就不会存在了。期货市场存在的基础，正是因为未来的不确定性，现货实体经济为了有效地管理未来的价格波动才逐渐发展出期货市场。这是人所共知、不证自明的，更是每一个期货人都知道的最基本道理。这也就是说，任何技术指标都不可能预测未来。所以，也就没有一种技术指标能够保证稳定的获利。人们现在所熟知的技术分析大师多是在其自我鼓吹和媒体效应下制造出来的一种假象。试问：谁若要真有这样的盈利秘方，又怎么可能会慷慨地送给你呢！要知道没有人会主动送你滚滚现金！

即：市场并无有效的技术指标可以帮助我们稳定盈利。

什么样的交易策略更有效？

从技术指标再到交易策略是一个华丽的升级更新，我们可以把各种交易策略视为另一种“技术分析指标”，或者说“交易策略”是一种复杂的技术指标。既然技术指标并不能帮助交易者实现稳定盈利，那么各路分析大师与其鼓吹的高深策略也并不会真正有效。

试看2015年股市下跌即可推知一二。当时，市场上有数千只各路

基金，操盘手都罩着各种耀眼光环，如某某年化收益XXX，丰富光鲜的履历下更是描述着自己的各式神奇交易策略……大盘一跌，这些大师级选手全都折戟沉沙了！

事实上，多年的稳定收益率如果能够与大盘齐平就已经很了不起，全世界能达到这个水平的也没有多少人。巴菲特的平均年化收益率不过19.8%，这就已经把他推到世界首富的宝座！那些吹嘘策略年化收益40%、50%甚至n倍的大师，自是不攻自破。

即：市场并没有某套策略能够持久稳定地获利。

是短线更好，还是长线更好？

相信许多期货朋友一定会受此问题困扰。其实，这也是一个可以归入技术类的问题，越是短线的投机者，越钟情于各种技术指标；越是长线的交易者，越忽略技术指标。市场在短期波动中可以说是全无规律可循，考察周期越短越是能发现这种不确定性。

市场虽然在短期内呈无序波动，但大多数投机者更乐于搏短期波动带来的收益。因为感觉似乎短线交易更易于把握，仿佛“虽然不知道几个月后会怎样，但起码可以知道几周后或者下一天的波动”，在这种心态作用下，交易者就会不断地进出市场，从而被反复洗刷直至出局。

实际上，连下一秒的涨跌都没有人知道。非但没有人知道下一秒的涨跌情况，更没有人能够预知未

来！而且短期市场更具有迷惑性、欺骗性和无序性。最容易被洗出市场的往往是短线交易者，搏市场无序的短期波动无异于赌博。

相反，在周期更长的考察范围内，价格的波动会有明显的趋势性。在“盈利加仓”和“止损离场”的指导规则下会很容易摆脱情绪波动的困扰。因此，把眼光投向更长久的未来是稳定盈利的前提。

即：放眼未来，忽略短期波动。

更多更精准的技术分析对交易无影响

多数技术派或者基本面派在每次下场前，一定会做深入细致的分析，而且一旦下场以后，就会无比坚定之前的市场判断而不肯更改。事实上，更多的分析，对于交易结果而言没有任何差异。甚至，完全可以毫不夸张的说哪怕是最精确的分析依然无

济于事。价格的运动形式是波动，如果意志不够坚定或者资金管理不够严格，一次小规模的反向波动就足以被洗出局。等市场再度回到先前的运动轨道中时，我们却已经不敢下场，或者本金已经不足以再次入场了。

最精明的市场分析师，往往就是最拙劣的交易者，甚至很多分析师根本自己就从来没有过实战交易经历。这就好比大学教室里传授“创业”技法的老师根本就没有创过业一样，无非就是一些纸上谈兵。又何况，在我们现行的金融监管环境下，证券期货从业人员根本就不可自己进行交易。在网站或者各种传播媒体中看到的分析，多数都是这样产生的。

市场千变万化，上下起伏的价格会让交易者无所适从，不管是多头还是空头都会陷入暂时的“自我怀疑”状态，如果意志不够坚定便会迷失在变化中。



即：交易情绪才是期货交易者需要具备的首要素质。

远离市场才会看得更加清晰

对于初入期市的朋友来说，恨不得逢人便说出自己对市场的看法，随时随地都处在“交易状态”下，甚至收盘后依然会深陷白天的焦灼中，不断询问别人对市场的看法。一旦与自己相同便会欣喜，如果不同便会心烦意乱发生争吵。如果这时正处于浮亏状态下，甚至可能因此自我否定。

市场永远都存在以下三类交易者：看涨的多头、看跌的空头、观望者。多头发出的声音永远都是看涨，空头的声音永远都是看跌。而那些观望者，他们对市场并没有清晰的明确看法，价格一旦上涨便会站在多头一边，如果下跌则马上倒向空头一方。这样的观望者往往就是前面说的各种分析大师。他们手中握着两套说词，无论市场涨跌都会永远稳处“正确”的阵营中。

既然市场永远都会存在这三种不同观点，我们随时都会面临与自己完全不同的声音，而人性终究都是从众，难免会受此影响到自己的判断。最好的办法就是不去谈论有关的问题，不去关注报纸、网站等出现的市场观点。华尔街流传一个著名投机家的故事或许可以带给我们一些启迪。故事的主人公住在加利福尼亚的山区，每次收到的行情报价都是两三天以前的。他每年都会有三两次打电话给自己远在旧金山的经纪人，根据自己账户里的资金规模下达交易指令。

当被问起为什么住在如此偏远的大山里，是怎么跟踪价格记录时，他说：“问得好，我一直都把投机当作一项事业。如果我整天陷入到一团乱麻中，时时专注于市场的微小变动，结果只有一个：失败。大多数时间，我喜欢躲在一边，这样可以静静思考。你看，我对过去的行情都做了详细记录。当行情发生变化后，这些价格记录会为我呈现一幅清晰的市场图像，告诉我市场正在做什么以及将会发生什么，真正的市场行情不会一开始就结束，当我发现当前价格已经脱离了之前那个持续很久的运动模式时，我就会进场开始自己的操作。”

即：远离市场，那样我们会更加清晰地看清市场。

杠杆并没有加大风险

期货的保证金交易制度使我们仅需要较小的初始资金就可以控制数倍于保证金的商品数额。正是杠杆这个有效的工具可以迅速地完成初期的资金积累。从1万到100万会很慢，但从100万到1000万就会很快，如果有效地利用杠杆这个天然的有力武器，从1万到100万也会很快地达成目标。

期市投机者往往被认为是高风险的承受者。怎么去定义风险，怎么去控制风险，关乎投机者的胜败荣辱与生死存亡。许多朋友会说期货风险高于股票风险，在没有融资融券条件下，股票是没有任何杠杆的，一块钱就是一块钱，哪怕股价一路下跌也不会担心自己的本金亏光。而期货投机

者则不同，如果价格出现反向波动，在杠杆的作用下甚至可能会出现“穿仓”情况。

事实的确如此。是否可以据此断定期货的风险一定就高于股票呢？风险是未来的不确定性，而未来本就是未知的，既然未来是个未知数，又何来大小之分？在我看来，期货的风险并不比股票要大，风险是不可能事先预测丈量的。实际上，任意时刻价格都是波动的，或上或下：某一时刻一定是向上波动的概率要大于下跌的概率；而某一时刻一定是下跌的概率要大于上涨概率。而要去判断某一时刻究竟是上涨概率大，还是下跌概率大完全就是赌博。技术分析干的恰好就是这个事，这是一个费力不讨好的差事。

在上一篇《笑看风云，忽略波动》中，我曾说清空心里对市场的看法，不去判断未来的波动方向。一切以“亏损”为信号，也就是如果价格出现了反向波动触及了“止损点”要毫不犹豫地离开市场；而一旦盈利则加仓移动止损点。这样便保证了盈利时让利润奔跑，亏损时将损失限于最小范围。任何一次亏损都不会影响到本金安全，不会出现无法收场的局面。这样的方法恰恰是违反人性的。之所以绝大多数朋友都是以亏损离场，原因便是人性注定是在盈利时“落袋为安”而亏损加仓与市场较劲，直至亏光本金为止。社会心理学家告诉我们，人都具有从众心理，所谓“羊群效应”便是典型代表。因此，能够真正胜出的期市赢家总是少之又少，如果要

那永远的小众，就要反其道而行之。

即：“杠杆”是一个极好的金融工具，它并没有放大风险。只要我们利用好这一交易工具，便可以做到事半功倍，快速完成初期的资本积累，这才会产生资金规模效应。更可以在发生危险时，迅速地离开市场做到保全自己，从而为下一次入市做好准备。

“贪念”是万利之源

每每与投机朋友交谈，听到最多的便是“戒贪”，作为中国传统文化的一部分，“戒贪”对我们每一个人都有深远的影响。在合法合理的情况下追求自己的最大利益是否为贪呢？

当然不是，经济学的研究目标不就是如何使自己的利益最大化嘛！要是伤天害理、违法乱纪得到的利益就不可以仅仅用一贪字形容了，那是犯罪！自然会有法律约束。

期货交易者为什么要入市？肯定是追求利益，如果不贪那还为什么要做期货呢？老老实实在地朝九晚五去工作不是更好吗？

“戒贪”是导致亏损的一大心理顽疾。甚至可以说我们不但不要戒贪，还要贪得大大的。如果你不贪，在账面稍有盈利时就会很快将那些微薄利润落袋为安，而亏损时又不肯坚决止损离开市场造成亏损面无限扩大。直至唱着张学友的“祝福”黯然地告别期市。

即：如果我们心存贪念，就会在

盈利时大胆加仓，让利润奔跑，利润会自己照顾好自己。“浮盈”就是市场向我们发出的信号，告诉我们这笔交易棒极了，放心大胆地加大筹码：让利润像滚雪球一样无限地滚下去！

心理学主宰世界

上学的时候，我们都学过一则叫做“疑邻盗斧”的故事。当认为邻居偷了自己的斧子之后，怎么看邻居的举动都像是窃贼。可发现了斧子之后却又怎么也瞧不出邻居有任何盗窃的痕迹了！邻居还是那个邻居，变化的只是主人公的心理。俗话说，“我们每个人都只能看到自己认为的世界”，我们都活在自己的世界之中，大家都认为商品价格会上涨便会买入而进一步推高商品的价格；而已经上涨的价格更会因此吸引后来者的买入。反之，下跌的市场也是这样。

清空对市场的看法，不去判断价格的涨跌，所有的情绪都不会束缚我们前进的脚步，期市博弈之道存在于我们的内心。

即：一切以“亏损”为信号，盈利加仓移动止损点，亏损则马上止损，坚决离开市场。不争市场的短期利润，不去预先判定市场的波动方向，心无他物，不受情绪影响。期市之难在于我们要反人性，一旦做到以上这些，市场便会向我们打开全新的另一扇大门。☞

（作者就取于大唐财富）

“

一切以“亏损”为信号，盈利加仓移动止损点，亏损则马上止损，坚决离开市场。不争市场的短期利润，不去预先判定市场的波动方向，心无他物，不受情绪影响。期市之难在于我们要反人性，一旦做到以上这些，市场便会向我们打开全新的另一扇大门。

”

我国商品期货市场行业轮动规律研究

■ 文/王楠 郑玉航 曹丹星

我国商品期货市场经过近三十年的发展，市场规模不断扩大，品种结构日趋合理，截至2016年，商品期货品种数量达到46个，基本覆盖了农业、金属、能源、化工等国民经济主要产业领域，市场规模和容量稳步扩大，期货市场已成为我国现代市场体系的重要组成部分。

随着期货品种的增加，过去以单一期货品种涨跌为主要特征的期货市场如今更多地呈现出行业或板块的群体运动特征。另外，由于受到诸如CPI指数、存贷款利率调整等宏观经济因素变化影响，我国商品期货市场中农业、金融、能源化工类或其他相关行业板块之间产生轮动现象并呈现动态关联特征。

因此，研究商品期货市场中行业轮动和经济因素与其动态关联的影响有着政策、市场和投资等诸多方面的意义：第一，通过分析行业板块间的动态相关影响，有利于评价市场相关性、有效性和一体化程度；第二，通过把握行业板块轮动规律，对期货市场运行态势做出研判和预测，为交易所实施有针对性

的风险监管手段提供参考；第三，通过观察和研究经济因素变化对行业板块间动态关联性的影响，提出期货市场时钟轮动“中国化”的一些新构思，以描绘时钟变化的方式总结行业轮动的一般规律，为理解市场波动提供参考。

本文首先从对经济运行阶段的划分入手，理清在不同经济运行阶段，商品期货市场行业与宏观经济变量的相关性，初步探索行业轮动条件。同时，检验商品期货市场行业在不同阶段的引导关系以及动态相关关系，实证分析商品期货市场行业间动态关系的变化。最后，描

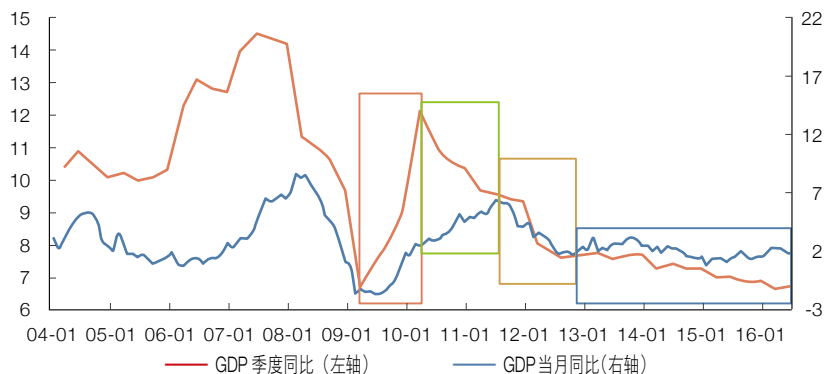
述商品期货市场行业在不同经济运行阶段的静态收益率以及动态关联规则，并借鉴美林证券投资时钟分析框架，描绘我国商品期货市场波动的时钟变化以总结我国商品期货市场的行业轮动现象。

我国商品期货市场行业间动态关联分析

（一）我国宏观经济运行阶段划分

根据美林投资时钟模型，经济周期根据经济走势和通胀水平分为四个阶段：衰退阶段（经济下行，通胀下行）、复苏阶段（经济上行，

图1 我国宏观经济运行阶段划分



通胀下行)、过热阶段(经济上行,通胀上行)和滞胀阶段(经济下行,通胀上行)。本节以GDP作为经济增长指标,以CPI指数作为通货膨胀指标,对我国宏观经济运行阶段进行划分。选取从2004年1月至2016年6月GDP季度同比增长率和CPI当月同比数据为研究对象。

1. 经济运行阶段的描述

由于各国经济所处发展阶段及经济政策的不同,四个阶段的持续时间并非一致。参考Bry等(1971)对指标序列转折点确定的方法,对季度数据GDP和月度数据CPI进行划分,同时考虑到商品期货市场的发展程度以及阶段划分的完整性,本文划分了2009年一季度至今我国宏观经济运行所处的各个阶段,见图1。

可以看出,2009年第一季度以来我国宏观经济分为四个阶段:2009年第一季度到2010年第一季度度过热阶段(红色框),由于2008年出台了四万亿政策,导致经济增速与物价均上行;2010年二季度至2011年三季度滞胀阶段(绿色),经济增速下降,物价仍上涨;2011年四季度至2012年三季度衰退阶段(灰色),经济增速和物价均下降;2012年四季度以来处于经济新常态阶段(蓝色),经济增速及物价均保持低位,该阶段并非完整阶段,对应复苏阶段前期。

从经济增长来看,从2010年二季度以来,我国经济处于漫长的下滑期,但2012年四季度以后经

图2 商品期货板块划分情况

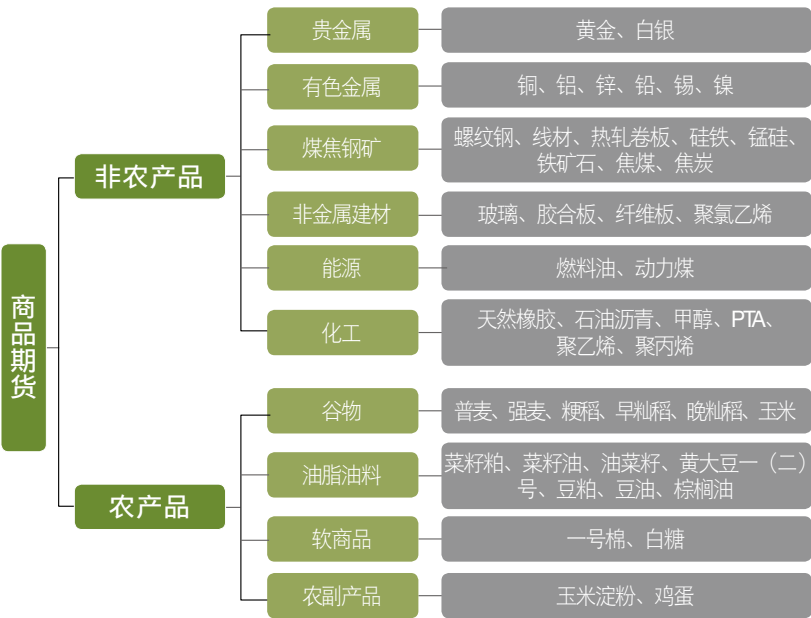


表1 不同阶段商品期货行业与宏观经济相关性

商品期货行业	宏观经济指标	过热阶段	滞胀阶段	衰退阶段	新常态阶段
贵金属	工业增加值	0.8156***	-0.3593	0.0546	0.7166***
	CPI	0.6927***	0.8832***	-0.1377	0.4083***
有色金属	工业增加值	0.7819***	-0.1421	0.1212	0.7830***
	CPI	0.5441**	0.6064***	0.2455	0.3955***
煤焦钢矿	工业增加值	0.0345	0.2818	0.2404	0.8957***
	CPI	-0.2077	0.2612	0.6512**	0.6264***
非金属建材	工业增加值	-0.4155	0.1595	0.2869	0.8670***
	CPI	-0.3819	-0.4349*	0.8807***	0.6577***
能源	工业增加值	0.7215***	0.5617**	0.3275	0.8822***
	CPI	0.4317	-0.7477***	0.7355***	0.5816***
化工	工业增加值	0.7650***	-0.3034	0.2943	0.8525***
	CPI	0.6478***	0.6703***	0.5104*	0.5840***
谷物	工业增加值	0.0729	-0.3801	0.1055	0.6025***
	CPI	0.5980**	0.6434***	-0.4702	0.1544
油脂油料	工业增加值	0.5829**	-0.3545	-0.0442	0.8310***
	CPI	0.4064	0.7731***	-0.6144**	0.5650***
软商品	工业增加值	0.7824***	-0.3704	0.2830	0.7994***
	CPI	0.6802***	0.6096***	0.7814***	0.5862***
农副产品	工业增加值	--	--	--	0.0721
	CPI	--	--	--	-0.6411***

注:显著性检验(双侧),***表示1%的显著性水平下;**表示5%的显著性水平下;*10%的显著性水平下

济处于稳定阶段，加上物价水平保持在 2% 左右水平，经济运行处于新常态阶段。而期间商品期货市场得到迅速发展，上市品种增多，分布更加广泛，服务实体经济功能增强，与宏观经济关系更加紧密。

2. 行业指数与经济变量的相关性

为分析国内商品期货市场行业板块运动规律，本文采用 wind 商品指数分类方法将我国 46 个商品期货品种分为“贵金属”、“有色金属”、“煤焦钢矿”、“非金属建材”、“能源”、“化工”、“谷物”、“油脂油料”、“软商品”、“农副产品”共十个品种板块，见图 2。

考虑到数据频率，本节采用工业增加值月度数据代替 GDP 来表示经济增长的变化，商品期货市场行业价格指数（取对数）与宏观经济变量不同阶段的相关性，见表 1。

可以看出，不同行业在不同阶段与宏观经济变量的关系具有差异性。在经济新常态阶段，基本上所有行业都与宏观经济表现出显著的相关性。正是由于不同期货行业在不同阶段表现不同，交易所应对行业风险波动应更加关注市场选择情况（见表 2）。

（二）不同阶段行业间动态关联性因果关系检验

不同宏观经济阶段与商品期货

市场不同板块的相关性为行业轮动提供了可能，但板块间能否轮动还需考察市场行业间的关系，因此，需要考察期货行业间的动态关联性，为此对不同行业的因果关系进行检验。

1. 数据选取及处理

由于不同阶段时间长度不同，最短时间持续一年（衰退阶段），月度数据样本较少，为此选择期货行业价格日数据，并对数据进行取对数差分处理，获取日收益率数据，表 3 显示出各行业价格收益率序列均平稳。

2. 行业价格间 Granger 因果关系分析

不同阶段内行业对数收益率之间的因果关系表现如下：在过热阶段，物价上行致使商品期货价格波动相对剧烈，加上该阶段品种较少，部分行业间存在 Granger 因果关系但涉及到的行业板块数量不多，以能源及有色金属和其他行业板块之间的 Granger 因果关系为主；在滞胀阶段，经济增长发生转折，开始下行，同时通胀达到最高点，期货市场发挥保值作用，行业之间存在 Granger 因果关系的组数较上一阶段略微有所增加，以能源和其他行业板块之间的 Granger 因果关系为主。

在衰退阶段，经济与通胀同时下行，市场环境不够活跃，市场中存在 Granger 因果关系的组数相比滞胀阶段基本保持不变，以贵金属和煤焦钢矿与其他行业板块的 Granger 因果关系为主；在新常态阶

表 2 基于经济运行阶段的行业选择

行业划分	防守型增长	防守型价值	周期型增长	周期型价值
期货行业	煤焦钢矿、非金属材料、软商品、农副产品	贵金属、油脂油料、软商品、化工、谷物	煤焦钢矿、能源、油脂油料、非金属材料	贵金属、有色金属、能源、化工

表 3 各期货行业对数收益率 ADF 单位根检验

	ADF 检验	1%	5%	10%
贵金属	-18.6194	-3.4477	-2.8691	-2.5709
有色金属	-20.9260	-3.4477	-2.8691	-2.5709
煤焦钢矿	-15.4480	-3.4478	-2.8691	-2.5709
非金属建材	-19.0810	-3.4482	-2.8693	-2.5710
能源	-22.1900	-3.4477	-2.8691	-2.5709
化工	-19.5857	-3.4477	-2.8691	-2.5709
谷物	-11.8631	-3.4477	-2.8691	-2.5709
油脂油料	-19.6878	-3.4477	-2.8691	-2.5709
软商品	-18.6000	-3.4477	-2.8691	-2.5709
农副产品	-7.9829	-3.5216	-2.9012	-2.5880

段，经济增长与通胀同时稳定，市场中存在 Granger 因果关系的板块组数显著增加，以煤焦钢矿、软商品和非金属建材与其他行业板块指数的 Granger 因果关系为主，见表 4。

（三）行业间动态关联性检验

为考察行业间关联关系，本节对存在因果关系的行业板块指数的对数收益率分别建立二元均值 DCC-GARCH 模型，探讨它们之间在不同阶段内的动态关联性。

1. ARCH 检验

在使用 DCC 模型之前，先估计整个样本期内单个行业的收益率单变量 GARCH 过程，各行业板块指数除谷物和农副产品指数外都存在高阶效应（见表 5），故模型考虑采用 GARCH 模型。

2. 行业收益率间动态关联性分析

根据上面的单位根检验和 ARCH 效应检验结果，可以将存在 Granger 因果关系的行业板块引入 DCC-GARCH 模型。通过模型估计得到行业收益率之间的时变条件相关系数以描述不同行业板块指数的动态关联性。

根据估计最终效果，同时考虑到展示的方便性，这里将动态关联性紧密的行业进行归纳处理，分别为能源与其他行业、油脂油料与其他行业、化工与其他行业以及有色金属、焦煤钢矿和非金属建材之间在四个阶段的动态关联性。

由图 3 可以看出，能源与有色金属、焦煤钢矿、化工的关联性表现变化频繁，与焦煤钢矿的关系相

表 4 经济不同阶段期货行业间 Granger 因果关系

过热阶段	滞胀阶段	衰退阶段	新常态阶段
原假设（不是 Granger 原因）	原假设（不是 Granger 原因）	原假设（不是 Granger 原因）	原假设（不是 Granger 原因）
能源—贵金属 **	贵金属—有色金属 *	煤焦钢矿—贵金属 *	能源—贵金属 *
软商品—贵金属 *	有色金属—煤焦钢矿 *	贵金属—化工	贵金属—能源 *
能源—有色金属 **	有色金属—非金属建材 **	贵金属—油脂油料 *	贵金属—化工 **
有色金属—能源 *	能源—煤焦钢矿 **	煤焦钢矿不是有色金属	能源—有色金属 ***
有色金属—化工 **	能源—非金属建材 **	有色金属—煤焦钢矿 ***	谷物—有色金属 ***
有色金属—谷物	化工—能源 *	非金属建材—煤焦钢矿 ***	软商品—有色金属 **
有色金属—软商品 *	谷物—能源 *	煤焦钢矿—非金属建材 ***	有色金属—软商品 ***
软商品—谷物 *	能源—谷物 ***	化工—煤焦钢矿 **	非金属建材—煤焦钢矿 **
煤焦钢矿—能源 **	软商品—能源 **	煤焦钢矿—化工 ***	能源—煤焦钢矿 ***
煤焦钢矿—谷物 ***	谷物—化工	油脂油料—煤焦钢矿 **	化工—煤焦钢矿 *
谷物—能源 *	油脂油料—谷物 *	能源—非金属建材 *	煤焦钢矿—化工 *
谷物—油脂油料 *	谷物—油脂油料 ***	化工—非金属建材 **	谷物—煤焦钢矿 *
	软商品—谷物 ***	油脂油料—化工 *	煤焦钢矿—谷物
	谷物—软商品 *	软商品—化工 *	软商品—煤焦钢矿 *
			煤焦钢矿—软商品 ***
			煤焦钢矿—农副产品 *
			非金属建材—能源 **
			化工—非金属建材
			非金属建材—化工 **
			油脂油料—非金属建材 *
			非金属建材—软商品 ***
			非金属建材—农副产品 ***
			能源—软商品 ***
			谷物—化工 **
			软商品—化工 **
			化工—软商品 ***
			谷物—软商品 ***
			油脂油料—软商品 ***
			农副产品—软商品 ***

注：*** 表示 1% 的显著性水平下；** 表示 5% 的显著性水平下；*10% 的显著性水平下

表 5 ARCH 效应检验结果

	F 统计量	P 值	Chi-Square	P 值
贵金属	2.8737	0.0001	45.0454	0.0002
有色金属	11.1613	0.0000	40.4072	0.0000
煤焦钢矿	40.4008	0.0000	36.6021	0.0000
非金属建材	5.6803	0.0008	16.4435	0.0009
能源	3.6597	0.0015	21.1183	0.0017
化工	31.5497	0.0000	76.3804	0.0000
谷物	2.03696	0.1038	6.1728	0.1035
油脂油料	2.0617	0.0224	22.0447	0.0240
软商品	83.2394	0.0000	68.2865	0.0000
农副产品	0.2891	0.9976	8.0505	0.9915

图 3 能源与有色金属、焦煤钢矿、化工、油脂油料的动态相关系数

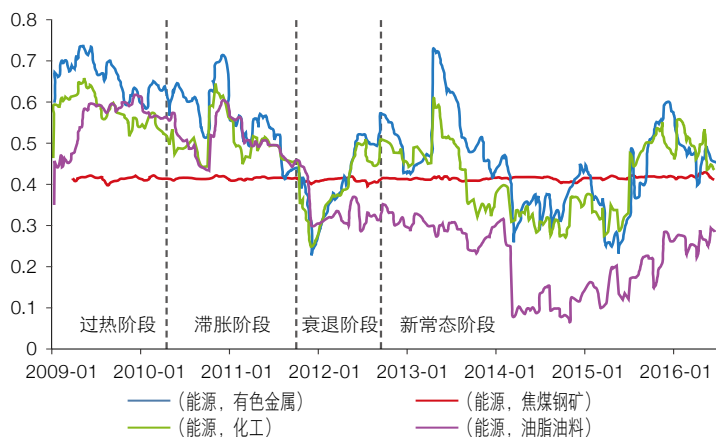
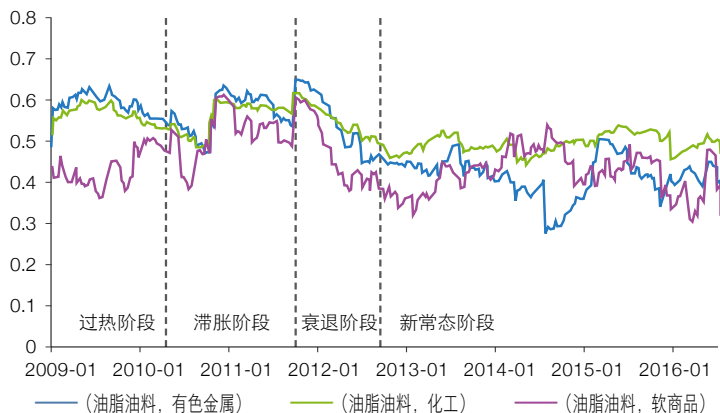


图 4 油脂油料与有色金属、化工、软商品的动态相关系数



对稳定。整体上，能源与其他行业相关剧烈变化在衰退阶段，尤其是能源与有色金属和化工之间，呈现大幅度涨跌的关联性；能源与油脂油料关联性下降，但在样本后期呈现上升的趋势。此外，能源与有色金属和化工的关联性具有周期性变化特点。

由图 4 可以看出，油脂油料与其他三个行业的关联性整体上在同一水平，变化趋势较为一致，但与宏观经济运行阶段具有很强的关系。在滞胀阶段转向衰退阶段其关联性出现明显的跳跃，这是由于油脂油料作为消费品与通胀水平更具有相关性，由表 1 也可以看出油脂油料与 CPI 在两个阶段由正向显著相关变为负向显著相关。衰退阶段，三种关联性呈现下降趋势；新常态阶段，保持在 0.5 左右相关水平，但出现交替现象，在此期间可能会出现行业间轮动特征。

由图 5 可以看出，化工与其他四个行业的关联性变化特征基本保持一致，但受经济运行影响，不同阶段表现出差异性。在过热和滞胀阶段，其关联性在相对同一水平波动，进入衰退阶段出现跳跃性，并出现 U 型变化过程，说明关联性与经济增长关系比较紧密。在经济过热和滞胀阶段化工行业表现显著的保值作用。

由图 6 可以看出，有色金属、焦煤钢矿和非金属建材三个行业之间的关联性在不同阶段具有差异性，与经济增长关系紧密，属于周期性行业。在衰退阶段，其间关联

性显著增加；在新常态阶段三个行业间的关联性呈现交替变化特征，具有行业轮动的可能性。

我国商品期货市场行业轮动现象的实证研究

通过对商品期货市场行业间的动态关联性分析，初步可以确定行业间存在轮动现象的可能，下面利用联动规则进一步解释商品期货市场行业间轮动规律。

（一）不同阶段期货行业轮动特征

1. 联动规则与 Apriori 算法

联动规则通过特定的算法对数据库进行分析，在数据中探寻一个事件和其他事件的关联性和依赖性。联动规则有效性可由支持度（Supmin）和置信度（Confmin）衡量。支持度表示规则发生的频率，置信度高表示二者的关联性。Apriori 算法是频繁项集算法，根据所设定的最小置信度筛选出强关联规则。将关联动规则应用到本节分析中，便可从中捕捉到行业板块背后联动的规则。

2. 期货行业轮动现象实证分析

本文在设定最小支持度 Supmin 为 0.2，最小置信度 Confmin 为 0.6，得到满足条件的行业联动规则。由于联动规则过多，本文根据置信度进行排序，选取每个阶段前 5 的联动规则，为了不影响判断，又给出了前 10 条规则的联动图。

表 6 与图 7 描述了不同经济运行阶段商品期货市场行业之间联动规则，可以看出，不同阶段

图 5 化工与其他四个行业的动态相关系数

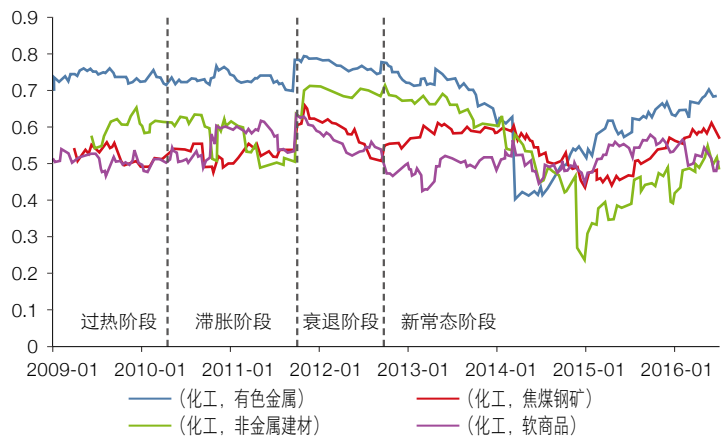


图 6 有色金属、焦煤钢矿和非金属建材的动态相关系数

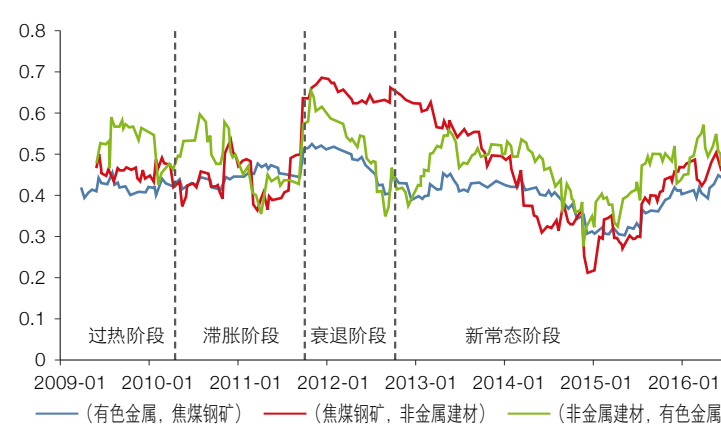
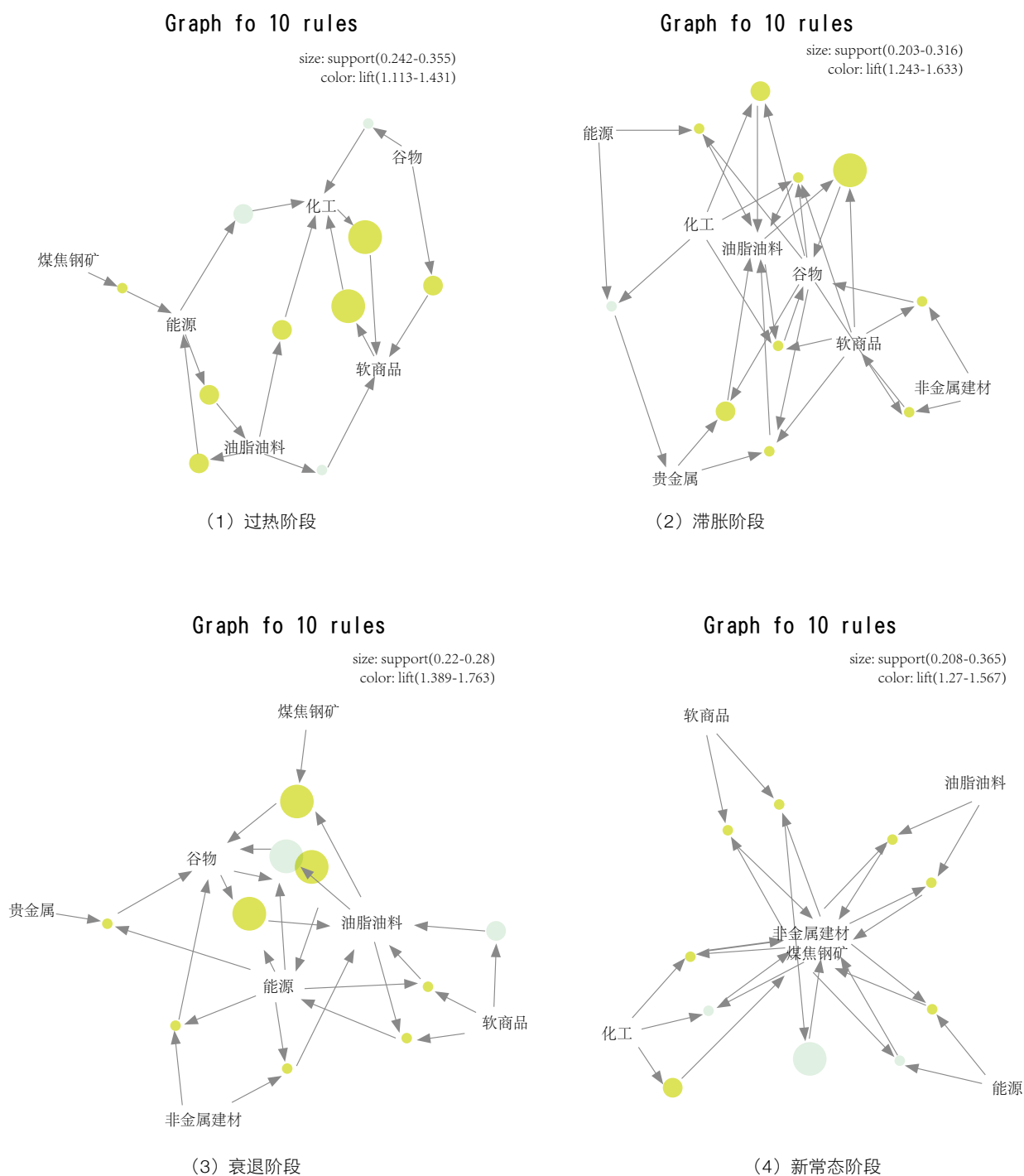


表 6 不同经济运行阶段期货行业间轮动

阶段	条件行业	结果行业	支持度	置信度
过热阶段	油脂油料	能源	0.2903	0.6923
	油脂油料	化工	0.2903	0.6923
	谷物	软商品	0.2903	0.6667
	化工	软商品	0.3548	0.6667
	软商品	化工	0.3548	0.6667
滞胀阶段	能源，谷物	油脂油料	0.2152	0.8947
	贵金属，谷物，软商品	油脂油料	0.2152	0.8947
	化工，油脂油料，软商品	谷物	0.2025	0.8889
	贵金属，谷物	油脂油料	0.2658	0.8750
	油脂油料，软商品	谷物	0.3165	0.8621
衰退阶段	油脂油料，软商品	能源	0.2247	0.9167
	能源，软商品	油脂油料	0.2247	0.9167
	非金属建材，能源	油脂油料	0.2220	0.8462
	非金属建材，能源	谷物	0.2220	0.8462
	能源，谷物	油脂油料	0.2832	0.8235
新常态阶段	煤焦钢矿，油脂油料	非金属建材	0.2083	0.8163
	非金属建材，化工	煤焦钢矿	0.2292	0.8000
	煤焦钢矿，化工	非金属建材	0.2292	0.7719
	煤焦钢矿，软商品	非金属建材	0.2240	0.7679
	非金属建材，能源	煤焦钢矿	0.2292	0.7586

图7 不同阶段商品期货市场行业联动规则



行业间的联动规则具有差异性，其聚集效应也一定程度上为不同阶段中行业间保值提供了参考。

在过热阶段，各期货市场行业超额收益率较低，联动规则不明显，条件行业单一，联动效应缺乏驱

动力，置信度较低，这与该阶段上市的期货品种的数量和类别较少也有一定关系。在滞胀阶段，

随着上市期货品种增加，行业品种覆盖均衡，各期货行业联动规则表现为向油脂油料、谷物、软商品聚集，置信度较高，显著支持行业间的联动规则。在衰退阶段，以组合行业为条件行业的联动规则较为稳定，期货市场行业间的关系变为多路径聚集，聚集的结果行业为谷物、油脂油料以及能源。在新常态阶段，继续保持上一阶段稳定的联动规则，但聚集轮动向非金属建材和焦煤钢矿周期型增长行业转变，该类型行业具有经济复苏阶段投资选择的特点，行业轮动表现一定程度上支持我国经济将进入稳定复苏

阶段，说明期货市场行业轮动对经济运行具有较强的预测作用。

（三）商品期货市场行业轮动规律总体表现

将商品期货市场行业轮动规律的总体表现描述为图8，其中经济新常态阶段是经济与通胀相对低水平阶段，图8中体现在经济衰退阶段后期与复苏阶段前期。

将商品期货市场行业轮动规律表现设计为圆圈，分别用横、纵坐标描述经济增长率和通货膨胀率的变动，根据趋势特点将上图大致分为四个象限，从左下开始顺时针变动依次经历衰退、复苏、过热和滞涨。红色夹角区域

是当前经济新常态阶段，商品期货市场行业轮动表现分布在各象限的环形区域内。

结论

本文对我国商品期货市场行业轮动规律进行了研究，给出了我国期货行业轮动的规律，结果表明：

（一）经济环境和行业间动态关联是行业轮动的驱动力

期货市场行业在不同阶段与宏观经济指标的相关性具有显著性变化，形成行业轮动的外部动力；我国商品期货市场行业在不同经济运行阶段的关联性具有差异性，表现为行业动态关系的变化以及行业间较高的相关关系，为行业间投资选择提供了多样性，形成行业轮动的内部动力。内外驱动力为行业间轮动提供了可能性。

（二）行业间存在轮动现象

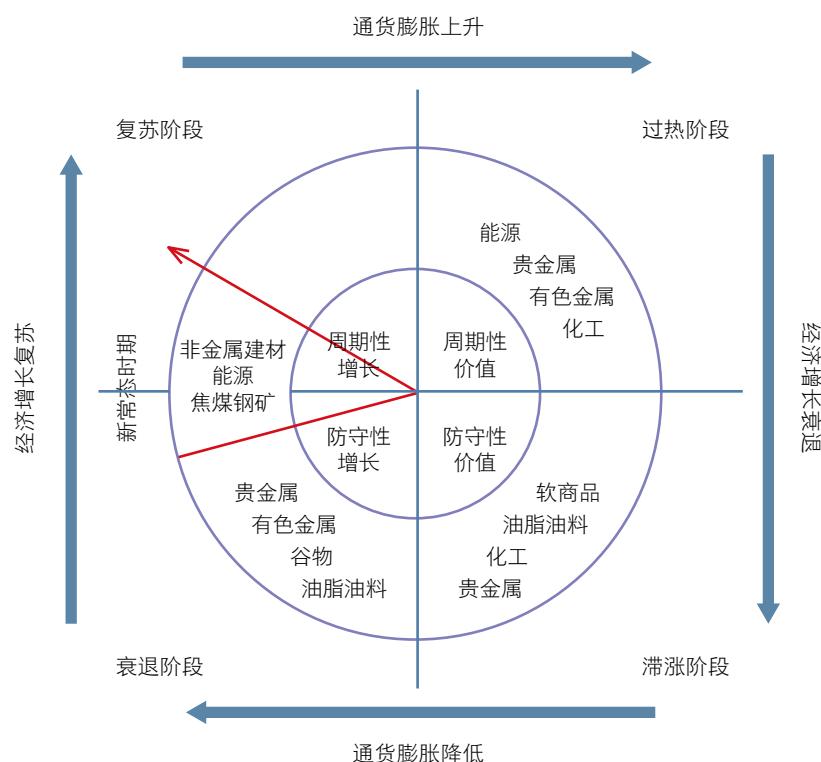
我国商品期货市场行业轮动现象确实存在，而且轮动效果和宏观经济运行趋势有关。在经济增长下滑趋势下轮动效果要比经济增长扩张趋势下明显；在通货膨胀下轮动效果比通货紧缩下明显。

（三）轮动规律可用行业轮动时钟描述

我国期货市场不同行业板块轮动规律可以用行业轮动时钟较好地描述，该时钟可以为交易所风险控制提供参考，也可用以提升期货市场的资源配置功能。^[10]

（作者就职于郑州商品交易所期货及衍生品研究所有限公司）

图8 我国商品期货市场行业轮动规律





赵晶

永安期货高级分析师，南开大学应用数学硕士研究生，主要负责股指期货、贵金属以及期权方面的研究。从业以来多次接受各类财经媒体采访和约稿，并曾担任电视媒体特约评论员。

期指政策松绑 监管回归常态

■ 文/赵晶

2017年2月16日晚间，中国金融期货交易所（下称“中金所”）发布公告称，在综合评估市场风险、积极完善监管安排的基础上，决定自次日起调整股指期货交易安排。

具体内容包括：一是将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原来的10手调整为20手，套期保值交易开仓数量不受此限；二是沪深300、上证50股指期货非套期保值交易保证金调整为20%，中证500股指期货非套期保值交易保证金调整为30%（三个产品套保持仓交易保证金维持20%不变）；三是将沪深300、上证50、中证500股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二。

至此，沉寂逾一年之久的股指期货终于迎来了政策的松绑。

A股市场巨震，股指期货监管升级

2015年6月国内A股市场出现巨幅波动，上证综指在短短两个月时间内跌幅超过40%，为期近一年的牛市由此宣告终结。市场的巨震再度将股指期货推入风口浪尖，部分投资者及市场人士认为股指期货的做空机制是导致A股市场大幅下跌的原因之一，关于股指期货的种种争议纷至而来。虽然期间中金所为抑制市场过度投机，多次提高期指交易手续费及保证金比例，但市场争议并未随之平息，反而伴随指数不断走低有愈演愈烈之势。

为应对市场的诸多质疑，2015年9月2日，中金所再度收紧股指期货交易规则，将沪深300、上证50、中证500股指期货各合约的非

套期保值持仓的交易保证金标准提高到40%，套期保值持仓的交易保证金标准提高到20%，同时限定非套保交易者单个合约单日开仓超过10手构成异常交易行为。此外，沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平今仓交易手续费标准也上调至成交金额的万分之二十三。

监管政策的不断升级，导致期指成交量及持仓量之后迅速下滑并跌至历史最低水平。

以沪深300股指期货为例，其成交量和持仓量以2015年9月7日为分水岭，前后呈现出截然不同的情况。2015年1月至9月2日期间，由于指数持续大幅上涨，市场交投活跃，沪深300股指期货日均成交量和持仓量分别达到167万和18.4万手，但在9月7日市场

监管升至最高等级之后，直至 2016 年年底，沪深 300 股指期货日均成交量和持仓量仅为 1.8 万和 4.3 万手，其中成交量不足此前水平的 2%，持仓量也仅为之前的两成左右。彼时股指期货市场流动性枯竭，几乎陷入休眠状态。

政策首度松绑对市场影响几何

股指期货监管政策的松动与当前的市场环境不无关系。

其一，行情走势较为平稳。经过将近两年的调整之后，国内 A 股市场下行空间明显收窄，呈现出逐步企稳的态势，此时选择放松股指期货交易限制对于市场心理预期的冲击最小；其二，股指期货功能的“正名”。市场经过长期思考和沉淀，对于股指期货规避风险和价格发现的功能有了更为深刻和全面的认知，股指期货本身并不会改变市场本来的运行方向；其三，风险对冲工具的缺失。我国金融市场进入快速发展期，特别是随着养老金和社保基金等长期资金的入市，高效的风险管理工具不可或缺。但是由于股指期货市场长期流动性枯竭，导致定价效率低下，极大地抬高了资金风险管理的成本，不利于资本市场的长期发展。因此，股指期货监管政策的松绑在当前时期既迫切必要，也是应有之举。

此次交易政策的放松，目前看仅是股指期货的一个“小目标”，距

离回归市场常态仍然有很长的路要走。虽然其象征意义远远大于实际意义，但对于整个市场的方方面面将产生深远影响。

首先，提升市场活跃度和流动性。监管政策松绑首要的直观影响就是市场流动性的改善。2017 年 2 月 17 日期指交易保证金及手续费双双调低之后，虽然成交量受制于日内开仓限制仍未出现显著增长，但持仓量总体呈现温和回升态势。2017 年 3 月初，沪深 300、上证 50 及中证 500 股指期货持仓量分别增至 4.9 万、3.6 万和 3.7 万手，较之前分别增长 7.6%、11.2% 和 7.5%。

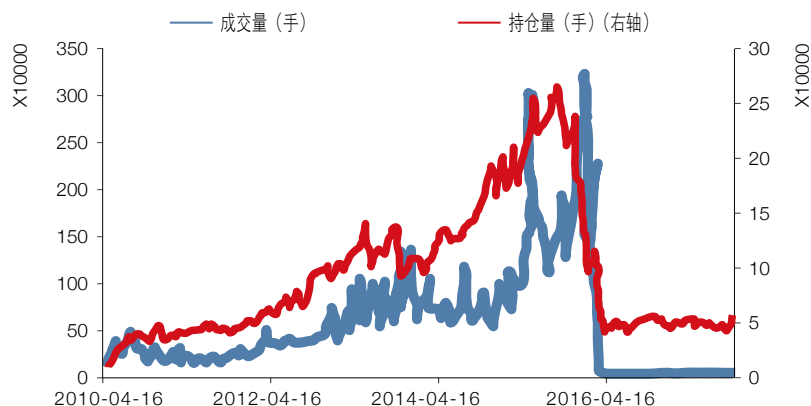
其次，修正深度贴水，平衡多空对比。通过新交易规则的实施，期指逐步修复了长期以来深度贴水的情况。在市场数次传闻期指交易政策将有所松动直至政策正式落地的过程中，沪深 300、上证 50 及中

证 500 股指期货贴水持续收窄。

截至 2017 年 3 月 8 日，主力合约贴水已分别降至 18.3、7.5 及 47.5 点，这一情况较此前动辄上百点，甚至近千点的深度贴水已经出现明显改善。

同时，期指贴水的修复也在一定程度上反映了市场多空力量对比逐步向均衡状态回归。在市场当中套期保值者往往对应期指空头持仓，投机多头则对应期指多头持仓。由于监管政策限制了日内投机开仓数量，投机需求受到明显抑制，但对于套保开仓则无限制，同时投机和套保所需保证金比例差异巨大，对于投机多头来说，诸多交易限制导致其交易成本大幅飙升，打破了市场原有的多空力量平衡，进而导致期指长期深度贴水情况的出现。因而监管政策的放松在一定程度上缓解了市场多空力量失衡的状况。

图 1 沪深 300 股指期货成交量及持仓量



数据来源：Wind 数据库

再次，有利于期指风险管理功能的发挥。期指交易限制的解除，无疑将吸引场外增量资金入市，特别是股指期货作为重要的风险对冲工具，一方面减轻股票现货市场抛售压力和市场冲击，另一方面则可以优化投资组合、降低系统性风险。但市场长期深度贴水情况的存在制约了其避险功能的发挥，无形中增加了市场套期保值的成本。随着政策的逐步放松，股指期货风险管理功能将不断得以恢复。

2017 年 A 股市场新特点

前文当中提到股指期货松绑的重要原因之一是当前的市场环境。在经历 2016 年实体经济的全面回暖之后，国内 A 股市场走势也渐趋平稳，并逐步回归上行通道当中。那么，未来这一趋势是否能够持续？与去年相比，2017 年的市场又有哪些新特点？

从当前情况看，依然取决于两个因素：国内经济走势以及美国货币政策的变化。

国内经济方面，2016 年在内需保持稳定、出口表现不佳的情况下，投资的大幅回升再度成为拉动经济增长的主要动力，特别是房地产市场的迅速回暖极大地刺激了下游终端需求。同时，在供给侧改革背景之下，国内部分供需矛盾突出的行业库存产能去化工作卓见成效，企业利润出现了明显改善，实体经济重新焕发了生机。

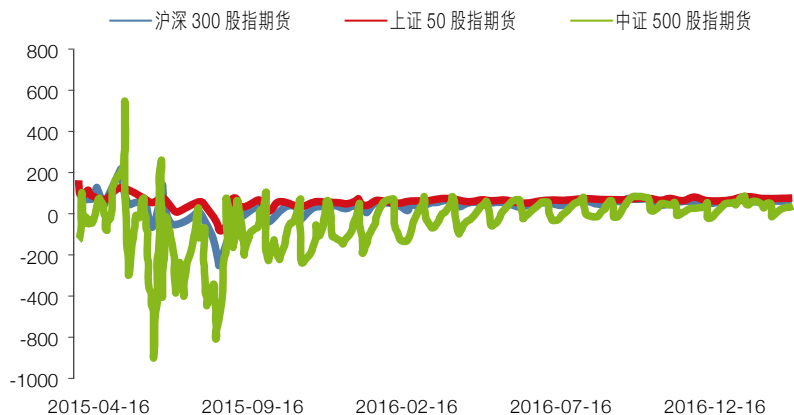
然而，伴随 2016 年四季度各地房地产调控政策的纷纷出台，楼市的回落似乎也在预期之中，由此给经济复苏前景蒙上了一层阴影，部分市场分析人士认为去年四季度经济持续向好存在惯性，后续增长乏力。但从去年四季度的经济数据来看，经济仍旧持续向好趋势，房地产市场也未见显著回落。

进入 2017 年多项经济指标继续走高，其中制造业 PMI 连续 7 个月位于荣枯线之上，显示实体经济仍旧处于持续扩张当中，同时生产和新订单指数也继续回升，市场呈现供需两旺的格局。房地产市场方面，虽然楼市限购政策重启并不断加码，一线及二线部分城市销售确实出现了一定程度回落，但三四线城市的补涨也同样值得关注。2016 年市场库存消化主要以一二

线城市为主，三四线城市无论是房价涨幅还是销售情况均较为温和，当前市场库存当中三四线城市存量房占比较大，未来随着其市场继续回暖，库存去化加快，将由此弥补一二线城市楼市回落带来负面影响。因而房地产投资在上半年回落的概率较小，可能继续保持当前增速持续增长。

这一点，从 1、2 月份的信贷数据当中也可以得到印证。1 月居民中长期贷款增加 6293 元，中长期贷款往往被认为是个人房贷的直接表现，但这一数据并未随着房地产市场调控出现大幅下滑，而是持续保持高速增长。当中或许有去年年底银行贷款额度耗尽转移至今年年初的原因，但若将去年 12 月与今年 1 月数据平均，每月仍有 5000 亿元以上的增长，与历史同期相比处于较高水平，这进一步证

图 2 期指主力合约基差走势



数据来源：Wind 数据库



实了房地产市场的情况好于预期。

与房地产市场相比，2017 年制造业及基建投资的表现也许更值得期待。由于企业对未来经济预期的好转和利润的持续改善，制造业投资在 2016 年上半年经历低谷之后出现稳步回升的态势，这一情况在 2017 年上半年有望持续。同时，虽然去年年底基建投资增速出现放缓，但主要是由于全年财政赤字规模已超年初设定目标，年底财政支出空间有限，因而当时基建增速回落预期之中。但这一情况在 2017 年上半年将有明显改善，从目前情况看，年初基建投资新开工项目增多，特别是 PPP 项目落地率明显提高，将在极大程度上带动基建投资大幅回升。

与国内经济相比，国际方面的情况并不乐观。美国货币政策的收紧成为制约全球经济，特别

是新兴市场国家经济复苏的主要桎梏。此前市场普遍认为 2017 年美联储将加息三次，且上半年加息的概率较小，最早加息的时点也在今年 6 月，从这一市场预期看上半年处于政策真空期，美联储加息对于期指的负面影响暂时不会显现。但是到 3 月初情况突然发生了转变，多位在 2017 年具有投票权的美联储官员表态将在 3 月议息会议当中“认真考虑加息”问题，随后市场对于近期加息预期大增，而美联储主席耶伦随后关于加息的言论将这一预期推升到了顶点，3 月 8 日数据显示市场认为美联储在 3 月加息的概率为 100%，至此 3 月加息成为事实。

美国货币政策的收紧无疑将加剧人民币汇率波动和国内资金的外流，导致市场流动性短缺，对期指

形成负面影响。且从当前情况看，在美国经济强势复苏的背景下，美联储加息频率或将加快，这将成为 2017 年影响期指走势的主要制约因素。

综合来看，2017 年国内 A 股市场多空交织局面越发凸显。一方面，国内经济内生增长动能并未消失。虽然楼市限购政策频出，但房地产市场未见明显回落，同时基建投资也将在上半年持续发力，除此之外，此前长期低迷的制造业投资回升也将成为 2017 年经济的新亮点；另一方面，美联储加息进程加快所引发的负面影响也将持续对期指走势形成扰动。因而预计市场在 2017 年经济继续温和复苏的背景下，仍有望延续此前上涨趋势，但受到外围因素扰动，上行空间可能受到压制。



王奕琳

中钢期货研究发展总部负责人，中央财经大学数理经济与数理金融专业硕士。致力于黑色金属期货研究，历经焦炭、铁矿石、热轧、硅锰、硅铁等黑色期货品种的上市；先后为多家产业客户提供螺纹钢、铁矿石等品种的套保方案、投资分析报告及套保培训；曾获2014年大商所“十大投研团队”，2014年上海交易所品种优秀分析师；多次在期货日报、文华财经及冶金报等媒体发表文章。

政策依旧主导市场，黑色系警惕高位风险

文/王奕琳

2016年黑色系品种上涨贯穿全年商品期货行情，在经历了“4·22”与“11·11”政策调控的火爆行情后，近期黑色系再度创出新高，市场会否迎来第三次政策调控的拐点？

整体来看，宏观方面，“稳中求进”仍为今年宏观经济主基调，经济增速整体可能呈现“前高后低”的走势，市场资金或呈现紧平衡。国际宏观方面，2017年仍有多个“黑天鹅”存在，后期需重点关注特朗普系列经济政策表现及美联储加息节奏对金融市场的影响。

就黑色产业链自身而言，去产能政策对黑色产业链影响依然较大；春季终端需求复苏及环保限产推动黑色系阶段性上涨，但后期随着供需关系的逐步转化，需警惕价格高位风险。

中长期宏观经济分析

1. “稳中求进”仍为主基调，经济增速或将“前高后低”

纵观2017年，“稳中求进”仍将是经济工作的主基调。从拉动经济增长的“三驾马车”来看，受去年10月份以来房地产调控政策的影响，预计今年房地产开发投资累计同比增速将相对2016年的6.9%出现回落，基建投资受体量影响，预计增速也将较2016年的17.4%增速有所下滑，且基建投资的增长仍难以替代房地产投资在GDP增速中的比重。

从货币政策对经济的刺激作用来看，今年资金面难言宽松，市场流动性较去年将偏紧，其对实体经济的刺激作用将整体减弱。总体而言，今年我国经济增速仍存在回落至6.5%的可能性。

具体到年内增速表现来看，我们预计将呈现“前高后低”的格局。目前房地产投资增速还在相对较高的位置，受去年房企积累影响，预计今年上半年房地产投资增速不会太低，仍有维持6%-7%增速的可能性；而随着房地产销量的逐步萎缩，预计今年下半年房地产开发投资将受影响，有所回落，促使下半年经济增速略低于上半年。基建投资方面，增长的传导效应在中游产业、下游产业将得到一定显现，中下游产业的增长可能会有所回升，带动上半年经济增速走高，不排除前两季度经济增速高于去年四季度的6.8%的可能性。

2. 央行继续推进“去杠杆”，资金面维系紧平衡

从今年央行操作来看，央行继续灵活运用逆回购、MLF及TLF等公

开市场操作工具调控市场流动性，调整逆回购操作节奏并先后上调 MLF、逆回购操作利率，整体延续了自去年 8 月份以来的资金紧平衡趋势。

通过央行系列公开市场操作，今年以来，上海银行间同业拆借利率趋势性上升，其中短期利率上行幅度更大，票据利率也整体上行，明显高于去年同期水平。从 CPI、PPI 走势来看，PPI 自去年 9 月份开始增速由负转正，其持续上行将逐步影响 CPI 同比增速，进而影响央行货币政策走向难宽松。另外，央行于 2 月 17 日发布 2016 年第四季度货币政策执行报告，在货币政策趋势展望部分，央行货币政策思路与中央经济工作会议定调保持一致，特别提出抑制资产泡沫，防止“脱实向虚”。

结合上述情况，当前货币政策中性偏紧，未来呈实质中性还是中性偏紧，取决于经济和金融形势的发展变化，以及央行货币政策在多种目标之

间的权衡取舍；与历史上典型的紧缩周期不同的是，当前货币政策持续紧缩空间有限，调整将以预调微调为主；预计未来公开市场逆回购、MLF 等操作利率仍存上行可能，但上调存款基准利率仍属于小概率事件。

3.2017 年“黑天鹅”全球飞，需重点关注特朗普新政及美联储加息步伐

2016 年，大批“黑天鹅”共舞；今年，国际市场仍不乏“黑天鹅”：(1) 9 月份德国大选，默克尔若意外落选，将成为欧洲一体化拥护者最不愿见到的“黑天鹅”；(2) 如果英国不能留在欧盟单一市场，苏格兰将再次举行脱欧公投；(3) 若 2017 年特朗普财政政策刺激落空，美股牛市或将终结；(4) 美联储 2016 年 12 月份启动二次加息，其 2017 年加息节奏仍存在较大不确定性；(5) 随着特朗普的当选和美联储的加息，全球宽松的货币政策可能终结。

黑色产业链终端需求分析

1. 房地产需求巅峰已过，固定资产投资需求有望稳定增长

中央经济工作会议明确提出，要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，结合当前经济形势及房地产市场自身情况，我们认为，2017 年，房地产基本政策为“有保有压”，促进房地产市场的平稳发展，对于一线城市和需求面较好的二线城市，房地产调控措施仍会延续，避免房价的报复性上涨；对于其他二线城市及以下城市房地产去库存仍会延续。

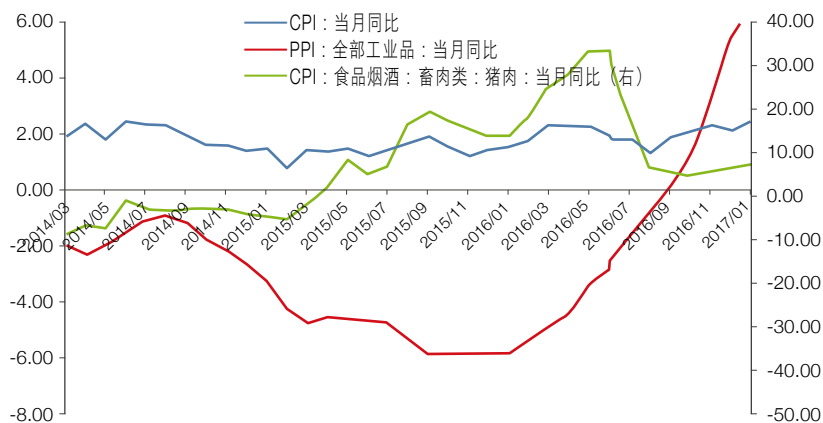
整体来看，我们认为，随着房地产销售数据的持续回落，房地产开发投资也将跟随回落，此轮房地产新开工面积增速高点已过。

固定资产投资方面，公路方面，预计 2017 年公路、水运计划完成固定资产投资 1.8 万亿元，与 2016 年完成额基本持平；铁路方面，2017 年，铁路投资仍有望维持在 8000 亿元以上；水利方面，2017 年要新开工 15 项重大工程，在建投资规模超过 9000 亿元；再加上超过 2000 公里的地下综合管廊，预计 2017 年固定资产投资仍有望维持 8%-10% 的增长。

2. 热轧下游行业中低速增长，对钢材需求增长贡献有限

机械方面，数据显示，1 月份，25 家主要装载机生产企业合计销售各类装载机 4495 台，同比增长 16.33%；10 家主要推土机生产企业共销售各类推土机 322 台，同比增长 19.26%；三一重工表示，包括挖

图 1 CPI/PPI 当月同比走势



数据来源：国家统计局 中钢期货

掘机、压路机、混凝土搅拌站等产品的订单情况较好，基础建设投资的持续向好促使机械行业回暖。此外，目前高端制造业已经成为机械行业新的发力点，虽尚不能补足传统制造行业的缺口，但后续值得期待。综合来看，预计中长期机械工业企稳回升概率较大。

汽车方面，购置税减半政策对车市刺激作用明显，不过自2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税，即税率较2016年提高2.5个百分点。分析来看，考虑到政策边际效用递减及购置税优惠力度降低影响，预计今年汽车产销增速将出现回落。

家电方面，在城市空调市场逐渐饱和的情况下，三四级市场成为空调市场新的支撑点，农村空调市场还有较大空间。而冰箱方面，随着新国标《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》正式实施，商家与厂家联合促销，对冰箱销量起到一定的提振作用。不过随着上游原材料价格的上涨，家电类商品普遍上调价格区间，会在一定程度上影响未来的家电销售，预计家电行业今年低速增长概率较大。

3. 钢材出口基数高，持平概率较大

海关总署数据显示，2017年1月份，我国出口钢材742万吨，较上月减少38万吨，同比下降23.2%。分析来看，我们预计，2017年，随着“一

带一路”发展战略的深入推动，我国钢材出口总量有望维持高位。但是，一方面，目前国际市场反倾销明显增多，并且发起国由最初的欧美等发达国家逐渐扩展到发展中国家，国内钢铁企业出口阻力加大，另一方面，我国出口钢材价格与国内钢材价格价差优势不在，钢企自主出口意愿也将下降，预计2017年钢材出口总量基本持稳或略有下滑。

黑色产业链中上游分析

1. 中频炉去产能有望促使粗钢产量稳中有降，限产政策依旧为炒作热点

2016年，在经历了大半年的暴利之后，11月开始，中频炉钢厂在各地被快速取缔，大规模停产引发市场的关注。同时，发改委表示，截至今年6月30日，全国彻底关停中频炉。

根据粗略统计，目前全国约有1亿多吨的中频炉产能，其年产量约为6000-7000万吨。另外，据Mysteel统计，在已统计中频炉样本钢厂中，有部分钢厂具有电弧炉产

能，其可以补充25%的中频炉产能；虽然电弧炉效率相对较低，但考虑到部分钢厂尽管没有备案，但仍有再上电弧炉产能的可能，因而或至少将有30%的中频炉产能由电弧炉来补缺，预计随着中频炉产能的逐步退出，这部分补充产能将在今年下半年逐步增加。

再考虑到虽然2017年去产能任务量小于2016年，但是随着废弃产能的逐渐消除，2017年的钢铁去产能中在产产能规模将会增加，对钢材供给端的影响将会更大。此外，2017年钢企因“两会”等各种临时性原因导致行政性减产也将影响部分时段的粗钢产量。不过，需要谨慎的是，随着钢材价格的持续上涨，钢厂盈利情况进一步好转，其存在通过提高高品矿入炉比、高炉达产率等方式来提升粗钢产量。总体来看，去产能、环保等限产政策将依旧为今年市场关注焦点，尤其上半年影响力度更大。全年来看，中频炉去产能有望促使粗钢产量稳中有降。

2. 原材料阶段性供给紧缺局面

表1 2017四大矿山供应增量

百万吨		2016E	2017E	数值变化
淡水河谷	年度产量	340-350	360-380	+30
力拓	年度出货量	325-330	330-340	+7
必和必拓	财年产量	257.3	265-275	+12
FMG	财年运量	169.4	165-170	-3
总计				+46

数据来源：矿山季报 中钢期货

缓解，黑色系成本支撑力度减弱

铁矿石方面，根据各矿山季报粗略统计，2017年，海外矿山供应增量有望达到9800万吨，矿山生产成本仍有较大下降空间；参考淡水河谷S11D项目扩产计划，全球铁矿石供应过剩局面仍将延续。

另外，2016年四季度，铁矿石价格指数与港口库存水平均大幅攀升，相关性达到0.87，一改往年价格与库存的负相关关系。究其原因，主要在于中高品矿的结构性短缺。我们从各大矿山的季报及生产安排来看，2017年增产部分多为高品位矿，再考虑到我们前文中分析的，2017年粗钢产量小幅下滑概率较大，因而预计2017年铁矿石阶段性供给紧缺局面将较2016年有所缓解。

双焦市场，2016年，双焦价格受煤矿严格执行“276个工作日”去产能政策推动，大幅上行；受此影响，去年11月份，发改委将全国合法煤矿的生产天数由此前的276天改回到330天，政策执行到供暖季结束，双焦价格应声回落。

分析今年双焦市场走势来看，国家能源局发布《2017年能源工作指导意见》，提出2017年要力争关闭落后煤矿500处以上，退出产能5000万吨左右，这一目标远低于2016年煤炭行业2.5亿吨的去产能任务；再考虑到去年执行“276个工作日”规定导致的双焦价格大幅上涨影响，今年供暖季结束后，




是否全部煤矿重新严格执行“276个工作日”的规定存在较大不确定性。此外，国内炼焦煤价格相对国外价格较高，2017年炼焦煤进口量将很可能继续上升。基于上述因素整体考虑，今年双焦市场供应紧缺情况将有所改善，去年大涨的行情恐难复制。

中长期黑色产业链市场展望

国内方面，我国宏观经济“稳中求进”，供给侧改革更加突出“去杠杆”，资金面难言宽松；国外宏观方面，特朗普新政及美联储加息步伐将影响国际金融市场走向。

黑色产业链自身而言，下游需求方面，房地产需求巅峰已过，基建投资拉动钢市需求有望稳定增长，热轧终端需求行业将呈中低速增长，钢材出口高速增长也将不再。中上游市场，今年以中频炉产能退出为重点的去产能将有望促使粗钢产量稳中有降；原材料阶段性供给紧缺局面将得到缓解，黑色系成本支撑力度将减弱。

整体来看，去产能政策对黑色产业链影响依然较大；春季终端需求复苏及环保限产推动黑色系阶段性上涨，但后期随着供需关系的逐步转化，需警惕价格高位风险。

CFTC 关于 2003-2008 年 原油市场大幅波动的联合调查报告 ——从交易者结构及行为分析

■ 文/汪琳力

原油期货市场参与者结构的趋势

根据公开的交易持仓报告 (COT)，西得克萨斯中质 (WTI) 原油合约的交易量自 2000 年以来显著增长。仅在过去的三年半，在纽约商品交易所 (NYMEX) 交易的所有期限的 WTI 期货和期权合约从 2004 年 1 月的约 90 万张增加了两倍多，至 2008 年 6 月超过 290 万张。同一时期，大型交易商的数量也增长了一倍——从约 220 个交易商增加到近 400 个交易商。

这些数字，说明了美国原油期货市场的竞争力和深度。

COT 报告还将商业和非商业的整体持仓细分为多头、空头和价差头寸。虽然所有类型的头寸在过去三年半的时间里都有所增长，但 COT 数据表明，非商业交易者的价差头寸是增长最快的。自 2004 年以来，虽然总体持仓增加了两倍，但非商业价差头寸增长了 5 倍。值得注意的是，价差头寸是一个月份合约的多头和另一个月份合约的空头的组合，价差交易者是对不同月份

的期货价格差异下注，而不是对原油的整体价格水平下注。

自 2004 年以来，非商业交易者的多头头寸和空头头寸都有所增加，并且在这段时间内，非商业交易者的净多头头寸也有所增长。然而，这些净多头头寸占总持仓量的比例在过去几年中相对保持不变，这削弱了非商业交易者净多头头寸增加导致了原油价格上涨的假设。

原油期货市场的精细结构

虽然公开的数据仅将原油期货市场的参与者分为“商业”和“非商业”，但是 COT 报告是基于市场监管收集的机密 CFTC 数据，因而分类更精确。

为了方便分析和研究，这些机密数据被详细分类汇总。商业参与者的子类别包括商业生产商、商业制造商、商业交易商和互换交易商。非商业参与者的子类别包括对冲基金、场内经纪人和交易商。这六个商业和非商业子类别占原油期货市场的持仓比例约为 80%。

如图 1 和图 2 所示，商业和非

商业交易活动都在显著增加。在非商业参与者中，对冲基金、场内经纪人和交易者持仓都表现出强劲增长。

在商业交易者中，大部分持仓的增长来自商品互换交易商和商业交易商。商业交易商利用期货交易来管理实物商品购销的价格风险，商品互换交易商既使用期货市场来管理源自其场外互换业务的价格风险（如前所述），也处理期货市场大多数商品指数交易。为了改善市场透明度，2008 年 6 月，CFTC 发布了一项特别要求，将商品指数交易从商品互换交易中分离出来。

商品指数基金在过去几年大幅增长，给商品市场带来了相当多的多头持仓。在期货市场中，这些基金通常是只做多头，购买临近交割的期货合约，并在交割月将其头寸滚动到更远的月份。商品指数基金经常被养老基金等大型机构采用，以寻求商品敞口暴露，从而分散化现有的股票和债券投资组合，这些交易便是由互换交易商提供。

在 2006 年至 2008 年 6 月，虽然商品互换交易商的总头寸大幅增

长，但净头寸却大幅下降（如图3所示）。这表明来自商品指数基金的资金流入已被掉期交易商的其他活动抵消了，因此不一定有助于近期原油价格的上涨。

包括所有期限在内，互换交易商在WTI原油期货合约的总持仓仅在2008年6月底略有净多头寸，在2008年前五个月平均下来为净空头寸。这意味着掉期交易商的期货头寸总体平衡，并且从原油价格下跌中的受益比上涨中的受益更多。

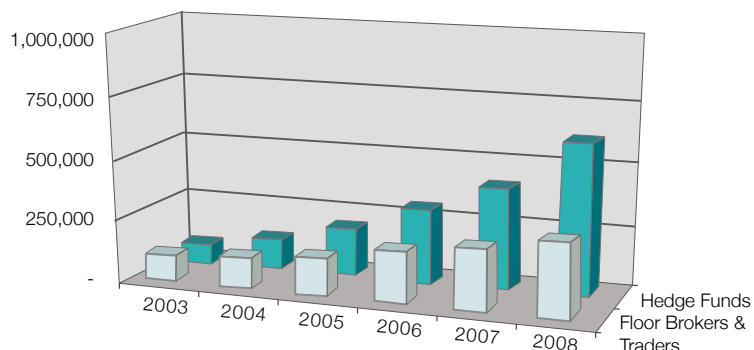
期货价格的期限结构

期货价格的期限结构描述了在未来到期月份合约的价格序列。它在表现形式和解释方式上都类似于国债的收益率曲线。期货价格随到期时间延长而上涨称为“升水”，期货价格随到期时间延长而下降称为“贴水”。随着时间的推移，整个期限结构可能向上倾斜、向下倾斜或是扭转。

图4显示了2004年3月至2008年5月期间原油期货价格期限结构的时间序列。实红线描绘了原油现货价格的演变，而每条虚线曲线显示了选定时间点原油期货价格的期限结构。

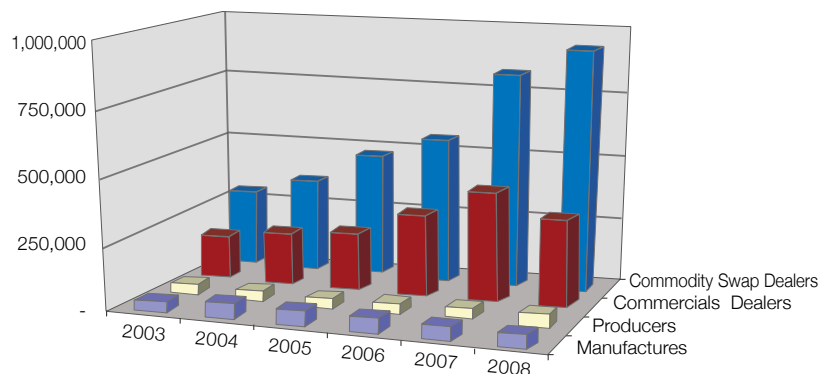
根据图4，过去四年中，期限结构一直稳步向上。除了少数例外，期货价格大多是贴水的，即远期价格一直低于近期价格。期限结构的形状向市场参与者提供了关于库存的信息。未来更高价格的预期通常

图1 2003-2008年 WTI 非商业参与者平均持仓量



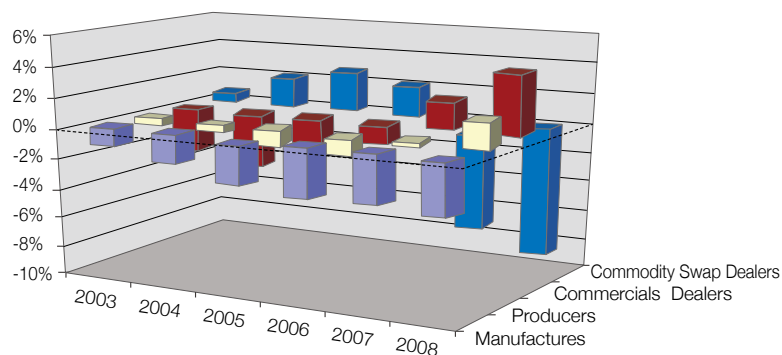
Source : Buyuksahin et al, CFTC 2008

图2 2003-2008年 WTI 商业参与者平均持仓量



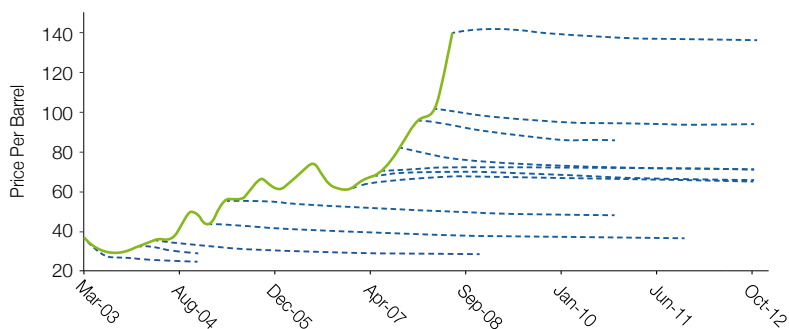
Source : Buyuksahin et al, CFTC 2008

图3 2003年1月-2008年6月，WTI 商业参与者净头寸



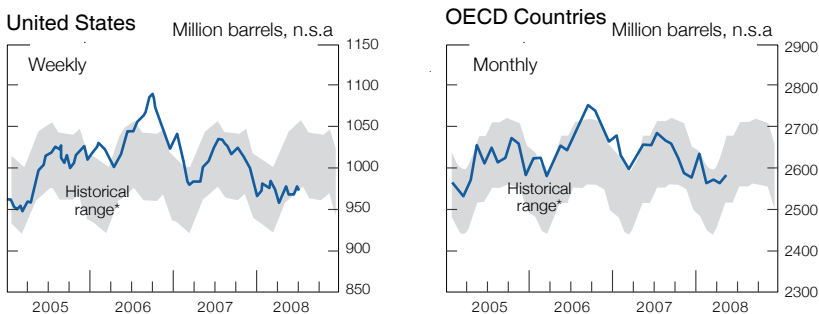
Source : Buyuksahin et al, CFTC 2008

图4 原油价格的期限结构



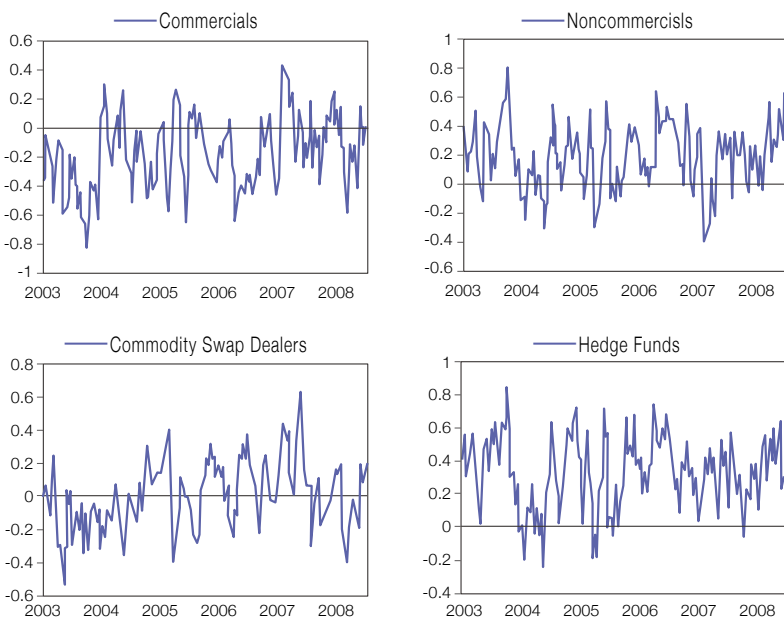
Source: Energy Information Administration and the Commodity Futures Trading Commission. Prices for Futures contracts shown are for liquid markets (1000 or more contracts)

图5 私人原油和石油产品库存



Source: Energy Information Administration U.S. Department of Energy and International Energy Agency.
*5-years average level +/-1 standard deviation.

图6 价格变化与净头寸变化之间的相关性



Source: Commodity Futures Trading Commission

被视为积累实际库存的信号。

原油库存也可以显示，图4所示的价格上涨是否主要反映基本供需因素。人为地推高价格将造成供需之间的不平衡，导致库存积累。但是，如图5所示，在美国和经合组织国家，原油和石油产品的库存在过去一年中普遍下降。这些库存数字以及目前的高价格，其实并没有暗示与人为推高价格相关的库存积累。

投机者与市场价格：评估同期关系

相关性测试用于两个变量统计关系的强度和方向。如果任何类别的交易者持仓的每日变化与价格的每日变化有关，那么两者会呈现相关性。图6给出了即期原油期货每日价格和不同交易者类别每日净头寸变化的同期相关性的时间序列。

根据图6的上半部分，过去五年半中，商业交易商净头寸的变化与原油价格变化基本上呈现负相关，虽然时间上看其波动性也很高，但整体上头寸变化与价格变化方向相反。另一方面，非商业交易商的头寸变动一般是与价格变化正相关（这意味着头寸变化与价格变化同方向）。

图6的下半部分呈现了非商业交易商的最大两个子类别：对冲基金和互换交易商的相关性。对冲基金头寸变化与价格变化之间的相关性（右下图）很大程度上反映了非商业交易者的总体情况（右上图）。相比之下，互换交易商的相关性（左下图）有显著不同，在过去五年半期间以零为中心上下波动。

根据上述分析，2003年至2008年，头寸变化与价格变化之间的关系往往是非常多变的。虽然非商业交易商的头寸变化，特别是对冲基金，往往与价格走向一致。但这些相关性，单独来看，并不提供有关因果关系的确切证据。因此，进一步评估头寸变化和价格变化之间的动态关系是有必要的。

投机者和市场价格：评估动态关系

证明头寸变化和市场价格之间的因果关系是一项艰巨的任务。一个正规的分析方式是直接检验各种类型的交易者是否在价格变动之前改变头寸。

为了实现价格变化后的收益，交易者必须在价格变化之前就建立头寸，然后价格可以响应这些头寸，或者更准确地说，响应这些头寸建立所传达的信号。如果特定交易者类别系统性地可以在带来利润的价格变化之前建立头寸，那么头寸变化领先于价格变化的模式就会出现。相反，价格变动领先于头寸变化的证据表明一些市场参与者主动调整其头寸，以对新信息做出反应。系统性的价格变化领先于头寸变化，表明特定交易团体对价格变化的反应行为。

图7显示了2003年1月至2008年6月期间各种交易者群体和群体组合的日度价格变化和头寸变化的统计分析。在整个统计区间，几乎没有证据表明，任何交易者组别的日度头寸变化系统地领先于价格变化。这个结果适用于所有潜在

的投机者类别，包括非商业交易者整体、对冲基金、互换交易商以及非商业交易者与互换交易商的组合。

这个结果在一个运作良好的市场是可以预期的。在某些情况下，商业交易商的头寸变化（不包括互换交易商）偶尔会对价格变动产生影响（因为他们将有价值的信息带入市场），但没有系统性的证据表明商业交易者的净头寸变化系统地领先于价格变化。此结果适用于所有

商业交易商总体的净头寸变化、也适用于制造商、生产商、商业经销商和互换交易商的净头寸变化。

事实上，在整个样本区间内，许多交易者群体表现出根据价格变化调整他们头寸的行为，这些群体包括商业交易商整体、制造商，商业经销商、生产者和对冲基金。正方向的反应表示交易者头寸随着前一天的价格上涨（下跌）而增加（减少）。负方向的反应表示交易者头寸

表1 NYMEX WTI 原油期货合约日度持仓变化与价格变化的格兰杰因果性测试（2000年1月至2008年6月）

Trader Classification	Hypothesized Direction of Causality					
	Price Changes lead Position Changes			Position Changes lead Price Changes		
	Direction	Significant?	P Value	Direction	Significant?	P Value
All Commercials (includes Manufactures, Commercial Dealers, Producers, Other Commercial Trades, and Swap Dealers)	*	Yes	0.028	-	NO	0.896
Manufactures	*	Yes	0.048	-	NO	0.191
Commercial Dealers	*	Yes	0.040	-	NO	0.908
Producers	*	Yes	0.032	-	NO	0.449
Other Commercial Trades	*	No	0.918	-	NO	0.391
Swap Dealers	*	No	0.114	-	NO	0.832
All Non-Commercials (includes Hedge Funds, Floor Brokers & Traders)	*	No	0.062	-	NO	0.764
Hedge Funds	*	Yes	0.003	-	NO	0.585
Floor Brokers&Traders	*	No	0.741	-	NO	0.494
All Non-Commercials combined with Swap Dealers	*	No	0.062	-	NO	0.947

随着前一天价格上涨（减少）而减少（增加）。

这些结果是有代表性的，并且经历了各种稳健性测试。重要的是，在2006年1月至6月期间的价格上涨期间，测试结果保持定性相似。此外，测试也没有发现证据表明可能被视为投机者的交易者类别的头寸变化系统地领先于2天、3天、4天和5天间隔的价格变化。

虽然这些统计测试提供了迄今为止最完整的关于头寸变化和价格变化的检查，但就像所有的统计测试一样，它们也有一些局限性。

第一，测试是基于交易者群体而不是交易者个体进行分析。因此，这些测试将不能检测交易类别中的一些交易者的头寸对价格的影响是否会超过该类别中其他交易者；第二，测试使用一天收市时的头寸数据。因此，测试可能不会捕捉任何日内头寸与价格的关系；第三，测试对象是近月合约的净头寸变化（近月合约定义为持仓最大的期货合约）。因此，测试不反映其他期限的合约头寸变动对近月合约的价格或整体期货价格的系统性影响。也就是说，如果特定的交易者群体的行为系统地导致了最近的石油价格上涨，所进行的测试应该能很明显地反映出这一点；第四，值得注意的是，测试结果没有显示出日度头寸的变化系统地领先于价格变化，这意味着头寸变化不必对价格变化负责。或者说，头寸变化导致价格变

化的结论是站不住脚的。

作为一个整体，这些相关性和统计测试与当前油价受到基本面供求因素的驱动的观点是一致的。

结论

在本报告中，商品市场联合调查组审查了2003年1月至2008年6月期间原油期货市场的基本面因素和交易活动。


过去几年中，基本面发生了许多重大变化。对石油的强劲需求反映了商品密集型，新兴市场经济体的强劲增长，特别是中国、印度和中东。一些国家和地区以补贴方式抑制了燃料价格，从而进一步刺激了石油消费。同时，供应没有跟上步伐。世界石油生产在过去几年中仅略有增加。因此，石油价格的上涨是为了使世界石油消费与生产保持一致（除了库存变化外，两者必须相等）。由于石油需求对于石油价格在短期内非常不敏感，为了抵消强劲的、收入驱动的需求增长，石油价格呈现异乎寻常的上涨。另外，美元兑换价值的下降也有助于石油美元价格的增长。

这些新的供需情况促使参与期货市场的交易者增加。为了避免买卖原油价格变动带来的风险，商业实体就需要在期货市场进行对冲。此外，一些参与者认为持有原油期货多头，可以防止美元持续贬值。还有投资者利用期货头寸以改善其投资组合的风险。

原油期货市场的交易活动大幅增加大致发生在原油价格上涨的同一时段。这促使我们检查一些市场参与者的行为对原油价格可能施加的影响。本报告检查是否存在下列投资者类别对原油价格产生系统性影响的统计性显著证据，其中包括商业生产商、商业制造商、商业交易者、互换交易者、对冲基金、场内经纪商和交易者。

迄今为止，没有统计性显著的证据表明，任何类别或子类的交易者的头寸变化系统性地影响价格。这在运作良好的市场中是可预期的。相反，有证据显示非商业实体根据价格变化改变其头寸。这个也是可预期的，因为新的价格传达了可能影响预期和风险的新信息。

此外，如果投机活动推高石油价格至脱离供需基本面的水平，应该出现库存增加的现象，因为高昂的价格降低了消费并刺激了备用生产能力的投资。虽然这个过程可能需要时间来展开，但根据现有数据，原油和其他石油产品的库存在过去一年中是大幅下降的。

本报告是一份初步报告，联合调查组打算继续推进关于原油价格上涨驱动因素的进一步审查。然而总体来看，就目前证据而言，基本面因素的改变提供了最近原油价格上涨的最好解释。原油期货市场中投机活动和交易者数量的增加似乎并没有系统性地影响价格。

（作者就职于中国期货业协会）

2017年3月全国期货市场成交情况统计

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（%）	今年累计成交总量（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	5,293,386	-44.71%	12,555.79	-30.10%	13,211,769	-41.29%	31,429.08	-23.28%	263,759
	铝	5,605,876	63.34%	3,884.21	97.38%	13,588,983	42.84%	9,354.14	77.57%	365,946
	锌	9,682,238	38.62%	11,075.08	122.17%	21,765,075	30.83%	24,768.42	117.40%	241,606
	铅	1,034,458	557.47%	933.60	766.93%	2,726,489	500.36%	2,516.09	723.84%	45,951
	锡	192,981	-72.56%	279.34	-63.86%	521,668	-52.53%	768.09	-34.16%	7,221
	镍	6,086,578	-43.44%	5,222.15	-30.28%	14,693,892	-40.32%	12,719.99	-25.08%	330,574
	黄金	2,143,439	-60.29%	5,944.30	-57.97%	5,455,945	-51.02%	15,016.71	-46.85%	151,006
	白银	4,797,736	-40.27%	2,992.98	-27.73%	14,312,351	-12.98%	8,942.55	6.66%	312,466
	天然橡胶	7,329,539	-37.99%	12,962.90	-4.05%	17,823,725	-27.22%	34,114.49	28.73%	170,000
	燃料油	180	122.22%	0.34	263.87%	1,204	364.86%	2.54	695.04%	2
	石油沥青	11,665,102	-61.60%	3,164.40	-43.73%	29,813,924	-42.37%	8,163.49	-12.36%	318,902
	螺纹钢	55,902,410	-63.84%	18,721.15	-42.84%	123,323,902	-51.85%	40,825.05	-20.54%	1,728,530
	线材	10	0.00%	0.00	31.17%	10	-9.09%	0.00	20.74%	2
	热轧卷板	5,456,181	75.84%	1,849.12	161.16%	11,067,076	135.60%	3,848.10	276.83%	353,440
总 额		115,190,114	-52.97%	79,585.36	-23.60%	268,306,013	-38.95%	192,468.75	-4.21%	4,289,405
郑州商品交易所	一号棉	3,382,276	-36.60%	2,645.07	-3.60%	7,549,984	-15.79%	5,894.53	24.98%	183,448
	早籼稻	83	53.70%	0.05	80.00%	296	159.65%	0.16	166.67%	10
	甲醇	11,267,871	-45.78%	3,017.36	-24.14%	29,006,279	-37.55%	8,129.11	-4.47%	311,041
	菜籽油	2,935,423	100.59%	1,954.95	132.99%	6,358,822	119.73%	4,398.03	168.38%	239,473
	油菜籽	411	-59.23%	0.21	-48.75%	960	-36.38%	0.48	-20.17%	43
	菜籽粕	8,919,291	-54.57%	2,132.66	-44.20%	21,332,704	-44.41%	5,129.45	-30.82%	587,809
	白糖	6,911,776	-54.18%	4,661.98	-43.55%	14,732,985	-62.23%	10,037.81	-52.93%	490,165
	PTA	16,931,292	-1.08%	4,415.26	10.37%	44,773,264	23.60%	12,201.81	49.34%	1,336,967
	普麦	14	366.67%	0.02	200.00%	21	-19.23%	0.03	-16.67%	1
	强麦	62,085	-13.55%	38.14	-5.97%	153,715	-21.47%	92.94	-16.86%	12,304
	玻璃	3,883,002	-15.69%	976.18	10.93%	10,511,643	14.99%	2,723.63	63.98%	132,937
	动力煤	3,366,612	-6.78%	2,030.01	58.74%	5,641,999	-26.34%	3,244.42	26.11%	245,816
	粳稻	62	158.33%	0.04	166.67%	123	296.77%	0.08	300.00%	1
	晚籼稻	10	-78.26%	0.01	-80.00%	79	33.90%	0.05	50.00%	0
	硅铁	581,585	4995.81%	172.20	6254.06%	638,164	3186.29%	186.42	4200.35%	16,922
	锰硅	2,862,372	17558.06%	973.29	22508.25%	3,680,466	14579.00%	1,231.87	19752.78%	44,323
总 额		61,104,165	-30.35%	23,017.37	-10.95%	144,381,504	-23.59%	53,270.78	-5.09%	3,601,260
大连商品交易所	黄大豆一号	3,471,523	44.52%	1,355.89	61.38%	8,185,540	76.70%	3,356.83	106.00%	171,649
	黄大豆二号	47	-86.38%	0.02	-83.19%	190	-57.49%	0.08	-47.62%	11
	胶合板	105	2525.00%	0.06	2700.00%	961	15916.67%	0.50	25050.00%	2
	玉米	24,523,563	73.34%	4,073.19	78.78%	57,572,828	135.93%	9,323.07	128.50%	1,715,183
	玉米淀粉	7,081,302	6.82%	1,408.22	5.86%	17,892,988	-6.46%	3,400.66	-12.50%	521,680
	纤维板	109	505.56%	0.04	700.00%	341	106.67%	0.13	220.51%	9
	铁矿石	23,887,190	-68.66%	15,244.50	-50.69%	52,743,248	-60.14%	33,935.10	-31.46%	928,718
	焦炭	1,294,108	-80.74%	2,339.04	-53.64%	3,439,390	-66.93%	5,861.88	-21.45%	73,729
	鸡蛋	2,518,173	16.68%	882.73	22.51%	6,250,595	19.01%	2,160.36	25.67%	161,067
	焦煤	1,354,077	-69.28%	1,037.23	-36.22%	3,611,482	-57.08%	2,679.51	-10.16%	80,148
	聚乙烯	5,917,105	-64.71%	2,769.88	-63.06%	14,833,887	-59.51%	7,247.69	-53.90%	212,984
	豆粕	18,837,732	-25.72%	5,415.64	-8.80%	45,840,133	-13.70%	13,258.99	5.32%	1,646,710
	棕榈油	7,946,641	-52.66%	4,521.79	-48.71%	19,277,347	-48.23%	11,431.01	-38.54%	388,703
	聚丙烯	4,512,149	-83.41%	1,871.32	-80.45%	11,683,153	-79.23%	5,084.71	-72.27%	278,136
	聚氯乙烯	1,883,509	495.41%	606.73	628.49%	5,059,594	704.86%	1,639.64	933.33%	74,474
	豆油	6,911,769	-32.21%	4,454.82	-25.73%	14,635,815	-30.73%	9,759.51	-19.76%	587,439
	总 额	110,139,102	-47.38%	45,981.09	-43.00%	261,027,492	-36.27%	109,139.66	-26.68%	6,840,642
中国金融期货交易所	10年期国债	1,290,060	134.44%	12,374.89	126.25%	3,429,323	126.39%	32,848.82	117.30%	64,502
	沪深300股指	432,841	-23.04%	4,451.49	-13.78%	893,813	-34.34%	9,116.35	-26.73%	51,528
	5年期国债	218,779	-30.26%	2,160.32	-31.53%	572,844	-43.11%	5,658.87	-44.15%	18,348
	上证50股指	205,208	-4.98%	1,443.69	6.96%	443,423	-12.39%	3,119.34	0.19%	32,821
	中证500股指	305,130	-29.62%	3,911.35	-19.70%	664,471	-29.86%	8,371.47	-22.12%	38,678
总 额		2,452,018	18.12%	24,341.75	21.66%	6,003,874	12.51%	59,114.84	14.67%	205,877
全国期货市场交易总额		288,885,399	-46.90%	172,925.56	-25.04%	679,718,883	-34.85%	413,994.04	-9.50%	14,937,184

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。



《向往》

长江期货 周子杰 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0716 — L0173 号

