



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2011年第5期/总第23期

(内部资料 免费交流)

【封面文章】

期货公司业务发展与管理创新探讨

——期货公司高管人员培训班(北京) 优秀论文选登

立足经纪业务

为企业做好风险管理 >p18

期货公司如何为企业提供

系统性解决方案 >p 26

曼氏金融：

前车之覆 后车之鉴 >p 32

基金专户

“牵手” 商品期货 >p 37

王化栋：将市场化、专业化

进行到底 >p40

可交易指数：

创新与实践 >p69



期货公司高管人员培训班在北京召开



9月22日至24日，中国期货业协会在北京香山举办了为期3天的期货公司高管人员培训班。中国证监会主席助理姜洋出席并讲话，证监会期货二部主任季向宇、副主任冯博分别为培训班授课，中信证券风控部执行总经理侯晓雷、中国社科院金融研究所所长王国刚、中信证券董事总经理吕哲权、厦门大学教授郑振龙、财政部会计准则二处处长陆建桥先后为培训班作专题讲座，中国期货业协会会长刘志超进行了总结发言。

期货行业公益广告词征集结果揭晓

10月21日，中国期货业协会举办的“期货行业公益广告词征集活动”圆满落幕。33条代表我国期货行业文化的公益广告词从来自全国各地的4074件参选作品中脱颖而出。其中，“Better Futures, Better Future（期货，让未来更美好）”、“From Future To Future，未来从期货开始”两项作品获一等奖。

一等奖

Better Futures, Better Future
期货，让未来更美好

From Future To Future
未来从期货开始

二等奖

领航 价值，运筹未来。 中国期货

参与期货，共赢未来。

Join in future, win in future.

期约于信，货衍生金

创新，是一个国家强盛的动力，是一个民族进步的灵魂，更是一个行业发展的源泉。

中华民族素来崇尚“创新”，也有诸多佳绩。翻开五千年卷帙浩繁的历史，祖先们的发明创造璨如群星，典型如火药、指南针、造纸术和印刷术誉满全球；如今，“神舟”系列飞船的升空，也在彰显民族的自主创新能力。

当前，我国经济正面临着“转方式、调结构”的严峻考验，迫切需要大力推进创新，加快创新型国家的建设步伐。作为市场经济的重要组成部分，我国期货市场经过20年的发展，已经初具规模，功能也得以逐步发挥，在国民经济中的作用越来越重要。

然而，在服务实体经济、掌握国际大宗商品定价权等方面，我国期货市场还有很长的路要走，这个大背景，对期货行业的创新提出了新的要求。与此同时，随着我国期货市场结构的进一步完善，特别是股指期货、投资咨询等品种和业务的相继推出，客观上看，期货公司的创新环境在日益改善。

作为期货市场上最基础的主体，期货公司面对市场环境与客户需求的变化，也要求自身加快创新步伐。一方面，市场监管机制不断完善，特别是分类监管制度的实施，对期货公司的经营水平提出了更高要求；另一方面，产业企业与专业投资机构的积极参与，也要求期货公司不断提升专业化研究水平，努力提供更好、更高效的产品和服务。

市场的发展推动着期货公司的创新步伐，创新是新形势下期货公司发展的必由之路。期货公司应该以创新为支点，不断提升专业服务能力，在打造自身核心竞争能力的同时，为我国期货市场的健康稳定发展做出贡献。

本期“封面文章”以“期货公司业务发展与管理创新”为主题，特别关注了产品和服务方面的创新内容，相关期货公司总经理亦结合自身特点从不同角度对此进行了详细论述。

知名期货经纪商曼氏全球公司的破产无疑是近期大家所关注的焦点。这一事件应该引起我国期货行业怎样的思考？本期“热点直击”将在采访业内专家的基础上，对这一事件进行深入分析和探讨。

此外，本期“人物对话”将为大家讲述宏源期货总经理王化栋的工作和生活中的故事；“专题报道”则在“中德投资者适当性管理研讨会”的会议实录和演讲材料的基础上，对主要嘉宾的演讲内容进行了整理，希望能为读者提供一些借鉴和思考。■



主 办 中国期货业协会
主 编 刘志超
编 委 侯苏庆 彭 刚 李 强
 李晓燕 孙明福
媒体顾问 邓 妍
执行主编 刘 涛
责任编辑 杨 琪 黄 剑 王彦鹏
 程惠鑫

电 话 010-88086243
传 真 010-88087060
地 址 北京市西城区金融大街 33 号
 通泰大厦C座八层
邮 编 100140
E-Mail chinafutures@cfachina.org
网 址 www.cfachina.org
准 印 号 京内资 0711-L0173 号
设计制作 北京永行传媒广告有限公司

* 本出版物为双月出版。
* 本出版物发表的文章均系作者个人观点，并不代表
本出版物的看法。
* 本出版物文章未经允许，不得转载。

期货公司业务发展与管理创新探讨

随着我国期货市场结构的进一步完善，特别是股指期货、投资咨询等品种和业务相继推出，期货公司创新环境日益改善。与此同时，市场环境与客户需求的变化，也客观上要求期货公司加快创新步伐。

“期”事速览

- 04 “期”事速览·国内
- 06 “期”事速览·国际
- 07 “期”事速览·观点

封面文章

- 09 期货公司对基金公司资产管理业务的支持与服务 文 / 李建中
- 14 台湾地区期货 IB 业务管理与发展启示 文 / 夏锦良
- 18 立足经纪业务为企业做好风险管理 文 / 马文胜
- 22 咨询业务：服务实体经济 促进产业发展 文 / 冯伟民
- 26 期货公司如何为企业提供系统性解决方案 文 / 罗旭峰
- 29 做好交割服务 提升期货公司竞争力 文 / 杨海梁



热点直击

- 32 曼氏金融：前车之覆 后车之鉴 文 / 王胜先 罗三秀
37 基金专户“牵手”商品期货 文 / 段世华

人物·对话

- 40 王化栋：将市场化、专业化进行到底 文 / 尚志科 邓妍
45 对话王化栋：要照顾好每个下属 文 / 邓妍 尚志科

特别专题

- 49 德国投资者适当性管理的组织架构概述 文 / Jürgen Brockhausen
51 中国投资者适当性管理推进情况介绍 文 / 王欧
53 德国个人投资者适合性和适当性制度的法律基础
文 / Claire Kütemeier
55 建立投资者适当性制度推动股指期货市场平稳发展
——股指期货投资者适当性制度介绍 文 / 刘云峰
57 客户分类的方法和标准以及金融产品服务与客户分类的匹配
文 / Kurt Buerkin
59 适当性管理中的客户分类方法创新 文 / 张训苏
61 投资者适当性管理：上海证券交易所的实践与思考 文 / 王升义
63 创业板投资者适当性管理实践与案例分析 文 / 龚静远
65 股指期货投资者适当性制度实施情况介绍 文 / 张啸尘
67 国泰君安投资者适当性服务体系 文 / 马刚

创新·探索

- 69 可交易指数：创新与实践 文 / 邱海翔
73 我国期货市场流动性：现状、原因与对策 文 / 刘晓雪 郭晨凯

观察家

- 77 谨慎乐观看待“政策底” 文 / 杨维维

环球视野

- 79 CFTC 进入多德 - 弗兰克法案最后立法程序
文 / Will Acworth、Joanne Morrison 译 / 冯亮



► P32

曼氏金融：前车之覆 后车之鉴



► P40

王化栋：将市场化、专业化进行到底



► P48

加强适当性管理 保护投资者合法权益

更正声明：

经核实，2011年第4期“博弈之道”栏目《成交量与持仓量变化中寻找买卖点》作者李相明未就职于江苏弘业期货徐州营业部，特此更正。

中期协举办首席风险官座谈会及培训班

中国期货业协会 8 月 26-27 日在北京举办“期货公司首席风险官座谈会”和“期货公司首席风险官培训班”。145 家期货公司的首席风险官参加了此次座谈和培训，多名业内专家作了精彩演讲。

证监会启动期货市场账户规范工作

中国证监会 9 月 2 日发布《关于开展期货市场账户规范工作的决定》，正式启动期货市场账户规范工作。账户规范包括休眠账户处理和历史账户规范两部分。这项工作是在继全面实施统一开户制度后，期货市场在完善账户管理方面的又一项基础工作。

证监会放行基金专户投资商品期货

中国证监会 9 月 2 日发布修订后的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及其配套规则，将商品期货纳入专户产品的投资范围。这意味着只要与资产委托人协商一致，基金专户就可以选择国内期货市场中的任意期货品种进行套保、套利甚至投机交易。

郑州农产品（粮油）期货论坛召开

由郑州商品交易所主办的“郑州农产品（粮油）期货论坛”9 月 5 日在郑州召开。此次论坛不仅详细解析了“十二五”粮油产业发展政策、国内外粮油市场形势，还全面分析了宏观经济走势和产业发展趋势，深度解读粮油市场形势和风险管理策略，为所有参会企业提供多元化信息。

湖南给期货居间业务亮红灯

湖南证监局向辖区期货经营机构下发文件，规定从 2011 年 7 月 20 日起当地期货经营机构不能发展新居间人，2012 年 7 月 20 日后当地所有居间人不得开展居间业务。这意味着湖南辖区成为国内首个取消期货居间业务的辖区。

证监会首批三家期货公司参与境外业务试点

中国证监会 9 月批准中国国际期货、中粮期货和永安期货三家国内期货公司参与境外期货经纪业务试点筹备工作。筹备完成后，中国期货企业就可通过有试点资质的期货公司，与美国、英国等全球主要资本市场对接，建立中国期货与世界期货之间的通道。

焦炭期货“降保缩板”提升市场活力

大连商品交易所 9 月 14 日发布通知，对焦炭合约交易保证金和涨跌停板幅度做出了适当“下调”，同时该品种当日开平仓手续费也做出减半“优惠”。根据这份通知，自 9 月 16 日结算时起，焦炭合约最低交易保证金标准由 10% 调整为 7%，涨跌停板幅度由 6% 调整为 5%。

郑商所举办期货法制座谈会

郑州商品交易所 9 月 15 日联合河南省高院举办“期货法制座谈会”，来自司法部门的代表、法律界专家和郑商所相关人士就《期货纠纷司法解释二》展开了讨论。随着期货业法律法规体系的健全和投资者风险意识和法律意识的提高，业内法律纠纷越来越少。

中国国际期货峰会在北京召开

伴随着境外期货业务试点开放，“中国国际期货峰会”于 9 月 15-16 日在北京召开。峰会由中国国际期货携手国际著名期货交易所和顶级金融机构举办，意在帮助我国大型央企、行业龙头企业、资本市场投资者尽快熟悉境外期货交易、套保的流程，了解境外期货及其衍生品的交易特点。

大商所交割仓库管理办法施行

大连商品交易所 9 月 16 日公布了指定交割仓库资格审核、年审及等级评定、现场检查等系列工作办法，并自 9 月 19 日起施行。随着新品种不断上市，大商所交割仓库数量不断增加，并对交割仓库管理提出了更高要求。

上期所调整燃料油和天然橡胶合约持仓公布标准

上海期货交易所 9 月 19 日发布通知，调整燃料油和天然橡胶标准合约持仓公布标准。当某燃料油期货合约或某天然橡胶期货合约持仓量达到 2 万手或 1 万手时，交易所将公布该月份合约前 20 名会员的成交量及买卖持仓量排名。

上海开评“五好”期货营业部

上海期货同业公会 9 月 19 日启动“五好”营业部创建活动。上海辖区共有 100 多家期货营业部，“五好”营业部创建活动旨在支持和帮助这些期货营业部更好的发展。“五好”营业部的参评标准为：合规风控好、社会责任好、客户服务好、企业文化好和专业创新好。

吉林玉米产业研究中心揭牌

由吉林证监局主导和推动，银河期货与吉林农大共同发起的“吉林玉米产业研究中心”9 月 21 日启动揭牌仪式。该中心是国内第一家以玉米产业研究为重点，集科研、培训及咨询于一身的跨专业学术研究机构。

第五届国际玉米产业大会在长春举行

由大连商品交易所主办、吉林粮食局等单位协办的第五届国际玉米产业大会 9 月 22 日在长春举行。来自国家相关部门及地方政府部门、行业组织、国内大型玉米加工贸易和饲料养殖企业、期货公司、投资者代表，以及美、韩、日等国家和地区的期货机构代表参会。

上期所对 5 客户限制天胶期货开仓

上海期货交易所 10 月 10 日发布公告，对叶某等 5 位客户实际控制关系账户组采取限制开仓的监管措施。叶某等 5 位客户实际控制关系账户组于 2011 年 9 月 30 日“ru1201”合约合并持仓超限，且第 2 次达到交易所处理标准。

期货保障基金继续享受税收优惠

财政部、国家税务总局联合下发通知，明确《财政部国家税务总局关于期货投资者保障基金有关税收问题的通知》规定的有关税收优惠政策继续执行至 2012 年 12 月 31 日。中国期货保证金监控中心取得的相关收入，将继续享受免征企业所得税的优惠。

中金所新批两家交易会员

中国金融期货交易所 10 月 12 日批准深圳瑞龙期货有限公司和甘肃陇达期货经纪有限公司为交易会员。至此，中金所会员数量为 141 家，其中，全面结算会员 15 家、交易结算会员 61 家、交易会员 65 家。

期货行业公益广告词征集结果揭晓

期货行业公益广告词征集结果 10 月 21 日正式揭晓。33 条代表我国期货行业文化的公益广告词来自全国各地的 4074 件参选作品中脱颖而出。其中，“Better Futures, Better Future（期货，让未来更美好）”、“From Future To Future（未来从期货开始）”两项作品获一等奖。

广东证监局开展期货走进高校活动

广东证监局 10 月组织辖区期货公司开展“走进高校”系列活动。此次活动有针对性地选择了中山大学、暨南大学和华南农业大学作为合作高校，同时挑选广发、华联、集成等 3 家期货公司作为相应高校活动的具体承办单位。

甲醇期货在郑商所上市交易

甲醇期货 10 月 28 日在郑州商品交易所上市交易，当日主力合约 ME203 开盘价 3199 元/吨，比基准价 3050 元/吨上涨 4.88%，日内最高价 3220 元/吨，全日成交量达到 40508 手，折合现货 200 多万吨。甲醇其他合约期价也大幅高开，总体成交量相对活跃。

美国批准NYX-Deutsche Borse合并案

美国监管机构 8 月下旬批准纽约泛欧证券交易所 (NYX) 与德国证券交易所 (Deutsche Borse) 的合并提案。至此, 两家交易所合并交易的重要障碍被清除, 但交易成功与否还在于欧盟的态度。合并还需通过布鲁塞尔监管机构的关于合并案可能带来的衍生品交易和清算格局变化的审查。

NYX完成收购Metabit

纽约泛欧证券交易所 (NYX) 9 月 2 日宣布, 已完成收购领先高性能金融市场交易软件提供商 Metabit。Metabit 总部位于东京, 致力于向日本及亚洲地区 140 多家交易公司提供产品。Metabit 前任首席执行官丹尼尔·布尔金将担任 NYSE Technologies 亚洲业务部主管, NYSE Technologies 董事总经理彼得·蒂尔尼将担任合并后亚洲部门首席执行官。

GBOT推出轻质原油期货

全球交易委员会 (GBOT) 即毛里求斯商品货币交易所, 自 9 月 8 日起推出现金结算的美国轻质原油期货。GBOT 将从近期合约和月中到期的期货合约着手, 待时机成熟后再推出拥有其他到期期限的合约。据悉, GBOT 是印度洋岛国中首家提供金属、能源和货币等多样商品和货币衍生品的国际交易所。

多家交易所意图并购LME

伦敦金属交易所 (LME) 9 月 23 日宣布收到多个潜在买家的收购意向书。据悉, 芝加哥交易集团 (CME)、洲际交易所 (ICE)、新加坡交易所 (SGX)、伦交所 (LSE) 等均已表示并购意向。LME 已有 134 年历史, 目前垄断了全球 80% 金属期货交易。2010 年, LME 的交易金额高达 11.6 万亿美元, 1999 年时该数据为 2.5 万亿美元。

CME推出三种新的每周到期农业期权

芝加哥商业交易所集团 (CME) 9 月 26 日开始在 CME Globex 平台交易三种新的每周到期的农业期权, 分别是豆粕、豆油和活牛期货期权。豆粕和豆油期货期权将按照 CBOT 的相关规则上市, 受 CBOT 监管; 活牛期货期权将按照 CME 的相关规则上市, 受 CME 监督。

沃克尔规则草案获通过

美国联邦存款保险公司 (FDIC) 10 月 11 日一致通过了期待已久的银行界“沃克尔规则”。这一规定旨在禁止美国大银行进行投机性交易, 是多德·弗兰克法案的重要组成部分。沃克尔规则重点限制银行以自有盈利交易证券、衍生品和其他特定金融工具。

金砖国家交易所联盟成立

由巴西、俄罗斯、印度、中国以及南非组成的“金砖五国” (BRICS) 10 月 12 日宣布成立交易所合作联盟, 港交所作为中方代表加入联盟。入盟交易所会将其基准股指数衍生产品在各个联盟成员的市场相互挂牌买卖。继欧美各大交易所一轮又一轮并购之后, 新兴市场也可能掀起交易所并购或联盟热潮。

FSA与SEC会面讨论市场监管

英国金融服务局 (FSA) 与美国证监会 (SEC) 10 月举行战略对话, 对英美两国资本市场的重要事务进行交流, 并且进行战略对话。两家监管机构的讨论话题包括监管改革、场外衍生品市场的交易与结算、包括高频交易在内的市场结构、市场监控, 以及卖空规则。

CFTC以3比2的票数通过限仓规则

美国商品期货交易委员会 (CFTC) 10 月 18 日以 3 比 2 的票数通过了衍生品市场限仓规则。在这份规则中, CFTC 提高了原提案中现金结算合约的限仓水平。此外, 在同一场 CFTC 委员公开会议上, CFTC 以 3 比 2 的票数通过了衍生品结算机构核心规则。

东京与大阪证交所启动并购计划

东京证交所 10 月发表声明, 其与大阪证交所的并购计划已经启动, 但相关并购还需一段时间, 需待东京证交所公开上市, 预计今年完成。两家交易所均在 1878 年成立, 并购后将成为日本最大的交易集团。东京证交所主要交易股票, 而大阪证交所主要交易衍生品。

**“白银期货将适时推出。”**

——王立华

上海期货交易所理事长王立华9月19日在金瑞期货承办的第四届中国有色金属现货期货互动峰会上透露，上期所将适时推出白银期货，以增强期货市场服务实体经济的功能。

**“外盘对国内玉米期价影响减小。”**

——郭晓利

大商所副总经理郭晓利9月22日在“第五届国际玉米产业大会”上表示，2008年以来，大连玉米期货价格与国际期货市场价格的相关性较前些年下降明显，内外盘价格相关系数从2006年的0.91下降到今年的0.12，外盘玉米价格波动对国内影响逐步减小。

**“经济能不能循环起来，这一点很关键。”**

——施建军

永安期货总经理施建军9月在接受记者采访时，畅谈了“永安经验”：重视稳健经营，重视经济循环，重视研发力量，重视合理布局。对于当前期货行业形势，他建议期货界趁着调整时机，苦练内功，增强服务功能。

**“专业人才缺失成为制约行业发展的瓶颈问题。”**

——张志刚

信达期货董事长张志刚9月在接受记者采访时表示，随着期指的上市和期货投资咨询业务的开闸，公司对人才的需求也越来越迫切，逐步完善人才储备、输送机制，成为公司下一步发展的关键问题。

**“让现货企业去了解和学习期货，然后去参与市场，其实是不容易的。”**

——李立勇

江西瑞奇期货总经理李立勇9月在接受记者采访时表示，如果期货公司有能力将简单明了的风险管理产品提供给客户，并明白地告诉他们产品的避险效果，现货企业将更容易接受并参与期货市场。

**“期货市场繁荣表象下隐藏的问题很多。”**

——胡俞越

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越10月22日在“2011第五届期货高管年会”上表示，期货市场发育不良的根本原因在于期货业所受管制过严，导致行业的制度供给和产品供给严重不足，期货交易所和期货公司在服务实体经济中的功能缺位。

**“欢迎中国放境外期货。”**

——傅品德·基尔

芝加哥商业交易所（CME）集团总裁傅品德·基尔（Phupinder Gill）9月14日在接受记者采访时表示，欢迎中国放境外期货；一旦将来人民币实现自由流动，将考虑在中国设立清算交易所，满足国内交易需求。

**“监管机构应重新考虑衍生品改革。”**

——康拉德·沃德斯泰德

国际互换衍生品协会（ISDA）总裁康拉德·沃德斯泰德（Conrad Voldstad）9月强调，监管机构应该再次审核衍生品改革，目前的改革将会为场外市场带来巨大成本，或将增加市场风险。



期货公司业务发展 与管理创新探讨

—— 期货公司高管人员培训班（北京） 优秀论文选登

【编者按】

随着我国期货市场结构的进一步完善，特别是股指期货、投资咨询等品种和业务相继推出，期货公司创新环境日益改善。与此同时，市场环境与客户需求的变化，也客观上要求期货公司加快创新步伐。

创新是新形势下期货公司发展的必由之路。期货公司应以创新为支点，不断提升专业服务能力，在打造自身核心竞争能力的同时，为期货市场的稳定健康发展做出贡献。

在近期举办的“期货公司高管人员培训班”上，创新成为频率最高的词汇。本期封面文章在培训班各位学员提交的论文基础上，挑选出部分关于期货公司产品 and 业务创新方面的文章，供大家借鉴、思考。

期货公司对基金公司资产管理业务的支持与服务

■ 文/李建中

我国期货市场正处于从量的扩张向质的提升转变的关键时期，相应地，期货公司之间的竞争也发生着本质变化：从以佣金和规模为主的低水平同质化竞争发展，到以服务和创新为主的差异化竞争，且随着期货创新品种的不断丰富和期货业务范围的不拓宽，这种变化的速度不断在加快。

与此同时，2011年8月25日，证监会发布的第74号令放开了基金公司专户投资商品期货的限制，这将是中国资本市场上又一个新的里程碑。可以预期，有了股指期货和商品期货这两个基础性的金融工具，基金专户理财产品真正意义上的创新指日可待，基金公司期货公司的业务联系将日益紧密，合作创新也将更加深入。

本文将在借鉴境外金融机构利用期货进行资产管理经验的基础上，分析国内基金公司参与期货投资的相关政策、资产管理需求，探讨期货公司在此过程中所能提供的支持和服务。

一、境外金融机构利用期货进行资产管理的借鉴

1. 期货在境外资产管理业务中的应用

期货高杠杆和低成本的特性在境外资产管理业务中得到了充分的应用。在角色定位上：作为运营风险管理工具，期货被共同基金用来管理申购赎回的跨期风险；作为市场风险管理工具，期货主要被用来构造市场中性的Alpha策略和调整资产组合整体风险暴露程度的Beta策略；作为资产配置工具，商品期货和股票、债券一样被用来进行长期投资，分散投资组合的

非系统风险；作为现货替代工具，期货被用来设立商品指数基金和复合指数基金；作为另类投资工具，期货被用来设计套利产品和其他期货投资产品。

2. 境外金融机构管理的商品资产规模

2000 年网络经济泡沫破灭后，在商品资产配置理论以及商品牛市预期的支持下，境外金融机构开始大规模参与商品期货市场，管理的商品资产规模持续增长。

虽然经历了 2008 年全球金融危机的回调，2008~2010 年的三年间，境外金融机构管理的商品期货资产已经翻倍。在 2010 年达到 3800 亿美元，当年资金净流入超过 600 亿美元，仅次于 2009 年净流入的 720 亿美元。受黄金、白银等商品价格创纪录上涨的影响，2010 年的增量资金主要是投向了贵金属和能源商品。

3. 境外金融机构参与商品期货的投资动因

境外金融机构热衷于商品期货投资主要有四个方面的原因：优化投资组合、对冲通胀风险、对冲美元贬值和商品牛市预期。Altamash Scheik 公司的调查研究表明，优化投资组合是境外金融机构参与商品期货投资的最主要原因。

(1) 优化投资组合

理论与实证的研究分析都表

明，将商品作为大类资产进行配置，能够有效地改善股票与债券投资组合的风险收益特性。

这主要是因为，长期来看，商品期货能够获得与股票投资大致相当的收益水平。更为重要的是，在商业与经济的周期性波动中，商品的收益率又与股票、债券等资产收益率表现出了阶段性的负相关特性。

(2) 对冲通胀风险

商品期货能够对冲通货膨胀风险，主要是因为当前的消费者价格指数中能源与食品占有很大的权重，所以商品期货的价格发现功能就能够反映预期通胀的水平和变化。

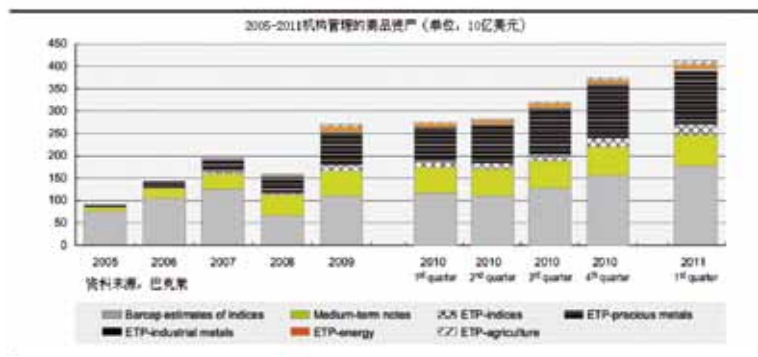
(3) 对冲美元贬值

商品期货能够在一定程度上对冲美元汇率变化的风险。这主要是因为大多数商品都是以美元进行计价和交易的，当美元贬值时商品价格就会倾向于上涨。商品指数与美元指数在大多数情况下表现出负相关的关系，当然这种相关关系从 2008 年以来在发生逆转性的变化，因此，这种对冲效果取决于美元地位的相对变化。

(4) 商品牛市预期

境外金融机构多数预期，随着以“金砖四国”为代表的新兴经济体崛起，城镇化、工业化以及饮食结构优化的强劲需求将引领商品进入新一轮的牛市周期。同时，2000 年以来全球宽松的货币政策也为商品牛市预期提供了有力的支持。事实上，2000 年以来商品期货的价格表现在很大程度上是这种预期的自我实现。

图 1：境外金融机构管理的商品资产规模（2005-2011 年）



4. 境外金融机构参与商品期货的投资方式

境外基金公司参与商品期货投资主要有以下四种方式：

(1) 被动型的商品指数基金：长期持有商品指数选定的一篮子商品组合，并且获取相应的滚动收益（Roll Return）。

(2) 主动型的商品投资基金：对商品期货进行双边的短期波段操作，获取相应的价差收益。

(3) 新兴起的交易所交易产品（ETPs, Exchange Traded Products）：2009年以来，新兴的交易所交易产品ETPs得到了快速的应用和发展，它综合了交易所交易票据ETNs和交易所交易基金ETFs的优点，投资标的是单一商品或者一篮子金属商品期货，基金份额在证券交易所交易。

ETPs的最新发展是持有铜、铝等商品现货，这大大减少了境外基金公司对于对手违约风险的担心。

(4) 结构化的商品投资工具：这类工具有多种形式，一般都是标的基础资产和相应衍生品（最常用的是期权）的组合，它能在享受标的基础资产价格趋势的同时利用衍生品锁定风险，一般在场外市场交易。

5. 境外金融机构参与商品期货的发展趋势

从分类的角度看，图1反映了境外基金公司管理的商品资产规模及其变化，从中我们可以归纳出四个重要的发展趋势：

一是投资商品期货市场的增速加快。相对于2008年金融危机前的发展速度，境外基金公司从2010年中期以来投资于商品资产的速度在加快。从图中数据可以发现，机构管理的商品资产在2011年3月已达4100亿美元的历史高位，相当于2007年的两倍。

二是传统商品指数基金的比重下降。传统的商品指数基金管理的商品资产规模中已经从2005~2007年金融危机前的65%~85%的市场份额下降到金融危机后45%的水平。

三是交易所交易产品ETPs发展迅速。新兴的交易所交易产品ETPs的资产规模已经从2008年的400亿美元发展到2011年第一季度的1400亿美元，占据基金管理商品总资产的1/3。

四是场外交易工具的重要性相对下降。对于境外金融机构而言，重新认识到场外交易的对手违约风险，场外商品投资工具相对于场内商品投资工具的重要性有所下降，从2008~2010年的三年间，商品期货场内交易增长了47%，场外交易下降了66%。

6. 交易性需求导致商品期货的金融属性不断强化

境外金融机构参与商品期货的发展趋势表明，商品期货的金融属性正在不断强化，具体表现在以下五个方面：

第一，在商品指数及其衍生品推出后，由于商品在改善投资组合风险收益特性、对冲信用货币贬值等方面的作用，越来越多的金融投资机构开始将大宗商品作为资产配置的重要组成部分之一，从而将商品衍生品市场与金融市场联结起来。

第二，在一些重要商品类衍生品市场的交易者结构中，代表金融投资需求的非商业性投资者，如投资银行、对冲基金以及其他各类投资基金等金融机构投资者，已经取代代表实体经济需求的商业投资者成为市场的主导性力量。

第三，商品期货及其他衍生品市场投机和滚动套利策略盛行，形成了对商品价格追涨杀跌的金融加速器效应，增加了实体经济产业界进行套期保值的成本和风险。

第四，由于金融机构投资者的深度介入，商品期货及其他衍生品市场的交易量远远超过了实物生产量，商品价格也不再仅受供求关系影响，而是越来越多的受到资金因素的影响。

第五，大宗商品与其他金融资产的相关性出现上升趋势，国际大宗商品市场价格的剧烈波动，不仅受到金融因素的推动，反过来也左右了大量金融机构资产头寸的安全，根源于产业经济结构或商品市场的周期性风险，可以迅速转化为金融风险。

二、国内基金公司参与期货投资的政策解读与需求分析

1. 基金业与期货行业发展中面临的问题

经过 13 年的发展，国内公募基金业走过了国外成熟市场上百年的历程，基金规模最近 10 年间增长了 30 倍，在规模高速扩张的同时，产品种类也不断丰富。但是，由于投资标的和投资策略相似，国内基金的同质化问题非常突出；同时，由于仓位限制和缺乏风险管理工具，国内基金难以规避系统性风险，业绩大起大落，在熊市期间面临巨额的赎回压力。

经过近 20 年的发展，我国期货市场呈现出稳定、健康发展的良好势头，最近 10 年间成交金额增长了 192 倍，交易量增长了 57 倍。但是，国内期货市场在“量”的增长背后还存在诸多问题，比如市场目前还处于以佣金和规模为主的低水平同质化竞争，投资者结构不合理，机构投资者占比过小等。

正是在这种背景下，管理层加快了准许机构投资者进入期货市场的速度，以此来促进基金公司创新产品的开发和期货公司创新业务的开展，基金公司与期货公司在业务拓展和产品创新的紧密合作将实现双赢的局面。

2. 机构投资者参与期货投资的政策指引及解读

从 2010 年 4 月到 2011 年 6 月，证监会先后推出了基金公司、证券公司、QFII 和信托公司投资股指期货的指引。

指引中明确了机构参与股指期货在成交金额、保证金现金准备、持有合约价值、估值标准等方面的规定，主要目的是为了引导和鼓励机构投资者将股指期货作为风险管理的工具，而不是投机的工具。

不过最引入注目的，还是 8 月 25 日颁布的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，证监会首次允许监管范围内的金融机构涉足商品期货投资，为机构投资者利用商品期货进行战略资产配置和理财产品的创新奠定了基础。

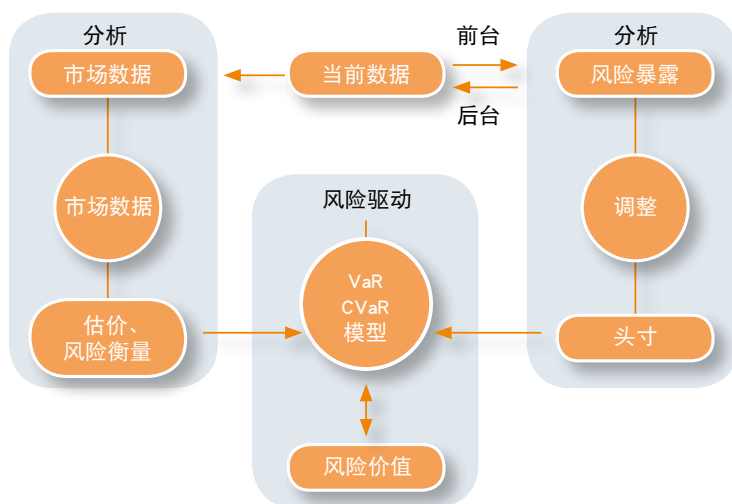
3. 基金参与期货投资的需求分析

从基金公司资产管理的需求角度来看，基金对期货市场的需求主要是大类资产配置、套保套利对冲、申购赎回的跨期现金管理和产品创新的自下而上的金字塔形需求结构。

4. 基金专户利用股指期货的实践

在股指期货推出的一年半时间里，全市场参与股指期货交易的专户 200

图 2：基金公司参与期货投资的风险管理模型框架



户左右，其中基金专户 50 户左右，主要是利用股指期货开发具有绝对收益能力的创新理财产品。可以预期，在商品期货对基金专户放开后，对冲型理财产品的创新将更加多元化。

三、期货公司能够提供的支持与服务

从客户的需求层次结构来看，客户所需要的服务价值包括基本价值、附加价值与核心价值三个层次。期货公司对基金公司参与期货投资的支持与服务包括三个层次的四个方面：即基础平台服务、研究分析服务、风险管理服务和策略产品服务。事实上，研究分析服务、风险管理服务和策略产品服务属于期货公司今年刚刚获批的期货投资咨询业务的范畴。

基金公司在安全、快捷的交易通道等基本需求得到满足之后，将更加关注传递价值的专业培训、投资咨询服务，以及创造价值的个性化投资策略、产品研究服务。

为客户创造价值是期货公司未来发展业务和获取利润的来源。这就要求期货公司“以客户需求为中心，以服务价值为导向”，在优化营业网点布局与拓展合作渠道的基础上，通过建立统一集中的客户关系管理系统，进行资源整合和优化配置管理，提升策略与产品创新、服务与价值营销的专业能力，根据基金客户的需求有针对性地提供专业化服务，实现优化、稳定的客户关系。

具体来讲，期货公司提供的支持与服务主要包括以下六个方面。

1. 期货投资流程制度的建设支持

发挥专业优势，协同基金公司提供投资申报材料准备、以及业务流程、风险控制制度建设等方面的专业化、个性化的支持服务。

2. 全面、优化的基础平台支持

优化期货公司基础平台，为基金公司提供：

(1) 高速稳定的行情与交易系统；

(2) 个性化的基金、期货技术解决方案；

(3) 优化的交易及清算流程设计；

(4) 安全快捷的集中式银期转账系统；

(5) 差异化、个性化的客户服务体系。

3. 严谨、深入的研究分析服务

整合期货公司的研究团队，为基金公司提供：

(1) 基于期货投资资格申报的材料准备服务；

(2) 基于期货市场实战经验的系统培训服务；

(3) 基于期货市场的政策法规、动态资讯服务；

(4) 基于现货生产销售基本面的企业调研服务；

(5) 基于重点期货品种的中观产业链研究服务；

(6) 基于战略战术资产配置的宏观经济研究服务。

4. 专业、量化的风险管理解决方案

在风险管理方面，期货公司通过对基金公司在期货投资过程中可能存在的风险进行识别、测度和评估，以 VaR(Value at Risk)、CVaR (Conditional Value at Risk) 等模型方法为框架，如图 2 所示，结合基金公司期、现货的整体风险暴露状况，以及海量的历史数据分析提供个性化的风险管理解决方案。

5. 创新、领先的策略产品服务

集中期货公司的优势研究资源，为基金公司提供：

(1) 基于绝对收益需求的系列化创新理财产品合作研发服务；

(2) 基于现金管理需求的程序化交易策略与交易平台服务；

(3) 基于风险管理需求的套期保值、套利对冲解决方案。

6. 优质、共享的渠道与客户资源

期货公司通过交易客服中心与研究所及技术部门的紧密配合形成较为完整的客户服务体系。基金公司和期货公司通过客户服务体系为对方客户提供多元化的投资咨询服务，共享双方的销售渠道与客户资源。☐

(作者系申银万国期货总经理)

台湾地区期货 IB 业务管理与发展启示

■ 文/夏锦良



期货 IB 业务对于证券公司而言，可以促进证券公司的业务转型，增加服务方式，改善收入结构；对于期货公司而言，可以利用证券公司的客户资源、技术资源、研究信息和服务平台，实现低成本扩张和及时有效的客户服务，提升期货公司的发展能力。

目前，我国大陆地区的期货 IB 业务还处在起步阶段，而台湾地区期货 IB 业务开展较早，管理上也形成了一定的模式，有一些经验值得学习和借鉴。

一、台湾地区期货 IB 业务的组织和运营模式

（一）期货 IB 业务组织架构

在台湾，期货公司基本都是证券公司的子公司，没有单独的所谓无券商背景的期货公司。如富邦证券期货公司营业部只有一家，很大部分业务是由证券公司的分公司（营业部）完成的。

目前，富邦证券 IB 营业部共 66 家，IB 业务市场占有率居台湾地区前三位；凯基证券合并台证综合证券后，2010 年前 9 个月期货和 IB 市场占有率高达 13.22%，居台湾地区第一位；永丰金仅有 49 家分公司（营业部），但 IB 市场占有率第一。

IB 业务是上述三家期货公司的重要收益来源之一，其中凯基证券 IB 业务占到期货公司毛利五成以上。业务推广架构方面，富邦和凯基的 IB 业务推广都设立在期货公司内部，而永丰金则在期货和证券公司内部各自设置期货投资顾问部，分别管理各自的客户，做好各自的产品推广和服务工作。

此外，三家期货公司都设有专门负责 IB 业务的部门，负责 IB 业务的推广和产品的开发，永丰金证券还专门在证券部门设立证券期货顾问部，负责证券 IB 业务的推广和开发。具体的 IB 业务分工情况可参考表 1 和表 2。

（二）期货 IB 业务运行模式

凯基证券和永丰金证券各有特色。凯基证券在客户风险管理和客户服务方面较为出色，在客户风险管理方面，凯基有一套完整的事前、事中和事后控制体系，保证客户风险在可控范围之内，具体见表 3。

在客户服务方面，凯基实行区域辅导员负责制，将整个台湾地区分成 12 个区，每区有一位区辅导员，各项服务事宜由区辅导员负责协调实施。在服务过程中，会根据客户不同级别和类型进行个性化的服务。

客户分级主要是按照客户交易活跃程度和权益大小进行二维度划分，根据不同的客户类型，分配不同的服务，如交易通道、拜访频率、客户业绩结构分析等。

凯基还拥有完善的电子交易服务系统。

期货业务和证券业务有些不同，目前证券业务中，电话委托营业部业务代表下单还占 50% 以上，而期货因为交易的特殊性，一开始就施行电子化交易。

为了满足不同客户需求，凯基证券目前有 15 套期货电子交易系统，根据产品策略，能涵盖 46 种交易需求。按照交易市场分类，可以满足台湾地区市场、海外市场及海外跨市场交易所需；按照客户分类，可以满足一般客户、高端客户和机构法人客户；按交易策略，可以自制开发策略性交易工作满足策略交易人，提供 API 服务满足程序交易；DMA 交易。

通过这些系统，投资者不仅可购买凯基自己的产品，也可购买经过遴选上架的别家产品。

（三）强大的 IT 技术支持

台湾地区的券商及期货公司对 IT 技术建设均给予了高度的重视，并投入了较多的成本，同时也将为核心客户提供定制化的 IT 服务作为企业提供的差异化服务内容之一。

凯基证券根据客户交易习惯的不同，提供了大客户下单系统（FIX 接口）、超级大三元（HTS）、e 万富翁（AP）、随身理财通以及 WEB 交易中心 5 种交易平

表1：凯基期货与凯基证券IB业务分工情况

凯基期货	凯基证券
1. 设立专门服务组织（通路服务部与PM制度）；	1. 凭借广大客户基础，专司客户开发与服务；
2. 提供行情研究分析与策略服务；	2. 收集客户意见回馈与同业信息，以利于后续质量管理与标杆管理；
3. 建构专业交易辅导工具（如策略交易专属工具与站情中心）；	3. 业务提升方案，研讨决议与营销活动的落实执行；
4. 协助研拟业务方案和营销企划；	4. 通路业绩管理与考核。
5. 分级客户服务与陪访；	
6. 供给信息协助业务分析管理。	

表2：永丰期货与永丰金证券IB业务分工情况表

永丰期货	永丰金证券
1. 设立专门服务组织（期货顾问部门），内设业务开展部和产品研发部；	1. 设立专门服务组织（证券期货投资顾问），内设业务开展部和产品研发部；
2. 提供行情研究分析与策略服务；	2. 设计产品，服务IB客户；
3. 提供建议，辅导投资；	3. 营销规划、业务推展与管理；
4. 研究报告、发出下单信号；	4. 培训讲座；
5. 系列培训课程设计；	5. 提供客户交易策略；
6. 程序交易模块；	6. 客户定制化服务。
7. 形成差异化服务、客户定制化服务。	

表3：凯基证券IB业务运行模式

事况	风控环节	风控工具
事前监控	开户与征信系统	资料审核、客户亲阅和亲签、风险告知、密码交付
	出入金管理	本人约定账号、客户本人办理及验章（注：台湾地区IB营业部可帮客户办理出入金，大陆目前暂不允许）
实时监控	保证金管理、交易仓位管理、仓位集中度管理、仓位损益监视	保证金追缴通知、当日冲销作业、强制冲销机制
事后监控	保证金追缴、违约处理	保证金追缴系统、违约申报处理

台，并与台湾地区最大的门户网站——Yahoo 合作，提供 WEB 交易入口进行电子交易平台的推广，满足不同客户多样化的交易需求。

凯基现有期货期权交易平台数量达到 15 套之多，这也达到了同业之最，从旗舰型的整合性平台到不同客户层级的交易隔离，再到定制化的交易工具，能涵盖格式客户的交易需求。搭配后端不同的线路与设备配置，能

期货 IB 业务对于证券公司而言，可以促进证券公司的业务转型，增加服务方式，改善收入结构；对于期货公司而言，可以利用证券公司的客户资源、技术资源、研究信息和服务平台，实现低成本扩张和及时有效的客户服务，提升期货公司的发展能力。



为客户提供 46 种交易解决方案，全面提升各个交易客户群的交易效率。

永丰金证券也为客户提供了 E-Leader、Evictor 的专用交易软件模式、WEB 下单模式、移动下单模式（包括手机、股票机、PDA 等移动设备）、FIX 以及 API 专用接入模式。

除了 IT 技术支持广泛运用于客户交易手段外，永丰金证券还成立了电子商务部，将 IT 技术应用到了业务推广，提供了网络虚拟与实体营业部相结合的营销模式，充分利用电子媒体传播效率高、成本低的优势，通过与大型网站合作、主题式讲座客户开发、营销专案网络推广等方式将公司的实体营销进行了虚拟的延伸，并在实际运营中取得了理想的成效。

二、值得借鉴的期货 IB 业务管理与发展经验

1. 统一领导的组织架构。台湾地区的证券公司负责证券经纪业务的副总经理往往兼任期货公司的董事长，证券与期货经纪业务“一个领导两手抓”。在证券公司内部成立期货顾问部，在期货公司内部也设立期货顾问部，分别负责证券公司与期货公司客户的期货顾问服务。

证券公司的信息技术部门，既为证券公司的各项业务服务，也为证券公司下属期货公司提供技术支持。

2. 尽责的专业人才队伍。因为专业而让客户满意，因为尽责而让公司取得成效。台湾地区的证券、期货公司人才队伍的专业水平很高。

3. 有效的业绩考核机制。证券公司从事期货 IB 业务的业绩纳入证券经纪业务分管副总经理的工作业绩考核范围，同样，对各证券营业部业绩考核中，期货 IB 业务的指标完成情况成为重要内容。对于期货公司而言，证券公司的期货 IB 业务完成情况，也纳入期货公司的业务考核指标。

4. 多功能整合型电子交易服务平台。例如永丰金的电子交易服务平台功能强大，集产品线、四合一交易平台、咨询服务于一体，并在此平台下附带了许多套利、选择权交易模式，客户可以申请选择适合的产品和交易策略。凯基期货的前台选择权交易系统多达 15 套，搭配后端配置能够涵盖 46 种交易需求。

5. 客制化服务和灵活有效的教育训练。以客户需求为导向，提供不同交易接口和个性化交易需求，并提供不同的交易方式或交易路径。在教育训练方面，配置专门的辅导员、期货种子人员，进行经常性的员工和客户培训，培训方式灵活多样。

6. 集团化运作和公司资源的有效整合。期货 IB 业务作为证券公司业务

的一部分，券商类期货公司往往又是证券公司的控股或全资子公司，券商和控股期货公司的资源得到较为有效的整合。

例如，证券公司研究咨询力量较强，可以为期货公司提供研究成果。又如，证券公司的技术开发队伍的力量较强，可以满足期货公司软件开发服务的需求。证券公司的客户资源可与期货公司共享，共同为客户提供服务。

三、积极推进券商期货 IB 业务，提升期货公司的发展能力

我国大陆地区期货 IB 业务仍然处于发展的起步阶段，与台湾地区金融市场的期货 IB 业务相比，无论从人员素质、组织架构、资金投入，还是从服务产品、服务能力、服务效率等方面，都有较大差距。

展望未来，金融期货的品种会继续增加，券商客户对期货的认知和投资工具的掌握也会提升，期货 IB 业务的环境将得到改善。为推进期货 IB 业务、提升期货公司的发展能力，建议在以下几个方面进行改进。

1. 适当调整期货公司的架构设置

目前，我国大陆地区期货市场仍以商品期货为主，期货公司与证券公司在客户资源上的交集并不多，这一点同台湾地区市场有着很大不同。但是，随着金融期货的逐渐发展，两者的客户需求必然会产生交叉，因此必须在架构上做好准备。

可以通过由证券和期货联合构建一个更高层面的管理机构来推广期货的市场和研究业务，从而减少目前因机构分离而造成业务推广和客户服务的阻碍。

2. 对期货 IB 客户服务进行细分

现阶段很多期货公司的服务，尤其是研发服务是“眉毛胡子一把抓”。研究人员既要满足一般散户的投机性需求，又要满足机构大客户套保、套利等方面的需求。每个研究员往往身兼多个品种的研究，难以实现对一些品种的深入调研。因此，研究普遍流于表面，研究成果

不但难以符合机构大客户的需求，即使是对一般客户的服务也难以令人满意。

对此可以借鉴永丰期货 IB 的服务模式，将对一般客户的服务前移，由营业部人员从事对一般客户的基础服务，研发部重点负责对机构客户进行深入贴身式的服务。

如果条件成熟，期货公司可以同证券公司就期货 IB 客户的服务进行分工。证券公司的期货 IB 客户主要由证券公司提供开户、销户及咨询服务，期货公司直营的客户由期货公司提供全面的服务。

3. 建立有效的业绩考核和薪酬制度

市场的竞争其实是人才的竞争，建立具有强大战斗力的人才队伍是公司发展的重要前提，而建立合理的业绩考核和薪酬制度是吸引人才的关键。这当中尤为重要

的是市场营销队伍和研究队伍的建立。对此，可以学习永丰金证券将期货期权业务比重进行量化考核，对各营业部逐月进行考核排名。期货期权业务与传统的证券业务一样被视为营业部的刚性任务，充分发挥了业绩考核对业务发展的引导作用。

另外，研究作为直接支持前台的部门有着不同于一般后台部门的功能，因此在研究人员之间存在着一个横向比较的问题。如果按照传统后台部门考核的方式，往往会造成人员流失、工作消极等现象。因此，必须把研究员的薪酬体系独立开来，通过同市场的结合调动研究人员积极性，提高研究人员的薪资水平，稳定研究人员队伍。

4. 建立整合性的电子交易平台

随着交易品种的不断丰富，客户投资的需求往往是多方位的。因此，可以借鉴台湾地区的经验，从外部引入先进的电子交易平台，并在此基础上实现自主二次研发，以最终形成集交易、服务、咨询于一体，集证券、期货、期权于一体，集投机、套利、策略交易于一体的整合性电子交易平台，致力于为客户提供一站式的电子服务平台。■

（作者系兴业期货总经理）

立足经纪业务 为企业做好风险管理

■ 文/马文胜



伴随着市场经济体系的逐步完善和资本市场改革发展的不断深入，中国期货市场经过 20 年探索发展，套期保值与价格发现的功能日益显现。作为期货市场重要中介服务机构的期货公司在服务企业做好风险管理方面起着举足轻重的作用。

一、企业利用期货市场进行风险管理的策略

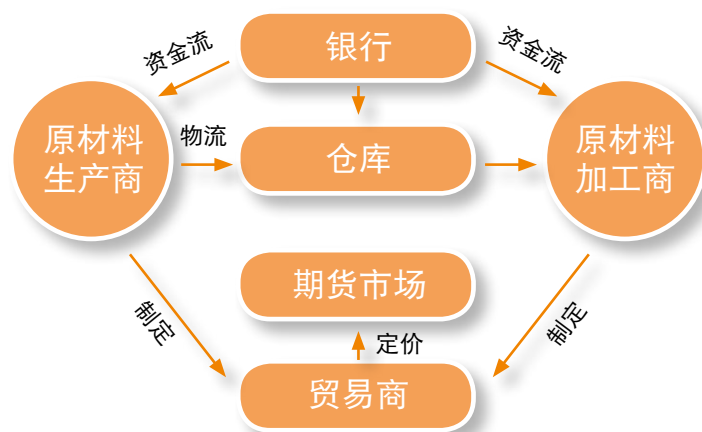
企业利用期货市场可以解决两个核心问题。一是通过套期保值规避原材料及产品价格波动带来的经营风险，实现价格管理；另一个是通过参与套期保值将企业做大做强，实现规模管理。

（一）风险管理策略

1. 管理大宗商品定价

企业利用期货可以组合出很多贸易定价模式，主动适应市场的变化。例如，加工型企业的原材料定价模式非常多，如现货月均价、到货后两个

图 1：利用期货市场的现货企业商业模式



月定价、期货价格加升贴水定价、远期合约定价、销售期周均价扣除加工费等。

2. 管理敞口风险

在经营过程中，不同的企业，甚至不同的贸易方式都会形成不同的价格风险，所以企业的保值都是根据内部具体情况而定的。企业内部逐渐形成产品保值、原料保值、库存保值等。

3. 提升现货经营水平

定价模式的多样性以及期货远期合约保值手段的利用，进一步提高了现货的经营规模。国内企业利用期货可起到两个效果：

第一，促进现货的规模化经营。对于实力较强的企业来说，掌控原材料是重要的经营目标之一，对此，除了必备的资金支持、经营网络、仓储设施等前提条件外，还需要防范规模经营的巨大风险。随着公司经营规模的扩张，套期保值往往会起到很好的保障作用。

第二，提高公司在国际国内市场上的竞争力。对于贸易规模较大的企业来说，价格形成的隐蔽性和机动性是很重要的竞争力。由于企业利用套保平台，可使公司进口商品在国内市场上更具竞争优势，因为期货保值有利于形成均衡价格，摆脱价格刚性的限制。

4. 调整投资力

当市场价格短期内剧烈变动，导致企业难以对现货产能进行适应性调整时，利用期货市场可达到调节产能的目的。企业通过期货市场，买入或卖出期货合约，实现了虚拟产能的增加或减少，用以调节现货产能。短期内通过期货市场调节产能避免了企业投资的时滞，也为企业是否进行长期投资争取了时间。

5. 形成新的有竞争力的商业模式

随着企业对期货市场的有效利用，市场逐步形成多种新的有竞争力的商业模式。尤其是近年来，银行为了保障其信贷资金的安全性，积极主动地参与期货市场。

比如，以月度结算价为定价模式的贸易企业，仓单在银行的监控下，可用少量的资金实现大规模现货流转。

在贸易企业进行采购时，货物进入银行指定的仓库，受银行监控并进行相应的融资，同时，贸易企业将该批货物在期货市场上进行卖出保值以规避库存减值的风险，提高了银行贷款的安全性。当该批货物出售时，在期货市场进行相应平仓，货款直接进入银行偿还贷款，银行释放仓单，贸易企业从中赚取稳定且风险小的微利差价。

6. 管理中长期发展战略

企业参与期货市场后，丰富的资讯，特别是对大宗商品价格趋势性波动的认识，将促进企业更加清晰地制定中长期发展战略。

如一家饲料加工企业，针对宏观环境、农产品供需形势等，每个月与期货公司研究所进行详细的交流与讨论，并通过获得的全方位信息合理安排生产规模、库存规模。

（二）风险要素分析

企业参与期货市场主要面临来自企业外部和内部两方面的风险。具体来说主要有市场结构风险，包括市场流动性风险、政策变化带来的风险、法规及制度变化带来的风险、代理机构风险；企业自身风险，包括杠杆交易风险、无效保值风险、套保中基差运用风险、移仓/展期风险、风险管理制度设计与执行风险；法律风险以及技术风险。

从以上风险要素中可以看出，企业利用期货市场进行风险管理的核心主要包含了三个方面：时间——决定了套保头寸的短期性；保证金——决定了套保头寸的风险性；基差——决定了套保头寸的不可持续性。

（三）现货企业的期货需求

通过以上分析，现货企业对期货的需求可以归纳为以下六个方面：定价服务需求、套保服务需求、信息培训需求、财务管理需求、流程管理需求、战略管理需求。

这六种需求层次由低到高，反映了企业对期货市场的利用程度从“参考→工具→策略→战略”步步演进。商品期货市场价格是企业确定产品或原材料价格的重要参考；企业通过利用期货这一金融工具可以有效规避商品价格的剧烈波动；而通过研究和学习期货市场价格波动规律也有利于企业改善管理流程，制定

正确的生产经营策略和财务管理策略；企业利用期货市场的最高需求则是通过期货市场实现企业发展战略，做大做强。

二、经纪业务大有可为，坚持以中介业务为主体的发展模式

期货公司作为连接期货市场与现货市场的重要中介服务机构，应注重企业客户的拓展与服务。这既体现了期货公司的社会价值也体现了期货公司的商业利益。

但是，期货公司在坚持以中介业务为主体的发展过程中，应该从以下方面系统完善和提升自身服务产业客户的能力。

（一）明确公司经营战略，构建完善组织架构以及经营机制，为企业客户服务

明确的经营战略为期货公司的发展指明了方向，有利于在公司内部产生合力。而完善的组织架构以及经营机制是期货公司整合内外资源，服务客户的基本手段。每个期货公司内部虽有不同组织架构以及经营机制，但核心点是有利于公司专业能力的形成，以及有利于企业客户的拓展与服务。

期货公司可形成以研究所为中心，以业务队伍的事业部制为支点，以专业营销为平台，以先进技术为支持，以合规管理为文化的专业式、顾问式中介业务服务体系。

（二）注重四个职能的发挥

期货公司服务企业客户必须注重四大职能的发挥。第一大职能是通道职能，就是期货公司的技术能力，渠道建设以及营销能力；第二是组织资源的职能。由于大公司有几万名投资者，小公司也有几千名投资者。如何整合资源？期货公司恰好可以作为承载体，比如组织行业会议，或组织大型企业相互学习交流套保经验；三是研发职能。再专业的客户也需要期货公司的研发支持，期货公司要提供核心研发产品，要加强对价格趋势的研究；四是服务职能。建立合规体系，有效服务客户，这应该是贯穿期货公司职能的核心链条。

（三）注重研发体系的建设

研发能力是期货公司赖以长期生存的核心能力，也是期货公司在服务客户时最能产生差异化竞争优势的方面，所以，期货公司必须高度重视其研发体系的建设。期货公司可通过自下而上、由微观而宏观，再自上而下、由宏观到微观的研究思路，最终形成“广、长、精、深”的研究体系。

具体过程如图2所示。

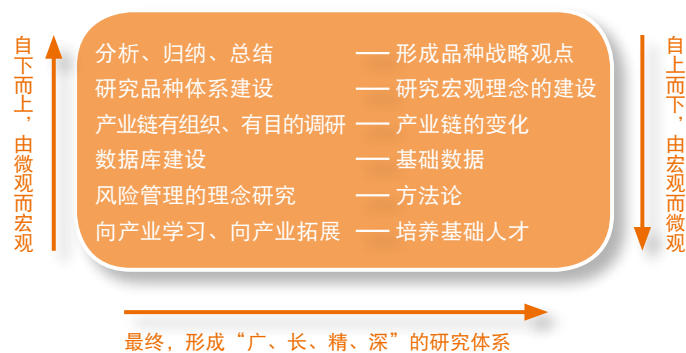
（四）注重技术产品、交易工具的创新

随着期货市场的发展，其参与客户也更加丰富和成熟。客户对期货公司技术产品及交易工具的要求也越来越高。特别是对于参与套期保值的现货企业，由于其往往是通过套期保值锁定利润，建仓价格将直接影响营业利润情况，故加强技术产品、交易工具的创新也是现货企业对期货公司的要求。

（五）走在市场变化前面，把握发展节奏

期货公司要取得突破，就必须把握行业发展，走在市场的前面。特别是公司的发展节奏，把握大趋势最重要。市场正在发生什么变化，将要发

图2：期货公司“广、长、精、深”的研究体系



生什么变化,如果能够从公司层面上对这些有清楚认识,那么对企业战略发展、快速发展都会起到决定性作用。同时,还要贴近市场,对市场的广度、深度有所了解。

(六) 应注意的其他几个方面

1. 合规信誉体系建设是最长久的利益

整个行业已经进入信誉竞争时代,期货公司应在经营理念上树立“合规风险管理第一位”的思想。

2. 培育优秀专业人才是公司的责任

期货公司不仅是一个商业机构,还要注重社会责任。其中一个重要的社会责任就是专业人才的培育。

3. 培育核心客户群体

从公司战略、服务体系的设计,逐步培育一批专业的客户群体,对于期货公司未来发展具有稳固作用。

4. 公司优秀基因的快速复制

服务行业的特点是标准化、多元化、简单化、专业化,一旦哪个环节出现好的经验,应立刻总结出来,向全行业推广,以便产生最快、最好的服务效果。

三、政策支持与鼓励

目前,无论是企业、监管机构还是决策层,都对期货市场的认识和理解进一步深化加强,为行业今后的可持续发展奠定了良好的制度和市场基础。可以说,正是本轮危机,还原和提升了期货市场服务实体产业和国民经济的本质。我国期货市场取得的成就是瞩目的,但相比西方发达国家仍有很大的发展空间。对于承载行业发展主体的期货公司来说,为促进其更好地为企业服务,仍需要政策的支持与鼓励。

(一) 行业内利益格局的和谐,有利于市场动能的发挥

目前,期货公司的收入仍依赖于通道费用的收取,盈利模式较为单一。在这种情况下,期货公司营业收入很容易受到市场交易量的影响。而交易量在很大程度上又受到交易规则及交易费用的制约。所以,客户总交易成本的下降必将有利于市场交易的活跃。手

费的二次合理分配也将有利于期货公司的稳健发展,也为期货公司投入更多的资源为期货市场服务提供了物质基础。

总的来说,行业内利益格局的和谐,有利于市场各组成部分功能的发挥。

(二) 交易品种规则的适当放宽与交易工具的多样化,有利于企业更好地利用期货市场

随着我国期货市场的深入发展,可交易品种越来越丰富。特别是铜、铝、铅、锌等有色金属品种以及天然橡胶、棉花、大豆、玉米等其他品种在欧美成熟市场都有与之对应的交易品种。中国期货市场对这类大宗商品价格的影响也越来越大。

但是,这些全球性大宗商品的定价归根结底是由包括中国在内的全球供求决定。其价格波动很难通过交易规则的改变而受到影响,但其交易量、持仓量则受交易规则的影响很大。通过适当放宽这类品种的交易规则或允许交易工具多样化,比如期权交易的推出,将有利于提高国内期货市场相关品种的活跃度和流动性,有利于企业更好地利用期货市场。

(三) 推出以经纪业务为基础的创新业务,促进期货公司更好地为企业服务

目前,相比国外成熟市场,我国期货市场中介机构的业务内容仅有经纪业务和刚推出的投资咨询业务。面对现货企业、机构投资者及个人投资者的不同需求,期货公司目前可以提供的服务仍十分有限。

通过让更多的期货公司尽早参与投资咨询业务、境外期货代理业务、自营及CTA业务,有利于期货公司在新的业务内容和需求激励下,快速提高其服务期货市场不同客户的能力。国内期货业务内容的多元化以及服务能力的提高,也有利于吸引全球市场的关注,增强中国期货市场在全球大宗商品定价方面的影响力,有利于我国期货市场更好地实现服务产业经济和国民经济的职能。

(作者系新湖期货董事长)

咨询业务： 服务实体经济 促进产业发展

■ 文/冯伟民



期货公司作为期货市场重要的参与者，服务于实体经济责无旁贷。如何深入企业第一线，不断强化期货品种服务实体经济的功能，将是未来期货公司发展道路上的主要议题之一。

期货公司应以“服务实体经济，为产业服务”的精神为指导，为现货企业提供更加丰富的保值策略，帮助企业在价格剧烈波动的市场中实现平稳运行，提升期货在实体经济部门的认可度，推动期货行业更深更广的发展。

然而，由于目前部分中小型期货公司产业链开发和服务力度欠缺，一些企业对期货及期货市场的认识存在不足或者偏见，使得期货公司提供的服务项目单一进而导致“同质化竞争”严重等原因，造成了期货市场上企业参与度偏低，这制约着期货公司更好地服务于实体经济。因此，期货公司应在提高自身专业服务质量 and 开展着眼于服务实体经济的投资咨询业务两方面不懈努力，更好地促进实体经济的发展。

期货公司应在提高自身专业服务质量 and 开展着眼于服务实体经济的投资咨询业务两方面不懈努力，更好地促进实体经济的发展。

一、提高自身的专业服务质量

由于大量现货企业对期货及期货市场知之甚少，使得一些现货企业不敢涉足期货业务。另外，还有一些现货企业虽然了解期货，但对套期保值及交割等业务不甚了解，考虑到风险因素不敢贸然行事。因此，期货公司

在服务企业的过程中应该做好领路人的作用。对套期保值、交割等业务的熟悉和专业，是取信于人的第一步，也是服务实体经济的必备条件。

（一）为企业量身定做操作性强的套期保值方案

套期保值是现阶段现货企业通过期货市场控制成本或者锁定利润的主要手段，也是期货公司服务实体经济的主要形式之一，其核心是为企业量身定做一套完整的套期保值方案。

目前，教科书式的套期保值方案比比皆是，绝大部分品种研究员也都能撰写相关品种的套期保值报告。但是，传统的套期保值模式过于死板，往往无法满足企业的真正需求，对期货市场行情变化也没有调整和应对之策。这直接导致了套期保值效果的不理想。

为了更好地服务实体经济，期货公司应该改进和细化企业的套期保值策略。具体来说，期货公司应安排专人与企业接头，做好前期调查工作，弄清企业的需求和风险敞口，根据期货市场的情况，制作具有时效性和可操作性的套期保值方案。

另外，套期保值的入场时机和仓位也至关重要。在套期保值策略设计过程中，不仅要同熟悉现货的人员沟通，也应与拥有丰富投资经验的人员交流，根据市场氛围设计合适的入场时机和仓位。

最后，在套期保值过程中，还应该根据市场行情的变化、基差的偏差幅度等信息动态地调整仓位。

“口说容易，做事难。”以上这些虽然是老生常谈，却是期货公司在为企业做优、做细套保方案时所必须重视的问题。期货公司只有为企业量身定做操作性强的套期保值方案，才能更好地帮助企业规避风险。

（二）熟悉套期保值流程和交割相关细节

在为企业进行套期保值的过程中，期货公司服务人员对整个套期保值以及交割的流程都应该了若指掌。各大交易所对套期保值以及交割流程都有详细介绍，因而，许多期货公司相关服务人员都对流程或多或少有所

了解。但大部分现货企业在套期保值流程方面完全依托于期货公司的指引。

为了赢得企业的信赖，期货公司相关人员对套期保值流程的熟悉程度不应局限于各交易所条例介绍的范围之内。交割仓库的分布及容量、品种的主产区仓库占比、标准仓单对应货物等级或者品质的差异、买卖双方的会员构成、企业与周边仓库的距离及交通运输便利情况等，都是期货公司相关服务人员应该熟悉的内容。

另外，期货公司相关服务人员还应了解本公司或其他公司部分客户的交割需求，必要时为客户之间期转现牵线，节省交割时间和费用。

（三）注重复合型人才的培养

现货企业在不太了解市场的情况下一般会首选实力强、业绩好的品牌期货公司，希望这些公司能够提供专业的服务。这里所说的品牌期货公司，要么是长期在期货业有良好口碑的，要么是由名头大的实力股东控股的期货公司。这些公司大多有熟悉现货同时又精通期货的人员。这说明，期货公司要服务好企业，或者企业要利用好期货工具，复合型人才是关键。

随着期货市场的发展，期货投资品种不断增加，人才短缺的期货行业显然满足不了新形势的需求。向现货行业招揽人才成为很多期货公司的必然选择，当然也可以通过自身培养来完成人才的储备。是否拥有一支既了解现货市场又精通期货市场规则和价格波动的“两栖”人才队伍，将是期货公司服务现货企业，促进实体经济发展的关键。

二、开展着眼于服务实体经济的投资咨询业务

期货投资咨询业务是指基于客户委托，期货公司及其从业人员开展的风险管理顾问、期货研究分析、期货交易咨询等营利性业务。在开展期货投资咨询业务过程中，期货公司应充分了解和掌握期货投资者，特别是产业客户的多样化需求，努力研究和开发适合实体经济需

求的产品和服务，同时，针对不同的品种及其产业链建立不同的咨询研究团队，制定不同的咨询业务策略，开展不同的咨询服务。

（一）企业存在管理风险的需求

在全球经济复苏艰难的背景下，欧美各国都采取了宽松的货币政策，全球恶性通胀使得原材料成本增高。为了应对通胀，我国采用稳健的货币政策，中小企业融资渠道愈发艰难。企业是以利润为目标的，然而我国企业的利润正在遭受各方面因素的侵蚀，可谓风险无处不在。

企业非常重视风险管理，但是在面对风险时，部分企业采用压缩外部支出的方法来应对，部分企业则通过削减员工福利或能耗与维护费用的方式以减少企业成本。这些做法并不能有效地降低成本结构，也无法提升企业利润与核心竞争能力。

在进行风险管理时，企业更需要明确未来的战略发展规划，优化配套经营流程，充分有效地利用风险管理和金融工具，从而实现净资产收益的最优化。

（二）发展风险管理顾问业务，帮助企业建立风险管理体系

期货公司作为金融服务机构，有责任为客户提供更为全面的风险管控。所谓全面风险管理，是指企业围绕总体经营目标，通过在企业管理的各个环节和经营过程中执行风险管理的基本流程，培育良好的

风险管理文化，建立健全全面风险管理体系，包括风险管理策略、风险管理措施、风险管理组织职能体系、风险管理信息系统和内部控制系统，从而为实现风险管理的总体目标提供合理保证的过程和方法。

期货公司投资咨询业务中的风险管理顾问服务，包括对客户全面风险敞口进行细致的尽职调查，适当调整企业经营结构，根据企业人员配置情况进行结构化梳理，建立组织机制完善的体系，诊断企业财务状况，制订详尽的方案，为投资决策和流程管理配套个性化的软件服务等。

具体来说，通过调查和研究，期货公司需要为企业制定《企业套期保值可行性研究报告》、《企业期货套期保值风险管理手册》和《企业中长期期货套期保值策略》等一系列方案和操作策略。

为产业客户服务，会遇到各种类型的问题，因而需要一揽子的解决方案。期货投资咨询业务中的风险管理顾问服务，将为企业全面风险控制构建较为完善的系统。

（三）帮助企业构筑完善的风险管理咨询流程

期货公司的风险管理咨询流程应包含沟通、调查、准备方案和风险评估四个步骤。

第一步是沟通。主要是了解客户的日程安排和前期需求。不同现货企业的工作安排因其所属的行业不同而具有不同的特色。

如每年3月至4月为新胶开割期，此时天然橡胶企业的日程安排中有很一部分是关于新胶开割的。天然橡胶企业在此期间主要关注新胶开割前后供给变化对 market 价格的冲击。因而，需要期货公司通过与天然橡胶企业的深入沟通，互相交换信息，为企业销售决策提供建议和帮助。

第二步是全面和尽职的调查。期货投资咨询业务的尽职调查主要是指调查企业的财务状况和经营情况，在方法和流程上与投行以及私募股权基金的尽职调查大多相同。

不同的是，期货投资咨询业务的尽职调查依据客户投资和经营上的需求，侧重于原材料价格、采购方式、采购周期、库存周期、生产成本细分等方面信息和实际情况，进而整合企业资源。通过全面的尽职调查，期货公司能够帮助现货企业找到自身的风向敞口，并进行合理评估。

第三步是在调查的基础上准备方案，并保证方案的实操性和准确性。这就要求期货公司能够根据企业存在的问题及市场的当前表现，写出足够专业的套期保值方案，并确保方案的顺利实施。

第四步是企业风险管控的评估。当企业执行期货公司提供的方案后，



期货公司需要对企业进行风险的定期评估，以检测方案的优劣，同时找出有待修正的地方，提升方案水平。

例如，某菜籽油加工和出口企业需要平滑公司的收益。期货公司与企业一起对企业的经营过程进行细致的研究，认为采购环节是主要的风险点。

由于用于交割的菜籽油的储藏周期在 12 个月以内，而且主力合约一般在 1 月、5 月和 9 月，在企业制表的同时，期货投资咨询服务人员帮助企业根据成本（比如 10000 元 / 吨）制订买入保值计划，并全程辅助其完成套保和交割的工作。企业如果出口通畅，则采购成本锁定，从而有效规避企业因成本上升造成的风险，同时节省了一部分仓储成本；如果出口额锐减，企业也可提前在期货市场上平仓减持。

（四）利用量化模型和程序化交易，加强风险管理配套服务

在流程配套服务中，期货投资咨询业务的开展应有效地借助更为客观的数量化分析结果。这就要求期货公司有能力开发出适用于咨询项目和风险管控的数量化模型。

比如，部分期货公司设立了专门的金融工程部门，专门致力于量化模型的开发。金融工程部门为客户提供多种模型集成的量化系统，如将企业参数和调查数据输入就可以反映出企业风险敞口的大小与特点，并且可以

通过对风险变化的模拟，测算未来风险敞口的情况，同时对应企业经营与财务状况。

在为客户设计具体方案时，交易策略的制定和实施也可以运用大规模数量化模型。一方面，利用数量化模型的程序化实时监控价格、升贴水、成本、价差矩阵、冲击性、正态分布等因素；另一方面，企业交易策略的程序化还拥有绝对的执行力，规避人为情绪对策略的干扰。通过数量化模型的程序化可以自动监控，节省人工劳动，也显得直观和科学。

综上所述，期货投资咨询业务的开展，一方面是对期货公司专业水平的检验，另一方面也为期货公司转变经营发展方式，在更高层次上为国民经济服务带来机会。目前，期货公司已经可以为产业客户提供风险管理顾问这一高度专业化的服务，以协助产业客户提高利用期货市场进行风险规避操作的能力。这有助于改善我国期货市场的投资者结构，提高产业客户的比重，从而进一步促进期货市场的功能发挥，提高期货市场为国民经济服务的能力。

三、提升专业素质，服务实体经济

期货公司在产业链开发和服务过程中，服务人员业务不熟、不精以及经验缺乏的现象屡见不鲜。因此，提高自身专业服务质量是当前众多期货公司，特别是中小型期货公司开发产业链、更好地服务于实体经济的重要手段，也是必备条件。

投资咨询业务的开展是本年度期货界的一件大事，也预示着期货公司的重大机遇。着眼于服务实体经济是该业务开展的宗旨所在，或者说对实体经济的帮助和扶持是该业务的价值所在。

除此之外，加强期货市场宣传和投资者教育，加大产业链开发投入，使得更多的企业了解、参与期货市场也有助于期货公司更好地服务于实体经济。

（作者系金元期货副总经理）

期货公司 如何为企业提供系统性解决方案

■ 文/罗旭峰



自 2004 年以来，随着品种创新和制度创新的稳步推进，我国期货市场整体呈现出又好又快的发展态势，期货市场价格发现和风险规避的功能得到进一步发挥，服务实体经济的能力显著增强。

期货市场产生的根本原因在于为现货企业提供风险规避的场所，而期货公司作为连接现货企业和期货交易所的中介机构，通过服务现货企业，提高现货企业利用期货工具的能力，能更好地促进期货市场的功能发挥，进一步提升期货市场服务于国民经济的能力。

当前，期货市场正处于从“量”的扩张向“质”的提升转变的关键时期。期货公司如何更好地服务实体经济，在这一关键时期，如何起到促进“质”的提升的关键作用，是值得思考的问题。

以往，期货公司在服务现货企业方面，更多地在于为企业提供符合实际经营情况的套期保值方案。而随着期货市场功能的进一步发挥以及现货企业风险规避需求的进一步产生，期货公司在服务实体经济方面，应转变以往简单的提供套保方案的做法，着手为企业提供系统性的解决方案。

期货公司提供的系统性解决方案包括投资者教育、人才培养、套期保值方案设计和执行跟踪以及套期保值资金解决等各方面内容，为企业提供一站式风险管理服务，使得企业更方便、更快捷，也更有意愿参与到期货市场中进行套期保值操作。

一、投资者教育

在期货公司提供的系统性解决方案中，对现货企业的投资者教育是首要内容。狭义的投资者教育是让企业认识到在经营过程中所面临的风险，广义的投资者教育，则还包括对企业人才的培养等内容。

首先，企业对于风险的认知普遍不够全面。产业链企业在经营过程中面临着各种各样的风险，但要求企业具体描述、总结、概括它们时，企业

往往无法进行清晰的阐述。尤其是对于价格风险，企业尽管知道存在原材料价格上涨风险、产成品价格下跌风险，但在具体风险测度方面，则存在着一定瓶颈。甚至，部分企业还完全没有认识到经营过程中的风险问题。

因此，在为产业链企业提供全面风险管理服务过程中，投资者教育是前提。期货公司应坚持“把风险讲透”的原则，使企业深刻认识到在经济不确定情况下原材料、产成品以及库存等生产线上各个环节所面临的价格风险，并通过相应的资料，如波动率、历史数据等，使企业能够较好地全盘了解其所面临风险的程度，从而使其有意识的在经营过程中产生风险规避需求。

其次，在产生风险规避需求后，企业需要对交易、交割等各项期货市场规章制度进行深层次的了解，并配备相应的人员参与期货市场风险规避操作。

一般而言，企业往往不具备相应的人才，需要期货公司进行进一步的投资者教育。因此，期货公司需要针对企业的特性、参与的品种以及相关人员的期货专业素养，设计专门的套期保值培训内容，进一步开展对企业的投资者教育工作。

二、套期保值制度和流程设计

期货市场是高风险的市场，企业在进行套期保值操作过程中也面临着各种各样的风险，如操作风险、财务风险等。而产业链企业一般只专注于主营业务，对于金融市场的认知程度普遍不深。因此，期货公司需要为产业链企业提供系统性解决方案的第二项重要内容，即协助企业建立完备的期货市场套期保值制度和流程。

完备的制度是企业利用期货工具进行风险管理的基础。一方面，完备的制度能有效地消除企业在利用期货工具过程中规避不必要的损失；另一方面，完备的制度能更好地保障企业利用期货工具进行风险规避操作，从而避免出现过度套保等投机行为。

在协助企业设计套期保值制度和流程时，期货公司

需要考虑企业的实际情况，包括组织结构、日常经营管理流程等各项因素。作为期货品种的生产商、消费商和贸易商，不同的企业具有不同的特性，且各企业的管理架构也各具特色。

期货公司需要针对企业管理架构的层次、决策者的实际能力等因素，设计出与企业相匹配的套期保值制度和流程。因此，在为企业提供系统性解决方案过程中，期货公司不仅需要期货方面的专业人才，还需要管理咨询方面的专业人才。

三、套期保值方案设计和执行跟踪

在利用期货工具方面，企业由于受到专业能力和信息搜集能力的制约，需要期货公司为其制订较为详细的套期保值方案。作为系统性解决方案的重要内容，套期保值方案对于企业能否利用期货工具达到良好的风险规避效果，起着较为直接的作用。

期货公司应该深刻认识到，套期保值方案是企业进行风险规避操作的重要工具。因此，在设计套期保值方案时，应在对企业认真调研、对市场深刻理解的基础上，向企业提供符合其实际经营情况的可操作的套期保值方案。

一方面，期货公司需要对企业的采购、销售以及库存状况进行分析，并结合企业的经营计划准确把握企业的风险敞口。另一方面，期货公司还需要有高素质的对于期货、现货两个市场均有较为深入了解的专业人才，特别是要对价格走势有一个较为准确的判断。

企业参与期货市场的目的在于规避风险，同时也在通过期货市场的操作实现自身资产的增值。企业的套期保值方案应更多地倾向于主动套保，而这对期货公司提出了更为严格的要求。

南华期货正是基于这种理念，为企业设计套期保值方案。2010年以来，棉花价格波动较大，许多企业面临着较强的风险规避需求。2011年3月，结合某纺织企业的实际情况，以及南华期货研究所对于棉花价格走



期货公司提供的系统性解决方案包括投资者教育、人才培养、套期保值方案设计和执行跟踪以及套期保值资金解决等各方面内容。

势的基本判断，南华期货为该企业设计了针对库存棉花和纱线的卖出套期保值方案。

随着时间的推移，棉花价格持续下行，该纺织企业纱线库存持续增加，库存棉花急速贬值，纱线价格下行且库存大幅上升，企业的资金成本压力也日趋增加。然而，采用了南华期货卖出套期保值方案的纺织企业，由于资金流相对宽松，同时产品价格具有竞争力，为其正常经营提供了活力和动力。

好的套期保值方案还需要有好的执行。如在上述案例中，南华期货为多家企业设计了结合自身实际经营情况的卖出套期保值方案，但其中有些企业并未按照方案认真执行。

因此，期货公司在为企业提供系统性解决方案时，还需要考虑方案的执行情况，事后还需要进行包括账户诊断等服务，督促企业更好地实施套期保值方案，避免出现套期保值不足或者套期保值过度的情况。同时，根据市场行情的变化，当原有的套期保值方案需要进行修正时，期货公司应及时提出修正方案，以更好地提升现货企业利用期货进行风险规避的能力。

四、套期保值资金解决及其他辅助工作

作为一个系统性解决方案，期货公司应将各项与套期保值相关的因素考虑在内。一方面，协助企业优化财务管理，提高资金使用效率，通过“节流”的方式使得企业拥有套保资金；另一方面，通过与银行等合作，协助企业办理库存的货贷业务，通过“开源”的方式解决套保资金问题。

此外，企业的套期保值操作往往涉及交割等事项，期货公司应做好各项辅助工作，为企业提供服务，包括交割仓库的调研、现货的运输等，以使得企业能够更好地专注于主营业务。

随着全球经济的一体化，企业面临的风险日趋多样化和复杂化，以往单纯地为企业提供套期保值方案已经不能满足企业的全部需求。期货公司应更多地从产业链企业的实际情况出发，以提供系统性解决方案为主要目的，实现从简单的套期保值方案服务向全面的风险管理服务的转变。

随着期货投资咨询业务的推出，期货公司更有能力和动力为企业提供全方位的风险管理服务。同时，只有真正满足了企业的现有需求和潜在需求，期货公司才能在行业中立足，并进一步发展壮大，从而促进期货市场的功能发挥，进一步提高为国民经济服务的能力。■

（作者系南华期货总经理）

做好交割服务 提升期货公司竞争力

■ 文/杨海梁

交割业务大多与现货企业的生产套保需求相关联，要服务好产业客户，需要大量的知识和人员储备。但是，交割业务在整个期货行业中创造的收入和利润贡献占比并不高，这也导致了长期以来行业内普遍不太看重交割业务，从而影响了产业客户的服务水平。

随着中国期货行业的快速发展和期货公司投资咨询业务牌照的发放，专业的风险管理和投资顾问服务将开始实质性起步，期货行业服务实体经济的领域将大大拓展，交割服务的内涵将更加丰富，外延也将会迅速拓展。

在整个期货交易过程中，尤其是在交割环节，有很多细节可供挖掘。把握这些细节要求，对交易、交割规则及延伸环节熟知，并在细微之处为客户提供差异化服务，将服务融入客户的价值链中十分重要。这些服务有助于提升期货公司对产业的理解，也会促使期货公司投入更多的研发和服务资源，进而提升期货公司经纪业务的议价能力，培育公司独特的核心竞争力。

行业内大多数期货公司目前的交割服务现状，还处于比较零散和逐一、逐环节处理的状态，是一种被动服务的形式，缺乏系统性和多样化，没有形成服务产品，更谈不上主动推送服务。目前，普遍存在期货公司的服务满足不了产业客户的需求，同时大部分产业客户也对期货市场并不真正了解。

因此，期货公司研究和推出基于交割功能的套保方案、交割套利、仓单质押、跨地域交割等附加和延伸服务显得日益迫切。这对于期货公司树立品牌、提高产业客户开发服务能力意义重大。期货公司要从战略的高度

看待交割服务，化被动服务为主动服务，把交割服务产品化、系列化。

一、做好交割服务的意义

期货公司作为金融服务类企业，一切工作都应以客户需求为导向。而对于现货企业来说，其参与期货市场首先关注能否顺利交割。期货公司做好交割环节服务，提高产业客户交割效率，降低交割成本，不仅能减少现货企业参与期货交易的风险，还能增强他们利用期货市场的信心。

做好交割服务，努力为产业客户提供一站式的交割服务，进而为客户提供风险管控体系设计、期货交易部门设置及培训等高附加值的衍生服务，不但可以有效提高期货公司经纪业务的议价能力，更能在在这个过程中借助对产业客户服务的精耕细作，提升期货公司的资讯获取和研发能力，从而有利于打造一支专业化的研发和服务团队，打造期货公司的核心竞争力。

此外，期货公司对于部分产业客户服务成功也更容易产生品牌效应，助推经纪业务的发展，为迎接投资咨询、CTA等新业务的开展做好知识和经验储备。

以交割服务为出发点，通过采取多项措施深化服务功能，强化公司的实务运作能力，摆脱目前的纸上谈兵，能够避免因业务同质化导致的手续费恶性竞争，使期货公司成为真正的风险管理和投资顾问。

二、交割服务的发展方向

目前，各家期货公司都提供各种不同程度的交割服

务。它们分散于各个环节，如为客户提供零散的交割预报、仓单注册、现货检验等。在这些单项的操作过程中，常会有客户希望得到更多的附加服务。

由于期货交割环节涉及面广，工作内容繁琐，有时会出现客户自己做了一部分工作，又委托期货公司完成另一部分工作的情况，容易出现因相互之间信息沟通不及时或工作节奏不一致，致使各环节之间衔接不上。

目前，行业内发展的比较成熟的是一站式交割服务。这种服务模式本质上是期货交割服务流程进行重新梳理和优化，将原来分散的各个环节进行最大的集合化和系统化处理，明晰各个环节的职责分工和定位，做好制度和架构规划，以便为现货企业提供细致入微的交割服务。

简单来说，一站式交割服务，即受客户委托后，为其提供套保方案、交割方案，代客户联系交割仓库、发货接货、交割预报，代客户办理现货检验、仓单注册、质押、注销，协助客户办理现货发运及提供交割税票处理等一条龙服务，并充分利用这个链条和运作过程中所积累的资源，为客户提供诸如期转现等附加服务。

首先，期货公司交割服务能力的高低很大程度上是由其掌控的相

关资源情况决定的。交割环节除涉及合约买卖双方外，还与交易所、交割库、商检、交通运输等多个机构密切相关。期货公司在为客户提供交割服务时，需要保持与上述各个机构的良好沟通协作，以实现资源共享和信息沟通的最优化，为打造一站式交割的服务模式提供有效的资源保障和支撑。

其次，对于任何期货公司而言，尤其是不具备现货背景的期货公司，要建立自己的一站式交割服务，需要一个逐渐积累的过程。只有积累了一定的客户群体和关系资源，这一平台才具有一定的深度，才可以有效地运作起来。

具体来说，公司需要在参与交割业务的过程中，建立广泛的交割库群和物流网络，这样才可以为客户提供多种选择，并逐步积累一批稳定的套保交割客户，在此基础上可以最大程度上保证仓单交换平台及期转现平台的功能实现。所以，期货公司需要建立专门的机构、配备专业的人员来负责客户的交割服务。

三、交割服务的组织架构

从行业现况的对比来看，要做好一站式交割服务，比较合适的是建立跨部门的交易工作小组，具体组织框架如图1所示。

交割服务工作小组应该由运营管理部门、结算部门、研究部门、财务部门及交易风控部门的相关人员组成。该小组负责研究交割业务相关的服务产品、制定服务标准、跟踪和更新交易所、交割仓库、银行等交割相关的信息数据库、交割服务产品推广、协调公司资源为客户提供服务，以及跟踪客户的需求等。

图1：交割服务组织架构



交割服务是一项涉及到多个部门的综合性业务，要求工作小组内的各部门建立良好的协作关系。

例如，对于有参与期货交易意向的潜在企业，可以先委派研发部门为该企业高层做一次全面的期货知识报告，对企业的生产、加工、销售流程和模式进行充分调研和分析，了解企业资金运作的特点，并根据其业务特点，帮助企业设计相匹配的期货投资方案及组织架构。

研究部门需要对企业的相关人员进行从交易、交割、信息研发到套期保值的强化培训，根据企业内部运营架构梳理风控流程、绩效管理制度和流程、KPI考核等。

在企业进行交割业务时，则由交割结算部门负责具体的交割仓库和交易所运作：在客户交易过程中及时跟踪客户交易和持仓情况，并反馈相关信息给财务和研究部门，发现客户的风险偏离，共同改进前期服务中的不足之处等。总之，对于机构客户的交割服务，主动型的服务是取得客户依赖的唯一途径。

四、构建专业化服务团队

人才团队是实现“一站式交割服务”良好运行的重要支撑。为了培养专业化的服务团队，可以考虑把相关人员派驻到现货企业、仓库、码头等进行多方位的学习和实习。

组建人才梯队以老带新，并定期进行交易、交割和法规知识的培训，强化人员对现货知识、交易经验、交割各个环节的了解，以及对法规的精通和掌握，打造一支具有丰富实践经验的专业化服务队伍。在这个过程中，也可以积累丰富的交割资源。

五、为产业客户提供“专业化服务”

当所有的服务流程都可以标准化以后，归根结底还是需要期货公司具备较高的信息研发、交易指导和风险管控能力。具体操作中，可尝试在交割或研发部门引进

有经验的现货从业人员，逐步组建专业化的品种服务小组，分别由各品种资深研发人员、交易员及风控专员组成，使这些业务精英能够在专业领域保持横向的相互沟通，并共同提高。

在此基础上，期货公司应与交割业务相关的服务梳理形成产品系列。市场营销人员在开发产业客户时，可以根据初步获取的客户需求信息，结合公司的服务产品，向客户提供建议方案。

在进一步沟通、深入了解客户实际情况和需求后，向相应品种服务小组发出方案需求。各品种小组在标准化模板的基础上，与营销人员一起进行个性化方案设计，并跟踪服务，从根本上提高期货公司服务产业客户的能力和水平。

六、立足交割服务而高于交割服务

交割服务原本应该是期货公司可以提供的基础服务，然而由于行业的发展和认识的偏离，这一服务却在很大程度上被忽略了，也使得期货公司的主要业务与服务产业的道路出现脱节。然而，随着期货公司力图摆脱同质化竞争，逐渐形成独特的竞争力，交割服务理念应成为一项基础服务被重视起来。

在这个重塑交割服务的过程中，可以发现很多衍生的服务机会，甚至可以以此为契机，推动期货公司投资咨询业务的有效开展，提高公司的研究服务以及团队协作能力，增强公司内部凝聚力。

随着我国期货市场的快速发展，期货公司应该定位为产业客户的“期货理财和风险管控专家”，顺应市场形势，通过专业化服务，培育核心竞争力，形成品牌优势。随着创新业务的放开，资产管理和投资咨询业务也将成为可供期货公司选择的产业价值链环节，而做好一站式交割将是未来这些创新业务得以开展的一个基本出发点。■

（作者系海证期货总经理）



曼氏金融：前车之覆 后车之鉴

■ 文/特约通讯员 王胜先 罗三秀

知名期货经纪商曼氏金融倒在了欧债的祭台上，是其 CEO 科尔津“赌性”太强？还是欧债“毒性”太烈？这些问题现在已不再重要。综合来看，曼氏走的仍然是高杠杆的金融机构覆灭之路。

曼氏破产或许会令全球的金融机构加强对自营业务的监管，但对我国期货业来讲，再一次凸显了我国期货业监管体系的有效性。曼氏的破产不会减缓国内期货业的创新

进程，但对国内参与境外期货的路径选择或带来深刻影响。

押宝欧债 曼氏火速破产

正当欧元区各国为解决欧债危机寻找出路时，美国知名期货经纪商曼氏金融（MF Global Holdings Ltd，以下简称“曼氏”）却“Hold”不住了，10月31日在纽约南区破产法院申请破产保护。这不仅是因为受欧债危机影响而破产的首家美国金

融机构，且按资产规模计算，也是美国第五大金融机构破产案。

曼氏作为业界颇具影响力的衍生品及期货经纪商，宣布破产前在全球超过70家期货及商品交易所拥有会员资格，同时也是美国政府指定的22家美国国债“一级承销商”之一。

其申请破产保护后，全球各大交易所和监管机构迅速做出反应。芝加哥商业交易所集团（CME）、

洲际交易所（ICE）、伦敦金属交易所（LME）、港交所等多数大型交易所暂停其交易与结算资格，对其所有交易活动进行限制。纽约联储宣布停止和曼氏的一切业务合作，纽交所监管公司宣布，曼氏已不再适合上市交易，随即对其采取停牌处理。

美国商品期货交易委员会（CFTC）和联邦调查局均宣布将调查曼氏客户账户是否存在亏空情况，以确定客户资金是否去向不明，并表示接下来可能会有一场更大规模的全面刑事调查。

曼氏破产带来的后果虽然不如雷曼兄弟严重，但对市场的影响也不容小觑。

如曼氏最大的债权人摩根大通受其影响，股价当天大跌逾5%。曼氏金融控股公司曾是英仕曼集团的经纪商部门，这段过往的瓜葛也让英仕曼集团颇为紧张，当日发表声明称“曼氏是完全独立的公司，英仕曼集团及其属下任何全资资金管理公司都没有与其相关的交易对手风险敞口”。

曼氏何以“不务正业”走向不归路？

知名的期货经纪商为何倒在了欧债危机的祭台上？

中粮期货总经理黄辉认为有其必然性。首先是它持有的欧债在本

轮欧债危机中恶化并遭受损失；其次是曼氏CEO科尔津较激进，曼氏上市后业绩不好，科尔津上任后要提升业绩，它本身只有12亿美元净资产，所持资产却高达400多亿美元，杠杆率近40倍，同时，其所持欧债高达60多亿美元，是净资产的5倍；再次是风险管理没有做好，曼氏持有大量欧债，却没有充分对冲风险，这恐怕是它的失误。

国外的期货经纪商与国内不同，除经纪业务外，可以利用自有资金进行期货、债券、外汇等投资的自营业务。具有雄厚期货经纪业务基础的曼氏没有着力发展主营业务，却偏偏在欧债上“押宝”，大有“不务正业”之嫌。

据一位不愿透露姓名的境外交易所高管介绍，曼氏采用高杠杆经营欧债有更深次的背景，美国政府长期的低利率，使得经纪业务收入拮据，也是把曼氏逼向“不归路”的原因之一。

长期以来，曼氏的传统主营业务收入，除了经纪业务的手续费外，客户保证金的利息收入也是一项重要财源。次贷危机前，美国的短期利率通常在几个百分点，经纪商能拿到可观的利息收入。但近两年来，美联储一直把隔夜利率压在0~0.25%之间，曼氏少了一项重要财源，不得不另谋生路。

曼氏“脱贫致富”的需求与

科尔津打造“小高盛”的宏愿不谋而合，于是欧债成为投资目标，特别是意大利的短期国债。据《华尔街日报》报道，曼氏持有的63亿美元欧债中超过一半是意大利国债。

其实曼氏的投资模式与美国的投行经营模式如出一辙，都是借短债放长债。曼氏利用所持欧债参与到期回购合约（Term Repo）交易，净赚欧债和回购融资间的利差。其所存在的风险就是欧债是否会违约，但是科尔津显然对欧盟领导人相当有信心，其豪赌也是经过周密考虑的，虽然欧债危机闹得凶，但意大利两年内违约的可能性很小，而且EFSF（欧洲金融稳定基金）已经明确担保了2013年以前到期的问题国家国债，因此，曼氏金融的投资看起来十分安全。

正如银河期货总经理姚广猜测：“曼氏在过去从事这样的交易时，历史上可能都是挣钱的，可能每笔挣得颇不错。”事实上，曼氏的欧洲债券在今年上半年还赚了8000万美元。但是，随着欧洲形势的恶化，债券资产缩水。

“因为它是美联储的债券经销商，美联储要求它提高资本充足率。因为它是期货和证券经纪商，同时又是上市公司，美国的证券监管委员会（SEC）和期货监管委员会（CFTC）要求它公布资产负债表。”上述境外

交易所高管称，如此高的杠杆率，必然使得穆迪、惠誉等评级机构根据它的资产和债务情况给它降了级。

市场开始对曼氏做空，股票快速下跌，资产大幅缩水，Repo 是要用资产作抵押的，当债券市价下跌时，曼氏还必须向回购合约的对家增加保证金，于是它手头的现金很快紧张起来。特别是，欧盟峰会达成对希腊国债减记额度扩大至 50% 的协议，令曼氏所持希腊债券瞬间就缩水了一半，无疑给了曼氏致命一击。

SEC 和 CFTC 为了保护投资客户的利益，在曼氏摇摇欲坠之际，要求曼氏寻找买家。但在谈判的最后阶段，准备要买这家公司的 Interactive Broker 发现曼氏的客户保证金有 6 亿美元下落不明。于是，SEC 和 CFTC 命令曼氏宣布破产。

总体来看，曼氏上演的仍是高杠杆金融机构覆灭的老套路，如贝尔斯登、雷曼所经历的轨迹一致：财务状况恶化——信用评级下调——保证金追加——借贷渠道关闭——现金告罄——找不到买家——申请破产保护。

曼氏之死反衬我国期货业监管有效

实际上，如果曼氏只是自营欧债产生损失，也只是曼氏自家的事，不会让众多的曼氏客户惊魂不定。从目前公开的信息看，6 亿美元客户保证金下落不明，曼氏可能涉及挪用客户资金，或存在客户资金和自有资金混用的现象。

按照美国的法规，客户保证金与自营资金是应当分置的，曼氏“有规不守”打破行业底线，不仅暴露了自身内部风控体系的混乱，也凸显了美国金融监管的乏力。

特别是，截至目前，美国政府和交易所对数亿美元的资金到哪里去了，居然仍然是“丈二和尚摸不着头脑”。同时也不排除在其他期货经纪公司有同样的、甚至更严重的问题。CFTC 目前要普查期货经纪公司分置客户保证金的情况，但这只是临时措施，不能够说明原来的系统没有弊病。

同时，CFTC 至今对事情的性质没有一个明确的表态，对客户的利益没有一个明确交代。如果曼氏

的客户保证金不能 100% 归还给客户，不管监管部门出台什么新措施，都很难挽回投资者对美国期货市场的信心。

“曼氏的经营杠杆率放大到 40 倍，居然短期内没有人察觉。”南华期货总经理罗旭峰认为，曼氏一定是有违规操作的嫌疑，直到财报披露才暴露出问题，说明美国的监管有漏洞。

“这种事情在中国不可能发生！”受访的多位期货公司总经理均对记者表示，曼氏破产反衬出中国期货业监管的有效性，保证金以及注册资本金的监管有效性得到了业内人士的普遍认可。

据东证期货总经理党剑介绍，目前我国保证金监控中心的监管非常严格，哪怕你在客户交易后的下午挪用，第二天早上保证金监控中心就可以发现。对资本金的使用也有规定，动用资本金进行长期投资、交易类金融资产投资的话，要报所在地证监局，包括净资本变动 20% 也要上报当地证监局。

曼氏的病例在当前的中国不可

曼氏破产或许会令全球的金融机构加强对自营业务的监管，但对中国期货业来讲，再一次凸显了我国期货业监管体系的有效性。曼氏的破产不会减缓国内期货业的创新进程，但对国内参与境外期货的路径选择或带来深刻影响。

能发生，除了国内严格的监管外，还因为国内的期货公司尚未开展自营业务。

黄辉表示，当前在期货公司满足净资本条件的情况下，可以开展股票、债券、房地产等自营投资业务，但不能做期货自营业务。事实上，期货公司也很少动用资本金去开展相关投资业务。

《期货交易管理条例》明确规定，期货公司不得从事或者变相从事期货自营业务。中国国际期货副总裁王可表示，对中国期货业来说，曼氏自营业务的出事正是我国监管机构至今未敢放开期货自营业务的原因。期货自营业务的巨大风险和监管困难一直是监管机构所担心的问题，这次曼氏的破产，可能会更加坚定监管机构不开放期货自营业务的决心。

中国农业大学经济管理学院教授常清表示，假如是为安全起见，期货公司的资本金没必要自营，但现在的问题是，国内期货公司的资本金规模大，回报却很低，经纪业务基本不赚钱，因此期货公司有自营的需求。

“如果期货公司自身都没有做交易的历史和经验，怎么去提供投资咨询业务和CTA业务？”黄辉认为，期货公司自己都不会管理风险就为客户提供建议，这是难以想象的。



王可认为，国内期货公司开展自营业务，短时间内还不太可能。但是国内监管机构肯定也不会永远禁止期货自营业务，等到时机成熟，自营业务肯定会被松绑。“如果不久的将来，开放了自营业务，期货公司要做的就是完善内控体系，加强对自营业务的监控，一定要把风险控制在合理水平。”

但反对国内推出自营业务的也大有人在，姚广认为盲目开展自营会增加期货行业整体风险，反而不利于行业健康发展。期货公司作为金融中介服务，摆正自己的位置，不应通过任何形式增加公司风险敞口，置客户、股东以及公司未来于不顾。

显然，自营业务在国内尚有争议，但曼氏的教训足以让业界深刻认识到自营同经纪业务须有防火墙；同时，客户保证金应当受到类似银行存款那样的法律保护，不管由于什么样的原因在管理过程中出现保证金短缺，都应当保证客户的保证金能够完璧归赵，这样才不至于影响客户对市场的信心和保证期货市场的平稳持续运行。

曼氏破产不碍国内创新步伐

次债危机催生了《多德-弗兰克法案》，曼氏破产再次引起业界震动。姚广预计，海外对金融机构的监管会再次加强，尤其是自营业务。

但从国内来看，党剑认为，曼氏破产不会对国内市场的发展进程产生重大影响，因为国内金融市场无论创新和进步都有自己的步调和风格，如同不会因为次债危机，国内股指期货就推不出来一样，也不会因为曼氏的破产而阻碍国内期货领域金融创新的步伐。

“国内与国外，有借鉴，也有分割，国内业务创新和品种创新仍要按部就班，好的监管措施还是要坚持。”党剑说。

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越认为，曼氏破产，不应该成为进一步管制期货和金融衍生品行业的理由。欧美国家发生金融危机，是因为衍生品市场创新过度 and 监管不足，中国期货市场是创新不足，监管也不足。监管不足表现在监管滞后和监管过度并存。

“我们应该从全球曼氏事件中借鉴有益的监管经验，在放松管制加快发展的同时，着力提升监管效率，降低监管成本。”胡俞越特别强调，中国期货保证金监控中心作为中国期货市场“五位一体”监管体系的重要组成部分，是我国期货市场的一大制度创新。为了进一步提高监管效率，降低交易成本，控制市场风险，提升资金运行的安全性，现在完全有必要、有可能、有条件将保证金监控中心升级为中国期货保证金结算中心。以全球曼氏

破产为借鉴，从统一结算入手，切实加强期货市场的风险控制和监管，才能有效地守住不发生系统性风险的底线。

曼氏为我国期货业上了“风险教育课”

由于曼氏具有悠久的历史并具有庞大的网络，中国在境外投资期货的期货公司和企业或多或少都与它有些合作，不可避免地会产生一定损失，这对我国境内期货公司开展境外期货代理业务产生了一定的影响。

广发期货副总经理罗满生认为，曼氏破产让大家不再迷信公司的辉煌历史或者什么海外背景，打破了越大越好的“贪大求全”的误区，在选择海外代理时会更重视公司的实际性资质。

“现在选择‘上家’可能更谨慎了，我们尽量减少和欧盟地区的期货经纪商的合作，因为不知道它们有没有投资欧债。”金瑞期货香港有限公司运营总监王阳表示，要定期查看“上家”的财务报表，看它们是否有从事不良资产投资，看它们是否纯粹做经纪业务。

罗旭峰也表示，要随时关注“上家”的年报，雷曼和曼氏的倒下都是在年报发布后，年报是暗藏玄机的；如果“上家”是上市公司，要注意其股价变动；要有

专门的风险管理员管理与“上家”的合作。

同时，现在也是国内企业直接到海外交易所申请会员或购买席位的时候了。罗旭峰表示，以后我们要做境外业务，要自己去申请会员资格，严格执行客户资产和自有资产的分离。如果不去申请会员，以后金融危机发生时我们还会受到损失。这一步迟早要迈开，他透露，南华现在正在申请CME的清算会员。

“但我们不得不承认，从二级代理到一级代理，这是一个非常遥远的路途。有些会员资格如LME的圈内会员只有10余家，是一种稀缺资源，不是想买就可以买到的。退而求其次，采取多元化通道，分散单一通道可能产生的风险，也许也是个不错的选择。”实际上，在曼氏破产消息传出后不久，就传出中国银行旗下中银国际证券正在与已破产的曼氏金融洽谈资产收购事宜。虽然该消息并未获证实，业界却比较期待。

王可认为，如果中银国际能够成功收购曼氏在伦敦及香港的业务，对中国期货业来说，是一个不小的鼓励，也为中国期货走上国际舞台提供有力的帮助。对投资者来说，更是一个好消息，国内投资者可以直接投资境外期货业务，在沟通、交流等方面也会更加简便快捷。■

基金专户“牵手”商品期货

■ 文/段世华

2008年1月1日,《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(以下简称“《试点办法》”)及其配套文件正式施行。截至2011年9月底,已有37家基金公司取得特定资产管理业务资格,发行了361只一对多专户产品,管理专户总资产约1000亿元。

专户理财试点三年来,相关机构和部门按照试点要求,充分准备、积极探索,初步达到了吸引长期稳定资金、改善证券市场投资者结构、丰富理财市场产品种类的目的。但是,由于专户理财尚处于发展起步阶段,在资格准入、产品设计、投资者认识、投资交易、运营保

障等方面还面临一些问题和挑战,需要在实践中积极探索,并不断改进与完善。

为适应行业发展需要,证监会于2009年年底开始启动《试点办法》及其配套规则的修订工作,并形成修订稿。2010年11月,证监会就修订稿向社会公开征求意见,并于2011年8月25日正式颁布。

新《试点办法》降低了基金专户业务的准入门槛:一方面取消了要从事专户业务,必须有2年以上的基金管理经验,公司净资产不低于2亿元,管理资产规模不低于200亿元等条件;另一方面,把单个专户最低规模



从 5000 万元下降到 3000 万元。宽松的条款为专户发展提供了便利性和灵活性。

与此同时,为进一步增加基金专户产品的多样性,更好地满足特定投资者的个性化理财需求,新《试点办法》还扩大了投资范围,规定基金专户可以投资商品期货,从而为基金首次进入商品期货领域扫清了障碍。

需求强烈

基金参与商品交易的愿望比较强烈。

一方面来自商品类上市公司给投资者带来的良好财富效应。近些年来,每次行情的启动都是从商品类上市公司开始,且如申万矿业指数或中证农业指数的收益率都超过上证指数。

另一方面,基金公司向理财公司转型也需要更多的资产进行配置。在与券商集合理财、银行理财产品竞争过程中,基金公司需要向全资产管理模式转型。目前,基金的主要投资方向为股票、债券、货币,高收益产品单一,从而限制了基金理财能力的发挥。

专户理财是追求高收益的资产管理模式,高风险、高收益的商品期货市场具有良好的流动性,市场规模也较大,自然受到基金公司的重视。

此外,商品类基金也受到市场

的、欢迎。例如,在今年基金发行普遍低迷的情况下,诺安全球黄金基金顺利募集 32 亿元资金,今年以来其业绩列基金收益率第一位。

意义深远

商品期货被纳入专户理财产品的投资范围,是基金投资标的的重大突破。此前,除部分商业银行可以进入商品期货市场之外,其他金融机构特殊法人尚不可投资商品期货。

商品期货投资的开放,为有需求的基金专户客户提供了方便,有利于投资品种的多样化,同时,使专户在资产配置和策略实施方面更加灵活——商品期货和现有的证券、货币具有低相关性,通过组合策略可以减少投资风险。

此外,基金专户投资商品期货的开放还将会在人才培养、组织框架建立、交易决策流程等方面为公募基金参与商品期货提供宝贵经验。

前景广阔

目前,中国公募基金的资产管理规模约为 2.1 万亿元,其中包括 1000 亿元专户理财产品。

基金专户理财在境外市场非常普遍,一般占理财市场一半以上的份额,可见中国专户理财市场未来发展空间很大。按照截至 2011 年 10 月份全球股票型基金约 720475

亿美元及全球商品类基金 31350 亿美元的规模进行类比,中国商品基金规模应该在 913.7 亿元,商品期货专户理财规模应该在 457 亿元,这样才能达到世界平均水平。

面对如此潜在规模巨大的市场,基金公司需要积极开发适销对路的产品,以推进此项业务的开展。

综合国际产品类型以及国内最新实践,商品期货基金专户理财产品主要分为 8 类(见表 1)。

期货公司:机遇与挑战共存

对于期货行业而言,基金公司参与商品期货拓展了期货公司服务对象范围,上千亿元的潜在资金量既提升了期货公司的业务空间,也提高了他们的服务难度和风险管理级别。根据基金公司在证券公司分仓以及国际期货公司发展经验,我国期货公司须在以下几个方面积极努力。

第一,提升产品设计等专业服务能力。良好的收益和风险预期是基金公司参与期货市场的前提。基金公司不仅需要建立自己的产品开发团队,在初期业务不大以及没有深度介入的情况下,还需要期货公司配合提供策略设计、风险管理乃至打包式的产品方案。因此,期货公司需要网罗大批分析师等服务人员,和基金公司共同推进产品开发、销售、交易服务、咨询、风险管理等业务的开展,从而满足基金的需求。

表1 商品期货基金专户理财产品分类

产品类型	特点
宏观配置专户	各投资品种在不同经济周期的收益和风险表现有很大差异，专户经理基于对宏观经济的良好把握，根据经济周期的不同时期对商品、股票、债券等进行不同比例的资产配置，达到资产风险和收益与经济状况的最优化配置
指数专户	因为一般投资者很难跑赢市场平均水平，所以近些年来代表市场平均基准的指数投资受到全球投资者的追捧，特别是ETF发展快速。商品指数基金发展更加迅猛，如全球最大的指数基金并非证券指数ETF，而是在纽约证券交易所上市的SPDR的黄金ETF，2011年10月28日规模已经达到698亿美元。这将会是规模巨大的市场
套利等绝对收益类专户	期货市场波动剧烈、流动性好、合约份数较多，并且具有较多品种，跨品种、跨期等套利机会较多，甚至可以和基金公司的QDII结合起来开发跨市场套利
保本专户	利用一些低风险策略进行保本产品的设计，如通过购买债券或者货币产品获取无风险收益，获取的无风险收益放大杠杆进入期货市场进行投资获取超额收益。这样既能保证本金安全又具有潜在超额收益
量化交易策略专户	由于量化策略具有易于检验和方便计算机编程实现的特点，在专户参与商品投资方面容易向投资者解释，而且实现起来也比较方便。同时，这是全球主要交易技术手段，基金公司有很好的知识和人才储备
灵活资产配置账户	根据市场机会灵活配置商品、证券、债券、货币等资产，提升专户的收益和风险规避能力
结构化理财产品	基金公司集合风险厌恶和风险偏好的投资者，为他们设计具有优先列后的结构化产品，优先投资者优先获取固定收益，列后投资者承担可能的亏损但也获取潜在的超额收益。当然，基金公司还可以利用期货的便利性，通过金融工程设计出更多的结构化产品
其他另类策略产品	按客户特殊需求设计，如规避通胀、事件驱动等概念型专户产品，也包括高频交易和闪电交易等利用技术优势获取收益的产品，以及为上下游企业提供风险管理的对冲产品和市值管理产品等

资料来源：海通期货

第二，提供快捷稳定的IT系统和结算服务。计算机和通信技术的发展丰富了交易策略、增加了交易量，为吸引专业金融机构参与期货市场打下了良好基础。期货公司和交易所应该积极和各类优秀IT公司合作，从效率、安全、创新上推进服务。基金公司的商品期货核算和估值需要融入现有的资产管理体系，并与其运作模式相匹配，因而需要期货公司等相关单位能提供更加高效准确甚至个性化的结算服务。

第三，更强的风险管理能力。基金参与商品期货的交易规模大，并且策略多样，对风险管理提出很高要求。在这种情况下，期货公司既要管理好自身的风险，如建立严格的风险管理制度、设置风险管理委员会、提高资本充足率、提高审计频率等，也需要为基金提供市场风险分析、运营风险管理体系搭建、合规风险咨询等服务。

股指期货上市后，期货公司出现了明显分化，券商系期货公司实力迅速上升。但是，不可否认事实是商品期货依然占据60%以上的市场交易份额。如何提升商品期货的服务能力是期货公司面临的新挑战。

（作者系海通期货营销管理部副总经理）



王化栋： 将市场化、专业化进行到底

■ 文/特约通讯员 尚志科 邓妍

从传统的期货公司负责人，到券商旗下做期货公司老总，说不上华丽的转身，但是，用智慧和魄力消弭期货、证券行业间理念和文化的差异，吸收证券行业的优秀文化，使二者交融升华，借助股东优势寻求快速发展，他，做到了。

“因为这行业给了我尊重”

人的一生中，常会遇到一些转折点，决定着未来的命运。对于 1992 年就开始参与天津金属交易所筹建和管理的王化栋来说，那个阶段，正是他一生中重要的转折点。

当时的王化栋，尚在南开大学经济系读研究生，并跟随导师做期货方向课题。适逢天津市政府成立交易所，由于导师是天津市政府顾问，王化栋在研究生期间就开始参加交易所组建，参与规则制定、人员培训和交易系统搭建。

彼时，中国期货市场初起步，市场对期货人才需求旺盛。王化栋二十几岁即担任

天津联合期货交易所交易部、稽查部主任。

回忆起这段经历，王化栋感悟颇深。“实实在在地讲，再也遇不到这样好的机遇了。”也正是有了这段经历，他从此与期货有了不解之缘。

但这一人生轨迹与他初始的理想却有些“南辕北辙”。“我一开始的志向并非经商，而是想在大学当老师，做学问。”

“学者”的烙印至今深刻。王化栋笑着透露，至今，他的办公桌、床头都堆放着让一般人望而却步的、大部头的学术期刊和理论著作，自己闲暇的一大喜好，是一边开着电视，一边读书。

谈及为何会在研究生毕业后留在期货圈，王化栋坦陈，因为进入时间较早，那时为了尽快研究和建立这个行业的规则，他们常常不分昼夜地加班加点，把最美好的青春、最旺盛的精力都投入到了这个行业中，而这个行业也毫不吝啬地给了这个毛头小伙以最大的认可。这个行业磨炼了他的意志，也以其独特的魅力深深吸引着他。因为这份不舍，这份执著，使他进入就再没离开过。

1998年，期货交易所撤并后，王化栋受集团委托，主持收购期货公司并担任一德期货总经理。

一切，几乎都从空白做起。

当时，期货市场处于清理整顿后最低迷的时期，期货品种少，客户开发非常困难。他仍然清晰地记得，公司上海营业部开张当天，全公司只有6个人，来了100多位客户，王化栋给每位客户都敬了一杯酒。结束后，待把客户送走，回到酒店，他已人事不省。

或许是这种真诚感动了客户。第二天，他发现营业部的办公抽屉的钥匙已被领完。“我知道，客户已经选择了我们。客户说，看这个老总的样子，跟这家公司一定能挣钱。有时候我想，为什么自己能坚持下来？是因为这个行业给了我尊重。”

胸怀和视野决定公司的发展

2007年9月，王化栋转至宏源证券新收购成立的期货公司——宏源期货，成为一名职业经理人。

对于每位变换职业角色的人而言，与新公司的文化融合，无疑是最大的挑战。在与宏源期货的文化融合中，王化栋同样也经历着一个调整的过程。

“面临着两种文化的融合，就要求你必须要有胸怀、有包容心，要能看到别人公司文化的先进性，这很重要。好在我过去在交易所就倾向于管理，对我来说，能很快地融合也是顺理成章。”

一位熟悉王化栋的行业人士评

价他是个特别谦逊的人。王化栋谈起自己的处事风格也说，“你对别人有敬畏之心，人家同样对你会有敬畏之心。要靠你的实力逐步形成你的影响力。”

2010年春节前，宏源期货的一位老员工发短信给王化栋，对他说：“谢谢王总给我们发了那么多奖金。”王化栋则回答：“不要感谢我，先要感谢你自己。这可不是一年的奖金，这是对你们在宏源期货，在这个行业坚持这么多年的一种补偿。”

身为一名总经理，王化栋希望他的员工们能在这个“金领”行业中过上富足的生活。他坦言，过去每年最难过的时间是春节员工聚餐那天，“这天对我来讲特别难受，想到大家付出了那么多的努力，公司也一直都是盈利的，但报酬相比其他行业确实不是很多”。

在王化栋看来，这个行业对人的要求其实很高，所以他对每一个能在这个行业坚持下来的人都怀有一份敬重，要求自己和他的领导团队在员工关怀上下工夫，只要员工有了困难，公司和团队人员都会热情帮助。“我们公司的员工80%是外地的，如果哪个员工家里有困难，我们会第一时间给予帮助。即使是一些公司无法解决的社会问题，甚至很私人的家庭纠纷、婚姻情感，也要想办法

帮他们排解。”他把这些看得很重。

对宏源期货的员工而言，他们对公司最突出的感受，是和谐融洽的同事关系和简单互信的工作氛围。公司尊重每一个员工，无论他从事什么岗位。期货圈子不大，时间长了，总有人会为了这份尊重和理解，奔他而来，这就是魅力。

将市场化机制契约化

在外界看来，难以想象的是，在宏源期货，连王化栋这个总经理也决定不了优秀员工的名单。

为何会出现这种现象？

“我们年底奖励优秀员工的标准其实特别简单，都是用数据客观统计得出。比如考核你的业绩贡献，用客户保证金等指标加权综合测评，最终按你给公司的贡献度进行高低排名，根据得分遴选出优秀员工。”

如果某个营业部老总要否定或更换一名优秀员工，必须先拿出充足的理由。任何主观的倾向在客观数据面前都是软弱无力的。

这仅是宏源期货量化管理的一个小例子。明确规则，将公平公正贯穿于企业运营的各个环节。“当领导的，首先要坚持的就是公正和公平，这样你才有公信力，才能调动团队贯彻自己的思想，否则谁还会信任你？如果手下都不信你，还怎么领导你的团队？”

王化栋在概括宏源期货的内部

管理制度时用语简洁——“把市场化的机制契约化”。他说，公司的机制是完全按照市场化原则来运作，用市场化的选人用人机制来建设专业化的团队，用市场化的竞争策略参与市场竞争，市场化给宏源期货带来了朝气，激发了活力。

“所有政策和机制都通过白纸黑字、签字盖章的契约固定下来，强调责、权、利统一，通过过程跟踪和绩效考核，最终会严格兑现，确保每一位员工的利益。加上我们有公平的竞争机制，相对来讲，也能激励大家去落实，让管理在更规范的同时不至于太死板。”

比如，宏源期货分处各地的营业部，可以根据当地市场情况制定有竞争力的市场政策。“我尊重每一个营业部的市场策略，不强调一定按照总部的政策去做。营业部所处的市场环境各异，营业部经理处于市场一线，对当地情况更为了解，只要符合合规要求，符合公司整体利益，有助于营业部做大做强，公司会全力支持他们。”

“只有尊重每一位员工的利益，按商业原则确保利益兑现，才能稳定员工队伍，才能激发团队创造力，才能让公司整体利益持续。”

“我们的所有岗位，甚至包括高管，都是通过市场化手段选聘的。”今年上半年，宏源期货通过公开招聘完成了公司经理层换届，

在市场化道路上迈出了坚实的一步。在此之前，公司业务部门负责人均是通过面向内部和外部公开招聘上岗的。

竞争充分，必然会有落后的群体，如何兼顾他们的利益，王化栋也有自己的一套。“作为总经理，我的一个方式是平衡奖励，即使营业部亏损了，对员工也有一定奖励。营业部亏损可能有多方面的原因，毕竟大家辛苦一年，这一点公司必须要考虑。”

这种奖励，反映了王化栋本人管理风格中的两大重要特点：一方面要有市场化的东西，另一方面也要有人性化、人情味。

这也带来了宏源期货人才队伍的稳定。在宏源期货，员工离职率很低。即使对于离职的员工，王化栋多数时候也是持支持和鼓励态度。

“因为他们多数都有了更好的选择，比如证券、基金、银行等金融企业，或者其他期货公司担任更高的职务，这对他们的职业生涯来讲是好事。我希望员工走，不是因为我们机制不好，而是因为员工的职业生涯有了更好的发展。”

要想带领公司做到优秀，还要有高要求，其中，尤其要注重的是细节。

“期货行业出的很多风险，都是在细节上出了问题。”王化栋也

曾有过细节差点酿成大问题的经历。当时他还在交易所稽查部，因为财务人员给会员开保证金收据时，收据上差了“保证金”几个字，因此引来一场纠纷。

这件事一直鞭策着王化栋时刻留意细节的管理。“之所以很多细节问题重要，是因为细节常常被忽略。有句话说，细节决定成败，风险止于流程。我对下属的严格要求是由这个行业的特性所决定的。坦白讲，这也是出于一种爱护，一种期许。”

将专业化、职业化进行到底

经过四年多的发展，宏源期货积累了自身的独特优势。

王化栋总结说，一是搭建了比较好的团队，有很好的团队氛围。

公司员工来自五湖四海、各行各业，带着“空杯”的心态，统一培养，吸收很快；高管是市场化原则招聘来的，文化认同度高；管理团队和业务团队有着丰富的实践经验，熟谙期货行业运行规律，诚信敬业，敢打能拼；而中后台和服务团队则树立了“帮助每一个业务团队和投资顾问做好生意”的理念，有快速响应的能力，业务熟练、热情周到。一支由专家型管理人才、专业化研究咨询人才、职业化客户服务人才组成的团队在公司已经初具规模。这支团队是公司的财富，也是进一步发展的基础。

二是形成了市场化、专业化的机制和文化。

期货市场是高度市场化的市场，竞争激烈，因此，公司坚持按照市场化的原则，制定市场化的策略，形成市场化的机制，采取市场化的手段，紧紧把握市场变化和机遇，跟上了市场的发展。期货市场也是一个高度专业化的市场，公司一直强调员工的专业化、服务的专业化、管理的专业化，以专业赢得市场的认同和客户的信赖，以服务促开发，以专业求发展。

内部管理实行市场化契约，让公司的发展形成了利益一致性，避免了公司发展中人浮于事、人事内耗的矛盾。

而专业化水平的提升，是应对行业激烈竞争的不二法宝，“归结底，期货不是人人能做的，这个行业是一个小众的行业，只有专业才能创造价值。我对新员工培训时会强调做什么就要有像什么的样子，要有职业化素养，要有专业化水平。我们有一句口号，就是要做‘专业的期货服务商’，这在我们日常的营销宣传里也是可以看到的，我们会把专业化、职业化坚持到底”。

三是从资本的角度看，股东方宏源证券全力支持宏源期货发展，包括已经提上议事日程的注资，包括宏源证券各业务板块与期货公司的协同。

几年来，宏源期货业务规模迅速扩大，由四年前行业百名开外的弱小公司，发展到目前综合排名40名左右，已位居行业前25%。不过，虽然经历了跨越式的提升，但相比目前行业前10名，宏源期货的市场占有率还偏低。“所以，宏源期货目前面临的任务是既要进一步扩大规模，又要积极寻求差异化。”

在为宏源期货的未来制定转型策略时，王化栋认为，第一种是借助自身的资本优势进行扩张，如通过并购实现规模的快速提升。“宏源期货已经形成了包容的文化，能并购一个跟我们规模差不多的公司，规模就会上升到前20名左右，在这个基础上再融合发展。”

另一种发展方式是公司本身的差异化。现在他们在对产品、营销和客服等领域做差异化调整。“业务创新这块必须得跟上，通过业务创新实现公司经营的差异化，提高自身经营的效益和质量。”

王化栋也清楚地认识到，目前公司IB业务发展水平与宏源证券的行业地位不匹配，IB业务尚未形成规模。同时，期货公司与股东其他板块，如研究、资产管理、投行等的协同不够。

“在大的战略方向上，我们要与股东保持一致。我们的目标是，五年内达到与股东宏源证券相匹配的市场地位”。



创新是公司持续发展的源动力，实践中通过制度创新、技术创新、服务创新，使我们拥有适合行业特点的机制和平台，跟上了行业发展的步伐。

期货行业未来一片光明

王化栋认为，期货行业正面临商业模式的变革。随着量的不断扩张，当手续费已降无可降，而期货公司运营成本不断提高，单纯依靠手续费收入已不能维持原有利润。

王化栋说：“在这样的背景下，所有公司都必须思考商业模式转型，你的利润来源在哪里？原来靠提供交易通道赚取手续费的单一发展模式必须改变。”

宏源期货的策略为：一是进一步加强团队的专业性，探索和强化客户盈利的模式和方法；二是靠资本经营，用资本帮助客户承担风险，获得风险收入，把资本和经营链条结合起来；三是实现真正的差异化，即知识或智力的经营。

“技术进步会使通道利润下降为零，期货公司的定位是以期货及金融衍生工具为载体，提供风险管理和投资的综合金融服务。”

创新是公司持续发展的源动力，实践中通过制度创新、技术创新、服务创新，使我们拥有适合行业特点的机制和平台，跟上了行业发展的步伐。

对于刚推行不久的期货投资咨询业务，从首批首家取得业务资格，到迅速推出宏源期指量化对冲一号产品，率先签署服务合同，宏源期货的反应速度走在行业前列。谈及

该项业务对期货行业和期货公司的影响，他表示，短期内投资咨询业务对期货公司的收入贡献不会太显著，但期货公司要以投资咨询业务为契机，提升研究水平，加快技术创新，升级服务体系，塑造专业品牌，以客户需求为导向，体现期货公司智库和顾问价值。

如今，宏源期货的综合实力在行业内处于中上水平。“其实这是最难的一个阶段。这个位置，你向上冲很难，但向下滑特别容易。所以关键是怎么去突破。”这也反映了整个期货行业的发展规律，在企业初始阶段和行业快速发展时期，最有效的战略是进行“量”的扩张。但当企业发展到一定阶段，“量”的提升的效果就不那么明显，企业要发展，必须有“质”的提高。

在期货市场进入阶段性低谷、多数公司面临经营困难的时刻，王化栋相信期货行业的未来一片光明。但未来的挑战也会更大，核心是期货公司的经营模式如何转型。“可以预期，期货市场品种体系将日益完善，创新业务将陆续推出，投资者结构将不断丰富，市场主体将日益多元化。新品种、新业务、新客户、新竞争对手，这些都逼着期货公司去转型。”有着学者气质的他，也有着一个期货老兵对这个行业裂变更新的期待。■



对话王化栋： 要照顾好每个下属

■ 文/特约通讯员 邓妍 尚志科

在国内目前一百多家期货公司中，有不少 1966 年出生、属马的总经理，其中包括浙江永安期货总经理施建军、中粮期货总经理黄辉和宏源期货总经理王化栋等人。

对于这个“巧合”，王化栋说，他们这些同龄人有着相似的经历：都是在 20 世纪 90 年代初研究生毕业，机缘巧合地把最美好的青春年华投入到正在起步的中国期货行业；又都是一腔热血、执著不移地跟随着这个行业，共同沉浮、成长，坚守至今，于是有了这个行业“群马奔腾”的现象。

王化栋的母亲曾经告诉他，属马的人都是“劳作命”，“马连睡觉都是站着的，好比你永远在工作状态中，如果哪天一匹马卧着睡，就证明它不行了”。

这也恰好是这位期货公司老总近 20 年的从业感悟之一，“期货工作是很累的，而且常常没有周末，我就像一匹马，经常处于兴奋、紧绷、战斗的状态”，正因如此，他平时更会体谅员工，要求自己尽力去照顾好每个下属的工作甚至生活。

《中国期货》：您做期货公司老总已有 12 年，是什么使您坚持了这么久？

王化栋：我们每年都会有一次对股东宏源证券的述职，每次我都会提到自己感觉特别幸运。很多人不知道，我在宏源期货当老总之初是有这样的心理准备的，就是可能我做不了 3 年就会被赶下来。大家可能会觉得不可思议，说你自从 1999 年就开始做期货公司总经理，怎么会想到下岗呢？

其实这也是我个人的习惯，经常反省自己是否称职。当你得到这个职位时，你就要承担起这个职位赋予你的责任和使命，“一将无能累死三军”。如果连 3 年都干不好，就必须选择离开。因为这个岗位太重要了，换一个人可能会带来更好的发展和效益。

我也是恰好赶上了这 3 年的好运气，市场遇到新的发展机会。我总觉得做总经理是没有退路的，坚持到现在也是因为这么多年对期货有一份情结。



王化栋的母亲曾经告诉他，属马的人都是“劳作命”，“马连睡觉都是站着的，好比你永远在工作状态中，如果哪天一匹马卧着睡，就证明它不行了”。

《中国期货》：这届总经理任上，您给自己什么新的定位？

王化栋：我给自己的定位，是要从具体的事中跳出来，思考一个总经理应该思考的问题，跳出这个行业来看这个行业，通过跟其他行业交流，找到对行业更清晰的看法。

现在期货市场的变化太大、太快，一些公司都在做5年甚至10年战略，其实这太远了。我反而觉得要去抓住每年、每季，甚至每月的变化。就是一定要在没有问题的时候看出问题，如果对现状很麻木，那这个企业就危险了。

我在公司强调简单文化，人际关系简单、互信。毕竟，大家是来一起做事的，员工的利益来自于企业的发展。每年新员工的培训也都是我亲自来，我会告诉他们这个企业倡导什么、反对什么，我比较反感的是刻意迎合领导。在我这儿，其实最重要的是把事做对、做好，对事不对人。

《中国期货》：在对待下属和团队上有什么心得？

王化栋：期货行业的特点，要求我们必须责任明晰、执行力很强，否则风险来了怎么在第一时间处理？我觉得作为企业的领导者要起到两个作用：一是要最早发现机会并定位方向，二是要引领和带动这

个方向。这需要激励和必要的考核、批评机制，来保证向前走的力量。

过去我持有一个朴素的观点，做老总，你得帮助下面的人去做业务，给他们资源、渠道、思想的支持。最近我去加拿大走访了一些同行，他们有一句话是“你作为上级，要照顾好每一个下属的生意”。同理，做老总要帮营业部老总做好业务，营业部老总也要帮下面的团队做好业务。

《中国期货》：还有什么问题会让您困扰？

王化栋：人有时候否定自我是很难的，尤其像我这个年龄。我有个观点，不懂业务的领导不一定不是好领导。

作为总经理，决策时说肯定容易，但说否定很难。我当了这么多年期货公司总经理，对公司所有部门，对整个期货行业的业务都很清晰。所以在很多时候，下属跟我汇报问题，不用等他开口我就知道他要说什么。

你说这是好事还是坏事？员工讲的过程其实是释放、交流的过程，如果遇到我们这样的领导，部下就不好当。

到现在我担心的问题是，不能因为我犯了自信的错误而耽误公司的发展。特别希望在中层的干部当

中，有人能站出来说不，就是要有
人来挑毛病。

《中国期货》：用什么方法克服？

王化栋：现在需要自我学习，
不断检讨，避免故步自封。我养成
了一个习惯，定期（一个月或两个
月）离开办公室，换一个新的自我。
每年都会借各种机会去走访同行业
公司。我也特别爱跟别人交流，在
公司我也希望听到他们的批评建
议，不要让经验成为累赘。

客观讲，我还很喜欢出差。在
出差的路上，既可以看看书，也可
以静静思考、想想问题。其实，换
个角度、换个场合去思考你在办公
室思考的问题，效果会不太一样。

我最近也选择了去复旦大学读
MBA。面试的时候老师问我：“你
已经是两个大学的兼职教授了，为
什么还来学 MBA？”

我的回答是：“为了去开拓自
己的思维视野，增加与更多期货之

外的人交流的机会，跟比我们更年
轻的人去做一些交流。”我相信再
过 5 年，这个公司的总经理应该由
更年轻的人去承担，因为做总经理
必须保持激情和充沛的体力。

《中国期货》：繁忙工作之外有 哪些兴趣爱好？

王化栋：原来我星期六、星期
天会去打打球。现在每到星期六，
我都会拿半天睡觉，算是补补觉。
平时晚上没应酬 8 点多到家。我有
个不太好的习惯，就是床旁边摆的
都是书，晚上我会坐在床上看书。

这么多年，我还是很喜欢大学
的氛围，有点校园情结，所以没事
喜欢到校园里走走，青春的日子总
能赋予人一种激情。而且大学毕业
到现在这么多年，我几易工作和住
处，但一直都住在大学里面或大学
周围。我也常常去想怎么继续学习，
有时也偶尔到清华、北大，坐到教
室后面偷偷听课。

《中国期货》：什么人对今天的 您影响特别大？

王化栋：有两个人对我影响较
深，一个是周恩来。我在南开大学
读书时，校园里随处可见他的立像，
对他鞠躬尽瘁、高风亮节的一生，
我从骨子里特别敬佩。而且他个人
的可贵之处是，对自己要求严格，
但对对手却很包容，对手也因此对
他非常敬畏。他处处为别人着想的
作风，也让我学会在工作生活中更
多地去关照别人。

另一个影响我较大的人是我的
导师杨玉川。他工作特别严谨，也
非常勤奋。最重要的是，他在自己
50 多岁的时候还敢于突破自我，把
曾经钻研多年、熟悉擅长的领域放
弃了，去研究、开拓全新的领域。
勇于舍弃和放下。如果不是选择这
条路，他早成博士生导师了。他的
这种创新精神，影响和改变了我的
人生轨迹，让我认识到人必须不断
更新，不断超越自己。■



人物档案

王化栋，南开大学经济学硕士，资深期货专家。曾任大学讲师、期货交易所部门经理、期货公司总经理。现任宏源期货有限公司总经理，北京期货商会执行会长，中国期货业协会理事、申诉委员会主任委员，郑州商品交易所监察委员会主任委员，中国农业大学金融与期货衍生品研究中心研究员、MBA 导师。

曾参与国内早期期货交易所的筹建、规则设计和行业法规的研讨制定，承担《机构投资者与期货市场
发展关系研究》等多项期货行业研究课题，著有《现代期货市场学》、《现代期货期权创新与风险管理》
等多部著作和学术论文。

曾获“期货行业杰出贡献”、“十大期货杰出掌门人”、“领航中国期货卓越人物”等荣誉。热心行业公
益事业，积极为期货行业纵深发展、培养积蓄人才献力献策。

加强适当性管理 保护投资者合法权益

——中德投资者适当性管理研讨会专题



编者按

2011年10月12日，中国证券业协会、中国期货业协会以及德国国际合作机构在北京共同举办“中德投资者适当性管理研讨会”。中国证监会相关部门及各地证监局、沪深证券交易所、国内4家期货交易所、86家证券公司和33家期货公司，以及德国联邦金融监管局的专家和代表参加了会议。

研讨会上，中方及德方专家针对投资者适当性管理进行了深入交流，为国内证券、期货市场借鉴成熟市场具有普遍性的实践经验，促进证券、期货市场探索并逐步形成适合自身特点的投资者适当性管理制度做出了积极贡献。

本期的专题报道在会议实录和演讲材料的基础上，对主要嘉宾的演讲内容进行了整理，希望能为读者提供一些借鉴和参考。

德国投资者适当性管理的组织架构概述

■ 德国国际合作机构资本市场法顾问 Jürgen Brockhausen

适当性测试是欧洲行为规范的一部分，是在整个欧洲普遍展开、在欧盟市场中通行的，它的目的是平衡可能出现的利益冲突。

国家所肩负的最大责任是让市场平稳运行，同时还肩负着保护投资者的责任，因为只有当投资者信任市场时，市场才可能稳定，而市场的稳定对于现在的经济来说至关重要。这种平衡性使投资者的认知度能够和金融机构相匹配，金融机构推出的产品也需要和投资者的认知和经验相符合。

投资者适当性管理概述

推出的产品是不是适合个体投资者、是不是适合他的经济状况？需要看一下雷曼兄弟的案例。

在雷曼兄弟破产前，利益冲突主要是一个理论问题。金融机构无法从风险评估中获得好处，金融行业希望能够节省资金，为节省资金，他们就取消了风险评估。同样，为了节省开支，他们也不向客户充分介绍情况，很多投资者完全不了解风险的存在。

所以我们需要和投资者共同努力，比如说投资者可能完全不了解证券的具体情况，他对于哪些公司发行了这些股票、这些公司的状况怎么样都不清楚。但在雷曼事件后人们的观点发生了变化，金融机构必须要承担由于缺乏风险管理以及忽视客户的利益而导致的经济损失和名义的损失。



而且，金融机构通过雷曼事件也发现，有时候公司声誉的损害实际上远远超过经济损失。当然，投资者也损失了很多钱，他们要避免损失，必须去了解产品，学会只对自己熟悉的产品进行投资。

投资者适当性法律框架构建

要制定出良好的适当性法律框架，我们应该考虑下面这些内容：

第一个就是投资者保护，这意味着你必须要了解你的客户，对于客户和金融机构来说，对客户的金融知识和财务状况的了解都是非常重要的，这应该成为金融机构提供金融服务的标准，金融机构必须要了解客户的财务状况和金融知识。

第二，客户本身要知道自己有这样的责任和义务去了解自己的财务状况和金融知识，然后在此基础上寻求金融咨询服务。在德国，为了更好的保护投资者和客户的利益，我们也非常注重客户的分类，客户分类是要根据客户证券业务的经验来进行分类的，非专业客户相对于专业客户或是合格对手方来说，应该得到更多的保护。

在德国，很多地方有一些这样的城镇，政府买了很多证券，政府预算整个陷入了一团糟的境地。所以，他们并不是人们认为的合格对手方，他们的金融知识也很缺乏。做金融业务、金融交易的主要是银行。还有其他一些专业性的金融机构，但实际上也并不是这样，一些大客户同样并不专业，在私人零售业务方面更是这样，特别是在零售业务上，客户应该得到更多的信息和更多的保护。

投资者适当性管理的应用

从金融机构的角度来说，他们更加需要获得私人非专业客户的信息。有一点必须要澄清，客户自己应该买什么，不应该买什么，这个责任应该由他自己来承担。所以客户在做出自己的投资决策之前，应该了解相应的决策所带来的风险。

不管金融产品是期权、期货、股票或是其他金融产品，也不管金融交易受到德国证券法的归管，还是受德国银行法的归管，不管涉及到哪款金融产品，他们要用这些相关的规则。

在一家公司当中，在适当性管理的过程当中会涉

及很多部门。大型的公司相对于只有十个人的小公司来说，涉及部门会更多。在一些特殊情况下，可能会有内幕交易情况，为了应对这种问题的出现，我们需要有更多的部门参与到适当性计划当中。比如说，投资咨询部或是销售、法律、金融资产组合管理部门、控制部门等。

在德国，控制部门是在风险管理方面协调全公司各部门的。如果要有众多不同的部门参与进来，需要有很好的协作，而促成不同部门之间的协作是公司管理层的职责，他们有责任去促进不同部门之间的协作，否则的话，在产品的客户管理方面很容易出现错误和问题。适当性计划应该被理解是一个持续的过程，这一点非常重要，它不是一蹴而就的，也不是一次性做完就可以，它涉及很多不同的部门，且在整个公司运作的过程当中是个持续过程，且关键在于不同部门在责任和控制方面执行的优略。

适当性管理实施的具体分工

公司管理层制订的各种计划和规则是不是能够得到很好的实施，主要看第一级部门是否认真进行了实施，然后是适当性计划的一些内部控制，需涉及像风险管理部门等。风险管理非常重要，雷曼兄弟的问题，主要是缺少高效风险管理部门和合规部。合规部要保证公司的行为符合相关的政策和法律规定，而不会出现违规的情况。

另外是外部控制，包括外部的审计师必须要向德国联邦金融监管局报告，他们要做一般性审查和特别审查。一般性审查或是普通的审查适用于所有的证券业务部门，而特别审查是在出现特殊事件和问题时，专门针对某一个证券业务部门进行的监察和审查。

综上所述，投资者适当性制度是一个由内而外、由上而下的全方位组织架构，而且关系到法律、会计、金融等多方面内容。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

中国投资者适当性管理推进情况介绍

■ 中国证监会机构部副主任 王欧

中国证券经营机构的投资者适当性管理制度起源于2003年。当年，中国证监会出台了《证券公司资产管理业务试行办法》，对招揽客户参与资产管理计划过程提出了适当性管理的原则性要求。

成熟于2008年，《证券公司监管条例》和《证券公司风险处置条例》出台后，在向客户提供适当性服务、对投资者进行教育和风险提示等方面有了系统性规范。

适当性管理推进情况

1. 起步阶段

中国资本市场成立之初，对适当性管理的需求很弱，资本市场也缺少相关实践。

直至2003年，中国证监会拟允许证券公司进行资产管理业务，在制定相关规则时，为规范证券公司的相关销售行为、保护投资者利益，提出了对参与资产管理计划的投资者实施适当性管理的基本原则，要求证券公司在签订资产管理合同之前，了解客户的风险承受能力等基本情况，明确集合资产管理计划的推广范围，要求客户具备相应的金融投资经验和风险承受能力。

后因证券市场开始综合治理，暂停资产管理业务审批，相关要求未在实践中应用。

2. 实践阶段

随着2007年综合治理的全面完成，证券公司的管控能力、规范运作水平全面改善，市场上可供销售的金融产品和可提供的金融服务逐渐增加，在此过程中，投



资者适当性管理的意识和操作流程逐渐形成。

一是推进证券公司全面核实投资者信息。2007年至2008年，中国证监会组织各证券公司对全市场7000万投资者账户进行了梳理，核实投资者信息，在此过程中，证券公司同步进行了大量的客户定性评估工作，为适当性管理制度奠定了基础。

二是逐步要求证券公司在各类金融产品销售环节履行适当性管理程序。2008年至2010年，中国证监会连续发布《证券公司集合资产管理业务实施细则》（试行）、《证券公司定向资产管理业务实施细则（试行）》、《证券

公司参与股指期货交易指引》、《融资融券业务试点管理办法》、《投资顾问管理办法》、《关于加强证券经纪业务管理的规定》等法规，明确证券公司在销售金融产品、提供咨询服务前必须履行投资者适当性管理程序，对投资者适当性管理做出了更为具体的规定。

3. 发展阶段

2010 年之后，行业内已基本形成投资者适当性管理制度体系，以让制度转化为成效。

一是 2010 年开始，各证券公司逐步总结投资者适当性管理的实践经验，通过管理信息系统平台实现适当性管理的各项要求。部分券商已建成集客户分类、产品说明书、投资顾问行为控制、销售流程管理及人员培训为一体的信息系统，并将合规管理流程嵌入其中，形成了投资者适当性管理的保障机制。其中国泰君安、兴业证券等公司的做法由中国证券业协会组织专家进行了评价，得到行业内一致认可。

二是由中国证券业协会组织业内总结好的经验，着手起草《证券公司客户服务指引》，就客户适当性管理形成行业标准，进一步规范证券公司操作流程，提高对投资者的保障程度。

三是强化证券公司的售后服务体系。要求证券公司提高对销售客户的回访比例，规范客户回访流程，及时处理问题。

同步开展的投资者教育工作

在推动证券中介机构规范销售和服务行为、承担买方责任的同时，也在引导投资者明白、了解自身责任方面进行了广泛尝试。

首先是充分发挥证券公司的作用，要求其在营业场所普遍建立投资者园地，进行法规讲解、风险提示；在代理交易技术系统中插入风险提示信息；在客户开户环节进行法规、证券知识讲解等。

其次是组织各地派出机构，以印制投资者教育手册、组织投资者教育论坛、讲座、投资者见面会等方式，向投资者讲述金融市场、产品存在的风险，并讲解其自身应负的责任。

最后是充分利用媒体，公布典型案例、提示新产品风险及播放投资者教育短片等，广泛开展投资者教育活动。

经过近几年的持续推动，中国证券行业对投资者责任意识的教育普遍增强，到 2010 年年底，证券公司均建立了适当性管理制度流程，部分公司在客户适当性管理制度创新方面进行了积极尝试，赢得了客户信任。“买者自负、卖者有责”的观念逐步深入人心，投资者开始从维护自身权益出发承担起相应的责任，对金融产品风险的了解和认知度显著提高，投资行为逐步趋于理性。

适当性管理展望

中国的投资者适当性管理工作开展时间不长，仍存在许多薄弱环节。例如，现有投资者分类相对简单，对风险识别不足；在分类监管方面尚无经验，对各类投资者的适当性管理要求趋同；投资者的买方责任尚待规范。

又如，我国证券市场的产品创新仍处于摸索阶段，产品类别较为简单，对创新产品风险识别不充分，投资者与证券公司的纠纷处理机制尚待完善等。

下一阶段，中国证监会还将积极推进有关工作。

第一，推动自律组织形成投资者分类的行业标准，促进证券公司完善客户精细化分类和管理模式；第二，进一步丰富证券市场产品线，强化中介机构销售产品的信息披露，进一步保证提供给客户的产品“表里如一”；第三，加强对投资顾问队伍的监管，鼓励证券行业基于投资者需求提供金融服务；第四，逐步尝试分类监管，针对各类投资者特点明确相应监管要求；第五，继续加强投资者教育，让投资者在购买产品时了解自身责任；第六，严厉打击不适当销售行为，切实保护投资者的合法权益。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

德国个人投资者 适合性和适当性制度的法律基础

■ 德国联邦金融监管局证券监管三司一处副处长 Claire Kütemeier

德国投资公司的法律义务

对于德国金融机构来说，相关证券义务所适用的法律为《德国证券交易法案》。法案中包括了投资公司和客户之间相互关系的规定。其中，首要的原则是，所有投资公司必须进行尽责调查，以保护客户利益。

在首要原则下还有一些具体要求，比如适合性 (Suitability) 和适当性 (Appropriateness) 制度要求、客户分类、合规组织、备案和留存、记录投资建议、行为准则检查 (年度审计和特殊审计) 等。

制度的选择取决于投资公司为客户提供了哪种类型的投资建议。针对投资建议或投资组合管理，适用的是适合性制度；而针对其他投资服务，适用的则是适当性制度，比如客户可以通过网上账户直接购买商品，而不需事先咨询投资银行。

1. 适合性制度

提供投资建议或投资组合管理服务的投资公司必须对客户进行适合性评估。这需要考虑客户的经济状况、知识、经验和投资目标。如果客户拒绝提供必要的信息，投资公司则无法提供投资建议或投资组合管理服务。

投资公司从客户那里获得的信息可以分为三类：一是客户在特殊类型金融工具交易方面所拥有的知识和经验，包括客户所熟悉的金融工具、投资经历、受教育程度、此前和现在的职业；二是客户的投资目标，是高风险投资还是低风险投资，是长期投资还是短期投资；三是客户的财务状况，包括固定收入的来源和范围、不动



产以及流动资产和证券等资产、固定支付义务等。

2. 适当性制度

在提供除投资建议或投资组合管理服务之外的其他服务时 (比如订单执行)，投资公司只需进行适当性评估。适当性评估所需的信息较少，过程也较快、较简单。

如果投资公司没有获得必要的信息，客户仍然可以交易，但是投资公司必须提醒客户其不能决定该服务或产品对他是否适当。同时，如果投资公司根据客户所提供的信息得出结论——该客户不适合此产品或服务，公

司同样可以向客户出售，但必须就以上信息提醒客户。

针对单纯执行类业务（Execution-Only Business），投资公司不需要事先进行任何评估就可以向客户出售产品。单纯执行类业务包含以下必要条件：投资公司提供除投资建议、投资组合管理之外的金融服务；在客户的提议下提供服务；针对非复杂金融工具（可以进入监管市场进行交易的股票、非衍生工具、货币市场工具、投资基金股票）；在交易前提醒客户，没有对其进行适当性评估。

适合性和适当性制度的适用

投资公司的客户一般可以分为三类：零售客户、专业客户和合格对手方。不同的客户适用不同的适合性和适当性制度。

其中，零售客户是指除专业客户和合格对手方之外的所有客户，要最大程度的进行保护；专业客户是指拥有超过 2000 万欧元资产或 200 万欧元自有资金的大型公司，可认定他们拥有充足的经验、知识和专长来适当承受和评估所产生的风险；合格对手方是指投资公司、保险公司、国家政府和中央银行等，适当性制度并不适用，适合性制度部分适用。

金融工具市场指令的实施和修订

《金融工具市场法规》（Markets in Financial Instruments Directive, MiFID）于 2007 年 11 月进入德国法律并实施。目前，欧盟正在讨论是不是要对 MiFID 进行修订。

从目前得到的信息来看，MiFID 不会改变大的格局，但是在三个小的具体方面可能会有改变：对一些投资建议进行持续监管，让投资公司在提出建议之后，根据客户交易情况进行评估，查看产品或服务对该客户是否适合；区分独立建议和其他建议，独立建议是指投资公司

不因提供建议而获得任何报酬的建议；改变单纯执行业务，减少例外情况。

风险管理和合规的监管要求

投资公司需要建立足够的政策和程序以确保其符合《德国证券交易法案》的行为准则。这些政策和程序主要包括，永久、独立和有效的合规职能，充足的风险管理和对大型公司的内部审计。

合规职能是要确保公司的所有部门都合规，无论是业务部门，还是非业务部门，同时要检查客户的资料以确保适合性和适当性制度得到了履行。

解决争议的渠道

德国联邦金融监管局（BaFin）确保公司遵守当前的监管条例，包括适合性和适当性制度。典型的监管工具包括从潜在违规角度分析客户诉求以及通过年度审计来评估是否符合行为准则（由外部审计师为其进行）。

但是，保护客户和个人利益并不在 BaFin 的直接管辖范畴之内，因为它并不贯彻执行民法的要求。如果要进行诉讼，投资者要去民事法院，进行民事诉讼程序，或者去相关的行业协会。

同时，在客户购买金融产品或服务时，投资公司是要提供咨询服务的，通过咨询确保客户了解自己应该得到哪些方面的服务，以减少客户投诉率，提高客户满意度。如果投资者实际上并没有接受某项产品的咨询和建议，而后来证明投资是错误的，那么他是不能提出投诉的。

为此，BaFin 设立了记录投资建议的规定，即投资咨询师有义务向客户提供每个投资建议会的书面会议记录，而且记录必须包含客户所提供的信息以及咨询师所提供的所有建议。只有客户拿到了会议记录之后，金融机构才能让客户购买其金融产品或服务。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

建立投资者适当性制度 推动股指期货市场平稳发展

——股指期货投资者适当性制度介绍

■ 中国证监会期货一部副巡视员 刘云峰

股指期货上市以来的运行情况表明，投资者适当性制度是股指期货市场平稳推出和安全运行的重要保障，为中国特色的金融产品创新的制度设计积累了经验。

建立股指期货投资者适当性制度

股指期货市场建立的适当性制度，通过设定程序和标准，防止投资者盲目参与股指期货市场，对于股指期货的顺利推出和上市后的平稳运行以及保护投资者的合法权益具有十分重要的意义。

首先，建立适当性制度是对国际金融危机经验教训的总结，有利于股指期货平稳推出和安全运行。

美国次贷危机及雷曼迷你债券等重大风险事件给我们的深刻教训是，金融创新必须适度，必须与市场的接受程度和投资者的承受能力相协调，与市场风险管理水平相适应，要切实做好制度安排，将适当的产品销售给适当的投资者。

经过多年的不断改革发展，我国资本市场发生了转折性变化，但市场“新兴加转轨”的基本特征没有改变，市场内在稳定机制仍有待完善。为确保股指期货平稳推出和安全运行，必须按照“高标准、稳起步”的要求，切实完善市场参与主体的约束机制，严把投资者开户关。

建立股指期货投资者适当性制度，是落实上述要求的重要制度安排。不但有助于引导中介机构合理筛选投



资者，引导投资者审慎参与股指期货交易，也有助于深化投资者教育，实现市场稳健运行。

其次，建立投资者适当性制度是保护投资者合法权益的内在要求。

保护投资者特别是公众投资者的合法权益，是资本市场各项工作的出发点和落脚点。股指期货在国际市场已是较为成熟的品种，但在我国投资者熟悉它还需要一个过程。

与股票、债券相比,股指期货具有专业性强、杠杆高、风险大的特点,客观上要求参与者具备较高的专业水平、较强的经济实力和风险承受能力,不适合一般投资者广泛参与。因此,充分对投资者进行股指期货风险教育的同时,通过设置适当的程序和要求,建立与产品风险特征相匹配的投资者适当性制度,综合评估投资者对股指期货的认知程度、接受程度和风险承受程度,从源头上深化投资者风险教育,能有效避免投资者盲目入市,真正做到保护投资者的合法权益。

引导投资者合理有序参与股指期货交易

为保护投资者合法权益,考虑到我国证券期货投资者结构和现状,股指期货投资者应当是“三有一无”的投资者,“三有”,即有经济实力和风险承受能力、有股指期货基础知识、有相关交易经历;“一无”,即不存在重大不良诚信记录、不存在法定禁止从事股指期货交易情形。

在设定具体指标时,着重把握三个原则:一是针对性,将适当的产品销售给适当的投资者;二是综合性,各指标互相补充,综合反映投资者适当性;三是操作性,注重各项指标的可落实性。

保障投资者适当性制度的有效执行

为保障投资者适当性制度的执行,从证监会规章、交易所业务规则、期货业协会自律规则等三个层面制定并形成了一整套股指期货投资者适当性制度规则体系。

一是证监会制定的《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定(试行)》,对投资者适当性制度提出了原则要求,同时授权自律组织制定具体实施办法。

二是中金所制定的《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》、《股指期货投资者适当性制度操作指引(试行)》,明确了股指期货投资者适当性的基本要求、程序、工作机制以及自律监管措施等。

三是中国期货业协会制定了《期货公司执行股指期货投资者适当性制度管理规则》和《股指期货交易特别风险揭示书》,修订了《证券公司为期货公司提供中间介绍业务协议指引》,督促期货公司和从事中间介绍业务的证券公司向投资者充分揭示股指期货交易风险,严格执行股指期货投资者适当性制度。

建立股指期货投资者适当性制度是我国资本市场的一项重要制度创新。证监会及其派出机构、中金所、保证金监控中心和中国期货业协会按照“统一领导、各司其职、各负其责、加强协作、联合监管”的原则,发挥监管协作机制优势。

期货公司违反投资者适当性制度要求,未能执行相关内控、合规制度的,证监会及其派出机构、中金所以及中国期货业协会分别从行政监管和自律监管角度采取监管措施进行处罚,并对直接负责的主管人员和其他相关工作人员给予相应处罚。

确保股指期货平稳上市、安全运行

为确保股指期货投资者适当性制度落到实处,重点做了以下几方面工作:

一是开展了广泛深入的培训教育工作,分类、多层次举办了系列培训班,培训期货公司、证券公司高管及操作人员 6000 余人次。

二是加强制度的落实和检查,各证监局加大了对辖区期货公司、证券公司开户情况和适当性制度落实情况的现场检查工作;中金所也组织了督导组,重点检查适当性制度核心指标的落实情况;证监会还组织了巡查组,对重点区域的落实情况进行了现场和非现场巡查。立体监管网络的构建形成了强大的监管威慑力,整个投资者开户工作平稳有序。

三是要求各期货公司和证券公司严格落实责任追究,完善相关内控和合规管理制度。■

本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅

客户分类的方法和标准以及金融产品服务与客户分类的匹配

■ 欧洲可理解信息研究所董事总经理 Kurt Buerkin

客户的分类是提供投资建议的起点。在《金融工具市场法规》(Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) 制定当中, 客户分为散户和专业客户, 在专业客户里面又细分出了合格对手方。

客户分类之所以这么分, 是为了更好地保护客户的利益, 散户投资者保护是完全的客户保护。专业客户具有市场和产品的专业知识, 所以不需要得到过多保护或根本不需要保护。根据客户的分类, 将应用适当性的标准和原则, 并必须满足一些具体的指标。

私人客户和专业客户的具体定义

私人客户一般来说是散户。一个私人客户或散户在整个框架之内, 私人客户可以在条件许可的情况下升级为专业客户。相同的, 从散户升级为专业客户, 也有一些具体的规定和指标满足。如果客户提出要求的话也可以降格, 从专业客户降格为散户。

如果客户不是专业客户, 但要求受到专业客户的待遇, 我们必须要对客户的专业技能、知识和经验进行评估, 看看他是不是真正理解要投资的产品业务及所涉及的风险等。并且在下面的三点当中, 至少要满足两点要求。

第一是客户的交易频率达到要求。具体而言就是客户在相关市场中进行过相当数量的交易, 如在此前的四



个季度当中, 平均每季度完成 10 笔以上的交易; 第二是投资组合的规模不小于 50 万欧元; 第三是在投资领域具有相当的经验, 积累了相当的知识, 客户可能是一家投资银行的主管或者是经理。

前面讲到三点条件, 至少要满足其中两个条件, 才能够从一个散户升级为专业的客户。

从金融机构的角度来说，必须证明客户的确满足要求。且要证明客户的确理解投资保护的相关内容，这些都要记录成文件，到目前为止，在这方面没有出现问题，整个系统运行比较好。当每一家金融机构有新客户时，就开始这个程序，到目前为止还没有出现错误分类的情况。

如何对客户进行定义由 MiFID 规定，也是由德国法律系统规定的。不仅德国有此要求，整个欧洲都适用这些标准定义来辨别专业客户。作为专业客户，首先是获得授权或是受到监管的公司，像投资公司、金融机构、保险公司等，他和其他机构投资者都被归类为专业客户。一个私人投资者，就是个人投资者，可以申请升格为专业客户，但是不能够升格为合格对手方。

除了这一类公司外，一些不是金融机构的公司也可以成为专业客户，这些客户有两项标准。如果他的资产负债表超过 2000 万欧元，或营业额达到 4000 万欧元，或是他的自有资金超过 200 万欧元，这三点当中符合两项要求的公司也可以成为专业客户。当然也包括其他的机构，包括国债管理机构和中央银行，这些机构也可以被作为专业机构。

客户分类工作流程的实际运作方式

在实际工作当中，这个流程如何运作？

一般情况下在购买时首先会进行客户分类，和客户建立关系的第一步就是客户分类。你必须先要调查客户的信息。有时客户愿意自己下单，或者银行给客户提供购买证券的相关建议，然后客户自己做出决策。银行要决定是哪种类型的服务，是咨询还是其他投资服务，以及要决定是否需要进行适合性和适当性的测试等。

另外在数据库当中也会有相关的证券投资数据，包

括这种产品究竟是复杂性产品，还是非复杂性产品。如果是非复杂性产品程序被进行下去，可以看一下最佳执行政策、场外交易协调，然后是执行。

如果是一个复杂性产品，根据证券法交易要进行再次核查。一个复杂的金融工具，根据法律规定，也就是指有一个嵌入的衍生品金融工具，包括股票、投资基金、国债都是非复杂的产品。而一个权证和国债连接的债券就属于复杂性产品，这个定义是法律里面已经界定的。

银行往往在提供咨询服务时，这项服务本身不收费，所以银行本身面临利益纠纷问题。一方面他们需要向这些提供服务、收集服务的员工支付工资，另一方面他们还需要投资于信息技术系统，因为这些都是在高科技的支撑下才有可能实现的，还需要培训具有高度专业性的咨询人员，这些咨询人员需要非常谨慎。现在有了更严格的监管使得银行需要花费更多的时间和资金，在适当性制度上，一些小的银行已经在考虑是否终止咨询服务，因为它所能够带来的潜在回报相比成本太大。

客户分类与信息收集的重要性

收集和分析信息的重要性显而易见。从客户那里了解到的信息，以及给予客户的信息都应是非常明确和准确的，这也是证券法的要求。但在实际日常工作中做到这一点很难，这方面有很多投诉。监察人员曾在一个报告中提到，金融危机使得许多的投资者客户与银行的关系变得疏远，这主要是由于在很多案例中，没有按程序办事，没能获取客户的必要信息，这是主要问题所在。所以，在很多情况之下，投资的金融产品是在不适当的情况下便卖给了客户，以至于在 2010 年的报告当中大量涉及这个问题，做了很多工作来改善银行与客户的关系，并且确保满足相应的法律规定和要求。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

适当性管理中的 客户分类方法创新

■ 兴业证券副总裁 张训苏

兴业证券的客户分类方法是一种过程化的客户综合风险特征分类方法。一方面，客户经理依据风险测试问卷与客户进行充分沟通，以了解其风险承受能力状况；另一方面，公司通过对客户历史交易数据的跟踪，运用先进的数据挖掘技术对客户交易行为进行分析，动态获取客户在实际交易过程中的风险偏好分类。客户经理按规定的业务流程，综合运用以上两种分析结果，认定客户的综合风险特征，以此完成客户的分类工作，并以此为依据向客户提供适当的服务。

风险承受能力分析

1. 问卷设计。在问卷设计过程中，一方面参考各著名券商和研究机构成果，另一方面采用科学的方法，按照严格的测试和检验流程来设计问卷。

2. 测试流程。客户可现场填写风险测试纸质问卷，由柜台人员录入相关系统；客户也可通过网站或网上交易系统进行电子版的风险测试，提交到相应系统中。问卷测试得出的风险承受能力分类会自动汇总到数据中心。

3. 问卷更新。根据监管部门发布的各项新制度和要求以及现行问卷在客户服务实践中的反馈，兴业证券自2007年以来已经做过四个版本的问卷更新。未来还将随着应用经验的积累和监管要求不断进行优化。

风险偏好分析

风险偏好分析依托客户综合分析系统，利用数据库中的海量客户历史交易数据，采用聚类算法进行建



模分析，获得客户的风险偏好分类。

1. 数据选取。根据统计周期内客户的行为数据，对客户进行偏好分群。

2. 指标选择方法。采用主成分分析的方法，从原始的多个变量取若干线性组合，尽可能多地保留原始变量中的信息。通过该方法也可以达到降维的目的，从而得到几个综合性的变量，即主成分，并且这种综合性的变量对业务的解释性更好。

3. 数据挖掘模型。客户偏好细分是一个聚类问题，常用的聚类方法有系统聚类法（分层聚类）、非系统聚类法。尝试了上述不同的方法和技术，最终采用 k-Means 聚类方法建立最终模型。

在训练模型过程中,根据业务和模型的需要,本方法选择日均资产介于1000~1000万元之间的客户作为样本进行分析。经过不断的尝试使用2010年1~3月份不同的指标(变量)和设置聚类群数目建立聚类模型,最终确立建立分为18群,并分别使用4~6月份的数据验证模型的稳定性,经检验以3个月为时间窗建立的模型稳定性较高。模型训练结果将数据分为18个类。

4. 数据挖掘结果。为解决客户风险偏好与风险承受能力参照应用的问题,本方法在客户产品偏好细分、交易时机偏好和客户综合行为偏好的基础上,将客户的风险偏好划分为最高风险偏好、较高风险偏好、中等风险偏好、较低风险偏好、最低风险偏好五种类型。

综合风险特征认定

客户经理工作平台每日从柜台系统中导入最新的风险问卷测试数据,每季度自动从客户综合分析系统读取更新的风险偏好分析结果。系统对“风险偏好”分类和“风险承受能力”分类结果进行自动匹配,匹配结果有“一致”和“不一致”两种,客户经理在系统辅助下对这两种情况分别进行处理,将客户综合风险特征从高到低分为五类:最高风险特征、较高风险特征、中等风险特征、较低风险特征、最低风险特征。

处理方法如下:

对于“一致”的客户,由系统自动完成综合风险特征认定,认定理由记为“系统自动认定”。

对于“不一致”的客户,客户经理工作平台在登录后的首页面显示“不一致”的客户人数,并提供客户名单,提示客户经理需人工进行综合风险特征认定。认定中需要按《兴业证券经纪业务客户分类管理办法》与客户进行深入沟通,给出认定结果,即客户属于哪种综合风险特征分类,服务过程与结果记入客户经理工作平台。

对于由系统自动认定综合风险特征的客户,当更新后的“风险偏好”与“风险承受能力”匹配结果“不一致”,系统自动将综合风险特征调整为“未认定”。

综合风险特征的持续跟踪

综合风险特征认定是一个动态过程,多种因素的变化都可能导致客户综合风险的重新认定,如:

客户综合分析系统根据客户最新交易数据,每季度运用客户风险偏好模型更新客户风险偏好特征,并将数据导入客户经理工作平台,当新的客户风险偏好特征与客户风险承受能力不匹配时,系统提醒客户经理进行综合风险特征再认定。

若客户重新填写风险测试问卷,且新的测试结果与原测试结果不一致,系统将提醒客户经理进行综合风险特征再认定。

客户经理在客户服务过程中,若发现客户财务状况发生变化,或根据对客户的深入了解发现客户风险特征与原有认定情况不符,可进行综合风险特征再认定。

在适当性服务中的应用

日常基础服务过程中,客户经理跟踪和认定客户的综合风险特征,了解客户综合风险特征的动态变化,并据此筛选适合客户的基础资讯内容,提供日常性的基础服务;在专业服务中,客户经理根据客户的综合风险特征,为客户提供资产配置和投资组合建议服务,通过不同风险资产的比例调整,控制客户总体持仓的风险度,以此来更好地满足适当性管理的要求;在专项营销活动中首先会评估在销产品的风险度,明确适合投资该产品的客户综合风险特征分类,据此初步筛选目标客户名单,在此基础上再对产品销售目标建立各种数学模型,进一步筛选客户,并将名单发布供营业部参照执行。■

本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅

投资者适当性管理： 上海证券交易所的实践与思考

■ 上海证券交易所投资者教育部副总监 王升义

中国证券市场是一个仅有 20 多年发展历史的“新兴加转轨”市场，市场体制尚在进一步完善之中，投资文化也需要持续培育。因此，加强包括投资者适当性管理在内的投资者教育与保护工作就显得尤为重要。

上交所投资者适当性管理实践——以融资融券为例

2010 年 3 月 31 日，中国证券市场启动融资融券业务试点。考虑到融资融券特有的杠杆放大效应以及违约强制平仓风险等特征，监管机构对融资融券实行严格的投资者适当性管理。为此，上交所积极采取各种措施，将适当性管理的要求落到实处。

一是完善融资融券业务规则体系。

融资融券的法律规则体系可以用“1+1+3+4”来概括，即：1 部法律——《证券法》，1 部行政法规——《证券公司监督管理条例》，3 份证监会文件，以及 4 份市场业务规则。这一系列法律规则构建起融资融券业务的防火墙。其中，国务院制定的《证券公司监督管理条例》和证监会发布的《证券公司融资融券业务试点管理办法》明确了融资融券投资者适当性管理的基本要求。

根据相关法律、规章的要求，上交所制定了《融资融券交易试点实施细则》、《融资融券交易试点会员业务指南》，同时通过《会员管理规则》、《会员客户证券交易行为管理实施细则》等文件，对投资者适当性管理做



出了具体规定，大致包括以下三个方面内容：

要求会员有效实施客户交易结算资金第三方存管，账户开立、管理规范，客户资料完整真实，建立起以“了解自己的客户”和“适当性服务”为核心的客户分类管理和服务体系。

要求会员加强融资融券客户的准入管理，审慎设定申请融资融券业务客户的资质条件和资产“门槛”，以确保仅对符合适当性管理要求的客户提供融资融券服务。

要求会员按照有关规定与客户签订融资融券合同及风险揭示书，并向客户解释合同与风险揭示书的内容，确保客户了解融资融券业务及其特殊风险。

二是深入开展包括投资者适当性管理在内的融资融券专项投资者教育活动。

上交所结合融资融券业务特点，本着循序渐进、深入浅出原则，制订了《融资融券业务教育、宣传及推广计划》，面向全市场、试点会员和参与业务的投资者，分不同阶段、不同侧重地解析和揭示业务特点和风险。同时，协调试点会员组建了一支专题供稿小组和专业讲师队伍，充分发挥报纸、网站、视频“三位一体”的渠道优势，分层次、多渠道地开展宣传教育工作。

三是对会员的适当性管理予以支持和监督。

上交所会同中国证券业协会、深交所，对会员申报的融资融券试点方案进行评估，评估结果作为会员是否符合试点条件的重要指标。

上述评估的一项重要内容就是会员的投资者适当性管理安排是否符合要求，包括客户的开发、管理与授信制度，以及相应的内控机制等。同时，建立融资融券知识学习与测试平台。一方面，为试点会员开展客户知识储备测试提供支持；另一方面，贯彻“教育者先受教育”的理念，为会员投资者教育服务岗位人员的学习与测试提供服务。

进一步完善投资者适当性管理的思考与建议

经过近年来的探索和努力，中国资本市场的投资者适当性管理工作取得了初步成效，但仍存在一些不足。为此，提出完善建议如下：

一是加强投资者适当性管理的制度建设。

现有的涉及投资者适当性管理的规定层次较低，且大多是针对某项具体业务的零星规定，缺乏对适当性管

理的一般性、统领性规定。因此，建议在《证券法》层面确立投资者适当性管理的原则和基本要求，并不断完善相关配套规则体系。

二是通过投资者适当性管理保障和规范市场创新。

创新是资本市场的活力源泉，是市场滚滚向前的不竭动力，但创新也是风险高发的领域。因此，应将投资者适当性管理作为市场创新的一项基本要求，贯穿于创新业务的设计、运作和监管中，以保障创新业务的平稳推出和持续发展。

三是强化证券公司、基金公司等市场主体在投资者适当性管理中的自律。

投资者适当性管理的基本要求是市场中介机构将适当的产品销售给适当的客户，适当性管理首先是证券公司、基金公司等市场经营主体的义务和责任。因此，建议强化对证券公司、基金公司等市场主体的监管，严格与适当性管理相关的责任追究，推动市场经营主体守法自律，促使其把适当性管理内化为公司防范自身经营风险、提升核心竞争力的自觉要求和自主行动。

四是在坚持投资者适当性管理的同时强调“买者自负”原则。

市场中介机构通过适当的方法了解投资者，并引导投资者购买适当的产品时，投资者本身也负有如实说明的义务。若投资者不履行自身义务，或者市场中介机构已充分履行其适当性管理义务，或者由于市场因素而非适当性管理不到位而引发争议，则产生的风险和损失应由投资者自行承担，而不应无原则、无限制地向市场经营者乃至监管机构寻求解决。

因此，在坚持适当性管理的同时，仍应强调“买者自负”原则，强化投资者的风险意识和责任意识，引导投资者审慎评估投资风险，理性参与投资，并自行承担应有责任。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

创业板投资者 适当性管理实践与案例分析

■ 深圳证券交易所会员管理部总监 龚静远

伴随着创业板的建立，投资者适当性管理制度也首次以制度的形式确立并保护投资者，它不仅是创业板平稳运行的重要保障，也为随后更多的金融创新发展，包括股指期货、融资融券业务的推出奠定了非常重要的基础。

中国创业板市场发展现状

截至 2011 年 8 月底，创业板上市公司已经达到 258 家，发展速度和势头都非常好。总体上创业板市场运行比较平稳，市值将近 9000 亿元，平均股价、换手率都超过了主板和中小板。

上半年创业板公司平均业绩中，营业收入和利润的增长率均领先于主板和中小板，市场对于创业板给予了很大的肯定。从创业板行业分布来看，它不同于过去主板上市企业多集中在金融、制造、IT、房地产业，创业板上市公司主要分布在电子信息、现代服务、生物医药、新能源、新材料、环保、节能、先进制造等行业。

总体来看创业板市场具有几个最突出的特点：一是企业处于成长期；二是规模较小，经营稳定性也相对较低；另外它也具有较大的不确定性，风险程度比较高，主板市场上没有同类上市公司的行业，例如移动互联、技术检测、文化创意、医药连锁等，这些都是创业板的特点。

创业板市场中投资者适当性管理重要性

针对这种具有突出风险和特征的市场，创业板制度



建设除了在发行制度建设上要做充足考虑之外，还需要建立投资者的准入制度，要特别注重对投资者的教育，这对创业板的平稳健康发展至关重要。

为什么一定要推出创业板的投资者适当性管理？首先，中国 IPO 的制度与海外创业板市场不同，主要采取面向公众公开发行的制度，超过 7000 万的开户投资者里面，绝大部分以中小散户为主，10 万元以下的占近 70%。面对这样的投资者结构市场，做好充分揭示风险的工作非常重要。

适当性管理要体现对投资者权益的保护，同时体现对投资者投资权利的尊重，适当性管理更多是以信息披露和风险揭示为核心内容。要在市场上建立起这样一个共同的认识，就是“买者自负”，这是市场的基本游戏规则，要让有一定风险承受能力的投资者参与市场。

另外一个“卖者有责”，更多的强化市场中介机构的责任，把风险揭示做到位。事实上投资者适当性管理有充分的法律和实践的基础，在 2008 年证券公司监督条例颁布以后，制度的发展与客户的风险认知和风险承受能力相适应，成为了对证券经营机构监管的新要求。

创业板投资者适当性制度要求

创业板的投资者适当性管理工作得到了高度的重视。在国务院颁布的《创业板市场首次公开发行股票上市办法》里面，明确规定了创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度，向投资者充分揭示投资风险。

1. 中介机构职责。证券公司要做到如下几点：一是要了解客户，通过搜集资料对客户的风​​险承受能力进行评测，有效引导具有投资经验的客户来参与市场，对风险承受能力相对比较薄弱的客户应该做一些劝导工作；二是对客户做充分的风险揭示工作，让客户在现场书面签署风险揭示书；三是持续责任问题，持续的风险揭示和投资者教育工作要求采取多种方式和途径，针对客户不同需求和特点，根据市场的变化持续做好这项工作；四是加强对客户行为的约束，配合监管，防范和打击一些过度炒作的行为，避免盲目的投资行为。

2. 投资者职责。适当性管理要求客户需要充分了解市场，对创业板制度设计的差异性要做充分了解，包括发行的标准、入市制度、交易制度、退市制度等；同时，还应要求客户了解市场存在的风险、创业板上市公司股

票主要的风险特征，包括经营的风险、市场的风险和退市的风险；最后要求客户了解自身风险承受能力，客观评估自身是不是适合参与市场。

投资者适当性管理初具成效

投资者适当性管理究竟取得了什么实际效果，是不是真正有作用？

首先，截止到 2011 年 9 月 14 号，证券公司已累计签署风险揭示书的客户总数达到了 2054 万，占会员客户总数约 28.68%。

在这两千余万创业板开户投资者当中，有 853 万真正参与了创业板新股申购和二级市场交易，其中 77% 的账户具备两年以上交易经验，这个数字远高于我们全市场客户 54% 的比例。

另外，持股市值在 10 万元的小客户占比是 71%，显示了投资者结构要更优化一些。绝大部分的投资者对于真正参与创业板交易是非常谨慎的，开户的两千余万投资者当中，58% 既没有参与申购也没有参与买入，16% 只参与新股申购，26% 在二级市场参与过买入的行为。

适当性管理工作总结与展望

总体来看，适当性管理取得了很好的效果。如果说在原则上只迈出了一小步，那么在理念上则已跨出了一大步，这对投资者保护机制的完善具有深远意义。

未来，需要进一步加强法规制度建设，包括如何更有效地建立产品与市场风险的评估机制，帮助中介机构更清楚地执行要求。另外，中介机构的责任也需进一步强化。与风险揭示同样重要的是投资者教育的责任，这个在适当性管理里面也非常重要。而完善投资者争议仲裁机制、补偿机制是下一步投资者适当性管理配套工作需要进一步推动的重要内容。■

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

股指期货投资者适当性制度实施情况介绍

■ 中国金融期货交易所监察部经理 张啸尘

股指期货对投资者风险承受能力要求很高，不适合一般投资者参与。为了更好地保护广大投资者的合法权益，中国金融期货交易所（下称中金所）在中国证监会的领导下，经过充分论证和研究，认为必须在开客户端设置一个适当的程序和办法，综合评估投资者对股指期货的认知程度、接受程度和风险承受程度，从而实现股指期货的平稳推出。

股指期货适当性制度的建立过程

为充分借鉴国外经验，中金所对美国、日本和欧盟等成熟市场进行了认真学习和调研。同时立足中国国情，并借鉴了国内信托业、证券投资基金业、创业板市场等有关经验。通过这些调研，初步形成了针对中国股指期货投资者的适当性制度。紧接着，分三个阶段在 21 个辖区的 58 家期货公司，进行了调研和试点。

2009 年年底，整个股指期货投资者适当性制度的设计工作基本完成。2010 年 2 月 5 日，中国证监会正式发布《关于建立股指期货投资者适当性制度的规定》（试行）；同时，中金所发布了《股指期货投资者适当性制度实施办法》（试行）和《股指期货投资者适当性制度实施指引》；中国期货业协会发布了《期货公司执行股指期货投资者适当性制度管理规则》和《股指期货交易特别风险揭示书》；中国期货保证金监控中心发布了《股指期货投资者适当性制度核查验证工作指引》。



股指期货投资者适当性制度的基本内容

1. 适当性制度设计理念

一方面，树立“适当的产品销售给适当的投资者”的理念；另一方面，培育形成股指期货市场“三有一没有”的投资者群体，即：有较强经济实力和风险承受能力，有股指期货基础知识，有相关交易经历；不存在严重不良诚信记录及法律、行政法规、规章和交易所业务

规则禁止或限制从事股指期货交易的情形。

2. 适当性制度具体标准

适当性制度的具体标准分为自然人投资者和法人投资者两种情况。

自然人投资者标准主要是四项：申请开户时，保证金账户可用资金余额不低于人民币 50 万元；基础知识要求：具备股指期货知识，通过相关测试；交易经历要求：具备至少有 10 个交易日、20 笔以上的股指期货仿真交易成交记录或者最近三年具有 10 笔以上的商品期货交易成交记录；综合评估要求：通过期货公司对投资者的基本情况、财务状况、诚信状况和相关投资经历等方面的综合评估。

法人投资者分为一般法人和特殊法人。证券公司、基金公司、合格境外机构投资者等特殊法人，须取得监管机构或主管机构的批准才能参与股指期货。

对于一般法人来说，除满足自然人投资者的资金、交易经历、不存在法律等限制性情形的要求外，还须满足下列要求：净资产不低于人民币 100 万元；相关人员具备股指期货基础知识，通过相关测试；具有相应的决策机制和操作流程。

3. 适当性综合评估的操作要求

综合评估满分为 100 分，其中基本情况、相关投资经历、财务状况和诚信状况的分值上限分别是 15 分、20 分、50 分、15 分。期货公司不得为综合评估得分在 70 分以下的投资者申请股指期货交易编码。

期货公司、证券公司是落实股指期货投资者适当性制度的主要责任主体，要严格执行股指期货相关规定，建立以了解客户和分类管理为核心的客户管理和服务制度。

如，制定股指期货实施方案和工作制度，建立客户开发制度，充分揭示股指期货风险，建立客户档案，并为客户保密，督促客户遵守法律规则，加强客户合法合

规管理，期货公司和证券公司还应为客户提供合理投诉渠道，妥善处理投诉行为。

同时，股指期货投资者适当性制度对投资者自身也有一些要求：投资者应当全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等，审慎决定是否参与股指期货交易；投资者应当如实申报开户材料，不得采取虚假申报等手段规避投资者适当性标准要求；投资者应当遵守“买卖自负”的原则，承担股指期货交易的履约责任，不得以不符合投资者适当性标准为由拒绝承担股指期货交易履约责任；投资者适当性制度对投资者的各项要求以及依据制度进行的评价，不构成投资建议，不构成对投资者的获利保证；投资者应遵守法律法规，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。

4. 监督安排

在中国证监会的统一领导下，中金所与各地证监局、保证金监控中心和中国期货业协会按照“统一领导、各司其职、各负其责、加强协作、联合监管”的原则，发挥各自监管优势，保障股指期货投资者适当性制度落到实处。

适当性制度的实施效果

股指期货投资者适当性制度达到了三个方面的效果。

第一，投资者理性参与，截至目前市场累计开户数为 7.9 万户，没有出现散户过度参与的现象；第二，参与投资者资金实力较强，绝大多数具有丰富的商品或股票投资经验；第三，股指期货市场交易活跃，运行平稳，每天交易量在 22 万手到 25 万手之间，持仓和成交比基本上是 6 倍左右，基本上达到了与国际成熟市场水平。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅

国泰君安 投资者适当性服务体系

■ 国泰君安证券零售客户总部副总经理 马刚

2008年以来，国泰君安逐步深入探索研究，在此基础上建立了一套相对科学完备的投资者适当性服务体系。这套体系构建的基本思路就是以投顾服务类员工为核心，通过“了解客户—了解产品—产品适配—服务传导”，最终实现适当性的服务。

客户信息集约管理

除了交易系统，国泰君安从三大主要客户接触点归集客户信息：一是网站、呼叫中心与客户接触的服务记录，如产品订阅等；二是客户服务人员与客户交流的服务流水；三是证券营业部及客户经理补充的客户扩展信息，包括客户社会角色、家庭成员等。

以上渠道获得的客户信息不仅包括交易系统中的身份、交易信息，还包括通过各服务渠道获取的风险信息、服务信息以及客户生命周期相关的扩展信息。所有这些信息归集到数据中心之后，经过数据清洗和统计分析，从客户概况、动态分类特征、扩展信息、佣金价格等多个角度，最终形成客户全景信息。

此外，为确保客户信息的有效性，建立了客户信息的补充和完善机制，包括客户在网上交易系统自主修改联系信息及服务营销人员修改、补充客户信息。

产品建库集中管理

在梳理自身的产品和服务的前提下，专门设计了产品管理体系，借鉴传统制造行业的成熟经验，以产品建



库的方式，实现服务产品化，产品有形化，切实落实“了解产品”的适当性服务要求。

目前，国泰君安已建立了产品库，并按“总部—分公司—营业部”三层架构实施分级管理。总部设计的服务产品由总部产品经理进行管理，发布后全国所有分支机构、营业部均可使用；分公司设计开发的服务产品由分公司产品经理进行管理，发布后分公司所辖营业部均可使用，也可选择性地向其他分公司共享开放；营业部设计开发的服务产品由营业部产品经理自行管理，仅在营业部范围内使用。

同时，实现了针对理财产品准入、评估、推广和跟踪的全过程管理。

第一，对理财产品实行发行公司准入控制原则，由公司经纪业务委员，包括销售交易总部、零售客户总部、资产管理公司以及第三方专家小组对理财产品的发行公司进行准入管理。

第二，理财产品评价。指相关部门发起产品评估程序，由专业研究部门实施产品分析研究，研究内容主要包括产品基本信息、风险评估考量、目标客户筛选建议及产品贡献度等，并对产品风险等级进行评估与设定，最后，产品入库管理。

第三，在理财产品销售推广组织过程中，需按证监会相关规定将高风险产品销售给积极型客户、将中风险产品销售给稳健型客户、将低风险产品销售给保守型客户。

第四，对准入的理财产品进行动态跟踪管理，主要包括净值跟踪、尽职调查、风险提示等内容。

产品适配过程管理

在全面落实投资者适当性服务的过程中，国泰君安明确了产品适配的三级匹配应用路径——从风险适配到客户细分静态适配，再到服务过程动态适配。

客户与产品风险承受能力相对应，是适当性服务的最基本要求，也是投资者保护的重要环节。国泰君安将产品风险评估数量化与客户风险承受能力评估数量化进行对应，从保守型到激进型划分为3~5项层级，当客户进行相对高层级风险产品的选择时，信息系统会促发提醒动作，权限中心在未获得客户认可前，暂不开放相关产品权限。

此外，国泰君安还以君弘财富俱乐部为载体落实客户细分适配。在客户性格属性分类、资源配置分级的过程中，按照细分之后的客户群体特征，有针对性地设计并推送产品，使产品与客户地适配，从风险适配上更进一步，实现产品内涵与客户核心诉求的适配。

同时，依托君弘百事通平台落实服务过程动态适配。

国泰君安首次将MOT（Moment Of Truth，关键时刻）概念引入证券客户服务中，结合证券客户的特有需求，梳理出大量对单个客户财富变化和服务感知影响巨大的关键服务节点，在每个MOT点上以合适的方式给客户提供合适的服务。

服务传导整合管理

国泰君安高度重视服务的传导过程，从客户视角出发，对营销服务人员、门店现场、呼叫中心、互联网等四大客户接触点的服务流程做了精细化梳理，强化服务过程的管理。

一是打造统一通信工具，统一对外服务口径与通道；二是规划现场“三大区域三个岗位”，形成服务流程标准化；三是建立健全客户回访制度，实现客服中心服务过程电话留痕；四是实现互联网服务领域客户身份“统一认证”。

投顾服务人员管理

人是投资者适当性服务体系的灵魂与核心，国泰君安高度重视以投顾服务人员为核心的营销服务类人员服务过程的管理，分别从绩效、服务规范、平台支持等多方面做了相应管理要求的规定，并规范了营销服务行为。

首先，明晰以服务过程管理为导向的绩效考核办法，成为营销服务人员落实适当性服务的原始推动力。

其次，引入“4M”管理规范，强化营销服务人员的服务过程管理。

最后，打造集行情、资讯、客户服务与客户管理于一体的君弘百事通工作平台，提升营销服务人员的服务专业能力及服务效率。

总之，适当性服务是以人为核心，通过了解客户、了解产品、产品适配、服务传导几个环节，最终实现产品适配的服务体系，并可以简要地概括为“一个人，两个中心，三个平台，一套MOT服务计划，一个客户感知平台”。

本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅



创新是发展的源泉和动力，一系列产品创新的探索和推进，有效提升了期货公司的品牌形象，为公司拓展市场、提升实力提供了扎实的基础和充足的动力。

可交易指数：创新与实践

■ 文/邱海翔

近几年来，在规模增长的表象背后，期货行业的内在结构也在发生深刻的变化。随着股指期货等金融期货品种的推出及期货市场自身辐射影响力的提升，各类专业机构投资者开始进入期货市场。

同时，从 2008 年金融危机到美国推出量化宽松，全球经济环境动荡引发的大宗商品价格剧烈波

动进一步提升了机构投资者入市的内在需求；而国内宏观层面，包括对期货行业的综合调控，又在客观上对散户投资者产生了一定的挤出效应。

各种因素作用下，专业机构投资者比重提升——这一期货投资者结构演变的趋势将进一步加强，公募基金、私募基金、产业企业等各

层面机构投资者群体将加快入市步伐，并在未来占据更重要的地位。

随着期货市场不断发展，投资者对期货市场功能、期货投资理念、期货工具应用等的理解也日渐深刻成熟。

值得注意的是，与行业结构变化随之而来的将是客户交易行为和需求特征的变化。与散户投资者相



专业机构投资者比重提升——这一期货投资者结构演变的趋势将进一步加强，公募基金、私募基金、产业企业等各层面机构投资者群体将加快入市步伐，并在未来占据更重要的地位。

比，专业投资者和机构投资者的交易偏好明显偏向于中长线稳健交易而非短线频繁交易，风险偏好则是更多追求低风险适中收益而非高风险高收益，交易模式也更多采用套利对冲、组合配置等结构性复合交易而非追涨杀跌的单边趋势投机。

与之相应，投资服务需求也明显不同。专业投资者、机构投资者对市场因素分析、价格趋势判断等传统信息咨询服务的需求和依赖度明显偏低，更看重的是策略模式、工具产品等的辅助设计与配套提供。

基于对上述行业结构与客户需求变化趋势的分析，东海期货确定了策略产品创新和软件工具创新为重点的创新路径。

策略产品创新：东海动态商品指数

在国外成熟市场，机构投资者、专业投资者的一个重要投资策略是指数化投资。这在国内证券市场已得到较广泛应用，但期货市场尚未涉及。然而，相应的市场需求却日益迫切。尤其是近几年来，受国内、国际经济形势变化、金融环境动荡、自然灾害频发等因素影响，大宗商品价格剧烈波动，物价指数持续走高，通胀压力全面爆发。

期货市场一方面需要一个科学衡量大宗商品整体价格波动及预期走向的参考基准以评估通胀形势，

另一方面，也需要一种可有效对冲通胀风险的投资标的以实现资产保值增值。

但纵观国内投资市场，尚无完全符合这一需求的理想产品。2011年市场热销的各种“抗通胀”主题基金也只是被迫选择通过投资国外商品指数基金这一流程复杂、成本高昂的方式来进行挂钩商品投资。正是基于上述背景，东海期货将策略产品创新的首个目标选定为商品指数产品开发。

之前，国内商品指数领域并非完全是市场空白，一些机构已开发出根据现有期货交易品种报价产生的商品期货指数。但经过了解发现，这些已有指数存在一些共性问题：比如一般采用日线数据计算，并通过盘后静态发布，即每日发布按当日收盘价计算的一个指数数据，个别采用分时数据计算发布的，也只是使用10分钟数据并采用单一K线形式发布，发布方式不太符合投资者的常规浏览查询习惯。

又比如，这些指数均为观测型指数，即只能提供最基础的数据显示服务，仅供投资者了解市场状况时参考，无法实现买卖交易，无法满足投资者进行指数化投资等重要的现实应用需求。

要实现有效创新，就必须突破既有的技术瓶颈。另外，如何解决期货合约特有的主力合约换月过渡

问题对指数的影响,如何解决指数投资中成分品种持仓稳定需求与指数成分品种权重调整变化的矛盾等问题,也是指数编制中较棘手的技术难点。

为此,东海期货组织技术团队,经过近一年的探索努力,终于在2010年年底取得突破,推出了“东海动态商品指数”(下称东海指数),初步解决了上述难题。

针对数据计算发布问题,东海指数充分应用行业内的程序化交易软件技术并创新性地导入了WEB框架的FLASH技术,将数据采集、模型计算、数据生成、数据发布等多个环节通过计算机技术整合成链,从而既实现了对指数数据的高频秒级实时计算,又实现了计算生成的指数数据与常规行情软件完全一致的实时动态走势发布。

投资者查阅指数与查阅一个期货交易品种一样,完全契合日常的浏览习惯,大幅提升了用户的使用体验;同时,短、中、长期的全方位价格波动信息,也有助于投资者实时把握大宗商品的走势脉络,更及时有效地判断分析通胀趋势。

尤其是,通过WEB框架(MVC)实现了与行情客户端软件类似的功能和效果,通过RPC远程调用方式实现了行情实时更新,使用Flash技术实现了图形化界面和兼容主流浏览器,从而使指数数据实现了不

依赖第三方行情软件的自有WEB网页及程序化交易软件的双通道技术发布,大幅提升了用户的使用体验。不管投资者是否属于东海期货客户,查询浏览指数行情均十分方便快捷。

至于指数可交易化问题,因为在指数数据采集、模型计算等过程中充分引入了程序化软件编程技术,所以延循同样思路的指数实战交易问题也就迎刃而解。东海指数不仅可以像常规行情软件一样可以切换走势图、K线图,可以进行各种指标的技术分析,更可以通过配套的程序化交易软件进行指数成分品种的一揽子买卖交易,从而实现指数化投资。

东海指数实现了可交易指数的突破,真正成为一种投资型指数、交易型指数,从而为各类机构投资者研发设计挂钩大宗商品的各类投资策略及创新产品提供了一个理想的平台。在此基础上,东海期货又组织研发团队开发了指数化投资、Alpha对冲、期股跨市场联动、计量协整对冲、指数强弱对冲、技术经验对冲等一系列指数创新应用策略,有效拓展了专业机构投资者的资产配置渠道及对冲组合、盈利避险模式。

针对指数编制问题,东海指数设想了解决思路和方案,并通过反复评估比较确定了最优方案。

首先在指数成分品种权重衡量基准上摒弃了常用的成交量指标,而是运用前一季度各成分品种持仓额占比统计均值作为指数编制计算的初设权重,并于每个季度初,即每年1月、4月、7月、10月,进行东海指数初设权重的统计重估,从而避免投机炒作强弱及合约面值大小对指数代表性的影响,更客观真实地反映大宗商品的综合价格变动。

在这一基础上,针对主力合约换月问题,东海指数创新地采用了两日换月分步赋权的方法,使新旧主力合约之间的过渡更为平稳,有效地减弱了成分品种主力合约换月给指数造成波动的冲击性影响。

针对投资仓位调整问题,东海指数在编制中采用了权重动态修正模式,通过周密的测算推导出成分品种买入初始权重不变下的指数计算权重修正模型。这一创新设计使得投资者在交易指数并持有指数头寸的过程中免除了频繁调仓之苦,节省了人力成本与相关费用,为东海指数成为实战交易型指数奠定了重要基础。

软件工具创新：“东海潜龙” 高端交易平台

专业投资者、机构投资者对专业的计算机辅助交易工具、软件平台的重视程度显著高于散户投资者,

业内方兴未艾的一项研究重点是程序化交易软件。东海期货考察分析了业内已有的多个程序化交易软件系统，发现针对散户投资者的常规基础功能需求，这些软件都已实现，但针对专业投资者、机构投资者的高端个性化需求还有所欠缺。

因此，东海期货将软件工具创新重点放在开发针对专业投资者、机构投资者的程序化交易软件上。经过与软件公司一年多的深度合作、潜心研发，开发出了一套业内领先的交易终端——“东海潜龙”高端交易平台。

“东海潜龙”平台采用了先进的系统架构设计理念和灵活的功能扩展模式，以交易引擎为核心，采用快速易用的 LUA 编辑策略，在业务应用层、交易操作系统核心层、外部接口驱动多个技术层面进行了精心的开发设计。

一方面，“东海潜龙”平台在基础技术功能上全面超越了普通程序化交易软件，比如：对接快速行情、实现自动负载均衡、海量行情数据、高速度下单、高稳定运行等。

另一方面，“东海潜龙”平台针对专业机构投资者的高端需求开发了多项应用功能，比如：针对机构投资者需要跨市场、跨品种进行资产配置的投资需求，“东海潜龙”平台打通了证券、期货两个交易端口，投资者可以交易两大证券交易所和四大期货交易所的所有证券期货品种，实现多市场、多品种交易。

针对机构投资者需要应用多个投资策略进行结构化、分散化投资，以及需要对多个账户同时进行有效管理的需求，“东海潜龙”平台在核心技术模块和软件交易界面上进行了针对性开发，实现了多策略整合、多账户管理。

针对专业投资者希望开发应用个性化强、私密性高的自有策略的投资需求，“东海潜龙”平台采取了开放式构架，并在编程模块上进行了重点开发，提供了丰富强大的策略编写平台，供投资者根据自身偏好进行个性化定制，而对于一些共性的应用策略，如股指套利、商品套利、Alpha 对冲等，公司则组织团队先行开发后作为既有交易策略嵌入交易平台供投资者选择使用，从而满足了客户多方位、多层次的投资需求。

服务没有上限、创新永无止境。创新是发展的源泉和动力，一系列产品创新的探索和推进，有效提升了期货公司的品牌形象，为公司拓展市场、提升实力提供了扎实的基础和充足的动力。

（作者系东海期货研究所所长）



服务没有上限、创新永无止境。创新是发展的源泉和动力，一系列产品创新的探索和推进，有效提升了期货公司的品牌形象，为公司拓展市场、提升实力提供了扎实的基础和充足的动力。

我国期货市场流动性： 现状、原因与对策

■ 文/刘晓雪 郭晨凯

2001~2010年，我国期货市场规模呈持续增长态势，成交量由2001年的1.2亿手增加到2003年的2.80亿手（以双边计算，下同），2010年进一步增长到31.34亿手。2011年，随着铅和焦炭期货合约的上市，市场规模不增反减，2011年1~10月份成交量为17.36亿手，比上年同期大幅降低了30.41%。针对期货品种增加而交易规模大幅下滑这一期货市场的新变化，急需探寻引发变化的原因及其对期货市场产生的深远影响，为期货市场的持续稳健发展提供政策参考。

一、流动性实证分析

期货市场流动性是指在期货合约价格没有明显波动的情况下，交易者按照自己的意愿迅速达成交易的难易程度。也就是说，交易者在需要的时候能够以较低的交易成本迅速完成交易，而对价格产生较小的影响，则称该市场是富有流动性的。

本文在计算流动性指标过程中，采用了完善后的Martin流动性比率，计算公式如下：

$$Li_t = \frac{\Delta P_t}{V_t}$$

其中， ΔP_t 是指t时段内的价格波动幅度， $\Delta P_t = \frac{P_t(\max) - P_t(\min)}{P_t(\min)}$ ，其中 $P_t(\min)$ 和 $P_t(\max)$ 分别是t时段内的最低价和最高价； V_t 为t时段的成交量。

本文选取金属、农产品、能源化工品种来衡量我国期货市场流动性的整体变动情况。具体包括：铜、铝、锌、天胶、LLDPE、白糖、菜籽油、棉花、豆油、黄大豆一号、玉米期货品种，以避免因品种选择而带来的个性差异。

本文数据分析包括基于日数据和基于1小时数据的市场流动性变动。

鉴于不同品种之间可能存在一定的季节性或偶然性因素的影响，首先剔除市场交易过程中出现的异常值，然后根据日数据和小时数据计算出期货市场流动性比率和小时期货市场流动性比率，进而将流动性在月度内进行平均以反映整体变动趋势。

通过期货市场流动性实证分析，可得出如下结论：

第一，我国期货市场流动性总体呈先增后降的发展态势。但是，各品种出现市场流动性下降的时间略有差异，多数品种在2010年7月份后出现了流动性降低的态势，金属期货早在2010年3月份后市场流动性就有所下降。

第二，我国约有一半期货品种的市场流动性在金融危机期间受到影响，但影响均不大。从具体品种来看，棉花、大豆和玉米受到的影响略高于其他品种。

第三，豆油、白糖、铜、锌、天胶市场流动性较好，棉花、菜籽

油、铝、黄金、玉米、LLDPE、大豆次之。

二、流动性变动的原因

我国期货市场流动性变动的原因不是全球因素而是国内因素。外部相同的经济预期背景下，国际期货市场流动性上升，而国内期货市场在2010年出现下降。这清楚表明：一是影响市场流动性的因素主要来自国内，而非来自外部共同因素；二是危机时也是期货市场风险管理功能发挥之时，危机发生与否对期货市场流动性和期货市场成交量影响并不大。

从期货市场流动性的定义可知，一个富有流动性的市场是较大的市场规模、合理的投资者结构、较低的交易成本和完善的市场制度等方面的综合外在反映。因此，结合国内宏观经济环境、期货市场制度、市场规模、交易成本、投资者结构等因素来分析原因。

1. 从紧的货币政策和宏观调控措施。

2008年金融危机发生后，为减少经济衰退的影响，2008~2009年我国采取了一系列以“刺激经济增长”为目标的宏观经济政策。这些政策在2009年随着经济增长日益好转后对物价产生较大压力，导致2009年到2010年年初CPI持续上涨，2010年将宏观调控的重心由“经

济增长”调整为“稳定物价”。因此，自2010年1月份实行了一系列适度从紧的货币政策以实现调控物价的目的，同期出台了房地产价格政策、企业贷款资金入市政策、上调准备金率、稳定物价16条等。

以“稳定物价”为目标的宏观调控政策对于期货市场带来两个直接影响：第一，减少了可进入期货市场的现金流；第二，增加了资金占用成本，提高了入市资金或即将入市资金的隐性成本。

2. 期货市场的系列措施。

为配合稳定物价的调控措施，期货市场同时采取如下措施：提高交易保证金比率、取消手续费优惠政策（取消天胶、白糖等品种的日内交易手续费单边收取政策）、新上市合约均设为大合约（铅交易单位是25吨，焦炭交易单位是25吨）、限制开仓手数、鼓励避险减少投机等一系列措施。

期货市场的上述措施可通过如下传递方式影响市场流动性：一是提高交易保证金比率、取消手续费优惠、大合约制度均明显提高了交易者的交易成本、减少了资金的放大效应，显著降低了期货市场的流动性；二是大合约制度、鼓励避险减少投机等均允许资金实力强的机构投资者和套期保值者入市，限制了部分投机交易，减少了避险者的交易对手，显著降低了期货市场的

流动性水平；三是限制开仓手数实际上降低了投资者的交易数量，通过降低市场活跃程度进而减少了市场的流动性水平。

三、流动性变动的影响

流动性下降带来的影响包括：

1. 影响期货市场功能发挥。

期货市场价格发现功能发挥的前提是一个类似于完全竞争结构的市場，吸引尽可能多的投资者入市，进而汇集尽可能多的价格信息和价格预期信号，形成较为准确合理的期货价格信号。

流动性降低对期货市场功能发挥的影响包括：首先，中小投资者被阻挡在期货市场之外，减少了投资者参与程度和信息反映程度，削弱价格信号的合理性和权威性，降低价格发现效果；其次，提高套期保值成本，给大型企业避险带来交易对手较少和成交不便等一系列问题，影响期货市场风险管理功能的发挥效果。如果市场流动性水平进一步下降，期货市场价格发现和风险管理功能都将面临严重制约，并有可能出现国内期货市场被其他市场部分替代的现象。

2. 引起资金外流，带来监管风险。

国内期货市场流动性下降，引发投资者寻找交易成本更低的国内期货市场的替代品，主要体现为：

一是转向参与便利的远期电子交易市场，带来较大的监管风险；二是转向流动性水平更高的国际期货市场，形成明显的资金外流。

目前，国内投资者已经通过直接或间接的方式参与境外期货交易，符合境外套期保值的企业尚在国家监管部门的管辖范围内，更多投资者则通过香港或台湾地区的中介公司参与境外期货交易，而这些交易不在监管范围之内。因此，在外盘代理业务未全面推出时，这种资金外流将带来代理风险和“监管真空”。

通过期货业内访谈和实证数据可以发现，国内期货市场流动性下降的同时，国际市场相关品种的电子盘交易日益活跃，这可能与国内市场活跃程度下降、交易成本上升引发部分资金转往国际市场进行交易有关。

除此之外，我国期货市场流动性下降，也将影响 QFII 参与我国期货市场的积极性，进而降低国内期货市场的国际影响力。

3. 制约机构投资者的参与，影响新业务的开展效果。

在一个富有流动性的期货市场里，机构投资者可以较低成本参与期货交易，等待成交时间较短，快速抓取投资机会，并形成投资者的盈利增长点。反之，在流动性不理想的期货市场里，会对投资者的交

商品价格信号的有效性取决于市场的深度、宽度和广度。深度是期货市场的流动性；宽度是期货品种体系的健全完善；广度是期货市场投资者结构的合理性。价格信号是良好的市场流动性、健全的期货品种体系和合理的投资者结构的综合反映。

易带来很大的不确定性。因此，流动性不理想的期货市场，将严重制约已推出的基金专户入市和即将推出的资产管理业务的开展效果，影响基金等机构投资者的套利行为和其它交易的参与程度。

4. 影响期货市场的长远健康发展。

流动性是市场的生命力所在，流动性缺乏将影响市场的长远健康发展。以大合约制度为例，该制度既希望机构投资者参与，又将中小投资者拦阻在市场之外，实际造成了“市场流动性不足”与“机构投资者无法参与”的双重困局。中小投资者没有能力进来，机构投资者有能力进来而市场流动性缺乏导致无法进入市场，也就无法实现服务相关产业的目的，影响期货市场的功能发挥和长远发展。

四、启示与建议

面对上述原因和市场流动性降低带来的负面影响，建议如下：

1. 正确认识期货市场与商品价格波动之间的关系。

近几年国内外商品价格大幅波动，引发了期货市场与商品价格波动之间关系的争论。商品价格大幅波动的动因不是期货市场，而是影响商品价格的因素较以往发生了变化。以前商品价格的影响因素主要是国内供求，随着全球化的推进，现在商品价格既受到国际和国内供求的影响，还受到政治、经济、心理预期等因素的影响。影响因素的错综复杂使得商品价格波动呈

现差异化变动特征。期货市场的价格发现功能，是将商品价格的影响因素综合体现并较快传递出来，而不是商品价格波动的原因。因此，应客观认识期货市场的功能以及期货市场与商品价格波动间的关系。

2. 正确认识期货市场流动性与价格信号合理性之间的关系。

商品价格信号的有效性取决于市场的深度、宽度和广度。深度是期货市场的流动性；宽度是期货品种体系的健全完善；广度是期货市场投资者结构的合理性。价格信号是良好的市场流动性、健全的期货品种体系和合理的投资者结构的综合反映。流动性是期货市场的生命，一个缺乏流动性的市场，其价格发现信号的权威性肯定是不足的；价格信号合理性若有欠缺，则需从上述三个方面寻找原因。

3. 逐步改善目前大交易所小期货公司的格局，提高期货市场的稳定性。

我国期货公司收入主要来自手续费收入、利息收入、投资收益和其它收入，其中手续费收入占90%。在业务和收入来源均较单一的情况下，期货公司在期货市场中处于较弱的发展地位，同其业务创新的主角不相匹配。尤其是近期取消手续费优惠、提高交易保证金比率后，期货市场流动性水平下降，

给期货公司的收入带来显著影响。

为改善这种状况，可采取如下措施：一是改变期货公司业务单一的现状，逐步增加投资咨询、资产管理、境外代理和自营等业务，使得期货公司发挥专业优势；二是逐步调整目前交易所和期货公司的手续费分配机制，并通过制度化措施使之常态化。鉴于流动性下降对整个期货市场的深远影响，交易所已采取返还手续费30%的措施，改善期货公司经营状况，建议完善成更常态的制度化措施使之明确化，比如将期货合约中手续费的20%-30%给期货公司，并提供日内交易、套利交易的手续费优惠政策，对于交易风险不同的投资者采取区分政策，提高期货市场的流动性水平；三是在基金专户进入商品期货市场后，推进期货公司咨询业务步伐，使之在基金专户业务中发挥更为重要的作用；四是在物价调控初见成效的背景下，根据品种活跃程度逐步降低交易保证金比率，提高市场流动性。较高的保证金比率使得期货市场和远期电子交易市场的保证金水平日益接近，并且和国际期货市场的保证金比率差异显著。为进一步发挥我国期货市场功能及其在国际市场的影响力，建议逐步降低交易保证金比率。

4. 减少“监管真空”，将投资

者吸引到“可监管”的市场中来。

针对目前出现的资金外流迹象，可从以下几个方面着手：第一，通过提供手续费优惠、降低交易保证金比率等措施，提高期货市场流动性，增强期货市场的投资吸引力；第二，逐步推进境外代理业务，允许部分投资者按照规定程序参与境外交易，将境外交易纳入监管框架；第三，借鉴国际经验和发展趋势，适当推出某些不活跃品种的迷你合约，降低投资者入市交易的门槛，以达到提高市场流动性的效果。

5. 提高机构投资者比例，期货公司作为CTA发挥专业机构投资者的作用。

机构投资者的参与既可提高期货市场的流动性，也可发挥稳定市场的作用。为更好服务产业、服务机构投资者，期货公司除做好传统经纪业务外，需向专业机构投资者的角色转换，既为企业的风险管理提供服务，也为基金专户入市、与各类基金合作开发期货产品提供服务。在基金专户进入商品期货的基础上，还可进一步借鉴国际经验，通过鼓励证券公司、基金公司、保险公司等金融企业将适当比例资金配置在期货市场，优化投资者结构，发挥提高市场流动性和稳定期货市场的作用。☐

（作者就职于北京工商大学）

谨慎乐观看待“政策底”

■ 文/杨维维

自 2011 年三四月份始，资本市场可谓一刻不曾消停过。先是日本大地震，接着是欧债危机再掀波澜，再是美债信用评级被下调……在全球宏观环境一片乌云密布的形势下，国内市场还肩负着控通胀调结构的任务与压力，经受着日趋严厉的房产调控政策和紧缩的货币政策考验。

在多重大山的压迫下，沪深 300 指数从 4 月中旬开始，几乎是直线下跌，最深跌幅达到 26%。商品前期虽然略显坚挺，但在全球经济增速持续放缓，欧债问题反反复复的困扰下，9 月开始也呈现急速下跌之势。直至近期，随着国际环境暂时转暖，以及国内通胀预期回落，宏观政策传出适度微调的信号，股市和商品才有些许像样的反弹。

美国经济增速出现反弹

美国三季度实际 GDP 环比折年率为 2.5%，较今年一、二季度的 0.4%、1.3% 有较明显的回升，超出投资者的预期。虽然近期公布的 10 月 PMI 指数仅为 50.8，较预期的 52 有较大出入，但总体而言，消除了人们对美国经济二次衰退的担忧。我们将美国经济判定为正处于弱复苏阶段。

从拉动 GDP 增速的因素看，主要为个人消费支出和固定资产投资，对 GDP 增速贡献分别为 1.7% 和 1.6%。美国三季度 GDP 的回升，除消费者信心提升、增加个人消费支出外，固定资产投资的增加部分主要得益于政府的投资优惠政策。

虽说三季度数据的好转有一定的临时性因素，但由于企业投资优惠政策将于年底结束，因此，我们预计四季度固定资产投资依然会对 GDP 贡献较大，而近期就业和消费者信心数据的好转，预计也将有助于提升居民信心，四季度美国经济或仍继续处于弱势复苏的局面。

欧债危机乍暖还寒

2011 年 10 月 26 日，近 10 小时的欧盟峰会第二轮谈判结束并达成以下三方面协议，可谓在欧债问题的解决上迈出了一大步：一是扩大欧洲金融稳定基金（EFSF），从目前的 4400 亿欧元增至 1 万亿欧元；二是有希腊欠债的银行和保险公司，同意把债务减记 50%；三是截至明年 6 月 30 日，将欧洲主要银行的核心资本充足率从 4% 提高到 9%。



作者简介

杨维维，浙江大学企业管理硕士，现任信达期货研发中心总经理助理，主要从事宏观经济研究，在第一财经、证券时报、期货日报等媒体发表文章十余篇，同时为浙江经视电台特邀嘉宾。

上述协议令长期被欧债危机困扰的投资者们释然不少，然而依然令人存有疑虑。

首先，1万亿欧元的欧洲金融稳定基金，即使在其他国家不需救助的情况下，也只能维持意大利和西班牙两国债务两年时间；其次，银行和保险公司将手头的希腊债务减记50%，无疑将使银行和保险业遭受惨重损失，况且按它们手头的债务计算，希腊总债务实则只减记28.6%；最后，峰会并未确定详细的实施细节，而欧盟内部各成员国间的分歧与政治博弈，预计也将使实际实施过程困难重重。

因此，欧盟第二轮峰会，实际上仍然只能说是为欧债危机赢得了暂时的喘息机会，有助于缓解市场的大幅波动。长期来看，并未实质上解决欧洲各国的债务问题，欧债危机仍将在长期内存在。

国内经济增速继续下滑，通胀回落趋势确立

在控通胀调结构及遏制房价过快上涨的目标下，我国实行持续紧缩的货币政策，固定资产投资环比增速尤其是房地产开发投资增速明显趋缓（9月仅为25.4%，远低于8月的31.1%），同时受欧债危机影响，出口增速也显著下降（9月仅为17.1%，远低于8月的24.5%）。

因此，2011年我国第三季度GDP同比增速仍呈持续下滑之势

（一季度为9.7%，二季度为9.5%，三季度为9.1%）。而从9月新开工投资增速与计划投资增速均大幅回落来看，预示着未来投资的增长也不容乐观；出口受欧洲的经济及债务问题影响，预计继续下滑的可能性也较大，四季度以及2012年一季度的经济增速预计仍将会继续趋缓。

除了经济增速的下滑，紧缩的宏观调控政策终于也盼来了通胀的触顶回落。9月食品价格尤其是肉禽类价格环比涨幅的缩小，使得CPI同比涨幅为6.1%，较8月下降0.1个百分点。而从各部门公布的10月食品价格走势以及生猪价格已创下7月以来新低看，10月CPI回落已成定局，10月通胀压力或将得到显著缓解，回落至5.5甚至以下。后市随着翘尾因素的减弱，预计通胀将会有进一步的下降。

紧缩政策出现微调

随着通胀逐渐回落，房价则“金九银十”不在。京沪部分房价出现20%~30%的下跌，面对持续下滑的经济增速，紧缩政策迎来了局部微调。先是国务院出台九大财金政策支持小微企业，后是财政部允许4个地方政府自行发债，再是温家宝总理表示“宏观调控应该适时适度微调”，一系列的政策放松微调信号，无疑给投资者带来了资本市场触底的信心。

2011年10月20日央行下调3

年期央票招标利率，也标志着货币政策正式回归中性。我们认为，随着通胀进一步回落与经济增速下滑的双下降，预计未来货币政策或将下调存款准备金率，到2012年，若通胀能如期回落，预计将会有下调存贷款利率的可能。

“政策底”下存担忧

在外部宏观环境暂时有所转暖的情况下，目前国内股市、期市的走势主要受微调的政策面影响较大。由于四季度以及2012年一季度的经济增速对实体经济的反应具有一定滞后性，相关指标继续下滑的可能性存在，同时，通胀也将会有较大幅度的回落。根据财政政策和货币政策双宽松的现象，我们认为，目前已现“政策底”，期指和商品市场反弹的势头将会持续。

虽然国内市场已现“政策底”，但我们不得不对欧债问题继续保有忧虑。首先需密切关注峰会协议的实际实施情况，包括类似近期希腊公投事件的引发和取消等；其次是受欧债问题牵连的企业破产事件是否会升级，以及西班牙、意大利的债务问题是否会再爆发。

最坏的可能是希腊直接违约，脱离欧元区，这将使欧洲银行业遭受惨重损失，给全球市场造成重创。虽然目前这种可能性不大，但欧债问题仍有许多不稳定因素，市场或会出现反复。

自 2011 年 7 月以来，美国商品期货交易委员会（CFTC）已开始进入多德 - 弗兰克法案（Dodd-Frank Rulemaking）颁布或者授权的相关条例最后制定阶段。

在 7 月与 8 月间的三次公开会议上，CFTC 采纳了从大宗交易报告制度、反操纵规则到掉期数据存储注册等 11 条最终规则。CFTC 已经制定了雄心勃勃的时间表，将在未来数月内继续完成法规制定工作，并在 9 月、10 月及 11 月每月召开两次会议。

现在已经列出的那些规则还不是最终版本，但 CFTC 主席 Gary Gensler 在 8 月 4 日的部门会议上给出了一些线索。

“在秋季之初，我们将开始从事关于清算所核心原则的规则制定，其中包括头寸限制、商业准则及实体定义等。” Gensler 说：“到秋季晚些时候，我们会考虑开始制定与交易、实时报告、数据报告及终端用户豁免相关的规则制定。”

CFTC 进入多德 - 弗兰克法案最后立法程序

■ 文/Will Acworth & Joanne Morrison 译/冯亮



Gensler 承认，CFTC 无论如何都不太考虑在年末前完成所有规则的制定。由于多德 - 弗兰克法案将在 2011 年 12 月 31 日前到期，CFTC 可能需要延长相关的特殊豁免权。

对于该新规将如何实施，市场一直要求 CFTC 给予指引。为回应市场要求，CFTC 计划在多德 - 弗兰克法案逐步实施的过程中征询公众意见。“对于非掉期交易商和主要掉期交易参与者等市场参与者，要求需要更多时间熟悉新的规则以应用在实际的交易中”，Gensler 曾在 7 月 21 日众议院农业委员会的听证会上如此解释。

虽然 CFTC 已经开始某些多德 - 弗兰克法案相关规则的最后定案，但某些规则已证明特别难以起草。7 月 19 日，CFTC 就掉期必须的清算时间重新提出了规则。这是 CFTC 在第二轮公众征询意见活动中首次重新发布规则，并且，Gensler 还说 CFTC 将在未来针对其他的规则做出相应的修订。

另外，由于多德 - 弗兰克法案的某些条例将在 7 月 16 日自动生效，CFTC 在 7 月份还发布了两条豁免指令来延长相关条例的有效日期。CFTC 声称这些指令为掉期参与者提供了法律上的确定性，并确保向新规则过渡。这两个指令将会在 12 月 31 日前失效，但在 8 月 4 日的会议中，Gensler 说如果有必要，将在 11 月份考虑延长上述指令的限期。

暂时的宽限

对于第一个豁免令，CFTC 声明不建议对任何人具有强制性，假如这些人违反了：(1)《商品交易法案》第 4s(l) 条款，该条款对掉期交易商及主要掉期参与者有关为结算掉期头寸的抵押提出了某种隔离要求；(2)《商品交易法案》第 5b(a) 条款，要求金融衍生清算机构要在 CFTC 注册以便能从事掉期清算；(3)《商品交易法案》第 s(k) 条款，该条款规定了掉期交易商及主要掉期参与者的首席合规官员的主要责任及任命。

对于第二个豁免令，CFTC 在两方面有所放宽。

第一，主要是在 7 月 16 日即将生效的与“掉期”、“掉期交易商”、“主要掉期参与者”及“合资格合约参与者”有关的条例，CFTC 对此提出豁免以便市场参与者可以暂时不遵守这些条例直到上述术语获得明确定义或 12 月 31 日，具体时间参照上述两个时间中的更前者。

第二，提出应用于某些“豁免或排除商品”交易的《商品交易法案》条款是多德 - 弗兰克法案废除《商品交易法案》中豁免或排除条款的结果。

从实践意义来说，废除这些豁免及排除条例，将使得一些商品掉期双边交易能符合交易所交易对于期货合约的要求。CFTC 暂时将此类交易从现有的《商品交易法案》中豁免，

直到新规实施或 12 月 31 日，具体时间参照上述两个时间中的更前者。

反操纵和反欺诈的最终规则

7 月 7 日，CFTC 五位委员一致通过了执行多德 - 弗兰克法案第 753 款的最终规则，这明显地扩展了 CFTC 起诉操纵以及欺诈行为的权利。这个将在 8 月 15 日生效的最终规则对操纵行为、欺诈设置和人为设计作了广泛的禁止。

不论有意还是鲁莽与否，相关行为意图制造或者已经制造了一个人为价格，都将是新规所禁止的。现任 CFTC 执法部门负责人的 David Meister 是一位前任的纽约地区助理律师。他说这些新规都是以证券交易委员会规则第 10b-5 条为蓝本来制订的，且参考了一长串证券方面的案例。这些新规并未涵括中断交易，这个属于 CFTC 独立的立法过程。

商品掉期大宗交易报告制度

7 月 7 日，CFTC 一致通过关于商品掉期大宗交易报告制度的新规。新的规则要求与 46 种商品期货“经济上等价”的实物商品掉期建立每日报告，无论是已经清算还是未清算的头寸。新规将在 9 月 20 日生效，如果掉期合约的规模超过数量等同任意 50 份单一合约月份的商品期货合约时，那么该头寸必须进行报告。

CFTC 将“经济上等价”定义为掉期价格与期货结算价格相同，或“看似”期货合约。清算机构要求每日收集并报告每一结算会员总自营账户及总的客户账户头寸。同样，结算会员也要求提供其自营头寸，以及其对手方头寸的信息。

CFTC 预计有大约 100 个结算会员和 100 个掉期经纪商将被要求提供此类报告。此外，CFTC 还预计将有 5 家清算机构需要提供这样的报告。CFTC 将会规定好提交的每日电子报告的具体格式，声称收集掉期头寸的数据将会与收集期货市场的数据一样。该报告要求将会逐步采用，会在数据范围和报告频率上保持一定的灵活度。

掉期数据储存库的注册

8 月 4 日，在委员 Jill Sommers 的反对下，CFTC 以 4 比 1 通过关于建立特定掉期数据储存库注册及规范要求的最终规则。根据多德 - 弗兰克法案，所有已经结算和未结算的掉期头寸都需要向在 CFTC 注册的掉期数据储存库报告。最终规则将会在《联邦公报》上刊登后 60 日后生效，建立了一套关于掉期数据储存库的注册、核心原则、责任的要求。

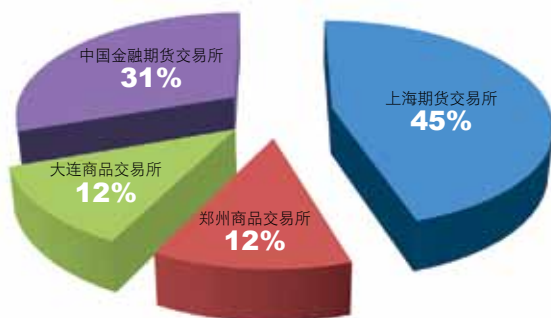
(本文编译自 2011 年 9 月《Futures Industry Magazine》，译者就职于广发期货发展研究中心)

2011 年 10 月中国期货市场成交情况统计表

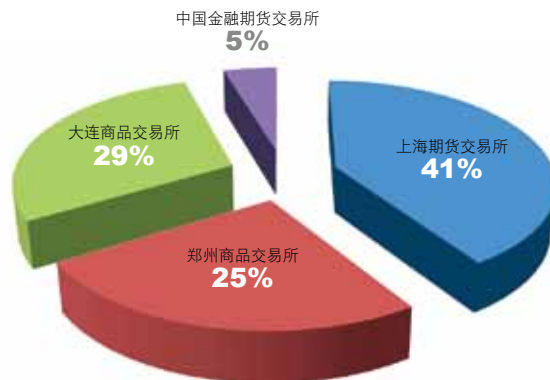
交易所名称	品种名称	本月成交量(手)	同比增减 (%)	本月成交额(亿元)	同比增减 (%)	今年累计成交量(手)	同比增减 (%)	今年累计成交额(亿元)	同比增减 (%)	本月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	8,411,683	258.27%	23,278.55	213.25%	30,775,616	-29.11%	98,542.11	-20.47%	208,794
	铝	656,874	-51.51%	539.12	-51.92%	8,999,556	-37.81%	7,770.10	-34.37%	103,445
	锌	4,947,922	-56.27%	3,689.63	-67.46%	46,345,295	-61.75%	40,646.86	-60.82%	211,146
	铅	13,030	—	48.14	—	276,172	—	1,215.35	—	1,716
	黄金	780,474	233.44%	2,693.00	296.47%	5,682,618	106.83%	20,168.52	180.34%	32,028
	天然橡胶	9,624,604	-5.95%	13,090.62	-18.01%	80,396,357	-44.27%	134,700.92	-22.43%	114,132
	燃料油	27,785	-96.90%	14.45	-96.56%	1,965,314	-74.95%	957.16	-73.10%	4,983
	螺纹钢	12,069,637	-29.56%	4,946.66	-35.27%	61,391,327	-68.84%	28,715.41	-66.75%	481,362
	线材	369	-50.93%	0.15	-55.91%	2,702	-98.20%	1.27	-98.00%	13
	总 额	36,532,378	-16.05%	48,300.32	8.30%	235,834,957	-55.59%	332,717.70	-34.80%	1,157,619
郑州商品交易所	棉花	1,191,328	-91.00%	1,210.82	-92.71%	136,812,724	205.84%	179,001.65	299.37%	164,913
	早灿稻	311,525	-95.41%	79.31	-95.14%	5,452,782	-56.41%	1,401.61	-50.80%	46,667
	甲醇	39,905	—	62.91	—	39,905	—	62.91	—	2,101
	菜籽油	157,146	-88.22%	77.39	-87.88%	3,973,553	-44.56%	2,083.40	-32.49%	57,260
	白糖	10,378,724	-58.56%	6,969.88	-56.45%	110,241,341	-58.54%	76,869.25	-45.64%	439,824
	PTA	10,372,797	151.11%	4,469.45	147.94%	97,399,290	109.53%	48,632.44	162.28%	153,856
	强筋小麦	272,893	-86.82%	69.58	-87.41%	7,173,404	67.86%	2,061.52	89.52%	77,824
	普通小麦	14,733	70.40%	3.24	66.15%	134,051	506.13%	29.79	537.11%	4,252
	总 额	22,739,051	-56.78%	12,942.56	-65.24%	361,227,050	-5.22%	310,142.56	46.43%	946,697
大连商品交易所	黄大豆一号	2,399,591	-8.16%	1,036.74	-8.64%	21,963,065	-19.15%	9,953.48	-8.21%	326,860
	黄大豆二号	2,233	53.47%	1.04	60.29%	9,598	-18.41%	4.58	-4.70%	153
	玉米	1,862,704	-69.48%	420.66	-68.55%	22,439,911	6.24%	5,323.45	24.83%	237,048
	焦炭	56,824	—	112.84	—	1,301,893	—	3,007.61	—	3,387
	LLDPE	11,215,915	145.70%	5,198.00	99.22%	67,769,414	47.44%	36,533.29	50.64%	144,013
	豆粕	4,427,655	-72.66%	1,330.14	-75.75%	42,194,237	-57.72%	13,980.71	-53.37%	513,595
	棕榈油	1,150,261	-49.77%	912.87	-51.93%	18,995,267	-41.93%	17,318.19	-24.64%	124,018
	聚氯乙烯	733,342	54.73%	245.49	29.51%	8,275,201	53.32%	3,355.64	63.52%	28,415
	豆油	4,170,911	-58.75%	3,862.57	-58.74%	49,049,058	-27.38%	49,772.07	-8.26%	373,453
	总 额	26,019,436	-38.57%	13,120.33	-40.41%	231,997,644	-22.59%	139,249.04	-6.31%	1,750,942
中国金融期货交易所	沪深 300 股指	4,132,663	-7.60%	32,457.39	-28.51%	39,107,160	9.74%	351,679.94	13.46%	41,422
	总 额	4,132,663	-7.60%	32,457.39	-28.51%	39,107,160	9.74%	351,679.94	13.46%	41,422
全国期货市场交易总额		89423528	-37.45%	106820.597	-28.43%	868166811	-30.41%	1133789.24	-3.97%	3896680

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。

2011 年 10 月中国期货市场成交额分布图



2011 年 10 月中国期货市场成交量分布图





《海湾流金》

颜树萍 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资 0711 — L0173 号