



中国期货业协会  
China Futures Association

自律·服务·传导

# 中国期货

## CHINA FUTURES

2012年第6期/总第30期

(内部资料 免费交流)

### 美国·考察报告

总报告：以竞争促创新  
以创新促发展 >p11

美国国家期货协会自律监  
管情况及启示 >p17

### 加拿大·考察报告

总报告：强化风险管理，  
护航创新发展 >p39

从狭义合规管理转向全面  
风险管理 >p42

### 学习体会

肖成：美国期货经营机构  
的监管与创新分析 >p53

黄辉：“期现”结合的美国  
市场及对我们的启示 >p57

## 2012 首届赴美期货高管研修班 首届赴加首席风险官研修班



## || 图片新闻 ||



2012年7月20日，中国期货业协会在北京召开首届赴美期货高管和赴加首席风险官研修班欢送暨动员会，中国证监会副主席姜洋出席会议并发表重要讲话。



2012年9月25日，中国期货业协会在北京召开首届赴美期货高管和赴加首席风险官研修班座谈会，中国证监会主席助理张育军听取学员汇报并发表重要讲话。

“师夷长技以自强”，这是百余年前对学习西方先进文化的一句精辟总结。当互联网时代让如今的地球变“平”时，中国期货市场、期货行业如何更好地向发达市场“取经”，也逐渐变得迫切。

为适应我国期货市场创新发展和对外开放的迫切需求，加快培养一批具有国际视野、通晓国际规则、引领行业参与国际市场竞争与合作的高素质经营管理人才，中国期货业协会于2012年7月底至9月中旬成功举办了“首届赴美期货高管研修班”和“首届赴加首席风险官研修班”。

期货行业是知识密集型行业，期货公司的专业化服务水平和创新能力从根本上取决于从业者，尤其是管理者的能力和素质。特别是在当前行业创新发展的浪潮下，即将开展的各项创新业务对从业人员的专业素养和眼界视野带来极大挑战。

通过此次培训，学员全面了解了美国、加拿大衍生品市场发展状况及运作经验，切实加强了与国际同行的沟通与合作，深入思考了我国期货市场创新发展的方向和路径，取得了实实在在的丰硕成果。具体而言，主要体现为以下几个方面：

一是切实深化了对金融市场特别是衍生品市场前沿理论的理解。通过在布斯商学院和加拿大证券学院的理论学习，学员对衍生品市场的功能作用以及套期保值、风险管理、流动性、投机、合规、投资组合等基础概念有了更深的认识，也充分感受到了美国高校不断创新的衍生品理论对于市场实践发展的有力支撑和推动作用。

二是全面了解了美、加衍生品市场发展的现状。通过学习考察，学员们全面了解了美、加期货市场的法律规则、市场结构、产品创新、风险控制以及期货公司的经营管理与业务模式等实际运作经验，进一步拓展了国际视野，充分感受到了成熟期货市场竞争与创新的活力。

三是有效促进了对我国期货业创新发展的深入思考。“他山之石，可以攻玉”。借鉴美、加衍生品市场发展的经验，学员们围绕我国期货业的创新发展进行了深入的思考与热烈的讨论。大家一方面认识到了差距和不足，另一方面，也看到了我国期货市场的特点和后发优势，对未来创新发展的方向有了更加清晰和深刻的认识，进一步激发了发展的热情和信心。

四是进一步密切了期货行业的国际交流与合作。通过考察交流以及丰富多彩的活动，双方既对彼此的业务、专业知识有了更深的了解，同时还增进了相互之间的友谊和互信，在未来合作方面达成了许多共识，为今后我国期货市场的对外开放以及国际业务渠道的拓展奠定了良好基础。

为充分展示此次培训考察成果，本期杂志刊载了学习过程中形成的系列考察报告，以及部分学员的学习体会，供大家参考。■



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 张赫城

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  
准印证号 京内资准字 0712-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。  
\* 本出版物文章未经许可，不得转载。

## 考察掠影

- 04 考察掠影·美国
- 08 考察掠影·加拿大

## 考察报告·美国

- 11 以竞争促创新 以创新促发展  
    文/首届赴美期货高管研修班
- 17 美国国家期货协会自律监管情况及启示  
    文/中国期货业协会课题组
- 24 他山之石，可以攻玉  
    文/首届赴美期货高管研修班第三小组
- 30 借鉴美国经验 发展多层次衍生品市场  
    文/首届赴美期货高管研修班第五小组
- 35 美国之“经”可长中国之“金”  
    文/首届赴美期货高管研修班第六小组



## 考察报告·加拿大

- 39 强化风险管理，护航创新发展  
    文/首届赴加首席风险官研修班
- 42 从狭义合规管理转向全面风险管理  
    文/首届赴加首席风险官研修班第二小组
- 47 全流程风险管理是期货资管业务的基础  
    文/首届赴加首席风险官研修班第三小组

## 考察感悟

### 53 美国期货经营机构的监管与创新分析

文/广发期货总经理 肖成

### 57 “期现”结合的美国市场及对我们的启示

文/中粮期货总经理 黄辉

### 59 构建繁荣和谐的期货市场生态环境

文/经易期货总经理 曹胜

### 61 借鉴美国经验建设全球衍生品中心

文/南华期货总经理 罗旭峰

### 64 创新发展与对外开放“时不我待”

文/中国国际期货总经理 陈冬华

### 68 快速规范发展，做出更大贡献

文/东海期货总经理 王一军

### 70 在加深了解和认识差距中坚定信心

文/申银万国期货总经理 李建中

### 72 “期”待又一个春天

文/海通期货董事长 张建刚



### 76 平衡监管与创新 提升行业发展空间

文/国富期货执行董事 孙菊

### 78 美国衍生品市场特点及对我国市场发展启示

文/鲁证期货总经理 李学魁

### 83 制度保障发展，创新开拓市场

文/国信期货董事长 岳克胜

### 86 撑起中国期货的脊梁

文/中国金融期货交易所市场部副总监 石家强

### 88 技术创新和完善监管体系是行业发展基石

文/渤海期货董事长 刘浩

### 90 行业发展植根于公司定位和业务创新

文/安信期货副总经理 陈钢

### 92 满载而归的美国之行

文/中原期货总经理 王歌谣

### 98 放眼衍生品市场 思索公司发展之路

文/上海良茂期货副总经理 丁莉

### 99 “自下而上”地发展期货市场创新

文/浙商期货副总经理 胡乾源

### 101 创新引领市场发展 竞争推动创新步伐

文/新纪元期货总经理 冯莉莉

### 103 引导期货公司有序竞争 促进期货行业创新发展

文/恒泰期货董事长 付立新

### 104 认识差距，谨慎开放

文/金元期货总经理 李旭

### 105 圣地芝加哥的期货经验

文/上海久恒期货总经理 田晓磊

### 106 美国式的竞争与发展

文/光大期货副总经理 高岐

### 107 正视中美差距，创造中国期货市场繁荣

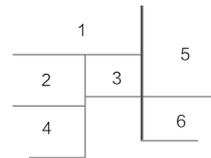
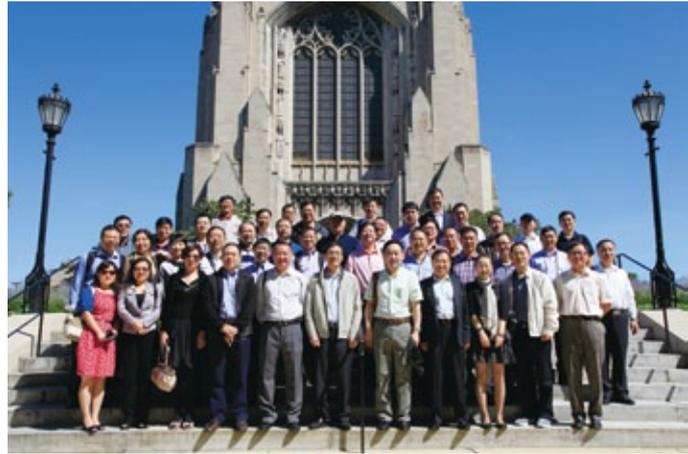
文/万达期货总经理 丛龙云

### 108 创新源于市场需求和竞争

文/新湖期货总经理 李北新

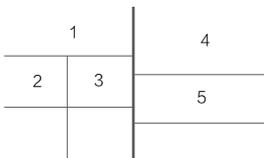
### 109 量化交易在中国大有可为

文/上海大陆期货总经理 沈杰



1. 首届赴美期货高管研修班顺利开班
2. 学员们与布斯商学院老师探讨问题
3. 学员们在芝加哥大学校园内合影
4. 学员们完成课程学习后与老师合影
5. 学员们实地考察美国农场经营情况
6. 学员们接受芝加哥交易所集团专题培训





1. 学员们考察国际福四通公司 (FC Stone)
2. 学员们考察芝加哥期权交易所 (CBOE)
3. 学员们考察摩根大通公司 (JP Morgan)
4. 学员们考察苏格兰皇家银行 (RBS)
5. 学员们考察洲际交易所 (ICE)





1	
2	
3	
4	

1. 首届赴加首席风险官研修班顺利开班
2. 学员们积极回答课堂问题
3. 学员们认真学习课程知识
4. 学员们与授课老师深入探讨问题



5	6
7	8
9	

- 5. 学员们完成课程学习后合影
- 6. 学员们在多伦多大学校园内合影
- 7. 学员们考察加拿大投资行业监管组织 (IIROC)
- 8. 学员们考察蒙特利尔期货交易所 (TMX)
- 9. 学员们考察加拿大丰业银行 (Scotiabank)

# 首届赴美期货高管研修班考察报告

## 【编者按】

7月30日至9月11日，由中国期货业协会组织的“首届赴美期货高管研修班”先后在芝加哥和纽约开展了为期一个半月的培训和考察，48期货公司董事长、总经理以及业内有关机构的人员参加了研修班。

研修班学习考察内容主要分为三个部分：一是芝加哥大学布斯商学院的金融理论与经营管理知识培训；二是芝加哥商业交易所集团关于美国期货市场运作情况的专题培训；三是对期货交易所、期货经纪商、技术公司和自营公司等期货经营机构的访问考察。

培训考察的同时，学员们还参加了由中国期货业协会和美国华人衍生品协会联合举办的“中美期货业高层交流会”；实地考察了美国农场的经营情况，深入了解农场主如何利用期货市场确定种植计划、销售粮食和管理风险。

培训考察后，学员们撰写了内容丰富、观点鲜明的考察报告。我们对考察报告进行刊载，以供大家参考。



# 以竞争促创新 以创新促发展

## ——中国期货业协会首届赴美期货高管研修班学习报告

■ 文 / 首届赴美期货高管研修班

### 一、主要成果和体会

(一) 以市场化竞争为核心的规则导向和行业文化，是推动美国期货业不断创新和保持全球竞争力的根本驱动力。

在此次学习考察的过程中，学员们体会最深的是：美国衍生品市场发展的活力来自于持续不断的产品、业务和技术创新，而源源不断的创新动力则来自于充分的、市场化的竞争。这一竞争渗透到了美国衍生品市场的各个层面，无论是从交易所到期货中介机构，还是从场内市场到场外市场，从国内市场到国际市场，都形成了全方位、多层次的竞争格局。

美国金融期货之父、CME 名誉主席利奥·梅拉梅德先生在向全体学员致辞时说：“要鼓动一定规则下公开竞争。只有竞争，才能完善市场，才能引领大家去思考和创新。”芝加哥大学格利高里·本奇教授在讲授《战略》课程时说：“有人问我，中国是美国的竞争对手，我们为什么要给中国这 50 多个高管培训呢？我说，我们相信只有竞争对手才能让我们始终保持动力，才能使我们自己变得更好。当然，两个国家都会从竞争中获益。”

美国衍生品市场的监管者在保护衍生品市场的用户和公众，打击欺诈、操纵、滥用行为，防范系统性风险的同时，也特别注重培育和保护的、竞争的和有效率的市场环境，以保证市场功能的有效发挥。

例如，在美国对于交易所和中介机构的准入实行注册制，只要符合法定条件即可开业；在产品开发上实行备案制，只要不违反法律法规的规定，由交易所自主决

定品种的上市和退市；同一个期货品种可以在不同的交易所上市交易；期货公司设立分支机构，完全由期货公司根据业务发展需要自行决定，无需事前的审批等等。

正是由于这种根深蒂固的市场化竞争理念，驱使美国的交易所和期货经营机构不断深入挖掘客户的需求，在产品上、技术上、管理上进行创新和调整，以适应市场的变化和客户的需求，从而保证美国期货行业在全球范围的竞争优势。

这种竞争也促进了美国期货行业的优胜劣汰和兼并重组，美国期货行业的产业集中度大幅提高，涌现出了一批处于全球领先地位的交易所和期货公司。例如美国的交易所由过去的几十家减少至以芝加哥商业交易所集团（CME Group）和洲际交易所（ICE）为首的 7 家，美国 113 家期货公司中，保证金在 100 亿美元以上的只有 7 家，占了全行业的 64%。10 亿 - 100 亿客户资产的期货公司 16 家，两者合计 23 家，占保证金总额的 94%。

表 1 美国 FCM 保证金情况（单位：美元）

	FCM数量	占所有FCM比例	资金占比
向CFTC报告	113	100%	100%
存有客户资金	70	61.9%	100%
100亿以上	7	6.2%	64.1%
10亿-100亿	16	14.2%	30.1%
1亿-10亿	24	21.2%	5.3%
1亿以下	23	20.4%	0.4%

数据来源：CFTC

表 2 客户保证金在 100 亿美元以上的 FCM 列表  
(单位：美元)

FCM	净资本	客户保证金
GOLDMAN SACHS & CO (高盛)	13,778,006,457	28,482,735,210
NEWEDGE USA LLC (新际)	1,886,212,459	24,083,325,524
JP MORGAN SECURITIES LLC (摩根)	11,538,515,101	22,986,451,442
DEUTSCHE BANK SECURITIES INC (德意志银行)	7,487,736,110	15,755,979,802
UBS SECURITIES LLC (瑞银)	12,886,820,403	13,990,528,002
MERRILL LYNCH PIERCE FENNER & SMITH (美林)	10,861,670,251	10,897,786,352

数据来源：CFTC

发展来自创新，创新动力来自竞争。从美国衍生品市场的发展经验看，场内市场的核心是交易所，场外市场的核心是中介机构，交易所的竞争和创新引领整个市场发展，期货公司不能独立于交易所之外单独发展。创新的方式包括很多种，如管理架构、品种和战略发展模式等。

竞争是推动市场发展的最主要因素，CME 通过竞争和创新，最终打败并收购了 CBOT、NYMEX；ICE 作为新兴的交易所，通过技术创新和场外市场场内化向 CME 发起了强有力的挑战；CBOE 则另辟蹊径，推出波动率衍生品并引领衍生品发展进入了波动率交易新阶段。美国交易所创新能力和快速发展的结果，充分表明了竞争的重要性。

(二) 多层次的衍生品市场与多样化的衍生金融工具和产品，极大地拓展了金融市场的深度和管理风险的能力。

经过 160 多年的发展，美国衍生品市场已经形成了包括标准化交易所场内市场与场外衍生品市场，远期、期货、期权、互换等四大类基础工具，以及包括以商品、外汇、利率、证券、信用等基础性资产为标的的，数以千计的衍生产品在内的、完整的衍生品市场体系和产品体系。

以芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 为例，该交易所目前不仅交易标准化的场内期货和期权合约，同

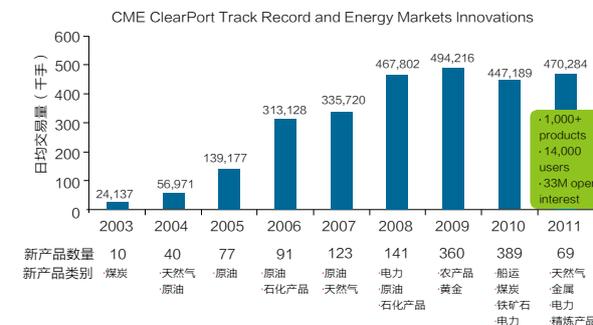
时还为场外掉期、远期和期权交易提供清算服务。目前，该交易所共上市交易或清算的场内外产品合计超过 1500 个，覆盖农产品、能源、金属、证券、外汇、利率、房地产、天气等八大产品线，其中仅能源类产品就达上千种。

表 3 CME Group 已上市能源类产品 (单位：个)

类别	期货	期权	合计
原油	66	42	108
炼化产品	398	55	453
天然气	167	41	208
电力	242	22	264
煤炭	9	11	20
甲醇	7	3	10
船运	20	3	23
焦煤	3	0	3
核燃料油	1	0	1
合计	913	177	1090

2008 年金融危机以后，美国交易所抓住《多德 - 弗兰克法案》要求场外衍生品进行集中清算的机会，进一步加大了为场外衍生品交易提供集中清算的力度。据介绍，截至 2011 年底，在 CME ClearPort 清算平台上进行清算的商品类场外衍生品已经超过 1000 种，市场参与者达 1.4 万，持仓量 3300 万张。再如美国的洲际交易所 (ICE)，其场外衍生品市场业务占了其全部结算业务量的 60%。

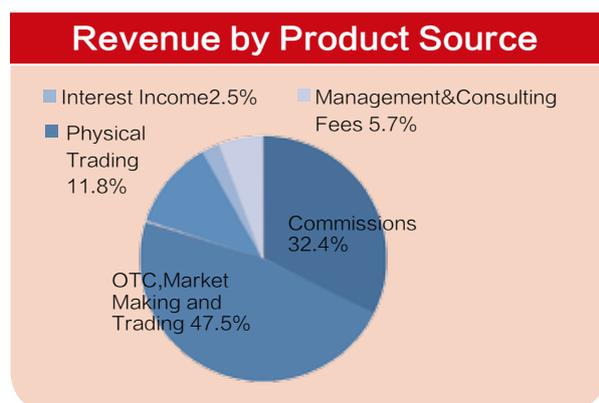
图 1 CME ClearPort 发展历史与能源市场创新



与此同时，在美国场外衍生品市场上，活跃着大量的场外交易商、经纪商和结算公司，它们之中既有综合性的大型金融机构如高盛、美林、摩根大通等，也有传统的期货公司如富仕通、杰富瑞等，它们按照客户的需求，提供多种个性化的风险对冲方案，以满足客户套期保值和资产配置的需求。

期货交易所在场内衍生品（期货、期权）市场发挥着核心作用，而金融中介机构则在场外衍生品市场发挥核心作用，承担做市、产品设计等重要工作。场外衍生品业务（做市与交易）是国外期货公司的重要业务类别和主要的收入来源，如美国具有深厚现货背景的期货集团——国际福四通的收入中有 47.5% 来自场外衍生品市场的做市和交易，杰富瑞期货公司的收入也有近 50% 来自场外衍生品业务。

图 2 国际福四通公司的收入分布图

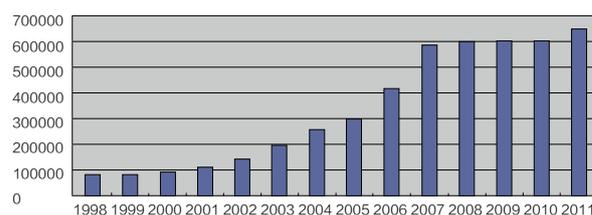


尽管 2008 年以后，对场外衍生品市场的监管日趋严格，但是在巨大的市场需求支撑下，场外衍生品市场依然取得了较快增长。

根据国际清算银行（BIS）对 G10（Group of Ten）和瑞士等 11 个国家的主要银行和交易商进行的调查统计显示，场外衍生品未平仓合约名义价值从 1998 年的 80 万亿美元增长到 2011 年底的 648 万亿美元，增长了约 8 倍，较 2008 年 6 月末的峰值 683.7 万亿美元并未出现大幅下

降；场外衍生品合约市场总值则从 1998 年的 3.2 万亿美元增长到 2011 年底的 27.3 万亿美元。2011 年末，场外衍生品未平仓合约名义价值是场内交易的 11 倍左右。2011 年美国交易所市场衍生品交易额为 38 万亿美元，仅为当年场外衍生品交易额的 6.5%。

图 3 1998-2011 年 OTC 衍生品未平仓合约名义价值（单位：10 亿美元）



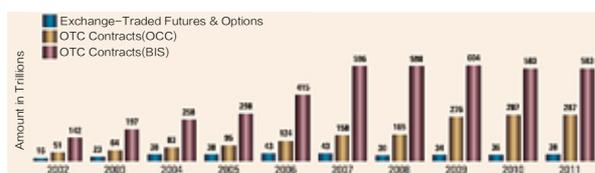
数据来源：BIS 统计报告

表 4 全球衍生品市场未清偿合约合同价值（单位：10 亿美元）

	2009年12月底	2010年12月底	2011年12月底
场内交易	73117	67946	56563
场外交易	603899	601046	647762
场外/场内	8.26	8.85	11.45

数据来源：BIS 统计报告

图 4 2002-2011 年美国场内市场和 OTC 市场交易额比较（单位：万亿美元）



数据来源：CFTC

注：OCC 发布数据为美国 TOP25 银行控股公司交易的衍生品金额，包括远期、互换、期权、信用衍生品；BIS 数据包括外汇、利率、股票挂钩、商品、信用违约掉期等衍生品交易金额。

在美国，场外衍生品市场可以根据客户的需要制定个性化的产品，为客户提供诸多便利，且交易成本很低，各种场外市场产品的参与规模和范围不断加大。目前，

场外衍生品市场与场内交易所市场已经形成了互相竞争和互为补充的良性互动关系。

场外交易需要利用场内交易提供的公开市场价格进行定价和对冲风险，同时，场外市场发展也进一步增加了场内交易的交易量。许多交易所通过将场外交易的产品逐步进行标准化而成为场内上市的合约。在现代金融市场上，场外市场与场内市场已经成为唇齿相依、互相促进的不可分割的市场体系，共同为实体经济中面临的价格风险和信用风险提供多样化的风险解决方案。

### （三）多样化的、各具特色的期货经营机构形成了美国期货行业良性的“生态结构”。

与我国期货行业仅有期货公司和从事期货中间介绍业务的证券公司两种业态不同，美国期货市场上活跃着多种类别的期货经营机构，包括期货佣金商（FCM）、介绍经纪人（IB）、商品交易顾问（CTA）、商品基金经理（CPO）、经纪人（AP）、外汇交易商（RFED）以及大量的自营交易商。下一步根据《多德-弗兰克法案》的要求，从事场外衍生品业务的还要注册成互换交易商/经纪商（Swap Dealer/Broker）。

FCM是美国期货业中最为关键的中介机构，IB、CPO、CTA等只有与FCM建立一定的联系才能发挥其应有的功能。

根据股东背景和经营特色的不同，美国的期货公司主要可以分为以下几类：

一是全能型金融服务公司。这类公司大部分具有投行背景和银行背景（如高盛、摩根大通、苏格兰银行等），除从事期货经纪业务以外，还提供期货结算、融资、咨询等全方位期货金融服务，以及经营投行、自营等其他业务。

二是专业型期货经纪公司。这类公司专门从事期货经纪业务，有的公司规模较大（如罗杰欧、新际、盈透等），几乎是美国及全球主要期货交易所会员，围绕商品期货、金融期货开展业务，是这些公司的主要特点。这些公司虽以经纪业务为主，但经营特色也各不相同。例如，罗杰欧发展了大量的IB公司，而新际则致力于打造全球24小时的交易结算平台，盈透则通过技术创新方便中小客户交易和降低交易成本。

三是现货兼营期货经纪业务。这类公司大部分具有现货背景（如亚达盟、富仕通等），是一些大型的现货加工商、仓储商、中间商和出口商，对现货市场与期货市场之间的关系把握较为准确，能够为客户提供期现结合的一揽子风险管理方案。

总体上看，在每一类型的期货公司中，都有一两家具有一定竞争优势的公司，但是总体上看，以银行或投行为背景的期货公司占据了绝大部分市场份额。

表 5 2012 年美国 FCM 排名（截至 2012 年 7 月 31 日）

公司	排名	保证金（美元）
高盛	1	19,051,985,405
JP摩根证券	2	18,919,011,727
新际	3	17,668,750,509
德意志银行证券	4	14,379,827,276
瑞银证券	5	9,186,452,188
花期全球市场	6	8,438,345,066
美林皮尔斯，芬那，史密斯	7	8,300,250,655
摩根士丹利	8	7,623,319,788
瑞士信贷证券（美国）	9	6,677,859,329
巴克莱资本	10	6,010,262,767
RJ奥布莱恩	11	4,199,278,924
ADM投资服务	12	3,268,820,577
杰富瑞培根	13	2,724,367,000
荷兰银行清算	14	2,567,434,201
苏格兰银行证券	15	1,949,976,648
ROSENTHAL COLLINS集团	16	1,832,204,671
富仕通	17	1,811,518,191
盈透证券	18	1,718,614,750
巴黎银行	19	1,606,979,571
美林专业清算	20	1,549,493,127

传统类型的期货公司收入主分为两部分，一是经纪结算收入，二是利息收入。由于当前美国利息非常低，这部分收入几乎为零，而与此同时，经纪业务竞争不断加剧，很多传统期货公司纷纷陷入经营困境。

面对这种严峻的局势，美国期货行业普遍认为，未来一段时间期货行业将会出现以下几种趋势：一是并购重组

将更加频繁，行业集中度将进一步提高；二是监管成本将进一步上升，期货公司信息披露的要求会更高；三是内部激励机制更加灵活，从依靠工资奖金留住员工转变为依靠提成比例留住或吸引人才；四是金融背景的期货集团在排名前 20 的期货公司中占比将进一步扩大。

总体上看，无论是金融背景的期货公司，还是传统类型的期货公司，都在努力向综合型的期货经营集团发展。这些新型的期货公司主要具备以下几个特点：

一是在场外衍生品市场发展发挥着重要作用，能够利用场内产品创造大量的场外个性化产品，满足不同客户的个性化需求。

二是通过集团化经营的优势，将现货与期货有机结合起来，为客户提供一体化的风险管理方案。

三是全球化经营，建立 24 小时不间断的交易平台，满足客户全球风险管理和资产配置的需求。

四是不断加强和提升技术投入，致力于为客户提供更好的体验和更加方便快捷的交易平台。

**（四）信息技术在期货市场创新发展中的作用日益突出，已经成为期货交易以及各类期货经营机构竞争的焦点。**

信息技术如今已经成为期货行业创新发展的重要手段，并在行业竞争中占有举足轻重的地位。从交易所层面看，CME 依靠先进的信息技术在与 CBOT、NYMEX 的竞争中取得最终的胜利，而新兴的 ICE 也正是利用其新的技术向 CME 的统治地位发起强有力的挑战。

从期货公司的层面看，强大而高效的交易和结算平台离不开先进信息技术的投入和应用，像高盛、新际这些行业领先的公司，无不将打造先进的技术平台，为客户提供定制化的、功能强大的交易客户端作为公司的核心竞争力之一。

**表 6 美国交易所和金融机构中信息技术人员情况**

公司	员工总数	IT 人员数	IT 员工占比
CME 集团	2500	1800	72%
高盛集团	30000	8000	26.7%
摩根士丹利（期货）	352	100	28.4%

再从 CTA 和自营商层面看，金融工程在衍生品交易中的应用日益广泛，而各种交易策略的实现和风险的评估也越来越依赖技术的支持。

## 二、美国期货市场发展经验的启示

**（一）衍生品市场的发展和国家的市场化、国际化及其经济发展阶段紧密相关。**

纵观美国衍生品市场的发展历史，从农产品到能源、工业品，从商品到金融，和美国的经济转型有很大关系。19 世纪中叶，美国农产品期货市场的逐步建立得益于美国农业的大发展；20 世纪 80 年代美国金融期货市场的发展，则得益于美国金融市场的巨大变革和美元在全球范围的扩张。同时，美国经济的国际化程度较高，交易所和金融机构在全世界发展市场。市场化、国际化以及经济转型为美国衍生品市场的创新发展提供了强有力的支撑，也正是抓住了这些机遇，美国才得以建立并持续保持着全球衍生品市场的领先地位。

因此，我们要发展衍生品市场，也必须立足我国经济发展的阶段，重点服务好市场化、国际化程度较高的产业，比如汽车、能源原材料、装备制造、石化工业等产业以及一些小商品；金融期货方面，我国利率、汇率市场化程度还不高，但股指期货、股票期货、债券市场及其衍生品已经具备了加快发展的条件。

**（二）受经济转型以及金融危机等因素影响，美国衍生品市场的发展速度明显放缓，这为我国期货市场发展提供了良好机遇。**

近年来，美国的产业结构发生了很大变化，钢铁、石油、纺织等工业基本都已经转移到了国外，主要依靠信息、通讯等高科技产业；农业虽然还很强大，但在国民经济中的比例相对较小；服务业发展迅速，但除股指、利率、汇率等金融产品外，目前还没有其他衍生产品推出；可以说，经过 40 多年爆发式的增长，美国衍生品虽然“存量”巨大，但增速已经开始放缓，发展空间市场有限。

同时，美国监管环境日益趋严，市场创新的节奏也开

始放缓：一是金融危机后对场外衍生品市场监管力度大大加强；二是曼氏金融和百利金融两家期货公司的失信丑闻严重打击了美国期货业的形象和投资者的信心，从而导致了期货公司监管的进一步趋严，包括美国监管部门正在努力建立一套类似于中国期货保证金安全存管的机制，这将进一步增加美国期货公司的监管成本；三是受金融危机后低利率和竞争加剧的影响，美国期货公司的经营状况普遍比较困难。

反观中国，目前我们正处于工业化的重要阶段，作为全球经济中最具活力的“增量”，我国实体经济发展对于风险管理的需求是巨大的，这为我国衍生品市场的发展提供了巨大的空间。

同时，我国期货市场经过 20 多年的发展，已经建立了一套完善的、行之有效的监管体系和制度，为我国期货市场下一步的创新发展奠定了坚实的基础。如果能够在今后一段时间适当放松监管，加快引导期货交易所和期货公司的创新步伐，相信中国期货市场创新发展的潜力会很快被释放出来。

**（三）美国衍生品市场仍然在全球市场具有竞争优势，其深度和广度是其他国家或地区的市场所无法比拟的。**

当然，在增强发展信心的同时，我们也应该清醒地看到，美国衍生品市场面临的问题可能只是暂时的。正如美国利率期货创始人理查德·桑德尔先生在回答学员们关于美国期货市场未来创新发展方向的问题时说：“我可能无法准确地说出未来 20 年美国期货市场创新发展的方向，但我要对你们说，永远不要做空美国期货行业的创新能力。”

相对宽松的监管环境、公平有序的竞争文化、开放包容的创新机制、全球一体的发展战略、客户导向的服务理念、机构为主要的市场结构等，成就了美国衍生品市场在全球市场的领先优势，助推美国形成了在全球商品和金融市场的全球资源配置能力。中国期货市场要迎头赶上，一方面有赖于中国经济的持续增长和市场化、国际化进程的稳步推进；另一方面要创造有利于各市场主体公平竞争的机制和环境，充分发挥市场自身的创新活力。

### 三、关于加快发展中国期货市场的建议

借鉴美国衍生品市场的发展经验，中国期货市场的发展应当“放松市场管制，培育竞争文化，改革创新机制，健全多层市场体系，加速产品开发，提升中介服务，布局全球市场”。

具体来讲，主要包括以下几个方面：

（一）加快培育公平竞争的文化和市场环境，促进期货行业加快创新发展。建议加快交易所改制上市步伐，引入竞争机制和公众监督，放松期货行业的准入机制，以市场化为导向，引入良性竞争和淘汰机制。

（二）加快多层次衍生品体系建设，满足实体经济对于风险管理的多样化需求。以交易所为主体加快场内衍生品市场的创新发展，以期货公司为主体完善场外衍生品市场和大宗商品中远期市场的建设。加快推出期权产品，完善市场产品结构，丰富风险管理工具。

（三）加快多元化的期货中介体系建设，培养各具特色的、一流的期货经营机构。放宽期货公司业务经营范围，大力发展资产管理业务，大力支持期货公司参与现货贸易、开展仓单串换、提供仓单质押等融资服务、充当做市商等促进期现结合的创新业务；改变期货居间人模式，发挥多种类型中介（如 CTA、CPO）等的作用。

（四）加快我国期货市场国际化的步伐。美国金融企业目前面临生存困境，要抓住这一机遇，通过“引进来、走出去”提高我国在全球市场的资源和风险的配置能力，加快缩小我国交易所和期货公司与欧美的差距。比如可以允许期货公司通过并购等方式进入美国市场，学习掌握场外市场发展的经验以及 CTA、IT 等有一定技术含量的业务，而非仅仅从事简单的境外代理业务。

（五）加快培育和发展期货市场的机构投资者，完善期货市场参与者结构。进一步丰富交易所品种种类，为各类资产管理机构提供风险管理工具，加快培育和引入管理期货、自营机构（专业投资者）、对冲基金、养老基金、保险基金、金融机构等机构投资者。

（六）加快提升行业信息水平，高度重视技术在产品创新和风险管理中的应用。积极引导期货公司紧密结合新业务、新交易方式、新参与者的需求，按照市场化的方式加快期货公司技术创新和投入力度。■

（执笔：刘涛、刘慧）

# 美国国家期货协会 自律监管情况及启示

■ 文 / 中国期货业协会课题组

## 一、NFA的建立及其职能发展演变

NFA是根据1974年美国国会颁行的《商品期货交易委员会法》于1982年向美国商品期货交易委员会申请注册成立的“注册期货协会”，为全国性期货行业自律监管组织。

2000年后，因监管证券期货类产品的需要，NFA依据《证券交易法》，同时注册为“有限目的注册证券协会”<sup>1</sup>。自成立以后，NFA日益成为期货行业监管不可或缺的重要组成部分，并发挥着重要的作用。

**（一）成立NFA的动因：弥补市场监管漏洞，提高行业监管效率，以及减少政府监管压力。**

20世纪70年代，随着期货市场的快速发展，美国期货市场监管环境发生了显著变化：

一是越来越多的期货佣金商（FCM）采取二级代理的方式，而非直接成为交易所会员开展经纪业务，以规避交易所严格的财务要求和道德准则；二是大量新型中介机构如介绍经纪人（IB）、商品交易顾问（CTA）、商品基金经理（CPO）等逐渐发展起来，但缺乏有效的监管；三是美国期货交易所的自律监管结构变得日益错综复杂，期货交易所各自为政，使期货经纪商面临越来越重复，甚至冲突的自律监管。面临如此广泛的监管任务，美国

商品期货交易委员会（CFTC）受制于经费、人员，以及复杂的行政程序的制约，难以快速反应并满足市场发展的监管要求。

为此，在行业参与者的普遍呼吁下，1974年颁布的《商品期货交易委员会法》第17节特别规定了“注册期货协会”成立的要求和职责范围。“使CFTC能够从大量繁杂的日常监管中解脱出来”<sup>2</sup>成为设立注册期货协会的主要目的之一。

1976年筹备委员会正式成立，并提议在立法之前已经成立的美国期货业协会（Futures Industry Association, FIA）直接成为注册期货协会，但是由于FIA并非按照自律组织的模式组建，如果要注册成为行业自律组织需要大量的时间和经费进行改造，因此经各方讨论决定单独成立一家专门负责自律监管的期货协会。

最终，1981年9月22日CFTC正式批准注册成立NFA。1982年10月1日，NFA开始正式运作。最终美国形成了两个行业协会，FIA代表业界利益向国会和政府反映业界呼声，为业界提供交流发展的平台，而NFA则负责行业自律监管，致力于行业规范运作。

NFA的有效运作使得CFTC可以将更多的注意力集中在制度创新与维护市场的公平、公正与公开，

<sup>1</sup>2000年《商品期货现代化法案》颁布实施后，解除了对证券类期货产品的禁令，由于NFA的自律监管扩展到了在证券交易委员会（SEC）注册的经纪商/交易商，因此NFA根据《证券交易法》的要求，向SEC申请注册成为了“有限目的注册证券协会”。

<sup>2</sup>根据NFA的章程第一条规定，NFA的基本目的主要有三：一是开展对NFA会员的监管，二是使CFTC能够从大量繁杂的日常监管中解脱出来；三是提供理事会议批准的监管服务。

提高市场的竞争力、市场的活力和效率上来。同时，NFA 的运作有效促进了自律组织之间的监管协调，提高了监管效率，大大节约了社会成本。<sup>3</sup>

**(二) NFA 的职能发展演变：由法定监管职责拓展至创新监管服务，由场内自律监管拓展至场外自律监管。**

NFA 成立 30 年来，其职责范围较初成立时有了很大扩展。通过不断完善规则和程序，NFA 建立了强大的监管系统和数据库，积累了丰富的监管经验，这也使得 NFA 在 2000 年及 2008 年行业发生重大变化的时候能够及时做出应变，并在履行法定职责的同时，提供增值的监管服务。

在 NFA 成立以后的最初 20 年中，NFA 通过国会立法、CFTC 授权以及理事会决定，逐步形成了包括注册、合规、仲裁、教育等在内的四大核心职责，其自律监管的对象主要是期货佣金商 (FCM)、介绍经纪商 (IB)、商品基金经理 (CPO)、商品交易顾问 (CTA)、从业人员 (AP)、高级管理人员 (Principal)、场内经纪商 (FB)、场内交易商 (FT) 等在场内衍生品市场开展业务的期货中介机构及从业人员。

2000 年以后，随着证券期货产品的开放、电子化交易和场外衍生品市场的快速发展，NFA 将其服务对象扩展到了为新兴的电子化交易所和场外衍生品市场提供市场监管服务，并将自律监管的对象拓展到了“通知型注册期货佣金商和介绍经纪人” (Notice Registered Futures Commission Merchant and Introducing Broker)<sup>4</sup>、零售外汇交易商 (RFED)、互换交易商 (SD)、主要互换参与者 (MSP)。

**(三) 后危机时代的挑战：应对场外衍生品市场的发展和维持社会公众和投资者的信心。**

2008 年金融危机爆发以后，来自社会公众和国会关

于加强场外衍生品市场监管的压力日益增强。与此同时，2011 年和 2012 年先后发生的曼氏金融集团 (MF Global) 和百利金融集团 (PFG Best) 破产和挪用客户保证金丑闻导致了公众对期货行业的严重信任危机，也引发了对行业自律监管组织的质疑。

根据多德 - 弗兰克法案，CFTC 授权 NFA 处理 SD 和 MSP 的注册，成为 NFA 会员接受合规性监管，并建议互换执行平台 (SWAP Execution Facilities, SEF) 将其自律监管职责委托给 NFA。NFA 为此重新对自身的治理结构、管理架构、人员要求、技术系统、办公空间要求和资金等进行了系统的评估和升级，以确保 NFA 能够在全新的监管时代有效履行相应的职能。

## 二、NFA 的主要职能

经过 30 年的不断完善，NFA 形成了以会员资格注册、规则制订执行、合规审计、行业调解仲裁等法定监管职责为核心，以教育培训和市场监管等增值服务为补充的、完整的自律监管职能。

**(一) 严格的注册要求：确保合格的机构和个人从事期货中介业务。**

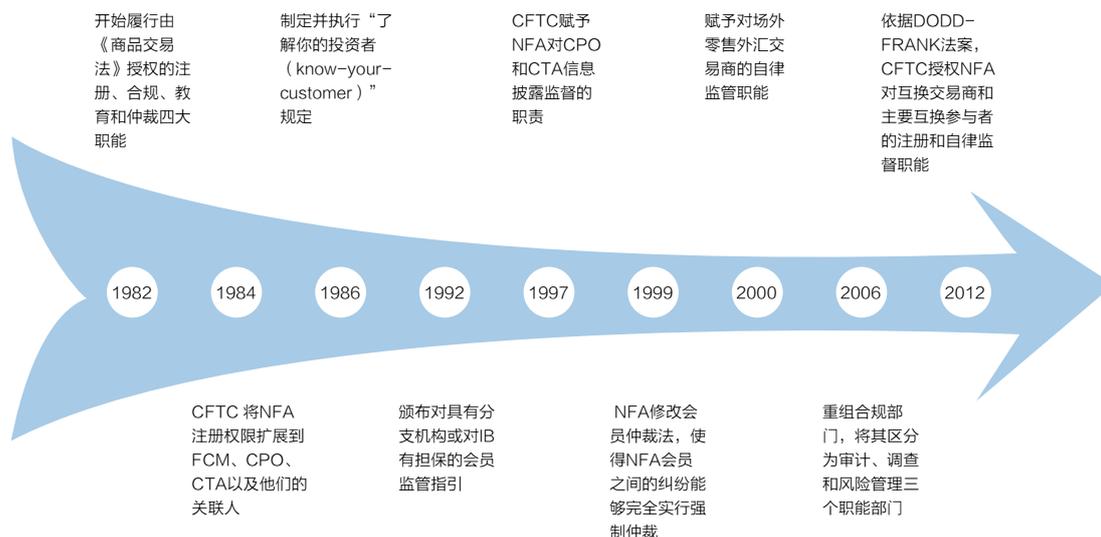
根据《商品交易法》的规定，美国商品期货交易委员会 (CFTC) 履行对从业机构和个人注册的职责，但可将此职责授权给注册期货协会执行。

自 1983 年开始，CFTC 陆续将 FCM、SD、MSP、RFED、IB、CPO、CTA、AP、Principal、FB、FT、Broker/Dealer 等 12 类机构或个人的注册授权给 NFA，NFA 有权否决、吊销、暂停、禁止或决定任何一个公司或个人的资格。NFA 以会员注册的方式履行注册职责，并在此框架下对会员和从业人员实施自律监管。申请者必须满足严格的监管要求，包括提供背景检查的指纹卡，通过全国商品期货测试 (系列 3) 等。

<sup>3</sup> NFA 的经费来自于市场投资者，使得监管成本可以在行业内消化，不用花费纳税人的钱，降低了整个社会的成本。时至今日，NFA 仍然在帮助 CFTC 减轻监管负担方面发挥着非常重要的作用，特别是在最近 CFTC 增加预算的拨款一度被国会否决的情况下。

<sup>4</sup> 在美国证监会注册的经纪商或交易商销售证券类期货产品需要在 NFA 注册成为通知型注册期货佣金商或介绍经纪人。

图 1 1982-2012 年 NFA 职能演变



## (二) 健全的规则体系：保障 NFA 自律监管的完整性、有规可循和程序合法。

在过去 30 年里, NFA 根据立法授权和自律监管的需要, 制定了包括《组织章程》、《实施细则》、《合规办法》、《仲裁条款》、《会员仲裁规则》、《财务要求》、《注册办法》, 以及《解释通知》等完整的规则体系。这些规则覆盖了 CFTC 的监管要求和自律监管的要求, 不仅对会员的注册、业务行为、财务标准、争议解决机制等自律监管要求做出了详细规定, 同时对 NFA 如何履行这些职责的具体程序进行了明确规定。

## (三) 全面的合规审计：确保会员和从业人员持续满足监管要求。

合规审计监督是 NFA 的一项最重要的职责, 为了确保对会员能够达到 CFTC 和 NFA 的监管要求, NFA 对会员进行日常的合规监察和财务审计, NFA 约有一半的人员分为不同的小组投入到合规审计的工作中。NFA 按照法律法规及自律规则的要求, 从财务安全、风险审计、披露文件审查、宣传材料审查等几个重要方

面对会员的业务进行日常的、连续性的合规审查。

## (四) 强有力的纪律措施：维护行业规范秩序和良好的声誉。

对于合规审计过程中发现的违规行为, 或者由投诉和 CFTC 移交的违规行为, NFA 会及时启动违规调查、纠正和处罚程序。NFA 拥有对违反规定的公司或个人采取纪律惩戒措施的权力, 范围包括从轻微违规的警示函到涉及严重违规的正式案件控告。

对于涉嫌违规的会员或个人, NFA 合规部门完成调查后, 会将处理建议提交理事会下设的业务行为委员会作出处分决定。如被告人不服决定, 可向上诉委员会提出申诉。NFA 可处以警告、强烈谴责、暂停资格、取消资格、禁止会员资格申请, 以及不高于 25 万美元的罚款等措施。NFA 常常与 CFTC、FBI 以及其他执法机构合作来确保执法成功。

## (五) 有效的纠纷解决机制：保护当事人合法权益, 降低社会成本, 维护行业声誉。

NFA 于 1983 年开始建立仲裁机制, 从 1991 年开始

提供更快捷经济的纠纷调解机制，并作为仲裁的前置程序。投诉方一旦选择了由 NFA 来解决纠纷，便不能同时再向 CFTC 或法院投诉。NFA、CFTC 或法院之间也有信息沟通，不会重复受理，如投诉方将纠纷同时提交法院和 NFA，法院会先交由 NFA 处理。

NFA 制订针对不同金额纠纷的仲裁方式和程序，引入了仲裁员、陪审团、听证会等各种仲裁制度，以确保当事人的权利和仲裁结果的公正。对于拒绝接受仲裁结果进行赔偿的会员或从业人员，NFA 将停止其会员资格或拒绝其重新申请会员资格。NFA 仲裁的平均时间要远低于 CFTC 的处理时间。70% 的仲裁结果有利客户，客户赔偿要求平均能满足 60%。

#### （六）交易行为和市场监管服务：为行业提供增值服务，促进衍生品市场的健康发展。

自 2000 年起，NFA 就开始为那些新兴的电子交易所或交易平台提供市场监管服务。NFA 代表这些交易所展开交易事项和市场监管活动，包括背景 / 信用调查、交易行为和市场监管等，承担 CFTC 监管要求的审计职能和财务监察职能，以及为争议解决提供仲裁服务。尽管这一职责并非 NFA 的法定职责，但是 NFA 敏锐地发现了其中的商业价值和行业规范发展的重要意义，积极与 CFTC 和相关交易所进行沟通协商。

通过这项服务，NFA 可以充分利用其多年的监管经验和专业人才为相关交易所提供专业的监管服务，而这些新成立的交易所也大大节约了监管成本，有利于维护市场的平稳运行。在其后的十几年间，市场监管服务的规模不断扩大，成为 NFA 承担自身的自律监管职能以外的主要职能之一。特别是 2008 年金融危机后，CFTC 明确建议互换执行机构（SEF）将自律监管职责外包给 NFA。

#### （七）投资者教育与保护机制：提高投资者的风险意识，维护投资者的合法权益。

投资者保护是 NFA 最重要的职能之一。NFA 认为，保护投资者始于投资者教育。NFA 提供一系列包括 NFA 手册、期货市场知识、在线学习课程、双月新闻通讯、投资者警示函以及有关注册 / 会员资格和纪律惩戒程序的季度报告等投资者教育出版物。

特别是 NFA 于 1991 年创建了全国首个有关期货公司和销售人员的诚信信息交换中心，并于 1998 年在此基础上建立了“从业机构和从业人员背景及状态信息中心（BASIC）”系统，并实现了互联网在线查询，供投资者查询 NFA 会员的注册信息和惩戒信息。此外，自 1988 年起，NFA 还免费为投资者提供监督执行赔偿服务<sup>5</sup>，至 2009 年，NFA 已经监督向约 1.6 万名个人投资者发放赔偿金 1630 万美元。

### 三、NFA 的运作机制与组织架构

#### （一）完善的内部治理结构和行业专家的参与，保证了 NFA 自律监管的公开透明和专业性。

尽管 NFA 的绝大多数职能来源于法律或 CFTC 的授权，但是 NFA 的自律监管运作机制与政府监管有着很大的不同。NFA 的自律监管在符合法律和政府监管要求的前提下，充分发挥行业的参与和社会公众的监督，从而保证了 NFA 自律机制的独立性、专业性、灵活性和公开性。

根据 NFA 的章程规定，NFA 会员大会为最高权力机构，理事会为会员大会闭会期间的决策机构<sup>6</sup>。NFA 的理事会充分考虑来自交易所、FCM、IB、CTA/CPO 等各方面的业内代表，同时更加重视公众代表的参与，特别是公共理事代表由 2003 年的 5 人增加到如今的 10 人，占理事会名额的三分之一。

<sup>5</sup> NFA 的赔偿服务一般适用于 CFTC 起诉的案件。这些案件的被告人通常不是 NFA 会员，根据法院判决，他们应当每年按照其收入的一定比例向投资者支付损害赔偿金。

<sup>6</sup> 根据 NFA 章程规定，理事会成员共 28 名，其构成如下：1. 交易所会员的代表 4 名；2. FCM 会员代表 8 名，其中至少两名来自于保证金前十名的 FCM，至少两名不来自于保证金前十名的 FCM；3. IB 会员代表 2 名，其中一名代表独立执业的介绍经纪商（IIB），另一名代表由期货公司担保的介绍经纪商（GIB）；4. CPO 或 CTA 的代表 4 名，其中两名必须为投入期货交易资金量排名在前 20% 的 CPO 或 CTA；5. 代表公众利益的公众理事 10 名，须符合 CFTC 监管条例第 38 节，附件 B 核心原则第 15 条的第 (B) 款 (2) 的规定。

为了充分发挥行业专家作用，确保 NFA 决策的科学性、代表性和公正性。NFA 理事会下设咨询委员会、会员资格委员会、上诉委员会、业务行为委员会、财务委员会、提名委员会、听证委员会等 13 个专门委员会。委员会主要为 NFA 的立法提供咨询意见，使 NFA 的立法充分考虑行业的现实情况，更贴近行业实际，易于在行业内适用。

## （二）充足的经费保障、专业的人才配置和良好的企业文化保障了自律监管职能的有效发挥。

NFA 的运作有充足与稳定的经费保障。NFA 的收入主要由手续费提成<sup>7</sup>、年会费、注册费、监管服务费、投资收入等构成。其中手续费提成是 NFA 最主要的经费来源，并得到了 CFTC 的认可，是会员和投资者必须尽的义务。正是由于这笔经费是 NFA 直接从市场收取的，才保证了 NFA 在履行职责时能够保持独立的地位，能够真正从维护投资者的利益出发开展自律监管活动。2011 财政年度 NFA 的总收入为 4562.58 万美元，提成收入占 62.6%，总支出为 4229.22 万美元。

NFA 以建立一个强大、有效的大自律总部覆盖全国期货市场为理念，除了在纽约设立了一个办公室以外，在美国其他州没有任何分支机构<sup>8</sup>。

NFA 特别注重发挥会员自律监管的作用，以 FCM 为基础进行层层自律，即 NFA 管理 FCM，再由 FCM 管理 CPO、CTA、IB 和 AP 等。目前，NFA 日常执行机构有行政部、仲裁部、合规部、首席法律顾问办公室、人力资源部、信息系统部、市场监管部、会员资格与注册部、战略规划与交流部、互换部、财务部等 11 个职能部门，员工总数 322 人，预计 2013 年将增至 450-500 人。

合规部和信息技术部是目前 NFA 最大的两个职能部门，分别占员工总数的 51% 和 18%。近两年，市场监管部门人员增长很快，达到 20 人。未来，为了增强对场外

市场的自律监管，新增的员工中大部分将进入场外衍生品监管部门（互换部），该部门人员会大幅增加，有望成为第二大部门。

NFA 非常注重企业文化的培养，致力于创建一种团队合作、富有效率和互相尊重的企业文化，使每一位员工都有机会成功。NFA 具有挑战性的工作、良好的薪酬待遇、舒适的工作环境、灵活的工作时间，这使得 NFA 多次被有关机构和媒体评为芝加哥最受雇员喜欢和求职者向往的工作单位之一。

## （三）充分利用先进信息技术，为自律监管提供高效、及时、安全的系统保障。

NFA 一直致力于发展创新的、技术驱动的监管程序，以使其会员能够以更低的成本和更高的效率来满足其应尽的法定义务。目前，NFA 绝大部分应用软件是自主开发的。NFA 通过技术创新的应用，把各种规定和程序分解到每一套系统中。NFA 员工可以根据不同的岗位和权限进行“流水线”式的作业，不但提高了效率，而且降低了工作的难度，也便于内部监督与考核。

NFA 的监管平台由内部系统和外部系统两部分组成。其中内部系统为 FACTS2000 自动化办公系统，该系统可以实现日常监管工作中的信息获取、整理分配、审核处理、内部交流、监督审核等五大功能。FACTS2000 系统主要包括财务分析系统、审计系统、每日隔离账户审查系统、调查系统、披露文件审查系统、内外部跟踪系统、交易行为和市场监管系统（TPMS）等子系统。

## 四、NFA 的经验借鉴与启示

### （一）进一步完善行业自律监管机制，促进行政监管与自律监管的合理分工与有效协作，不断提升监管效率。

过去 30 年中，通过国会立法《商品期货交易委员会法》和 CFTC 不断的政府授权，NFA 的自律监管和 CFTC 的

<sup>7</sup> “手续费提成”指投资者每进行一笔期货交易，都必须提取一定比例费用作为 NFA 的经费，此笔费用由 FCM 会员负责收取并直接交给 NFA。

<sup>8</sup> NFA 认为在现代社会条件下，NFA 可以在 12 个小时之内到达任何地方出现问题的地方，而且在信息技术已经充分应用于行业管理的情况下，信息的沟通和交换已经非常快捷方便。设立分支机构并不能增强监管的有效性，NFA 曾经有失败的教训。而在纽约设立机构是因为纽约是美国金融中心，有众多的交易所和金融机构，便于自律监督和检查。



中国期货业协会代表  
与 NFA 代表合影留念

行政监管形成了合理的分工和有效的协作。

从法律上讲，CFTC 具有对整个期货市场的法定监管权，NFA 的自律监管必须接受 CFTC 的监督；从业务上讲，政府监管和自律监管的工作内容各有侧重，分工明确，CFTC 侧重于对期货市场的宏观管理<sup>9</sup>，而 NFA 侧重于微观管理。NFA 的成立使得 CFTC 从繁琐的日常工作中解脱出来，能够集中精力开展行业立法、政策制订、规则审查、防止和打击操纵市场等重要事务上。

目前，我国行政监管和自律监管的职能界定尚不够清晰，CSRC 仍然承担着大量繁琐的日常监管工作，制约了其把更多的精力集中到市场公平，提高市场效率和推动制度创新上来。

因此，建议应该考虑借鉴美国模式，结合我国的实际，进一步完善行业自律监管机制，对行政监管和行业自律

监管进行合理的分工，使行政监管部门更多地从宏观上把握行业发展的全局；行业自律组织则从微观上进行自律监管，促进市场监管资源的合理分配和有机配合，进一步提升行业监管的效率。

#### （二）进一步强化期货自律监管，切实保护投资者的合法权益。

保护投资者合法权益是 NFA 自律监管的核心目标之一。正是基于对公众利益保护的理念，避免监管套利，NFA 会员结构从最初的 FCM、CPO、CTA 等逐步扩展至零售外汇交易商（RFED）、互换交易商和主要互换交易参与者等新的市场主体；自律监管的职能由最初法定的注册、合规、仲裁和教育等职责拓展至创新的市场行为和交易监管服务等，由场内自律监管拓展至场外自律监管，逐步形成了以 FCM 为基础的层层自律监督体系。

<sup>9</sup> CFTC 的工作重点是起草或制订法律、法规工作，规划和促进期货市场的健康发展，预防和打击市场操纵行为，维护市场公平，保护投资者利益，以及监督自律组织（SRO）履行自律监管职责。日常工作主要包括对交易所、结算所以及期货合约市场的审查，对市场交易行为的日常监督，执行大户报告制度、限仓制度，对市场中介的监督管理等。

随着期货新品种的不断推出，参与市场范围的扩大，期货市场已经融合了众多的各类机构和投资者。特别是商品场外衍生品市场的发展，多层次市场体系的建立，涉及到广泛的公共利益。因此，应该考虑建立符合各类市场参与者的期货自律监管问题，进一步探索研究将我国期货自律监管的范畴拓展至商品场外衍生品市场。

### （三）进一步加强“五位一体”监管协调机制，促进自律监管职能有效发挥。

NFA 不仅始终与 CFTC 保持着自律、行政的合理分工和有机协作，也与美国证券交易委员会（SEC）等政府机构、各期货交易所、美国全国证券交易商协会（NASD）等其他机构和自律组织保持着密切的合作关系。例如 NFA 与交易所组成了一个联合审计委员会，定期召开会议，对监管过程中出现的问题进行沟通，对职责范围进行协商<sup>10</sup>。在 MF GLOBAL 事件发生之后，NFA 推动成立了一个由 NFA、CME、ICE 等期货行业自律监管组织组成的专门委员会处理相关事宜，并共同制定一些客户保护规则。

在我国，中国证监会、地方监管局、期货交易所、保证金监控中心以及中国期货业协会形成了“五位一体”的监管体系，但是相关监管主体在信息共享和沟通交流等方面还缺乏有机配合，市场监管的协作性有待于进一步加强。因此，建立期货市场“五位一体”定期沟通交流的协作机制是十分必要的，以促进市场监管资源的合理分配与有机配合。

### （四）进一步完善行业自律纠纷调解职能，探索研究纠纷解决创新机制。

期货行业是一个专业性较强的行业，通过行业自律组织解决行业纠纷，有利于发挥其专业化、快速化

特点，使行业惯例和通用规则得到尊重和应用，并有利于降低当事人成本，及时化解和消除行业矛盾，维护行业声誉。NFA 经过多年的实践建立了以仲裁为基础的行业纠纷解决机制，取得了良好的效果，促进了市场的和谐发展。

通过自律组织解决行业纠纷可以很好的减少成本，提升效率。因此，随着我国期货市场的发展，借鉴 NFA 经验，不断完善我国期货行业自律组织的纠纷调解职能，探索研究纠纷解决的创新方式、方法，通过调解仲裁机制解决行业纠纷，应该是一条有效的途径。

### （五）进一步加强期货行业协会的外部治理和内部机制建设，加大信息技术创新，不断提升自律监管效率。

30 年来，NFA 在促进美国期货市场发展方面发挥了重要的作用，其成功的经验可以归为以下几个方面：一是建立良好的内部治理结构，使公众和会员的意见和监督充分体现于 NFA 的决策过程中；二是充分利用专业委员会的机制，在制订规则和实施监管的过程中充分考虑专家的专业判断；三是招聘和选拔具备专业知识和行业经验的员工，并建立持续的内部培训机制；四是良好的激励机制和市场化的薪酬福利体系，吸引和留住行业优秀的专业人才；五是高度重视信息技术建设，不断通过技术创新提升自律监管的效率。

因此，建议可以在自律管理的体制机制上加快改革创新步伐，加强期货行业协会的外部治理和内部机制建设，进一步发挥专家作用，引入公共理事，增强专业委员会的作用；进一步加大信息技术建设，探索发展自主开发能力，通过技术水平的提升加强自律监管的有效性，更好地满足自律监管的需要。

（执笔：刘涛、刘慧）

<sup>10</sup> 在美国，期货业自律组织包括 NFA 和期货交易所，它们根据法律和政府的授权行使自律监管职责。根据美国期货法律的规定，期货经营机构必须有指定的自律组织（DSRO）对其日常业务进行监管。一般而言，期货交易所对本交易所的期货佣金商（FCM）会员的日常业务进行监管，而 NFA 则对非交易所会员 FCM 和所有的介绍经纪商、商品基金经理、商品交易顾问和从业人员进行自律监管。由于一些 FCM 可能同时为 NFA 和几家期货交易所的会员，因此，FCM 可以选择任何一家 SRO 作为其 DSRO。

# 他山之石，可以攻玉

## ——美国期货资产管理业务考察报告

■ 文 / 首届赴美期货高管研修班第三小组

### 小组成员：

申银万国期货总经理 李建中  
恒泰期货董事长 付立新  
华联期货董事长 陈照星  
中粮期货总经理 黄辉  
万达期货总经理 丛龙云  
国富期货执行董事 孙菊  
浙商期货副总经理 胡乾源  
郑州商品交易所品种发展部总监 魏振祥  
中国期货业协会研究部主任 刘涛

在美国一个多月来的学习与交流收获颇丰，我们专门对美国期货资产管理业务进行了资料的搜集整理和综合分析，以期对国内即将推出的期货资产管理业务提供借鉴。

### 一、美国 CTA 发展历程及现状概述

#### (一) 美国 CTA 发展历程

全球期货 CTA 起源于 1949 年，美国海登斯通证券公司的经纪人理查德·道前 (Richard Donchian) 建立了第一个公开发售的期货基金 (Managed Commodity Fund Futures Inc.)，还发展了期货投资及其资金管理的系统方法，其中包括把移动平均概念应用于期货交易系统之中。此后，于 1965 年，唐 (Dunn) 和哈哥特 (Hargitt) 作为商品交易顾问，CTA 建立了第一个著名的管理期货账户，1967 年两人第一次把计算机交易系统试用于期货交易。

进入 20 世纪 70 年代，期货投资基金业迎来了它发

展历史上的一个重要时期。1971 年管理期货行业协会 (Managed Futures Association) 建立，标志着期货投资基金行业的形成。1972 年 5 月芝加哥商业交易所开始了金融期货交易。从此，以农产品交易为主的期货市场开始转向以金融期货交易为主，这个变化扩大了期货市场的规模和参与群体。

美国政府在金融期货推出初期做过一项调查研究，结果发现期货市场个人投资者的亏损比例高达 90%。究其原因，期货实行保证金交易，并且不限制卖空机制，具有高杠杆性以及交易策略的多元化等专业化特点，而这种专业性又不是短时间就可以建立起来的，因此期货 CTA 这种专业的商品交易顾问逐渐盛行。

进入 20 世纪 80 年代，期货投资基金迎来了高速发展的时期。期货交易的品种扩展到债券、货币、指数等各个领域，同时全球新兴的金融市场不断涌现。随着现代投资组合理论的诞生和投资技术的不断变化，期货投资基金在资产的风险管理与运作方面的作用日趋重要，很多机构投资者诸如养老金、信托基金、银行等都开始大量采用期货投资基金作为他们投资组合中的重要部分以达到优化组合分散风险的目的，并且取得了良好的效果。

#### (二) 美国 CTA 近十年大发展的原因解析

2002 年时，美国 CTA 管理的资产大概在 500 亿美元，到 2012 年已经达到 3400 亿美元。最近十年，美国 CTA 迎来了真正意义上的大发展，主要原因包括以下三个方面：

第一，期货资产的资产配置功能。理论与实证的研究分析都表明，将期货资产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。以巴克莱的 CTA 业绩为例，它的收益率跟 SP500 股票指数



首届赴美国期货高管研修班  
第三小组成员合影

相关性只有 0.01%，几乎是零，跟债券的相关性为 0.12%，跟全球股票指数也几乎是不相关的，这对于资产管理者选择投资标的来说是最为重要和优良的特性，这也是 CTA 吸引了大量美国社保基金等长期投资者投资的重要原因。

第二，期货期权市场的发展和成熟。因为 CTA 投资于期货市场和期权市场，美国的 CTA 市场发展得益于期货期权市场的大发展。70 年代金融期货诞生后，电子交易技术的不断更新换代，新的通讯技术和网络技术的发展，将全球金融市场连接成为一个统一的大市场，现在金融资本已经可以在全球资本市场实现 24 小时连续交易。经济全球化大大扩展了期货投资基金的投资渠道、对象和范围，使得期货基金可以在全球几十个金融市场，上千个品种中进行交易，寻求获利机会。交易金额和参与人数的增多，流动性的增强等因素给大规模期货 CTA 基金的运作创造了必要条件。

第三，法律法规体系的不断完善。美国国会为规范期货交易行为，于 1936 年修订谷物期货法，并更名为商品交易法，为美国商品期货交易奠定了法律基础。美国于 1998 年开始研究制定《商品期货现代化法》，该项法案于 2000 年 12 月 11 日正式通过。《商品期货现代化法》构建了多层次的市场架构。

### （三）美国 CTA 的不同分类

传统上 CTA 基金的投资品种仅局限于商品期货，但随着近年来全球期货市场的发展，CTA 基金逐渐将其投资领域扩展到包括利率期货、股指期货、外汇期货在内的几乎所有期货品种。根据投资方向、交易策略和投资风格等方面的不同，可以将 CTA 分为不同的类型。

首先，根据投资方向的不同，CTA 基金可以分为分散型 CTA 基金和专业化 CTA 基金。分散型 CTA 基金投资的期货品种较多，分散投资往往会使其风险较低；而专业化的 CTA 基金则专注于投资某类市场，对特定市场高度熟悉有助于这类基金在该市场上取得超额收益。后者往往可以通过基金的名称看出，例如货币、商品、债券、股票等专业化的 CTA 基金。

其次，按照交易策略的不同，CTA 基金可分为系统化交易的 CTA 基金和相机交易的 CTA 基金。前者主要通过预先设定的交易模型决定交易策略，CTA 的任务主要是建立数量模型或调整模型参数，将基本或技术分析的思想导入模型中，并根据模型运算的结果进行投资决策。对相机交易 CTA 基金来说，其投资策略一般建立在基本分析或者关键经济数据分析的基础上，因此经验对于管理该类型基金的 CTA 来说显得至关重要。

最后，从投资风格来看，CTA 基金可分为趋势交易

和非趋势交易两类。趋势交易的 CTA 基金占了绝大多数，几乎所有系统化交易的 CTA 基金都属于这一类。根据所关注趋势时间的长短，还可细分为短线交易者、中线交易者和长线交易者。而非趋势交易型 CTA 基金通常运用头肩形态、突破形态、交易量等指标来寻找趋势发生反转的信号，然后建立头寸。

## 二、美国 CTA 业务发展的经验借鉴

### (一) 运作模式

从参与主体、组织结构及流程两个方面来分析美国 CTA 的运作模式。

#### 1. 参与主体

欧美期货投资基金的基本参与者通常包括：基金经理（CPO）、交易经理（TM）、商品交易顾问（CTA）、期货佣金商（FCM）、托管者（Custodian）、基金投资者等。其中投资者、CPO、CTA 是整个机构中的核心部分，期货投资基金的目标就是通过雇佣 CTA 来具体执行基金投资业务，实现基金投资人的最大化利益和对 CPO 和 CTA 的最大化激励。这些目标的实现是以一系列明晰的制度安排和权责划分为基础的。具体而言：

#### (1) 商品基金经理（CPO）

CPO 是基金的主要管理人。它可以是个人，也可以是组织，通常为有限合伙公司。CPO 的具体管理职责是：组建并管理期货投资基金；聘用托管人管理基金的储备现金；组织基金的市场营销活动；监管保证金的变动，控制基金的风险头寸。

#### (2) 商品交易顾问（CTA）

CTA 对期货投资基金进行具体的交易操作，决定投资期货的策略。CTA 在投资方面的主要分工是：设计交易程序、确定交易方法/技术和交易的风险管理等。CTA 有投资决策的权利，但是同时 CPO 在投资决策上也有管理权。需要注意的一点是，CTA 在管理地位上并不从属于 CPO，在美国二者的地位是对等的。CPO 可能同时注册为 CTA。CPO 和 CTA 各自都拥有独立的投资目标、投资风格、投资程序和投资方法，但是这些内容都具有有一致性。

#### (3) 交易经理（TM）

交易经理受聘于 CPO，主要有协助 CPO 挑选

CTA、监控 CTA 的交易活动、在 CTA 之间分配资金三项主要职能。此外，TM 还负责分析 CTA 的业绩记录，并对 CTA 的综合能力进行评价，确定 CTA 的投资风格和特点。

#### (4) 期货佣金商（FCM）

期货佣金商在整个期货投资基金运作的过程中，主要职责是执行 CTA 发出的交易指令、管理期货头寸的保证金等。

#### (5) 托管人

CPO 通常委托一个有资格的机构负责保管基金资产和监督基金运作，托管人一般是商业银行、储蓄银行、大型投资公司特立的金融机构。其主要职责是：记录、报告并监督基金在证券市场和期货市场上的所有交易；保管基金资产、计算财产本息、催缴现金证券的利息；办理有关交易的交割事项，签署基金决算报告等。

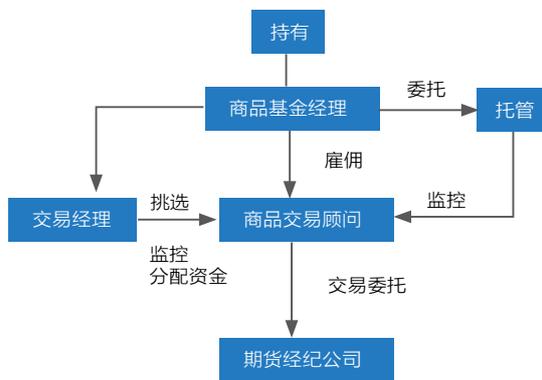
### 2. 组织结构及运作流程

欧美期货投资基金分为公募期货基金、私募期货基金和个人管理期货账户三种类型。基金类型不同，其参与者的组织形式也有所不同。

#### (1) 公募期货基金（Public Fund）

公募期货基金与共同基金类似，往往是中小投资者的投资对象，其自律性约束弱于私募基金。但美国政府对公募基金的监管和信息披露较多，公募基金没有私募基金灵活，投资回报率也低。公募基金的基本组织结构如图 1 所示：

图 1 公募期货基金的组织结构图



## (2) 私募基金 (Private Pool)

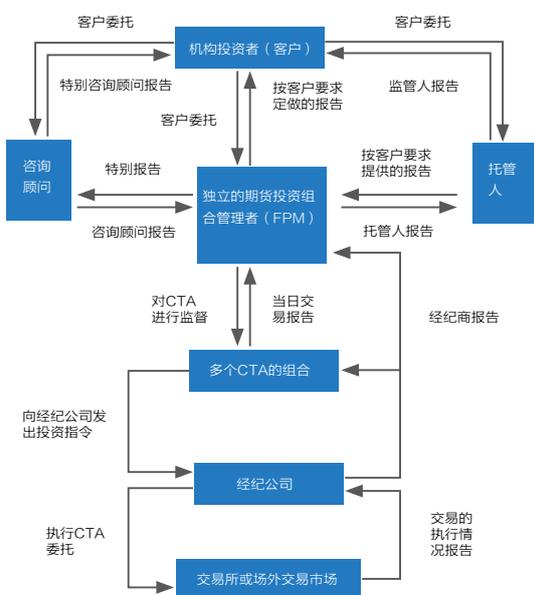
美国的私募期货基金实行有限合伙制，同时也可以以公司形式运营私募基金。其常见类型有对冲型基金、商品指数型基金、积极投资型基金等，就组织形式来看，私募基金与公募基金相似。

## (3) 个人管理账户 (Individual Accounts)

在美国，一些机构或者投资者（通常对风险的抵御能力较强）选择聘请商品交易顾问（CTA）来管理他们的基金，如养老基金、保险公司等将部分资金委托给独立的期货投资组合管理者进行管理。这种方法可以免去公募或私募基金的管理费。选择这种投资模式是带有风险的，因为个人管理账户的业绩取决于 CTA 的资金管理及风险控制能力，这就需要投资者本身具备一定的投资知识去选择适合自己的 CTA 并且能够对 CTA 的表现作出评估。

个人管理账户的运作与 FPM（独立的期货投资基金管理者）密切相关。作为期货投资基金投资策略的设计、构造和实施者，通常来讲，FPM 雇佣多个商品交易顾问（CTA）共同运作这部分资金，投资于期货、期权或场外远期等交易。具体运作框架如图 2 所示：

图 2 个人管理期货账户的组织结构图



## (二) 产品设计

期货基金产品设计在期货基金发展中处于核心地位，一般来说包括投资目标、投资风格、投资策略、投资组合设计、业绩评估等方面。

### 1. 投资目标

期货投资基金的主要投资对象就是利用全球期货及衍生品市场中各种投资工具，实现投资者收益最大化。

### 2. 投资风格

确定投资风格是根据 CPO 对风险偏好的程度、投资目标、可投资资产以及相应的税收地位，在投资收益和投资风险之间进行权衡，而制定出期货投资的基本原则。

根据美国 CDA/Wiesenberg 投资服务公司的分类，可以将基金的投资风格分为三种基本类型：收益型、增长型和收益增长型。投资策略存在差异的实质是在投资计划的三个主要方面所出的不同规定，由此才形成了不同风格的投资策略。这三个方面是：投资组合选择的规定、关于资产分散化程度的规定以及关于期货基金投资充分程度的规定。

### 3. 投资策略

按照不同的交易特点，期货投资基金的投资策略可以有以下几种划分：（1）系统性投资策略和自由式投资策略；（2）技术分析投资策略和基本分析投资策略；（3）分散型投资策略和专业型投资策略；（4）短期、中期策略和长期型投资策略；（5）多 CTA 投资策略和单 CTA 投资策略。

### 4. 投资组合的设计

关于投资组合的设计，总结美国业绩排名前 100 位的 CTA 投资组合，大致可以认为 CTA 选择的组合范围包括七大类：即利率（interest instruments）、股票指数（stock indices）、货币（currencies）、金属（Metals）、能源（Energy Products）、农产品（Agriculturals）、汇率（Forex Pairs），另外还包括银行间市场以及农产品和汇率的互换（Spreads）。投资组合的选择必须要符合投资限制中的一些规定。

### 5. 业绩评估

#### (1) 定性评估

对 CTA 业绩进行评估的操作流程中，首先需要

CTA 的业绩整体表现在定性的方面做出判断。定性方面的判断主要关注以下几个方面：对 CTA 投资风格和投资理念的评价、对人员的评价、对所提供服务的评估等。

### （2）定量评估

主要是指指标评价法：对期货投资基金的业绩进行评估，主要使用五个指标：基金平均收益率及基金净值、夏普业绩指数、特雷诺业绩指数、詹森业绩指数和综合序数指数。这五个指标构成了期货投资基金业绩评价指标体系。

### （3）业绩评估基准指数

使用一个指数作为 CTA 业绩评估的基准是当前常用的方法之一，而且对使用不同投资策略的 CTA 建立不同的评估基准指标。美国目前使用的这类评估指数主要分为两类：第一类是基于期货合约回报的商品期货指数，包括：道琼斯商品期货指数 (Dow Jones commodity index), CRB 指数 (Commodity Research Bureau Index), Goldman Sachs 指数, JP Morgan 指数, Bankers Trust 指数, MLM 指数 (Mount Lucas Management)；第二类指数是基于 CTA 实际投资业绩的指数。包括 MAR, Barclay, TASS 和 Evaluation Associates (EACM)

### （三）风险管理

期货投资基金的投资管理实质是对投资风险和收益的管理，投资过程当中多承担一部分风险就意味着必然会有有一定的收益作为承担风险的补偿，而期货投资基金的管理者 CPO 以及实际运作者 CTA 就是根据其风险的偏好，运用各种投资工具，在风险和收益之间进行权衡，寻找到一个平衡点。

风险控制的基本原则包括：回避、减少、留置、共担和转移这五大原则。一般而言，风险控制计划通常和投资计划合并在一起。有三类投资计划：趋势投资计划或顺势投资计划 (trend following)、公式投资计划或定势投资计划、保本或止损投资计划。不同的投资计划都会有相应的投资风险，期货投资基金的投资风险控制计划大致包括两方面内容：现金管理和风险管理。

#### 1. 现金管理

现金管理对期货投资基金而言，不论是从节约资金

成本角度，还是从控制投资风险的角度都是非常重要的。其最主要的管理技术就是“入市资金量控制”，主要包括三个方面：用作保证金的资产比率控制；投资单个市场的资产比率控制；对作为保证金的资产形式做出限制。

### 2. 风险管理

风险管理 (RISK MANAGEMENT) 的重点在于如何将风险控制合理的限度之内，即对不同规模的投资账户匹配相应的投资风险。

CTA 在进行投资时，所面临的风险主要有系统性风险和非系统性风险。对于系统性风险，可以运用指数期货交易来进行控制和回避。对于非系统性风险，可以通过投资组合的分散化和多 CTA 策略来进行控制。

此外期货投资基金还经常使用的风险管理技术是“保护性止损”。CTA 的投资活动必须要进行保护性止损，明确自己的止损点，以便及时地控制损失程度。根据保护性止损的实质，它又被称为选择适当的进入和退出时间。

## 三、国内CTA业务发展的策略建议

### （一）组织架构

无论是定向资产管理还是集合资产管理业务，最终都要落实到专门的部门来负责运行，这就是期货公司资产管理业务的组织架构设计问题。只有构造出一个良好的组织架构，才能保证资产管理业务的顺利推进。借鉴国外金融机构及国内券商的经验，组织架构的设计有两种思路：一是在公司内部设立资产管理部，二是设立单独的资产管理公司。

我们认为，从长远来看，国内期货公司必将走向集团化，因而设立具有独立法人资格的资产管理公司是必然趋势。这种组织结构为期货公司实现自营账户与客户受托资产账户的严格分离提供了制度保障，而且也能够化解资产管理业务与经纪业务以及其他期货业务的矛盾。

但从可操作性上来看，现阶段在期货公司内部设立专门的资产管理部更易实现。实际上，只要能够有效隔断资产管理业务与期货公司经纪业务以及自营业务之间的风险传染，第一种思路也是富有成效的。

因此，我们建议，在期货公司推出资产管理业务的

初始阶段，可在公司内部成立专门的资产管理部来负责此项业务的运行，待该业务的发展达到一定程度，条件成熟之后，可再过渡至具有独立法人资格的期货资产管理公司。

## （二）产品设计

### 1. 丰富产品结构，提供个性化服务

总结国外资产管理业务的创新经验，提供个性化服务是资产管理业务创新的根本所在。在资产管理方面，券商、基金公司已经积累了比较丰富的经验，但期货资产管理产品设计有其自身特点，具有明显的差异化特征。期货资产管理的投资对象可以是已有的商品期货，随着股指期货的推出，还可以通过股指期货在套期保值、投资与套利上的优势，构造出不同风险与收益结构的产品来，以满足不同风险偏好的投资者的需要。

### 2. 提高产品设计的科学性

我国资产管理业务中组织管理等量化技术的运用还处于较浅的层次，更缺少对资产管理业务量化的风险控制的相关理论和实践，这些方面与国外相比存在巨大差异。但从发展趋势来看，资产管理产品设计和运作中将越来越多地运用对冲和跨市场套利等金融工程手段进行风险控制，因而必须加强金融工程技术研究，特别是用来精确预测投资组合所可能实现的收益水平和风险程度，提高产品设计的科学性。

### 3. 加强与其他金融机构的合作

加强与其他金融机构在产品设计与开发方面的合作，深化与银行合作，发挥其在网点渠道方面的巨大优势；加强与券商、基金合作，借鉴其在资产管理方面的成熟经验；加强与信托公司合作，尝试推出“期货投资信托计划”，提高资产管理业务的深度和广度；依托证券阳光私募经验和渠道，推动期货私募阳光化进程。

## （三）风险控制

风险管理是现代金融的一项核心内容，也是现代金融机构常规工作中的一项重要构成。构建完善的资产管理业务风险控制体系对稳步推进期货公司资产管理业务的开展具有重要的现实意义。总的来讲，资产管理业务中面临的主要风险可以归为操作风险与市场风险两大类。

### 1. 操作风险

操作风险的识别与管理操作风险主要来自于对客户信息了解不充分引发的风险，资产管理业务与其他业务利益冲突引发的风险以及资产管理业务中的收益承诺引发的风险等三个方面，其识别与管理主要体现在以下五个方面：

一是建立完善的客户信用风险识别和评价体系，通过制定科学合理的调查方法和清晰有效的操作流程，充分了解客户的财产与收入状况、期货投资经验、风险认知、承受能力以及投资偏好等信息和资料，而后对客户的信用状况和风险承受能力进行分析与评估；

二是保证委托资产的独立性，客户资产与其自有资产、不同客户的资产相互独立，对不同客户的资产分别设置账户、独立核算、分账管理；

三是合理控制资产管理业务资产的规模，协调自有资产和委托资产之间的平衡设置；

四是实行定期的信息披露，“一对一”专户理财业务由于是接受单一客户的委托，所以信息披露也应该是针对单一客户的定期报告。

五是限定资产管理业务中管理者的投资行为，如设立交易保证金占资产管理委托账户资产净值比例的警戒线、限制单个期货品种的持仓量、设置资金用于套保的比例等。

### 2. 市场风险

市场风险的识别与管理市场风险即期货价格风险，是指期货价格朝着不利于投资者所持有头寸的方向变动，从而导致资产价值损失的风险。识别和管理市场风险是期货资产管理业务风险控制的关键所在，具体来讲，需做好以下三个方面：

一是实行有效的投资组合，分散投资风险，分散化是期货投资风险管理最为基本的风险管理手段。

二是运用 VaR 技术进行风险管理控制。目前，在金融领域运用最广泛的综合性风险衡量指标体系是基于 VaR(Value at Risk) 理念的指标体系，我们可以借鉴和运用 VaR 技术来控制资产管理业务的市场风险。

三是建立一套完善的期货公司资产管理业务的风险控制体系，总体框架从结构上应包括风险评估体系、风险管理体系和风险管理组织架构三个组成部分。<sup>[4]</sup>

（执笔：李建中）

# 借鉴美国经验 发展多层次衍生品市场

■ 文 / 首届赴美期货高管研修班第五小组

## 小组成员：

北京中期期货总经理 许丹良  
大连良运期货董事长 孙彤  
广永期货董事长 左国泉  
浙江省永安期货总经理 施建军  
鲁证期货总经理 李学魁  
上海大陆期货总经理 沈杰  
安信期货副总经理 陈钢

美国衍生品市场已有一百多年的历史，历经风雨，也屡现辉煌。我们在芝加哥、纽约考察一月有余，接触到美国衍生品市场的各个方面。令我们充满信心的是，美国衍生品市场的成功并不可怕，也不遥远。尽管中美两国制度差异很大，发展阶段不同，但衍生品市场存在诸多相似之处。我们努力追求的市场功能类似，服务于客户的用心相通，保护投资者资产的决心一致。因此，我们的后发优势决定了我们能够学习美国的成功之处，并从美国的失败中吸取经验。

在美国的一个多月中，我们朝夕相处，经常讨论中国期货市场发展的方向，获得了很多深刻体会。

一是坚定了信心。当前是我国发展多层次衍生品市场的历史良机，期货公司的技术、人才都能够随着市场开放而迎头赶上；二是拓展了发展思路。期货公司业务不能仅仅局限于经纪业务，要向全方面风险管理服务转

变；三是明确行业未来的努力方向。全行业对发展方向的看法大体一致，要发展多层次、富有创新精神的全方面风险管理衍生品市场。

## 一、多层次衍生品市场是发展金融体系的基础

### （一）全方位的衍生品市场结构

美国的期货市场可追溯至 1848 年芝加哥商品交易所（CBOT）正式开始期货交易。目前，芝加哥与纽约已是全球最大的能源、农产品、金融等许多品种的期货交易中心。100 多年来，场外市场逐渐发展，1985 年成立了国际互换与衍生品协会（ISDA），制定了 ISDA 主协议，奠定场外衍生品市场的交易标准。2000 年出台《商品期货现代化法案》后，场外衍生品市场蓬勃发展，逐步发展出更多形式的场外交易，包括电话交易商、电子盘报价经纪商、电子盘自营交易商等模式。

2008 年金融危机之后，全球化场外衍生品市场的风险引起全球监管机构的关注，美国率先在 2010 年通过多德-弗兰克法案，完成了场外衍生品市场监管立法，进入衍生品市场发展新的阶段。

美国衍生品市场得以成功，核心因素之一是建立了多层次、全方位的衍生品市场。

### （二）多层次的风险管理工具

在美国，场内市场与场外市场有机地结合在一起。一方面，场外需要在场内对冲风险头寸。另一方面，场内市场需要场外市场补充其多样性。许多金融市场的专业参与者都会同时经营场外、场内市场。使用各种风险管理工具组合策略，将期货、期权、互换、结构性产品等统一运营，创造出丰富的交易策略，满足各种各样的需求。



首届赴美期货高管研修班  
第五小组成员合影

### 1. 场内市场——期权与期货。

根据合约是否标准化，衍生品市场可分为场内市场与场外市场。场内市场通常交易标准化合约，采取集中竞价模式，具有一定流动性的产品才能进入场内交易，目前在美国主要是指期货、期权市场。期货市场是衍生品市场的基石，良好的流动性、稳固的监管，能够向投资者提供信心，使市场功能发挥良好。期货市场发展稳定后，期权市场的意义就越发重大。

我们在美国发现期权市场的几点现象：一是期权是非线性结构的产品，能够满足市场多样化需求。期权通过专业化操作，能够衍生出许多个性化模型，满足客户需求。我们访问传统期货经纪公司 RJO 时，相关人士表示，通过专业化的期权策略，能够实现客户对风险、收益的最佳需求。提供 OTC 市场业务的经纪公司中，许多 OTC 互换产品也是根据期权公式来定价。

二是期权交易在专业交易机构中占主导地位。我们走访了多家自营交易公司，例如芝加哥交易公司 (CTC)、ITG 公司等，均以期权交易为主。当交易员说“做原油”、“做欧洲美元”时，他们通常是指“原油期货”、“利率期权”等。

三是期权目前仍然是创新产品的核心依据，推动着美国金融市场的技术化发展。根据业内信息网站 FOW 统计，美国目前有近 20 家期货、期权交易所，竞争非常激烈，为抢占市场，期权创新产品层出不穷。例如，短期

期权已不再是每月到期，而是每周到期的期权合约 (weekly option)；再如，基于期权定价涵义的波动性指数 (VIX) 交易，已经蔓延至多个品种，成交量迅速扩张；更有甚者，ICE 交易所已经关闭期权场内喊价交易，在历史上首次实现全面电子交易期权。

### 2. 场外市场——远期、互换、结构性组合策略等。

场外市场是指非标准化、双方或多方协议交易的市场。场外市场通常由做市商主导，做市商在其中担任报价的职责，提供流动性。场外市场主要是远期和 OTC 互换市场。

远期市场是现货市场的延伸。例如，美国 WTI 原油的现货市场就具有远期市场的形式。相较于期货市场，远期市场交易规模、时间均相对灵活，为实现期货、现货价格收敛提供了重要的市场作用。

OTC 互换市场在近 10 余年来发展迅猛。1982 年第一笔利率互换交易诞生。美国的场外市场迅速发展，是在 21 世纪前夕。2000 年前后，金融衍生品发展迅速，对冲基金兴起，各大金融机构纷纷通过设计结构性互换产品，获得最大化的市场利润。美国国会在 2000 年出台《商品交易现代化法案》(CFMA)，明确宣布豁免 OTC 市场受到 CFTC 监管。由于交易成本低、监管束缚少、相对收益高，OTC 市场规模迅速膨胀。根据国际清算银行 (BIS) 数据统计，2000 年 6 月末全球 OTC 市场持仓名义金额为 94 万亿美元，2011 年 12 月末此数据为 648 万亿美元。

金融危机之后，由于场外市场几乎未受监管，屡受攻击，美国国会于2010年10月出台《多德-弗兰克法案》，正在进行“场外市场进入场内”的全方面改革。此过程为我们提供了美国发展OTC市场的经验与反思，我们可以取其精华，去其糟粕，结合实际，寻求适合我国目前阶段的OTC市场发展模式。

### （三）差异化的监管和准入标准

多德-弗兰克法案生效之后，CFTC对场内、场外交易平台都具有了监管权，但在对各类交易平台的监管力度以及各类交易者的准入标准方面存在显著差异。不同的投资者，能参与的市场范围不同。此模式与我国股指期货的“投资者适当性制度”思路一致。

目前，美国衍生品市场处于转型过渡期，新老规则交叉。新规则尚没有全面实施，根据老规则设定的交易场所仍然存在。2000年，美国通过了商品现代化法案（CFMA），设立分层次交易场所，分别是交易所（指定合约市场DCM，目前注册共53家）、衍生品交易执行设施（DTEF，空缺）、豁免商业市场（ECM，共20家）、豁免交易市场（EBOT，共20家）。其中，ECM、EBOT为场外市场。2010年通过多德-弗兰克法案之后，新的场外市场监管规则增加了互换交易平台（SEF）。

未来，CFTC将逐步取消ECM与EBOT，统一将场外市场注册为SEF，预计将有数十家。不同类型的市场，CFTC对其监管强度不同。交易所（DCM）受到最严格的监管，而其他市场的监管则相对放松，例如没有硬性限仓规则、要求报告的信息较少等。

相应地，投资者也被分为多种类型。CFTC赋予不同类型的投资者不同市场的准入权限。依照2000年的商品期货现代化法案（CFMA），CFTC根据投资者是否是法人、是否参与实业经营、个人投资者的资产规模、职业执照等因素，将投资者分为四个层次。

第一层是商业交易商，称为“合格商业实体”（Eligible Commercial Entities, ECE），是指能够进行交割、承担风险的实业企业，以及能够提供做市、对冲等服务的交易商。

第二层是大型投资机构与大规模个人投资者，称为“合格合约参与者”（Eligible Contract Participants, ECP），

指金融机构、实业经营企业、大规模个体投资者（总资产超过1000万美元）。

第三层是将第二层扩大，加入具有经纪商资格的职业从业人员，称为“合格交易者”（Eligible Traders, ET）。

第四层是所有投资者。

如此划分之下，专业交易商ECE能参与所有市场（DCM、ECM、EBOT、SEF），而ECP、ET和其他个人投资者，会在进入不同类型市场时受到不同等级的限制。因此，风险较高的市场仅向专业投资者开放，既保护群众，也保护市场。

2010年的多德-弗兰克法案仍然延续了这个理念，CFTC与SEC联合定义了“互换交易商”（Swap Dealer）、“互换市场重要参与商”（Swap Major Participant），这些定义将适用于新的互换交易平台（SEF）。

正是因为有了多层次的衍生品市场，美国衍生品市场的参与者才有了各类工具。专业化机构能够通过专业技术，为客户实现最贴切的策略设计，将风险更精确地转移至风险偏好者。芝加哥大学维罗纳西（Veronasi）教授指出，金融市场的风险并不是“坏人多”，而是“风险集中”，因此会引发系统性风险。解决的办法唯有“多样化”，通过多样化的产品和多样化的客户化解风险。多样化的市场将能够更好地服务于客户，完善市场功能的发挥。

我们在考察美国金融机构时，深刻感受到市场多样化的重要性与迫切性。美国市场环境宽松、产品众多、技术先进，但我国期货业发展也并不落后。根据CFTC公布数据，保证金总额在10亿美元以上的期货公司仅有23家，并非遥不可及。

通过发展多样化的市场层级，刺激市场创新出现多样化的产品策略设计，从而发展出多样化的金融机构、多样化的投资者，进而促进我国衍生品市场的功能发挥。

### （四）依靠经纪商发展场外市场

美国的场外市场十分发达，不进行集中竞价，而是由做市商主导，通过协商达成双边交易。许多经纪商担任场外市场做市商，提供OTC市场流动性，赚取报价的差价。

经纪公司是场外市场的重要支柱。在我们走访的传统期货公司中，新际期货、FC Stone、RJO等多家期货公司，均广泛参与OTC市场。参与方式有两种：

第一种是主动式，期货公司担任 OTC 市场的做市商，赚取报价的差价。为了发展 OTC 市场，FC Stone 2010 年收购了一家场外交易公司 Hanley。在 2011 年利润中，FC Stone 的 OTC 市场业务利润占到总利润的 48%。一些公司表示，正是因为存在 OTC 市场，才使许多期货公司在期货市场经纪业务相对低迷、利率极低的环境下，仍然维持了较好的财务状况。

第二种是被动式，期货公司要承担为客户设计风险管理策略，因此而被动地出现了场外市场风险敞口，需要通过场外市场对冲。例如，新际期货从不进行自营交易，但由于为客户提供的风险管理策略中存在场外市场风险敞口，因此仍然设立了 OTC 交易台，负责场外市场交易。

期货公司直接服务于客户，在环境允许的情况下，有动力为客户实现创新、贴切的产品设计。因此，期货公司是美国场外市场的中坚力量。我们能够利用后发优势，从美国场外市场发展的历史中吸取教训，通过信息透明、中央结算等模式，稳定发展场外衍生品市场。

## 二、从竞争中诞生的创新是市场的灵魂

在美国，环境衍生品的创始人理查德·桑德尔对我们说，美国衍生品市场有一句老话，叫做“无论如何不能卖空美国的创新能力”。正是无所不在的创新，使美国成为全球最先进、最有活力的衍生品市场。

### （一）公开竞争环境激发创新

美国衍生品市场竞争激烈，不仅在国内竞争，还在向欧洲、亚洲扩张。近年来，美国衍生品市场出现几大创新趋势：

一是追求高速交易技术。越来越多的自营交易公司通过直接介入市场、购买交易所专用光缆等方式，追求微秒级的交易速度。根据业内人士介绍，期货市场已经有 40% 的高频交易量，证券市场已经在 70% 以上。

二是电子化交易已经成为确定的发展趋势。我们惊叹于 CME 交易大厅的清静，不止一次地听到美国业内人士称，场内喊价交易（open cry）终将消失。策略化程序算法交易已经成为自营交易的主流。期货市场的 90% 交易量在电子化平台实现，期权市场目前只有 ICE 一家交

易所提供电子化交易，但未来必然会蔓延至其他交易所。

三是追求产品多样性、满足个性化需求。无论是在交易所还是在期货公司，“个性化”（customized）总是被不停地提起。正是因为追求个性化，期权产品出现了每周结算的周期权（weekly option），使每个星期都有到期期权，大大丰富了投资者的策略选择。场外市场的蓬勃发展，也是因为能够满足客户个性化的风险管理需求。CME 上市的许多产品都会有“迷你”版，除合约规模外，与原始合约并无差别，目的就是满足客户的实际需求。

不过，我们也应该注意到，在残酷的金融环境中，MF Global 铤而走险挪用客户保证金；JP 摩根采用了高风险的对冲策略导致巨额损失；2010 年 5 月 6 日标普指数闪速崩盘；以及最近 8 月份骑士公司因出现交易失误，迅速亏损掉巨额资产。开放的竞争必须在有序的环境中进行，这正是我国目前的优势所在。我国期货市场的监管已经相对成熟，监管工具充分，客户保证金监管系统可靠，能够保证市场有序开放。

### （二）交易所担当创新职能

回顾美国的期货、期权交易所，我们能够清晰地看到，交易所是推进美国期货市场创新至关重要的力量。

一是推出新产品。CME 在 20 世纪七八十年代连续推出利率期货、外汇期货、期权等产品。极大地促进了市场多样化发展。CBOE 推出了 VIX 指数，并在此基础上积极研究，旗下单独成立期货交易所，推出 VIX 期货合约，可谓开创了衍生品市场的新领域。

二是培育、教育市场。芝加哥期权交易所（CBOE）已经进行了 40 年的市场教育，但目前仍将市场教育当作最重要的事情来做，每年投入大量的时间、财力、人力。CBOE 的网站具有全方位的教育资源，甚至成立视频频道，讲解期权交易、广播市场信息、新品种推介等。CBOE 相关人士指出，只有做好了市场教育，客户理解产品，才能培育出良好的市场，交易所才能赚钱。

三是推进市场改革。CME 的电子化交易平台 Globex 推出后，迅速导致了喊价交易转向电子化交易的趋势，并且显著增加交易量。Globex 目前已经是美国最大的期货电子交易平台。CME 旗下的互换结算机构 ClearPort，目前也成为推动全球场外衍生品中央结算的重要动力之

一。ICE 交易所正在将旗下的 OTC 市场转为期货、期权市场，预计将大幅度推进新的“场外市场场内化”趋势。ICE 计划的期权市场电子化交易平台，或将能够把期权交易市场带入新的电子化时代。这些令人惊讶的创新，无一例外，均来自于交易所。

### （三）学术理论与市场实践相得益彰

芝加哥之所以成为美国衍生品市场的核心，能数出众多原因。但其中一个原因极容易被忽视，却对芝加哥金融城的发展起到关键作用——芝加哥学术圈强大的金融学理论背景。

芝加哥大学是期权定价模型的发源地。芝加哥大学布斯商学院的布斯是有效市场理论的革新者。这些新奇却扎实的金融研究理论，为芝加哥的衍生品市场创新源源不断地注入活力。另一家金融业界知名学府德宝大学，其中一部分校区与 CBOT 仅几个街区之遥，在衍生品理论与实践结合方面具有得天独厚的优势。

我们的期货市场参与者多以实践起家，许多理论问题仍然一知半解。未来，我们需要与全球顶尖学府合作，加强理论研究力量，为中国期货市场发展奠定更扎实的基础，注入更多的生命力。

## 三、发展我国衍生品市场的几点启示

### （一）衍生品市场发展时机良好

纵观美国衍生品历史，市场发展与三个因素密切相关：自身经济发展阶段、市场化和国际化。美国衍生品市场发展在过去的 30 年间突飞猛进，与经济发展、商业模式多样、需要更多的风险管理工具密切相关。市场化的竞争为需求的萌芽注入催化剂，新产品不断涌现，以利率为首的各类衍生品迅速蔓延，逐步适用于各类市场。国际化把美国与欧洲的金融市场紧密联合在一起，地球村的浪潮推波助澜，为华尔街的金融大鳄提供了极大的发展空间。

我国目前经济发展稳步增长，未来预计将进一步推进国际化、市场化的进程，已经迎来衍生品市场大发展的良好时机。虽然美国在农产品、能源、金融等多个领域独占鳌头，但在黑色金属、石化方面，美国的产品不够国际化，期货交易并无优势。而这些产品正是我国的优势所在，我

们可以率先开放一些优势品种，争取市场定价权。

### （二）衍生品市场未来空间巨大

从市场现存规模来看，美国仍然是全球最大的商品期货市场。在 2011 年，美国商品期货成交金额为 39.4 万亿美元（估算值，仅覆盖美国 21 个主要商品期货品种，数据来自 FOintelligence 与 Reuters，每月的成交金额 = 当月成交量 × 月末收盘价，年成交金额为本年度所有月份成交金额之和），是我国的 2.7 倍。

但我国的增速超过美国。从 2006 至 2011 年的 5 年时间，美国商品期货市场因为推行电子化而发展迅速，年交易量从 3.8 亿张增至 7.3 亿张，增长了 91.7%；我国从 2.3 亿张增至 10 亿张，增长了 346.6%。未来，中国将必然在全球衍生品市场的增长中占有重要地位。

### （三）金融衍生品市场可率先发展主要产品

美国的金融衍生品市场庞大复杂，但也不是一蹴而就的。CME 在 1972 年推出外汇期货，1976 年推出国债期货，1982 年推出股指期货。日后来看，这些产品都成为了美国衍生品市场的基石，至今仍具有难以替代的地位。我们的市场已经做了多年整顿、培育、教育，前有美国成熟的发展经验与教训，后有“五位一体”的坚固监管体系，可以选取重点产品，加快发展步伐。例如，增加股指期货种类、发展融资融券、发展债券市场及衍生品、发展股票期货市场等。

### （四）鼓励期货公司“走出去”

美国目前的经济环境不佳，利率极低，许多金融企业都存在生存问题。这是我国期货公司走向海外的良机。一方面，期货公司可以收购美国企业，在美国发展经纪业务，开发全球客户。另一方面，期货公司可以通过与海外公司合作，引进更先进的技术经验，例如 IT 技术、OTC 市场经验等。在竞争更加公开、激烈的市场，将会促进期货公司更加规范地快速发展。

回顾在美国的一个多月的时间，我们从美国衍生品市场学到了许多信息。但更重要的是，得到这些信息后，我们对中国衍生品市场的发展更加充满信心。衍生品市场是多层次的风险管理市场，在开放竞争、鼓励创新的体系下，未来我国的衍生品市场将必然迎来飞跃式发展。■

（执笔：许丹良）

# 美国之“经”可长中国之“金”

■ 文 / 首届赴美期货高管研修班第六小组

## 小组成员：

国泰君安期货董事长 何晓斌  
海通期货董事长 张建刚  
民生期货董事长 陈基建  
广发期货总经理 肖成  
金友期货总经理 高海明  
中原期货总经理 王歌谣  
中国金融期货交易所市场部副总监 石家强  
中国期货业协会办公室副主任 刘慧

中国期货业协会组织的史上规模最大、时间最长的期货业高级研修班，给我们带来的收获，概括起来是：开阔了眼界，看到了差异，广交了朋友，增强了信心。

联系我国期货市场、期货行业的实际，我们感到：近几年来，我国期货市场获得了长足的发展，但与此同时，制约期货市场长期发展的一些结构性、机制性矛盾还突出存在。借鉴美国之经验，通过放松管制，释放期货公司创新的动力，解决“交易所头大、期货公司腰细和客户腿短”这个结构性问题，才能在现有基础上增强期货市场为国民经济服务的能力。

放松管制是释放市场主体期货公司创新动力的前提。这次在美国培训考察，一个被加深的“差异”印象是，我国对期货市场实行的是“审批许可制”，而美国实行的是“报告备案制”。

比较美国和中国，中国的经济活动包括期货交易的诚信基础不如美国，但经过 20 年的发展，中国建立了美国没有的客户资金与期货公司分开的制度和客户保证金封闭管理体系，积累了丰富的风险管控经验，特别是积累了防

控场内交易系统性风险的经验，弥足珍贵。这些是中国期货市场监管从“审批许可制”走向“报告备案制”的重要基础。比较而言，我们觉得在以下几方面可以放松管制：

## 一、放松净资本管理，允许次级债补足

按照目前规定，期货公司客户权益与净资本的比例不得低于 6%，且净资本的作用仅限于信用担保和结算担保，这部分净资本被锁定不得用于投资。但实际上，客户权益中的非持仓保证金在期货公司是以货币资金的形式存在的，流动性好、安全性高，与期货公司的其他货币资金一样，都能够确保客户权益的安全，增强期货公司抵御风险的能力。

目前的计算方式是将非持仓保证金排除在净资本外，这样短期内虽然能够在更大程度上确保期货公司净资本的充足性，但过于严格的净资本管理给我们造成了很大的资本回报压力，也限制了我们所能发展的最大客户权益。

我们呼吁，适度放宽对期货公司净资本管理的要求，降低期货公司“净资本/客户权益”监管指标标准和取消该监管指标预警标准：

一是放小杠杆，即将“净资本不得低于客户权益总额与其代理结算的非结算会员权益或者非结算会员客户权益之和的 6%”中的“6%”降低，如降低至 3%；二是客户权益可考虑按“净头寸”进行计量；三是取消上述监管指标预警标准。

从实践看，随着国内“五位一体”监管体系的建立，期货市场没有出现什么风险，即使是 2008 年百年一遇的全球金融危机也没有引发大的系统性风险，期货交易所和期货公司的风险控制能力提升了。

因此，应对净资本指标的计算进行修改，将客户权益中的持仓保证金和非持仓保证金区别对待；允许我们

和股东之间采用次级债的方式建立一个快速通道，类似于香港的“后场贷款”，股东可以更加灵活、机动、迅速地替子公司补足净资本。

## 二、进一步提升期货公司的资金运作效率

由于期货交易结算制度是信用交易制度，各负责任，交易所应允许会员单位根据盘面资金情况进行盘中出金，以提高市场效率和期货公司资金运作效率；降低全面结算会员基础结算担保金最低额度（2000万元），如由2000万元降低到1000万元，结算会员降到500万元；取消期货公司缴纳期货投资者保障基金或将降低期货投资者保障基金总额要求（如由8亿元降低到4亿元人民币），因为期货交易所和期货公司已经提取了巨额风险准备金，可以承受未来可预期的风险；提高期货公司缴纳存在期货交易所的结算准备金和结算担保金等资金的利率（如参考上海银行间同业拆放利率（Shibor））。

## 三、取消最低结算准备金余额的预警线

当结算会员（期货公司会员）在各期货交易所最低结算准备金余额低于200万元时，形成会员对交易所的透支，期货交易所可对结算会员（期货公司会员）进行处罚，但不要上报到监管部门和保证金监控中心。同时，期货交易所不要设置最低结算准备金余额的预警线。

## 四、允许部分营业部更名为分公司

期货公司因所在区域的环境不同和自身发展速度的不一致，不同营业部可能在客户权益等关键指标方面有很大的差距，部分特别突出的营业部客户权益已达约10亿元，而有些营业部客户权益仅有几千万，这也在一定程度上反映出不同营业部服务客户能力的差距。

如果按照现行规定，把所有营业部都归作一类，就不能体现出其中的差别，在进行大客户尤其是机构客户的营销活动时也显得级别较低，缺乏可信性。建议修改期货公司管理办法，允许期货公司把满足一定条件的营业部（譬如连续2年客户权益超过5亿元）更名为分公司，从而更好地开展服务和营销活动。

## 五、允许扩大首席风险官分管范围

商业银行的首席风险官可以兼任副行长，证券公司的合规负责人可以兼任副总经理，并且都可以在一定范围内分管后台部门的工作。期货公司的首席风险官因为从业经历的原因，对期货业务一般有较全面、深刻的认识，建议也允许期货公司的首席风险官扩大分管范围，使其将风控合规工作和经营管理工作紧密结合起来，在履行首席风险官职责的同时，也能更好地实现“全面、全员、全过程”的风控。



首届赴美期货高管研修班  
第六小组成员合影

## 六、允许并鼓励期货公司员工持股

期货行业近几年蓬勃发展,面对即将上市的新品种、可能逐步开放的多项新业务,人才供给已经远远满足不了行业的需要,尤其是期货行业的高层次专业和管理人才,在本身数量不足的情况下,在金融衍生品市场上逐渐成为银行、基金公司、信托公司的挖角对象。

金融衍生品市场竞争的关键就是人才的竞争,面对人才这个第一资源,我们面临着如何有效招人、育人、用人、留人的挑战。建议允许我们试行员工持股计划(不超过49%的股份),用多种方式吸引、激励、稳定期货人才,更长远地促进期货公司和期货行业的发展。

## 七、鼓励期货公司控股期货公司,延长整合期

《关于规范控股、参股期货公司有关问题的规定》(中国证券监督管理委员会公告[2008]24号)第一条“现阶段,同一主体控股和参股期货公司的数量不得超过2家,其中控股期货公司的数量不得超过1家”,我们呼吁在创新发展的“新阶段”,监管部门应修改《关于规范控股、参股期货公司有关问题的规定》。具体建议的方案有二:

一是允许实力包括资本和行业背景雄厚的股东出资控股的期货公司的家数,由现在的1家增加到5家及以内,但限制控股股东在5年内不得转让被控股的期货公司的控股地位,而该出资控股股东的必要要求是,其现在控股的期货公司分类监管在A级;

二是允许净资本富余、分类监管为A级以上的期货公司直接出资控股其他期货公司,但限制其在5年内不许控股方转让被控股的期货公司的控股地位。

以上创新方案有如下几个好处:

第一,有利于重组的平稳过渡。通过控股其他期货公司,可以有一定时间整合相融,而不急于取消原来期货公司的名称,以稳妥地完成公司在客户、内部管理、信息技术、品牌、人员思想等诸多方面的整合、过渡,确保客户的利益不会因遇到意外情况而遭受损失。

第二,有利于扩大服务国民经济的范畴。控股多家期货公司可以实现资源共享、优势互补,在投资咨询、套保方案、风险管理、产品设计、实物交割等方面共同为更多的产业客户提供专业化服务,帮助他们

合理规避现货风险敞口带来的经营风险,切实服务于国民经济。

第三,有利于提升创新业务能力。部分优秀的期货公司在期货投资咨询、境外期货、资产管理业务领域已有了探索和成果,控股之后,期货公司的业务资质、资本实力能得到进一步加强,必然能推动期货公司乃至全行业的创新业务能力。

第四,有利于复制借鉴好公司的经营管理经验。控股之后,优秀期货公司可以将自身在服务、管理、技术、营运、文化等方面的先进方法、宝贵经验复制、输出到其他期货公司,帮助他们迅速提升硬、软两方面的实力,也可以推动期货行业整体水平的提高。

同时,对现行期货公司合并期货公司的,呼吁监管部门分步加分鼓励——即在期货公司控股另一家期货公司的,先加分奖励2分,完全合并完成后,再加2分。这是因为,按照行业中之前并购的例子来看,不同公司的客户、内部管理、信息技术、品牌、人员思想等方面的整合,是个循序渐进的过程,如果要完全融合以达到做强、做大的收购初衷,需要较充裕的时间并按照科学的步骤实施。急了、快了,不利文化整合和平稳过渡,反而易引起技术和磨合风险。

## 八、允许期货公司开展期货自营业务

为了更加充分地利用资金,也更好地发挥期货公司在期货交易方面的专业特长,建议允许我们开展期货自营业务,探索更多的创新收入模式,丰富业务体系的同时强化期货公司自身实力。

## 九、增加AA公司数量

建议今后在分类监管评价时,不断增加A类和B类期货公司的数量,鼓励行业内期货公司合规发展,让部分期货公司在评价得分持续进步的情况下,也能在等级上有所提升,从而向股东交代、给员工鼓励。同时,也适当增加AA类期货公司的数量,鼓励优质期货公司迅速做大做强,树立行业良好形象,引领行业健康发展。■

(执笔:何晓斌)

# 首届赴加首席风险官研修班考察报告

## 【编者按】

8月4日至9月4日，中国期货业协会联合加拿大证券协会（CSI）共同举办了“首届赴加首席风险官研修班”，来自38位期货公司的首席风险官以及相关机构人员参加了培训考察。

针对首席风险官的业务特点，培训内容包括美加期货行业概况、市场参与者对包括期货在内的衍生品的运用、合规的角色、风险监督与管理等21个专题，涵盖了北美资本市场和衍生品市场概况、场内外衍生品交易的运用和风险控制、公司合规及风控工作的内容和实践等方面的知识。

在培训的同时，学员们还考察了安大略省证监局、蒙特利尔期货交易所、加拿大皇家银行等机构，对加拿大金融及衍生品市场监管架构、交易所运行机制和金融机构最佳实践等内容，有了更加直观的认识和深入的了解。

培训考察后，学员们撰写了内容丰富、观点鲜明的考察报告。在此，予以刊载，以供大家参考。

# 强化风险管理，护航创新发展

## ——中国期货业协会首期赴加首席风险官研修班总结报告

■ 文 / 首届赴加首席风险官研修班

### 一、培训考察的主要成果

通过一个月的课程培训和实地考察，学员们了解了加拿大及北美资本及衍生品市场的基本情况，衍生品交易运作和风险管理模式，对期货公司首席风险官的角色定位有了进一步的认识。

#### （一）加拿大金融机构混业经营，资本及衍生品市场层次丰富、产品多样。

加拿大衍生品市场层次和产品结构极其丰富，可以分为交易所市场和场外交易 (OTC) 市场。在交易所金融衍生品合约中，利率期货合约和股票指数期权合约是主要交易品种，二者合计占到交易量的 60% 以上。

在 OTC 市场，利率衍生品所占比例最大，其未到期合约金额总量占到了整个市场的 75%，其中利率互换以 271.8 万亿美元的合约金额，远远领先于其他衍生产品，凸显其重要地位。OTC 市场的结构性投资产品设计复杂，品种繁多，交易规模远远超过现有的场内交易品种的交易规模。

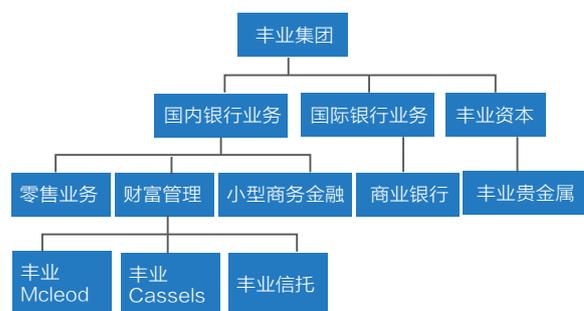
据国际清算银行 (BIS) 的统计，到 2007 年年末，全球场内交易的衍生品名义本金总额大概为 40 万亿美元，而同期场外交易的衍生品名义本金总额却达到了 596 万亿美元，规模大约为场内交易的 15 倍。加拿大投资行业资深专家 Bruce 教授曾形象地比喻：“如果说场内期货交易是人的一个拳头，那么 OTC 市场就是整个多伦多市区。”

OTC 市场自诞生以来，一直以其灵活的交易模式和不受监管约束的特点，成为创新型金融衍生工具交易的

主要场所。OTC 市场产品种类繁多，不仅包括场内市场交易的期货和期权两类基本衍生品，还包括了远期和互换产品，以及在此基础上进一步对基础衍生品进行组合嵌入的更为复杂的结构性投资产品。OTC 市场产品具有灵活性，也能反映金融市场创新和风险管理的需要，从而成为金融市场风险管理重要平台。

在市场中介机构层面，加拿大金融机构实行混业经营。以加拿大丰业银行为例，作为北美最大的金融机构之一，丰业集团可以为客户提供种类繁多的系列产品和服务，其中包括个人、商业、公司和投资银行业务。

图 1 加拿大丰业集团业务架构图



混业经营有利于金融机构为客户提供全方位的服务，使得金融机构在经济发展中发挥更大的作用。

场外金融衍生品市场由于信息不对称和杠杆效应等因素，存在着巨大的风险，主要包括信用风险、流动性

风险、系统风险、道德风险、法律风险、市场风险、操作风险等。

近年来，加拿大及北美投资行业不断反思和总结历次金融危机的教训，探索场外市场的风险管理新模式。目前，OTC 衍生品交易风险控制措施主要体现在产品标准化、场外向场内交易集中、从对手清算向中央清算转换，加强监管部门和行业自律组织的力度等方面。特别把重点放在对风险防范占有优势的衍生品集中清算机制上。

清算所在衍生品的结算过程中充当中方对手方，并为每个结算会员的财务健全提供保障。清算所具有较稳定的稳定性，降低双边场外市场所固有的风险，并提高了透明度，方便于政府监管。

## （二）目标明确，扎实的合规和风险管理是加拿大金融机构正常经营的稳定器。

加拿大是西方七国集团中受金融危机影响最小的国家，这源于其金融机构有一套较为完善的合规及风险管理机制。

加拿大金融机构合规部门主要职责包括：建立、保持和审查相关政策 and 程序；监测和监视；交易监督和销售合规性审查；预审交易；培训、教学与支持；监管部门联络；处理客户投诉；应对监管部门的检查及其他管控职责。

其合规架构包括：第一层级为董事会；第二层级为高级管理人员中设置最高负责人（UDP）、首席合规官（CCO）、首席财务官（CFO）等；第三层级是在各业务领域设立有相应的监督人，履行相应领域的合规审查和监督职能；同时还有专门从事合规管理的专业部门和人员，履行合规管理职责。

加拿大金融机构合规管理具有以下特点：

一是责任主体明确。以 UDP 最高负责人为核心的合规管理架构，将 UDP=CEO 具体化，切实做到合规管理从高层做起，并以制度化的形式明确公司的最高负责人即合规管理的第一责任人；

二是合规管理架构完善。明确 CEO 作为合规的最高负责人，强化合规人员作为“看门人”的职责，同时设有相应的监督人员；

三是合规管理方法科学。设计合理的监督管理体系和一套较完善的评价方法。

加拿大金融机构根据混业经营模式，构建了合理的风险管理架构。以加拿大皇家银行为例，其风险管理架构是在集团公司层面设有首席风险官，全面负责公司的风险管理工作，然后按各业务线条设立合规官，期货业务是金融机构中一个业务板块，设有合规官的角色。

风险管理工作的目标是根据所追求的业务目标，对所承受的风险程度进行优化。风险管理不能消除风险，而是减少或转移风险可能造成的损失，控制在可容忍的范围内。风控部门的具体职责包括：建立全面的风险管理流程；监督、评估和管理市场、信用、流动性、运营、法律、声誉等风险；重点关注信贷风险、市场风险、交易对手风险。

加拿大的金融机构明确划分了合规和风险管理工作的界限。合规管理主要侧重于满足监管要求；风险管理是全面管控公司的整体风险，合规管理只是风险管理中一项很重要的内容。而在实际工作中又做到了合规管理与风险管理的有机结合：风险评估是合规管理的中心，合规管理与其他风险管理并不是割裂的，合规管理的领域延伸到财务会计、信贷、审计、注册、法律、保险等多个领域，基于风险的合规策略通常要求对公司的各类风险进行识别并确定处置风险可用的资源。

## （三）客户适当性要求是加拿大金融机构风险控制的第一道防线。

加拿大金融行业以审慎的风险管理风格著称。在开发客户时，业务一线人员如投资顾问以“了解你的客户”为首要工作准则，充分挖掘客户信息，通过客户填报的家庭信息、交易经验、投资目标、财务状况、客户的投资期限（要求说明何时需要使用资金）、风险承受能力、年收入（要求包括大笔支出与税负情况）、资产净值（要求包括固定资产、流动资产与权益类资产），充分了解客户真实内在需求和风险承受能力。金融服务机构在了解客户后，对客户进行评估与分类，以书面和电子方式予以记载、保存。并对客户和产品进行适配安排，将不同风险等级的产品分别匹配给相应类型的客户，从而形成风险管理与控制的第一道防线。

操作环节中金融服务机构认真履行披露义务、解释义务、告知义务及留痕备查义务。客户则有如实告知义务。

如果客户不提供或未完全提供信息，加拿大规定金融服务机构可以拒绝为其进行交易。

基于客户提供的信息和资料，金融服务机构将客户分为一般客户和豁免客户两类。对于一般客户监管要求金融机构充分评估客户风险承受能力，帮助客户进行风险控制。如果客户出现超出其承受能力的亏损，金融机构则有可能被要求赔偿其损失。对于豁免客户（即有专业投资经验的客户或高净值投资者），则金融机构除了基于反洗钱等要求了解客户基本信息外，可豁免部分或全部适当性义务。

## 二、加拿大先进经验对我国期货市场发展的启示

通过这次学习培训，学员们不仅了解到国外资本及衍生品市场及其风险管理的发展状况，更体会到加拿大金融领域自上而下审慎的风险管理基调与文化，进一步拓展了我们的视野、思维和理念，引发了对我国期货市场的思考。

**（一）我国期货市场发展前景广阔，风险控制是市场发展创新的保障。**

在北美市场，OTC 业务占据衍生品市场的主导地位。国际清算银行统计数据 displays，2011 年年末 OTC 衍生品名义交易额相当于当年世界 GDP 的 9 倍。对于衍生品市场由于信息不对称和高杠杆效应等因素造成的巨大的风险，目前国际上尝试在场外金融衍生产品交易领域建立统一的交易平台、进一步探讨与论证场外衍生品交易多边净额清算，乃至中央对手方 (CCP) 集中清算模式的可行性。

随着集中清算成为 OTC 衍生品市场发展的主流，系统性风险将得以有效防范。OTC 市场将为套期保值者提供更多的手段，未来发展空间巨大，并会成为期货行业新的利润增长点。而在我国，期货交易仅限于交易所场内交易，交易品种绝大多数为大宗商品。随着期货市场的逐步开放与创新，我国期货市场将向衍生品市场过渡，其发展前景值得期待。

**（二）严格执行投资者适当性制度，调整客户结构，促进市场创新发展。**

加拿大衍生品市场机构客户占 97% 以上，而我国目

前的个人投资者在期货市场不低于 90%，占比相当大。散户比重大与期货中介功能不足，产品类型单一，部分国有企业对期货市场认识存在偏差有关。

随着期货市场发展创新，调整客户结构，把合适的产品推荐给合适的投资者是必然的趋势。建立多层次的衍生品市场，丰富投资产品结构，使期货市场更贴近实体经济的需求是改善投资者结构的基础。期货公司应坚持“了解你的客户”原则，审慎评估客户的资产状况和风险承受能力，把合适的产品销售给合适的投资者，把风险控制的第一道风险。

同时，期货公司还需要不断提升研发实力，强化研发部门和业务部门的合作，创新服务模式，构建全新的机构投资者服务体系，不断加强为实体经济服务，为产业服务的能力。

**（三）首席风险官的角色定位应从狭义的合规管理转向全面的风险管理。**

现阶段我国期货公司多以合规管理替代全面风险管理。这一现状与期货行业发展阶段、市场规模、管理水平和监管思路相关。在当前期货市场规模小，业务也正处于成长期，监管部门为有效防范期货市场可能面临的系统性风险，对期货公司的监管要求非常具体化，将现阶段期货公司可能面临的主要风险点均作为监管内容，提出明确的监管要求，因此，对于多数期货公司来说，只要合规风险控制住了，期货公司乃至期货行业的主要风险也基本控制住了，不会引发系统性风险。

随着期货市场不断发展，监管理念也在逐步变化，“放松管制，加强监管”成为核心理念。这对期货公司的首席风险官提出了更高的要求，从单纯的合规管理转向全面的风险控制。

首席风险官在风险管理工作中，要基于监管原则，全面评估和识别期货公司内外部风险，制定期货公司风险管理战略目标，拟定并监督实施期货公司风险管理的政策与程序，履行风险揭示和报告职能，培育期货公司风险管理文化，使期货公司在合规经营，风险可控的情况下，获取利润的最大化。■

（执笔：红妹）

# 从狭义合规管理转向全面风险管理

## ——加拿大金融机构合规和风险管理经验的启示

■ 文 / 首届赴加首席风险官研修班第二小组

### 小组成员：

东吴期货首席风险官 李晓英  
银河期货总经理 姚广  
中钢期货首席风险官 季新华  
广东鸿海期货首席风险官 曹晓红  
华闻期货首席风险官 曹溪生  
华安期货首席风险官 闫伟  
长江期货首席风险官 张峻  
江苏弘业期货首席风险官 贾国荣  
乾坤期货首席风险官 黄露

## 一、加拿大金融机构合规和风险管理情况

### (一) 加拿大金融机构合规管理情况

#### 1. 合规职能的演化

加拿大金融机构在发展业务过程中，非常重视合规，合规职能也越来越受到更多人的关注。他们认为，合规职能是发现并防止内部员工或公司客户出现违反法律法规的行为，包括是否有适当的制度流程来解决潜在的合规问题，并作出汇报和提出建议的职能。

早期合规的目的是发现不当行为或活动的类型，具体的或系统性的缺陷，以及产品潜在具体问题。现在除了这一职能外，合规还有咨询职能、建立和更新合规制度流程、监控并解释法规的发展、提供培训和教育、与监管机构联络、促进公司内部合规文化发展、采取防范措施确保公司经营行为符合规章制度以及从合规的角度审察新商业机构。

这些新发展的职能，反映出合规已由着重于制定政策和监控演化为更加注重培训和建议，合规的角色也从被动变为了主动，换言之，合规工作的趋势是将重心从控制损失的反应型转变为制定战略计划的前瞻型。

#### 2. 正式的合规架构

加拿大监管部门考虑到公司各自的实际情况，准许他们灵活采取最适合自身规模、结构和业务类型的合规架构。因此，合规架构并无统一的模式，各公司可依照不同情况灵活地执行监管要求，但监管的一般理念和某些具体要求同样适用于所有公司。

因此，一般而言，金融机构的合规架构分为三个层级：第一层级为董事会，负责审查合规报告及监督报告所提问题的整改落实；第二层级为高级管理人员中设置最高负责人（UDP）、总合规负责人、首席财务官（CFO）等负有相应合规管理角色的角色，其中，最高负责人还要就公司行为及公司对员工的监管向加拿大投资行业监管机构（IIROC）负责，总合规负责人则要向董事会和最高负责人报告；第三层级是在账户、交易、营销等特定领域设置监督人，履行相应领域的合规审查和监督职能，同时还设有专门的合规管理部门及人员，履行相应的合规管理职责。

此外，根据各公司具体的业务情况，还可以增设首席隐私官、首席反洗钱官或反恐融资官等职位，以加强对特定风险的监管。

#### 3. 合规管理的主要特点

(1) 合规管理的责任主体明确：按照监管要求，必须设置 UDP 作为合规风险的总负责人，并于 2009 年底进一步明确必须由公司的 CEO 来担任 UDP，从而以制度化形式明确公司的最高负责人 CEO 即合规管理的第一责

任人，使公司的合规风险责任主体与公司决策主体一致，切实做到合规管理从高层做起。

(2) 合规管理架构完善：前述的三层合规管理架构中，除董事会、最高负责人和总合规负责人负有合规管理职责外，还按不同的业务领域设置相应的高级管理人员承担合规管理职责。

换言之，合规管理不仅仅是合规部门的事，也是每个业务部门的重要职能，总合规负责人和合规部门只是有效合规风险管理结构的一个专职机构，总合规负责人需要确保合规部和业务线经理之间的信息畅通；另外，在合规管理架构中的监督人角色，是合规架构的有力补充。

(3) 合规管理方法科学：随着加拿大合规管理内涵和外延的不断丰富和发展，合规的角色和职责定位也在发生变化，合规管理工作的有效性更需要借助于量化的工具来评价。

一方面，通过定性定量相结合的风险评估方式，包括总体数据和趋势的分析，由外部机构 IIROC 对公司的销售合规和财务合规风险进行评估打分，然后根据打分情况进行公司的分类和排序；另一方面，公司自身也需要设计一套多维度的合规管理评价体系，围绕财务、声誉、运营和监管等维度，通过客观和主观相结合的指标设计，实现了对合规管理成效的有效考核。

## (二) 加拿大金融机构风险管理情况

### 1. 风险管理的目标及主要职责

风险管理的目的是，根据所追求的业务目标，对所承受的风险程度进行优化。风险管理不能消除风险，而是减少或转移风险可能造成的损失，把风险控制可在容忍的范围内，例如通过对冲、证券化或保险等工具，可以达到这一目的。这也是加拿大为什么会有如此丰富的金融衍生品工具的原因所在。

因此，在加拿大，风险管理主要职责是建立全面的风险管理流程；监督、评估和管理市场、信用、流动性、运营、法律、声誉等风险；重点关注信贷风险、市场风险、交易对手风险等。如果有的机构没有单设合规部门，风险管理部也管理合规风险。

### 2. 风险的分类和评估方法

一般来说，金融机构所面临的风险可分为信用风险、

操作风险、市场风险、法律风险、流动性风险以及道德风险等。在加拿大，不论其业务结构如何，一般金融机构都会面临一些共同风险，主要包括：

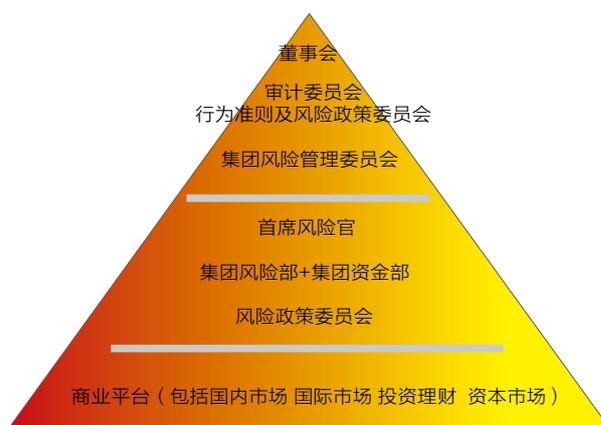
与客户打交道时缺乏真诚或诚实，对名誉带来的损害和损失；违背监管或法律要求；由于管理不当或外部灾害而给运营的控制带来损害；缺乏按计划进行业务运作的足够资金；未能控制好成本，尤其在业务低迷时期；未能识别市场和客户需求的变化并做出调整；国家或政治风险（指加拿大以外的业务活动）。

为此，金融机构在对风险的评估上运用了定性和定量评估相结合的方式。定性评估，是对每一具体风险进行评估和赋予权重，以确定某一个公司的业务风险分值；定量评估则是将一些要素分为四大类别，每个类别由许多数据元构成，这些数据元以五年为周期滚动跟踪。通过对这些数据元，按照评估期进行计算，结合长时间的趋势，以加权为基础，把一些指标合并，从而产生一个单一的整体“定量风险因数”，从而可对更为宽泛的定性评估进行修正。

### 3. 加拿大金融机构风险管理架构

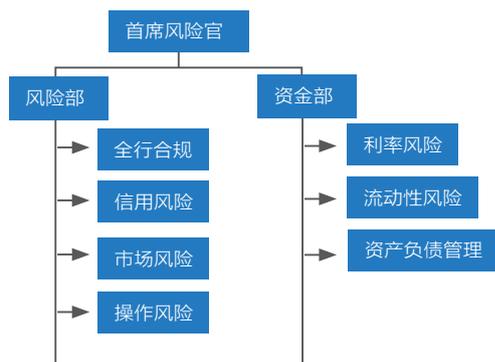
加拿大金融机构多为混业经营模式，单一的经纪类公司并不多见。以加拿大皇家银行为例，可以开展包括银行业务、信托业务、证券业务、保险业务等多项业务，还参与 OTC 市场交易。如图 1 所示。

图 1 加拿大皇家银行公司结构



加拿大皇家银行的风险管理架构相对复杂，集团公司除了有董事会，还有相关的专业委员会，如审计委员会、行为准则及风险政策委员会、集团风险管理委员会；另外，集团公司层面设有首席风险官，分管集团风险部和资金部，风险部和资金部分别控制如下风险：

图 2 加拿大皇家银行风险管理架构



从图 2 可知，合规管理属于风险管理的一部分，公司按照各业务线条设立合规官，期货业务是金融机构中一个业务板块，设有合规官的角色。各业务部门的合规官除了对他的上级主管负责，也对首席风险官负责。

### （三）加拿大金融机构合规管理与风险管理的关系

从加拿大皇家银行的风险管理架构可知，风险管理是全面管控公司的整体风险，合规管理只是风险管理中一项重要的内容，主要侧重于满足监管要求。

近年来，加拿大合规管理与全面风险管理结合的趋势愈加明显，突出体现为坚持基于风险的合规策略，从而科学地分配资源。基于风险的合规策略通常要求对公司的各类风险进行识别，并确定处置风险可用的资源，在对风险进行评估和优先排序后，对公司资源在系统内进行合理的分配，其风险控制策略的核心在于，将风险的重要性和可获得的资源之间进行平衡，并努力将资源向更高风险的事务进行有效分配。

在实际工作中做到了合规管理与风险管理的有机结合。首先表现在风险评估是合规管理的中心，合规管理

与其他风险管理并不是割裂的，事实上，它是从全面风险管理出发，从识别、管理、计量、监控整个流程上统筹考虑各种风险，从多维度进行量化评估，在风险评估基础上制定基于风险的合规策略，为合理分配资源奠定了基础。

另外，加拿大合规管理的领域延伸到财务会计、信贷、审计、注册、法律、保险等多个领域，基于风险的合规策略通常要求对公司的各类风险进行识别并确定处置风险可用的资源，由此可见，合规管理与风险管理做到了相互渗透、相互融合。

## 二、我国期货公司合规和风险管理现状及首席风险官的定位

### （一）我国期货公司对合规与风险管理的认知及现状

#### 1. 期货公司认识上存在差异

由于期货公司自身发展的不均衡，其背景、发展阶段和管理水平不同，导致公司对合规和风险管理的认识存在较大差异：

第一类：一部分规模较大、发展速度较快的有金融、外资或上市公司股东背景的公司，公司管理水平相对较高，对企业风险管理与合规管理关系认识较为清晰、准确，并体现在实际工作中。

第二类：部分处于中等发展水平的公司，尤以部分发展状况良好的传统期货公司为代表，常常把合规管理等同于风险管理，对于企业全面风险管理的认识处于探索和不断进步过程中，公司规范管理仍有较大的提升空间。

第三类：一部分规模较小的期货公司，公司的规范管理水平和日新月异的行业发展进程不相匹配，管理层对合规管理认识不清，与内部控制、内部稽核混淆，只知道“合规”而不知“合规管理”，“被合规”的意识根深蒂固。

#### 2. 现阶段我国期货公司多以合规管理替代全面风险管理

合规管理是否可以替代风险管理？显然这是不对的。合规管理虽然无处不在但不是无所不能。一家企业内部，不同部门或不同业务都存在风险，有的相互叠加

放大，有的相互抵消减少。因此，企业不能仅仅从某项业务、某个部门的角度考虑风险，必须根据风险组合的观点，从贯穿整个企业的角度看风险，即要实行全面风险管理。

## （二）现阶段我国期货公司首席风险官的角色定位

由于前述不同情况的期货公司对合规管理和风险管理的认识不同，在实际工作中，对首席风险官职责的要求和角色定位的理解上也存在偏差：

第一，从定义上看，首席风险官有两层职责，既要对公司经营的合法合规性负责，也要对风险管理状况进行监督检查。前者我们理解为合规管理，后者是否可以理解为全面风险管理，这个也与首席风险官这一名称相呼应。

第二，从认识上看，由于对全面风险管理的认识存在差异，大部分期货公司都没有将首席风险官真正定义在全面风险管理上面，而仅仅是“有问题找首风”。

第三，从架构上看，正是由于认识上的缺陷，导致相当一部分公司没有从全面风险管理的角度搭建法人治理架构，首席风险官的职能发挥受到限制。参考 COSO 的 ERM 框架，全面风险管理应该包括法务、风险管理、内部审计这三大部分。

第四，从规定内容看，“首席风险官不得兼任除合规部门负责人外的其他职位”，容易导致理解上的偏差，似乎首席风险官又单纯只是一个合规官。

第五，从实际工作中看，大部分公司，特别是中小公司，认为首席风险官只需管好合规风险，满足监管要求即可。少部分公司首席风险官虽逐步处于公司的核心地位，但其责、权、利尚不能完全体现“首风”应有的地位和作用。

第六、对风险管理的认识片面化。相当多的公司往往将客户的追保和强平简单地理解为风险管理，有些公司一有客户要强行平仓了，就要找首席风险官，甚至有些公司的客户风控就是由“首风”在管。

## 三、对我国首席风险官角色定位的再认识

### （一）首席风险官应从狭义合规管理转向全面风险管理

#### 1. 适应监管变化的要求

随着期货市场规模的不断发展壮大，管理水平的不断提升，监管理念也会逐步发生变化，将基于原则与基于规则相结合，监管部门在制定了明确的监管原则要求后，更需要我们期货公司首席风险官全面评估风险，制订细化的风险管理细则。

#### 2. 金融机构实现其经营目标的需要

期货公司作为独立运营的金融机构，它所追求的目标应该是在合法依规经营的情况下获取股东权益的最大化。不管是从监管角度和股东利益角度，都需要有完善的风险管理体系来达成这个目标，也是保障公司稳健、可持续发展的必要选择。

#### 3. 适应期货行业不断发展壮大的需要

面对期货行业不断推陈出新的创新业务和越来越复杂的市场环境，对期货公司而言，全面风险管理显得尤为重要。特别是在这次学习过程中我们所了解到的国外市场丰富的金融衍生品工具的运用，使我们不难预见国内期货行业未来发展的方向，这也需要我们在战略发展的高度上认识到全面风险管理的重要性。

#### 4. 首席风险官自身职责的要求

从首席风险官的定义和未来期货行业发展的需要来看，不单要对经营管理行为的合法合规性进行监督，也要对风险管理状况进行监督，这个风险管理状况是指包括合规风险在内的全面风险管理。

### （二）期货公司首席风险官在风险管理工作中应承担的职责

#### 1. 全面评估和识别期货公司内外部风险

（1）外部环境的分析与风险评估，随着创新业务的逐步推出，外部环境的变化越来越有利于有实力的期货公司做大做强，实力较弱的期货公司将不可避免地兼并被兼并。首席风险官需要承担对这些外部环境变化所带来的风险进行评估的职责。

（2）内部条件的分析与风险评估，创新业务的风险相对于传统经纪业务而言，对期货公司的内部条件要求较高，包括期货公司风险准备资本的条件、信息系统的建设、专业人员的配备、风控技术手段的要求等等。首席风险官需要对期货公司内部经营条件与管理水平进行全面的分析与风险评估。

(3) 中加期货业务全面风险管理情况对比，加拿大无独立的期货公司、无期货首席风险官，中国期货公司作为一个独立的金融机构需和加拿大期货业务所属的集团公司如皇家银行、丰业银行等一样进行全面的风险管理，可在首席风险官下设置合规风险官、信用风险官、市场风险官等分别承担相关风险的管理职责。

## 2. 制定期货公司风险管理战略目标

(1) 应对市场风险带来的挑战。各期货公司对市场风险的控制均十分重视，也积累了大量的经验。期货公司市场风险控制带来的难题可能有：第一，由于客户数量增加，日常风险监控与强行平仓执行的难度加大；第二，客户投资规模扩大对市场流动性风险控制有更高的要求；第三，系统性风险的进一步加大，极端行情出现的概率会增加。

(2) 应对操作风险增加的挑战。从全球的发展趋势看，日益增多的诉讼、迅速调整的法律和监管体系、新经济模式（如网上银行、电子交易）的出现、更为复杂的交易工具和交易策略、技术系统的可靠性、交易量的提高等，都增大了金融机构面临的操作风险。

(3) 应对信用风险带来新挑战。由于期货交易的杠杆作用，市场实行保证金制度，在出现极端行情时客户能否及时追加资金对期货公司风险管理而言至关重要。随着创新业务的逐步开展，我国期货市场也将进入机构投资时代，客户的信用风险将给期货公司的风险管理带来新的挑战。

## 3. 拟定期货公司风险管理的政策与程序，并监督实施

(1) 完善法人治理结构，健全内部控制体系。完善的法人治理结构和健全的内部控制体系是期货公司风险管理的基础，也是期货公司风险管理体系建设的重要组成部分。

(2) 树立科学的风险管理理念及风险管理文化。期货公司的风险管理是系统工程，需要全员参加。一个期货公司要真正做大做强，就不能片面强调业务，忽视企业风险管理体系的建设，否则，就会在激烈的市场竞争中削弱控制自身经营风险的能力，最终降低综合竞争力，难以实现持续稳定的发展。

(3) 建立科学的风控体系。科学的风控体系有助于

防范、控制和化解期货市场系统性风险；加强对先进风险管理技术与工具的开发应用，借助金融工程工具提高公司风险控制执行能力和管理能力。

(4) 实行流程化管理。重新梳理业务流程，制定新的工作标准，找出新的风险点，就具体的风险点设计风险管理办法，对关键环节加强事前风险防范。加强员工培训，提高员工执行力，严格责任追究；建立与之相配套的客户信用评估体系和有效的人力资源风险管理系统，以利于做好风险管理工作。

## (三) 首席风险官如何做好创新业务的风险管理工作

### 1. 持续学习、提高业务水平

创新是当前整个行业的主旋律。其实金融市场创新能力最强，衍生品市场又是推动创新的领头羊。随着中国金融市场的逐步开放，国债期货、外汇期货等金融产品的上市，期货市场将在更大范围融入主流金融行业里。期货市场将吸引所有金融机构的参与，期货业在实体经济和金融虚拟经济中将发挥更大的避险作用。

### 2. 使用技术手段管理风险

通过计算机系统自动设置和计算市场风险、信用风险的VAR值，及时调整相关创新业务的风控措施，对公司各品种保证金收取水平，对期货公司资产管理业务、自营业务中的期货、证券、债券等投资资产价值动态估值与风险测量，监督与控制进行科学的风险管理。

### 3. 加强沟通，充分履行风险提示与报告职能

首席风险官需要与监管部门、行业协会、交易所、外部审计机构、律师事务所、董事会、经理层、下级单位及投资者加强沟通，及时发现风险点并跟踪处理，同时对相关部门全面履行风险提示与报告的职能。

### 4. 加强国际交流，学习国际上成熟市场的经验和教训

通过近一个月在加拿大的学习与考察，我们发现与国际上成熟的期货市场差距相当大，但反过来看，我们的期货市场未来发展空间也相当大，他们的现在也正是我们的未来，因此，加强与国际上成熟市场同行的交流，及时学习其成功的经验，汲取其发展过程的教训，对于我们少走弯路，健康快速地发展我国期货市场很有好处。■

(执笔：李晓英、张峻、贾国荣、曹晓红)

# 全流程风险管理是 期货资管业务的基础

■ 文 / 首届赴加首席风险官研修班第三小组

## 小组成员：

郑州商品交易所总监 白利民  
宏源期货首席风险官 刘洁  
五矿期货首席风险官 张天骄  
广永期货首席风险官 宋国玲  
东航期货首席风险官 沈杰  
新湖期货首席风险官 戎萍  
迈科期货首席风险官 梁红漫  
鲁证期货首席风险官 刘建民  
山西三立期货首席风险官 杨静

## 一、国内期货资产管理业务主要风险类型

从国内期货公司目前的主要风险类型以及经纪业务与资产管理业务的区别，可以看出现阶段期货公司资产管理业务面临以下六个主要风险：

### （一）法律与政策风险

法律与政策风险是开展资管业务最首要的风险点，存在于资管业务开展的各个环节中。

### （二）市场风险

市场风险主要存在于产品设计、交易运行环节，包括系统风险和非系统风险。

### （三）流动性风险

流动性风险存在于产品设计、营销及交易运行的环节中，主要表现在：客户受托资产总规模的控制要充分考虑所占投入市场规模的比例；受托资产风险预警线的计算与限制性约定；受托资产所投入

市场的流动性测算与限制性约定的有效把握。

### （四）适当性风险

适当性风险存在于资产管理业务的账户开立及授权环节，主要表现在：账户开立是否符合资管业务的适当性相关规定；根据客户资产、信用情况确定客户可委托资产的规模；评估客户风险承受能力，提供相应的风险产品供客户选择。

### （五）道德风险

道德风险存在于资产管理业务各环节所涉及的操作主体，主要表现在：管理者道德风险，营销人员、交易人员道德风险以及风控人员、合规稽核人员的道德风险。

### （六）运营操作风险

（1）IT 风险。硬件、软件、网络速度：是否具备产品模型设计要求达到的交易条件。服务器、路由、数据库是否与所设计产品需要相匹配，是否达到最优化的交易速度，是否满足内部风险控制的要求。

（2）模型设计风险。零售客户模型风险低；机构客户模型风险高。产品模型要经过公司风险管理部门负责人（信用风控、市场风控、操作风控）签字认可方可操作，风险管理部门负责人需把经过认可使用的模型可能存在的风险向董事局报备。

（3）信用风险和对手方风险。资产管理产品设计的标准化和客户的多样化，可以降低信用风险发生的可能性。严格执行适当性制度，审慎选择客户；严格交易策略、

品种的选择执行，使本身所承受的对手方风险降低。

## 二、北美资产管理业务的管理现状与经验

### （一）北美资产管理业务的管理现状

#### 1. 监管结构——鸟巢状结构图

（1）以自律组织为主、政府监管为辅的体系。北美市场经济成熟，在法治基础上建立了以行业协会自律管理为主、政府宏观管理为辅、社会各方力量参与监督的市场中介组织监督机制。北美的金融监管是联邦和省分权、分业监管的“两级多头”体制，允许行业自律组织发挥作用。联邦和省级金融监管机构不是垂直领导关系，而是相互协调与合作。

（2）强调法律原则，突出风险的认知。北美金融监管体制强调法律原则，引入以风险管理为核心的监管理念，无论是横向还是纵向上都有明确的职能分工和清晰的权责体系。横向上，金融监管机构和财政部、银行、保险公司分工明确，各司其职，共同构建了北美联邦金融监管体制的组织框架；同时，相关法律法规明确了这些机构的具体职责，实际运作中，也能各司其职，相互协作。

（3）加强从业人员的管理，明确公司的责任与义务。加拿大联邦政府财政部颁布有以风险管理为核心的《监管框架》，明确了进行监管操作的原则和方法，核心理念就是建立以风险为核心的金融监管体系。该文件规定的监管基本程序是：

首先综合考虑公司的机构设置、业务计划、资本分配以及财务情况等因素，确认金融机构的“重要行为”。

其次，评估“重要行为”的净风险，这是内在风险与风险管理质量的差值。内在风险分为信用风险、市场风险、保险风险、经营风险、流动性风险以及战略风险，分为高、中、低三个级别。评估风险管理质量时需考虑的因素，除日常的经营管理之外，还包括财务分析、合规情况、内部审计、风险管理以及对公司高管和董事会的监督，分为强、可接受、弱三个级别。除上述两大变量外，确定净风险时，还需考虑风险的发展方向，分为上升、平稳和下降三档。

再次，利用矩形图加权汇总各项重要行为的净风险，

确定金融机构总的净风险评级。在此基础上，考虑资本充足状况、收益状况以及时间周期等因素，确定金融机构的综合评级（分为低、中、中上和高）和综合风险发展方向。

最后，根据评级来确定监管计划以及对各金融机构的监管强度，分为0-4共5个档。对不同档次的公司，分不同阶段进行评估，并加强与公司管理层的沟通，实施各种现场监管。

#### 2. 对人员的管理

（1）了解你的客户。加拿大规定业务一线人员如投资顾问需要充分挖掘客户信息，通过了解客户家庭信息、交易经验、投资目标、财务状况等，进而挖掘客户真实内在需求。其中投资顾问以“了解你的客户”为首要工作准则，从而形成风险管理与控制的第一道防线。

（2）适当性要求。投资者适当性可谓现代金融服务（银行、证券、期货、保险等业务）的基本原则和基本要求。实施投资者适当性管理，不仅保护投资者合法权益，还保护了金融服务机构的合法权益，从而维护市场公平，促进市场健康稳定发展。

金融服务机构在了解客户后，对客户进行评估与分类，以书面和电子方式予以记载、保存，并对客户和产品进行适配安排，将不同风险等级的产品分别匹配给相应类型的客户。

（3）关于豁免投资者。基于客户提供的信息和资料，金融服务机构完成客户类别确定与客户风险承受能力评估及等级划分。若客户为专业投资者或高净值投资者，则除了基于反洗钱等要求了解客户基本信息外，金融服务机构可豁免部分或全部适当性义务。

### （二）北美资产管理值得借鉴的经验

#### 1. 自律组织与监管机构对投资者的保护

法律法规对投资者的保护，通过公开披露从业人员及机构诚信记录提升行业道德规范水平。加拿大投资行业监管机构协会作为一个自律组织，对于投资者的保护是通过经营机构的合规审查与代为执行政府监管机构赋予的监管权力，他们主要对于操纵市场行为以及内部交易行为予以惩罚以维护市场稳定，同时，确保对投资者资产安全的保护。

## 2. 适当性要求及其在业务过程中的运用

(1) 开户及委托。从加拿大期货业的合规工作的最近趋势看，已由着重于指定政策和监视向对于员工更加注重培训和建议演变。换句话说，对于合规以及适当性工作，也由被动转移到主动。比如，开户环节着重强调对于 Risk capital 风险资产占总投入资产比例的设定。这对中国期货界将来从事资产管理业务尤其具有借鉴作用。它规定了一个客户最大的亏损额，对于理清权责双方关系、界定客户利益与法律纠纷非常有效。

(2) 交易及其告知，权益波动及其风险认可。在交易环节中，当涉及客户权益出现减少情况，公司会及时告知客户，而一旦到了双方约定亏损极限环节，公司有权处置客户头寸。这点与我们现行的风险管理大同小异。

(3) 结果的确认与解约。对于结果的确认以及是否与客户重新续约，加拿大公司会通过一系列的调查来确保客户声明资产的准确性。这与该国混业经营以及客户资产状况明晰与调查的便捷有关，这对于我们虽有借鉴意义，但是目前操作仍有困难。

## 三、期货公司资产管理各项业务的风险管理与控制

### (一) 产品设计环节主要风险及管理

#### 1. 法律与政策风险

(1) 董事会的风险管理职能是否完备。董事会是否通过了期货公司重大风险管理政策，以确保这些政策与公司的商业发展战略相匹配；商业环境和市场环境发生变化后上述政策是否得到检查与修订；公司高管层有没有定期（至少一年一次）向董事会报告本公司除去场内交易期权以外的风险敞口。

(2) 高管层的风险管理是否得当。

① 高管层有责任确保公司有足够并且适当的制度与流程对衍生品业务进行长期以及逐日的检查，这些制度与流程包括但不限于：对风险管理责任的清晰界定、一个能够恰当度量风险的系统、适当的风险头寸额度、有效的内部控制体系和覆盖全面的汇报程序；

② 公司需要建立一个系统以确保一旦发生超过额度的事件，高管层立即知晓并且只能由经过授权的人员批准；

③ 确保公司建立的适用的运营流程与风险控制系统都得到了（董事会或监部门的）相应批准；

④ 确保公司有合适的风险控制系统以准确定位公司产品的市场风险、信用风险、法律风险、运营操作风险和流动性风险；

⑤ 确保公司承担衍生品业务的人员数量充足，并且他们都具有足够实践经验、技术能力及专业水平；

⑥ 确保高管层指定了合适的主管来负责管理衍生品事务机构；

⑦ 确保公司对风险管理流程有定期评估以使这些流程适用并且健全；

⑧ 确保公司所从事的全部标准化或者非标准化衍生品项目都已经得到批准；

⑨ 确保公司有适当、全面、能提供有用信息并且及时的管理信息系统，它的风险管理功能应该能够监控及度量风险并向对应层级的高管以及公司董事会报告。

(3) 公司风险管理工作是否独立进行。公司应该有一个明确的独立且清晰授权的风险管理职能，以确保风险控制政策与时俱进，并监控交易和头寸使这些政策被严格遵从；公司财务会计部门应该定期详细分析收入的组成结构以看清风险的来源。

#### 2. 市场风险

在资产管理业务产品设计环节，主要考虑的是在“黑天鹅”事件造成的极端情况对产品的影响，也就是极值理论的运用。极值理论（EVT）是一门用来预测异常现象或者小概率事件风险的模型技术，其最重要的意义在于能评估极端事件的风险。

#### 3. 流动性风险

(1) 产品总规模的流动性风险。与基金和其他受托理财业务一样，资产管理业务的产品总规模必须控制在合理的范围内，除了提高管理效率以外，避免产品总规模过大或过小都可能导致额外的流动性风险。

(2) 产品所投资市场的流动性。期货公司资产管理业务不仅可投资于期货市场，其所涵盖的市场范围非常广泛，因此必须对受托资产所投资市场的历史数据进行总结归纳，对其发展趋势进行有效分析，进而测算出其流动性风险水平，据此制定公司全部受托资

产对单个市场可以投资的最大金额，并在此最大金额的范围内依据各个产品的总规模及投资策略进行限额分配与管理。

(3) 受托资产风险预警线的计算与限制性约定。资产管理业务受托资产管理模式一般有一对一式和集合式，一对一专户理财的方式可以通过双方协议的形式约定最大亏损额度及风险预警线，集合式产品可以通过产品契约或者标准化的产品合同进行约定。

## (二) 市场营销环节主要风险及管理

### 1. 法律风险

就资产管理业务而言，法律风险的管理方式与经纪业务相似，在具体制度与流程条款上可能有所区别，资产管理业务中更加需要强调的是公司整体合规文化的建设。

在本次“首风”培训中，很多讲师都在营销或者交易一线有丰富的工作经验，“营销人员就是风险管理与控制第一道防线”的风控文化是每一个讲师谈到风险管理时都强调的，这与国内期货行业实际奉行的营销是营销、合规是合规的割裂状态截然不同。

### 2. 适当性风险

在北美金融市场，营销人员对风险管理最重要的贡献体现在了解自己的客户，包括客户从事的行业、大概的资产情况及信誉等，他们的日常风险管理工作很多时候依据投资顾问（即客户经理）对客户状况的描述，甚至于保证金水平的拟定以及强平与否也会听取这个“最了解客户的人”的意见，这些都建立在其整体社会信用文化的制度与氛围基础上。

具体到国内而言，目前还很难采用这种方式进行有效的适当性管理，就资产管理业务而言，暂时只能延续让客户自证适当性的做法，但在具体要求上，还可以在营销人员展业细则中加入客户的风险偏好、投资目标是否与其投资策略相匹配、客户的资产状况是否足以承受所投资产品的最大风险等内容。

### 3. 道德风险

管理与防范营销业务环节的道德风险主要可以从以下几个方面着手：加强客户回访，审批所有的宣传资料，检查营销人员是否做出片面夸大收益的宣传；合同文件

及协议应充分揭示受托资产投资可能导致的风险；加强证明文件的审核，防止营销人员为满足适当性要求诱导客户填报不真实资料；检查是否有制度和流程保证向客户充分披露信息，防止因信息不对称可能产生欺诈的情形；通过建立营销人员诚信档案，公示不诚信记录内容等方式，尽可能提高不诚信行为的代价与成本。

## (三) 账户开立及授权环节主要风险及管理

### 1. 法律与政策风险

(1) 通过法律顾问等外部机构审核开户合同及其附件、资产管理授权委托书等文本文件是否符合法律法规的规定；

(2) 开户过程应当全程录像，同时指定专人（北美称为“期货监督人”）对资产管理业务的开户过程进行检查与监督，按照流程规定对监督过程留痕并存档。

### 2. 适当性风险

现行股指期货客户适当性制度是对投资者适当性管理的良好开端，在资产管理业务实践中，可以在此基础上细化和补充下列内容：

(1) 《适当性评估表》可增加项目。除存款、有价证券以外，允许经过认证机构评估的不动产按照一定的比例纳入客户声明拥有的资产，比如房产、托管在银行的实物黄金等，并签署授权书授权期货公司对其声明资产的真实性和真实性进行核查；增加客户风险偏好、投资目标及最大损失容忍度的选择项，尽量具体化或者量化以便客户准确表达。

(2) 单个客户可委托管理资产最大额度。期货公司指定专人检查评估表中的最大损失容忍度以及客户提交的资产证明，必要时可以通过客户授权联系资产登记或托管机构查证客户声明资产的真实性和真实性，然后以资产总额的一定比例计算出该客户委托管理资产的最大规模，提交分管资产管理业务的高管或公司指定的其他高管审批；单个客户可委托管理资产最大额度一旦确定，客户委托管理资产不能超过此额度限定，除非客户重新提交资产证明并经过期货公司的重新计算与审批。

(3) 客户投资目标与投资产品的匹配性审查。期货公司指定专人检查评估表中客户声明的风险偏好与投资目标，对照公司提供的资产管理业务产品的投资范围与投资

策略，按照“风险与收益相匹配”的原则检查客户所选择的产品是否符合其风险承受能力和投资目标。

### 3. 运营操作风险

开户环节的运营风险主要表现在流程及其执行上，可以从以下几个方面进行管理与控制：检查开户及对指定专人的授权流程是否有足够的防火墙设计；复核及存档工作能否涵盖整个开户及各项计算和审批过程。

## （四）交易及产品运行环节主要风险及管理

### 1. 市场风险

要有效实施对资产管理业务的市场风险管理，在产品设计中首先要引入一个适用于该项风险的量度与计算系统。国际金融交易市场尤其是衍生品场内市场对于市场风险的防范已经有了一套成熟的思路和很好的实践操作，国际著名交易所如CBOT、CME、LIFFE、LME等大都利用SPAN来测算投资组合的风险，本次培训中有多个讲师提到过这个系统。

### 2. 流动性风险

（1）受托资产本身的流动性风险。受托资产本身的流动性风险取决于受托期限与提前终止授权的约定，一对一专户理财方式可以通过协议锁定授权期限的方式来管理风险，集合式资产管理业务可能有封闭式和开放式两种，类似于公募基金的管理，由于我国对于公募基金的流动性管理已经有很多相关研究，期货公司参照其管理方式进行管理应问题不大。

（2）所投资产品的流动性风险。所投资产品的流动性风险是指受托资产所投资产品由于流动性不充分可能导致的风险，期货公司可以通过下面几个方式对此风险进行管理与控制：

①设立受托资产投资产品池，由公司指定部门根据市场及品种流动性决定产品池构成并定期更新，受托资产不能投资于产品池以外的市场及品种，并且分别设立公司整体资产管理业务和单个资产管理产品对某个市场及品种总投资头寸的限制；

②风险管理部门实时监控公司整体以及单个受托资产所投资品种的交易量及持仓量，当达到头寸限制的80%时向产品交易员警报并报告资产管理业务主管，超过100%时立即报告公司高管并要求交易员减少该品种持仓；

③风险管理部门按实时价格监控受托资产市值，达到受托资产约定风险预警线时向交易员及公司管理层报告；

④达到受托资产终止授权线时，风险管理部门向公司管理层报告，由管理层指定监督人员监督交易员逐步出售所投资资产，尽可能减少因冲击成本带来的额外损失。

### 3. 运营操作风险

（1）利益冲突的有效隔离。资产管理业务与传统经纪业务可能在利益上存在冲突，在交易环节上更是存在于经纪业务客户成为对手的可能，因此资产管理业务的交易必须交由专门的部门负责，与经纪业务有效隔离，集中管理，人员、业务、场地独立，在操作、结算、风控、会计处理等工作上与其他经纪业务分离，交易策略的制定、执行和监督等岗位要相互独立和制约。

（2）监督程序必须合理设计。在交易及其伴随的风险管理与控制，主要应从以下方面监督和检查运营过程：是否存在产品投资目标、交易策略不相符的交易；IT系统是否满足交易需求；整个交易流程是否有完整的防火墙设计。

## （五）授权终止环节主要风险及管理

### 1. 法律与政策风险

管理和控制授权终止环节法律与政策风险主要考虑以下几个方面：资产管理授权终止书等文本文件是否符合法律法规；可终止授权的条件是否已经满足；关于因终止授权所导致损失的承担。

当授权终止由交易损失引发的时候，可能存在需要将受托资产所投资的产品仓位进行平仓的情形，如单一产品仓位过重平仓时将存在冲击成本，造成受托资产返回给客户的最终价值低于受托资产止损线，额外的损失如何承担需要事先做好法律文件上的安排。

### 2. 道德风险

授权的终止可以视为该次资产管理业务的终结，期货公司应该有完善的制度与流程，对业务终结时稽核部门回访客户、全面检查存档文件等予以明确规范，以确定在营销、开户、交易等业务过程中是否存在主观损害客户利益的情形，防范业务过程中的道德风险。<sup>[8]</sup>

（执笔：白利民、宋国玲）

## 境外培训考察之学员感悟



### 【编者按】

美国和加拿大的金融及衍生品市场，有太多值得我们学习和借鉴的成功经验。参加此次培训考察活动的我国期货行业“精英”，在惊叹于美国和加拿大高度发达的金融及衍生品市场的同时，也对其充分竞争的市场环境和创新发展的行业精神充满羡慕和敬佩。

这是一次“取经”之旅。学员们在看清境内外差距的同时，也明确了未来工作过程中努力的方向。在此，我们刊载了部分学员的学习体会，看看他们在培训考察过程中的所见、所闻、所想。

# 美国期货经营机构的 监管与创新分析

■ 文/广发期货总经理 肖成



借助中国期货业协会搭建的平台，我们一行五十人赴“西方”取经，收获颇多。尽管是走马观花，但一路走，一路思考。其中，有在芝加哥大学布斯商学院的现场学习，也有在 CME、CBOT、ICE 等交易所的考察，还有与期货经营机构各级别人员代表的互动交流。

期货经营机构的类别比较齐全，按股东差别可分为：具有现货背景的期货公司，如福四通公司；具有商业银行背景的期货经营机构，如荷兰银行；传统的期货公司，如新际公司、杰富瑞；具有投行背景的期货经营机构，如摩根大通、摩根士丹利；具有综合金融背景的期货经营机构，如高盛公司；还有行使做市商功能的自营交易公司，如 CTC 公司。

## 美国期货经营机构的特点和优势

相比中国的期货公司来说，美国的期货经营机构有如下特点：

第一，具有创新的动力，是市场的创新主体之一。通过考察，我们发现，在美国期货市场中，期货经营机构是以盈利作为首要目标的，期货交易所也是公司化、股份制制的，两者形成市场的两大创新主体。但他们之间的创新又有所分工，这主要是因为他们所提供的金融服务不同。

具体来说，期货交易所更多地是在期货品种和期货工具方面依据市场的需求创新，设计针对各类商品和金融的不同期货、期权工具。例如，CBOE 最近推出的波动率指数期货。期货经营机构则依据市场需求，不断创新期货业务和交易手段。以摩根士丹利衍生品部为例，创新围绕着交易、清算以及执行与清算三种关键的金融服务展开。

以执行交易这项业务来说，更多地在提供多资产类别的执行平台上创新，具体针对现金股票、掉期、外汇以及上市衍生品的 Passport 产品不断探索；同时，还不断提供各种创新性交易工具与功能，如 Algo's、Spreads、VWAP、TWAP 等；另外，在期现贸易的搭建上、物流的配备上、自营交易的选择上，都能够不断创新服务手段以增加收入水平。

第二，依托美国市场化经济优势，业务涵盖全球各主要衍生品交易市场。资本实力较强、规模较大的期货衍生品服务机构尤为如此。例如，摩根士丹利衍生品部的交易结算通道遍布全球近 60 家交易所，横跨美洲、欧洲、中东、非洲和亚洲。交易结算通道的便捷性极大提高了

其服务客户的广度，同时也为客户的跨市场套利提供了较为便利的条件，拓展了机构客户群体。

第三，衍生工具众多，专业化程度较高。美国期货市场金融工具众多，促使期货经营机构的专业化服务程度不断提升。例如，不仅有商品和金融期货，还有对应于各商品和金融期货的期权，以及外汇和利率的掉期服务，OTC 市场等。

许多经营机构不仅为客户的场内交易提供服务，同时也为客户的 OTC 交易提供服务。OTC 市场的客户大都是规模较大的投行和基金等机构投资者，期货经营机构设计的期货合约都是个性化较强的参考了场内衍生品运作的专业化策略方案。这种近乎一对一的服务，需要极强的专业性，从而反映出美国期货经营机构服务机构投资者的专业能力。

第四，技术系统日新月异。美国期货经营机构的客户交易场所十分壮观，有些公司的交易场所甚至不亚于中型交易所。同时，美国期货经营机构主要依靠先进的交易技术和运作程序做后台支撑。

随着 CME 集团、CBOE 等主要交易所的场内电子盘系统的普及，喊价交易正逐步退出历史舞台，从而使得期货经营机构不断创新为客户服务的技术手段，不仅要具有全球的互换性，而且在不同交易市场之间，场内外汇、利率、掉期及互换之间都要有安全而有效的技术系统保障。

例如：在摩根士丹利的 Passport 平台上可以搭建一个多资产类别的交易平台，通过该平台可以随时在世界上任何地方针对任何区域进行交易。同时，它提供的 MSET 电子交易可以提供从交易前的分析与执行到交易后的执行绩效分析与佣金管理的一整套服务。另外，还可以定制各种交易工具，包括各种基准算法、投资组合算法和配对交易算法在内的专业算法。

由此可见，在竞争日益激烈的商业环境下，技术系统优势直接影响着期货经营机构的收益。技术创新，表面上是降低成本的手段，深层次上则是核心竞争力的体现之一。

第五，量化风险管理手段盛行。尽管次贷危机和近年来一些金融机构的倒台，揭示了美国期货经营机构内部风险管理的漏洞，但是它们的风险防范方法和手段还是值得我们学习的。机构投资者参与衍生品市场，往往都涉及信用交易，如何做到既吸引客户又防范风险呢？应该说，它们已经形成了一套行之有效的控制流程和手段。

我们查询了美国某家期货经营机构的风控要求，可以看到以下制度规定：客户持仓和抵押品始终与公司专有持仓和抵押品相分离；需要汇兑的原始保证金和变动保证金存放在受监管的清算中心的分离账户中；清算中心不可用客户资产担保或抵消公司的专有债务；公司必须将超额抵押品保留在分离与担保额账户中。

## 美国期货经营机构的现状及趋势

此次考察过程中，期货经营机构普遍反映近几年盈利状况不佳。这主要是由于美国经济状况堪忧，致使银行利率水平太低，从而使得期货经营机构的利息收入几乎为零。收入下降直接影响到公司的人员稳定。与几家公司的总裁及相关负责人沟通之后，我认为未来三年，受整体金融环境恶化影响，美国期货经营机构的发展环境将呈现以下趋势。

一是公司间并购重组加剧。由于市场状况恶化，一些实力不强的公司纷纷向实力强大的公司出售自己的资产和业务，公司集中度会相对提高。有些集团的期货业务会暂时压缩，待市场环境好转后再行恢复。

二是监管环境变化导致监管成本上升。例如，近几年出现的高频交易，尽管增大了交易量，但也给监管带来了挑战。一些公司反映，未来对市场的监管要求会更细，尤其是考虑到交易技术手段对市场的影响。各公司不断更新技术水平，公司间竞争加剧，而随着佣金水平的下降，公司收入并不会增加。

三是期货经营机构的内部激励机制在改变。一些大公司之前的效益水平较高，从而形成了固定的工资加奖



美国期货经营机构内部办公环境

金的内部激励制度。但是，在市场环境变得不利时，又开始考虑佣金提成的内部激励制度。

四是具有金融背景的期货经营机构会在市场低迷时发挥出明显的竞争优势。在具有金融背景的期货经营机构的业务收入中，结算业务收入占了大部分，同时利用集团资源，降低经营成本，从而保证了市场低迷状态下的胜出。

### 中美监管环境的简单分析

美国的市场化程度相当高，监管也比较松。虽然目前有了强化的迹象，但市场化的本质要求不变。美国与中国的监管现状，有着各自的历史根源和现实国情。对于美国的监管体制，我们既不能妄自尊大，也不可妄自菲薄。此次美国考察过程中，大部分声音都在反映，中国的监管体制，尤其是对客户资产保护的制度，优势十分明显。

我们的监管体制有改进的空间，尤其是在让交易所和期货公司真正成为市场创新主体方面，仍有大量可以做的工作。

对于目前这种局面，我认为与市场投资者结构有很大关系。

据统计，美国农产品交易中，小投资者的比例为10%-20%；而大宗工业品交易中，机构投资者占比达70%以上；金融衍生品交易中，机构投资者占比达90%以上。然而，在中国期货市场中，散户投资者占到70%-80%。在中国，如果对期货经营机构控制不严，以一般散户为主的投资者在利益受损之后，最终会将政府推到第一线，严重的甚至会抗议、静坐，以至于形成其他社会危机之源。然而在美国，由于投资者大部分为专业机构投资者，出现纠纷时，大都通过法律契约关系解决，最严重之时，可以通过法院或双方约定的仲裁手段解决。

此外，中国的期货经营业务目前还带有一定的垄断性，或者称为“许可证制”。只有像其它一般性竞争行业一样没有垄断保护时，中国的期货行业才可以达到完全市场化。但是可以预料，金融行业作为一个国家的核心行业，无论是在东方还是在西方，都不会完全摆脱政府干预，只是随着市场的发展，政企之间的管理边界会更加清晰而已。

## 对我国期货市场的启示与建议

通过此次考察，并结合中国期货业的监管现状，我认为，期货经营机构的发展离不开整个期货市场、金融市场和实体经济的发展。在改革开放的发展环境下，结合美国的发展经验与教训，对应国内资本市场的发展建议如下。

第一，进一步明确期货经营机构在现货企业集团和金融集团中的定位，充分发挥为实体经济和金融资产进行风险管理的功能。

我始终认为期货业务不是如同证券和基金等可以直接为客户带来增值收入的业务，期货公司只是在证券和基金公司等金融机构为客户带来增值收入的同时，利用各种金融工具为客户进行风险管理，从而减少成本、分散风险，间接为客户带来增值收入。

具体来说，在金融集团中，要充分协调好证券公司的资产管理及自营、基金公司的财产管理和期货公司的风险管理的综合作用，为客户提供多层次、多功能的服务，从而提供既满足客户的全面理财需求，又将风险加以对冲和分散的综合金融服务。

第二，放松管制，逐步释放期货经营机构作为市场主体的创新能力。

在期货公司的业务范围中，是否可以逐步将一些业务的审批制改为备案制？具体如：期货公司分支机构的设立；营业部负责人的选聘；期现结合平台的搭建；资产管理业务中各种产品策略的上市；境内外收购和兼并重组。

第三，大力发展机构投资者，特别是专业机构投资者，为期货监管走向市场化打下良好基础。

配合商品和金融期权的推出，是否可以大力发展具有做市商功能的自营交易商，并在设立标准、交易所的会员资格以及做市商的佣金优惠上给予支持？做市商制度既利于期权的顺利推出，也可以改善期货市场的投资者结构。

第四，积极推进期货交易所的公司化和股份化进程。建议允许期货经营机构以股东形式参与交易所经营，使期货公司与期货交易所风险共担、利益共享。这不仅从根本上解决了现今期货公司与交易所之间利益极为不平衡的关系，同时也为交易所创新和做大做强带来了核心竞争力。

第五，允许期货公司“走出去”，参与国际衍生品市场竞争，鼓励期货公司在境外进行收购和兼并。在人民币资本项下未完全开放的现实条件下，建议发挥香港国际金融中心的平台作用，允许期货公司通过香港分支机构在境外各主要交易所申请交易结算席位，为更多的中国投资者参与国际期货市场做好中介服务。

第六，大力发展场外衍生品市场。建议吸取国外OTC市场的经验教训，将电子化交易引入OTC市场，在初步构建OTC市场时，就将结算纳入统一监管，使期货公司在场内与场外两个市场都能发挥服务功能。

综上所述，中国期货市场应该顺应中国金融市场改革开放的发展趋势，大力推进期货市场的市场化、法制化和国际化进程。

在“市场化”的建设中，表现为尊重市场规律，形成期货交易所与期货经营机构为主体的自我约束与自我制衡的机制，在期货市场的定价、资源配置、选择与淘汰等市场基础功能的管理上更多地体现市场各参与方的竞争。

在“法制化”的建设中，进一步完善期货市场得以生存的科学、健康的法律保证。通过《期货法》等法律及规章制度和规范性文件的出台，逐步完善期货市场的法制体系，从而依法制市，维护“三公”原则。

在“国际化”的发展中，大力鼓励期货经营机构在“引进来”和“走出去”以及境内外投资资金的沟通与有序流动，推进人民币国际化等方面发挥积极作用。■

# “期现”结合的美国市场及对我们的启示

■ 文/中粮期货总经理 黄辉



这次到美国学习考察，我们重点关注了美国期货和现货市场结合的相关问题。美国市场的期现结合，有几个方面给我留下了很深刻的印象。

## 产业客户对期货市场的运用

我们拜访了芝加哥周边的一家家庭农场。这个农场是夫妻俩经营的，拥有 600 英亩土地，加上租种的，一共耕种两万英亩，雇了 80 人，是一个现代化家庭大农场。农场拥有烘干塔和仓库，仓库能装五万吨粮食。

农场主向我们介绍了一些期货相关业务。农场主拥有一台报价机，提供期货报价，也能看到芝加哥周边现货报价。目前农场仓库只能存储五万吨粮食，但每年的产量很大，五万吨库容难以满足需求。到了收获季节，五万吨以外的现货必须卖给周边大型贸易企业收购站。大型贸易企业会压价，迫于库容限制，只能便宜出售粮食。

他希望找到像中国这样的大买家，直接卖，库存量大一点，囤的时间长一点，度过收获季节后能卖更好的价钱。

一个农场主规模如此之大，同时中介机构不仅提供期货价格，还可以提供现货点价，期货工具用得非常好。这是一个好例子。

## 全面风险管理方案

我们在芝加哥 INTL FCStone 接受了一整天的培训。这是家最初以美国农场主为股东的企业，经过两次并购后成为综合性的 FCM，改名叫 INTL FCStone。

在他们看来，每一个客户都是不同的，他们会根据客户的情况制定不同的风险管理方案。这些方案里，可能需要非常多的工具，要用到场内期货与期权；用到远期合约与互换；用到标准化的 OTC 产品；还要用到定制化的 OTC 产品。

他们有一个可 24 小时全球交易的平台为客户提供服务。下属一个现货公司专门做 OTC，业务非常灵活，可以根据客户的需求提供定制化产品。OTC 产品的好处在于更加有效率，成本更低，保证金要求更低，同时可以为客户做融资，所以目前现货公司做得比较好，OTC 方面做得也比较好。

另一个案例是给客户做乙醇加工厂的保值方案。方案中涉及的有乙醇、DDGs、玉米和天然气。

这个方案需要很多工具，包括期货品种和 OTC 产品，例如乙醇的预售，就有四个产品可供选择，CBOT Ethanol Calendar Crush Swap, Platts Chicago

Calendar Crush Swap, Platts New York Calendar Crush Swap 和 NYMEX RBOB Calendar Crush Swap。他们为客户做全面风险管理方案，在为实体企业服务时，会充分考虑有什么工具、能不能做方案等。看了这个案例以后印象非常深刻。得到的感触是，先要有可供选择的产品、工具，然后才能做出一个很好的方案。

据该公司总裁介绍，去年公司整体收入当中，经纪业务手续费占 32%，现货交易占 11.8%，OTC 市场占到 47.5%，利息收入很低。这说明期现结合的收入模式占比非常大，非常有前途。

## 期货及衍生品多元化

CME 上市的品种非常多，OTC 产品更是令人吃惊。CME ClearPort 是为 OTC 市场结算的中央结算所，注册客户有 1.7 万个，产业、机构客户都在里面，有超过 1500 个品种，可以为各种各样的产业客户提供所需要的产品。

在我们过去的印象中，美国是一个统一的大市场，但去看了以后发现，美国有很多区域性的小品种。例如电力品种，很区域化，并不是全美化的品种，电力期货市场与客户需求非常匹配。

让我印象非常深刻的是，CME 的华人王海东对能源产品的介绍。他是能源产品设计师，一个人设计了 20 多个产品，全部是关于能源的。我们国内现在商品期货才 28 个，他一个人设计能源产品就 20 几个。

同时，我们也看到，CME ClearPort 产品创新速度非常迅猛，每一年都有很多新产品。尤其近些年创新发展很快，一年能创新三百多个产品，非常惊人。美国产业客户需要保值工具、产品都很容易，OTC 市场里面的产品很容易满足各种需求。

## 实用的创新产品

美国衍生品创新非常注重实用性，周期权、月期权、

波动率指数期货合约、价差期权、交割月结算价合约产品品种齐全，方便服务产业客户。国外期权产品很多，因为周末重大消息出来以后波动非常大，需要产品避险，周期权推出来以后非常受欢迎。

波动率指数也在作为产品交易，为很多卖期权客户提供保值工具。跨月价差期权可以帮助产业客户解决移仓问题，基金管理公司的移仓，尤其农产品移仓，不同作物年度之间价差非常大，这个产品对他们管理风险非常有帮助。

在美国，没人提期货市场功能发挥，没人提服务实体经济。因为美国期货和现货市场联系紧密，可以满足多层次产业客户、机构客户需要。

美国的中介机构提供全方位风险管理服务，包括借助现货公司，提供 OTC 的清算服务和结构性产品。另外我们看到，产业客户的需求，机构客户的需求，成了产品创新、工具创新的动力。而激烈的竞争成为交易所创新的动力。

反思我国期货市场，过去，我们可能割裂了期货与现货的联系。尽量减少交割，目的是减少交易所风险。我们产品少，工具少，配套的交易、交割制度安排不合理。中介机构服务产业客户，缺乏工具、手段和人才，很难能够融入产业，拉近跟现货企业的距离，因此更多地关注于投机和交易量。同时，监管层把防止系统风险发生放在第一位，而把产业客户风险管理需求摆在了次要地位。

第一，转变监管理念，把满足产业客户、机构客户风险管理需求放在第一位。

第二，允许期货中介机构成立现货平台，培养积累现货人才，探索为客户提供全面的风险管理产品和相关配套服务。

第三，推动交易所品种创新。完善相应的制度安排，从而能满足不同层次、不同类型的产业客户和机构客户的需求。■

# 构建繁荣和谐的期货市场生态环境

■ 文/经易期货总经理 曹胜

感慨于美国丰富、繁荣而和谐的自然与金融生态环境，以及个体蓬勃向上、积极创新的精神和活力。而中国期货界，缺少的正是这种精神与活力。

## 最大差距体现在交易所

通过考察美国知名的期货公司，我们发现，中国与美国的期货公司在规模、盈利能力、管理能力、专业水平等方面的差距并不明显。差异更多体现在制度环境、业务范围、盈利模式等。按照适者生存的原则，美国的期货公司能够从事多种业务活动，选择不同盈利模式、获取多种利润来源，这更多的得益于宽松的制度环境。

相比之下，美国期货交易所的自主性和创新力远远强于中国的期货交易所。中国的期货交易所是监管部门直接管理的事业单位，无法自行决定高层人事任命、品种的选择和上市等，缺乏市场创新的积极性。美国期货交易所按照市场化原则运作，具有卓越的创新能力和为经济服务的主动性。一旦发现市场需求和机会，它们将不遗余力地创新产品迎合需求，实现美国期货市场的经济功能。

交易所的创新能力和热情，是美国金融市场繁荣发展的根本。所以“金融之父”的Richard Sandor教授才会有充分的自信强调，“你们可以怀疑美国的经济复苏前景，但是，你们不能看空美国的创新能力”。



## 交易所是功能发挥主体

一个期货交易所就是一个期货市场。发挥期货市场的经济功能，交易所应该承担主要角色。

无论从覆盖层面、高度层次，还是服务能力方面进行分析，作为中介机构的期货公司，都不可能成为促进期货市场发挥经济功能的“主力”。在美国，期货交易所根据现货市场和宏观经济的动态发展情况，及时创新产品和提升效率，中介机构积极配合宣传、传递信息和满足下游需求，促进期货市场经济功能的有效发挥。

如果说期货公司作为中介机构，类似于饭店跑堂的服务员，无论多么努力服务，他们也不可能改变菜品的特色和饭店的风格，这些，应该是饭店老板和大厨费心考虑的。在美国，期货市场的监管机构、自律组织、交易所、中介机构乃至投资者，各司其职、各尽所能，分

别在不同层面上发挥相应的经济功能，如同生物圈中的不同生物体，各得其所、相得益彰。

如果处于生物链最高端的生物个体直接从事生物链最低端的个体职能，这一生物链的功能就会紊乱。由此看来，中国期货市场的监管机构、交易所和期货公司，应该在各自层面各司其责，尽量不将风险控制、资金管理、交易管理，乃至市场开发等应由期货公司承担的职责上移至交易所和监管层面。

## 相信市场参与者的诚信和活力

美国立法相信，从业多年的机构会珍惜自己的商业信誉，个人会珍视自己的名誉，自律组织主要负责日常的行业管理和合规检查，监管部门只是在行业发展战略中、市场危机应急处置过程中和违规处罚过程中发挥作用，其监管工作重点在于法规制定和违规处罚。

美国金融市场的发展理念是“海纳百川，有容乃大”。虽然 FEFCO 倒下了，MAN 倒下了，PFG 也倒下了，但美国的金融市场没有倒下。美国金融市场的规模和容量化解市场多次经历的整体危机和个体危机，金融机构实现了螺旋式的上升发展，这正说明了“不破不立”的道理。

美国经验对于中国期货市场具有的借鉴意义体现在：不要因为“维稳”而害怕金融机构出现经营危机，金融机构的经营行为必然存在经营风险，出现失败教训。只要将中国的金融市场发展壮大，就能够消化吸收金融机构个体经营不善造成的局部冲击。

正如“海纳百川，有容乃大”，即使一时波涛汹涌，最终也会风平浪静。

## 生物多样才能功能多样

美国没有设定机构的业务许可管理和净资本要求，只对从业人员进行资质测试和信用记录的监督考核；投资领域实现现货、期货和其他衍生品的紧密联动；交易形式呈现场内交易和场外 OTC 交易的丰富多彩。

总体看，美国金融市场具有主体和客体的多样性以及功能的全面性。此外，美国的期货市场有多种市场主体并存，中介机构包括 FCM、IB、CPO、CTA 等多种类型。中介机构各自定位准确，有专门从事经纪业务的，有专门从事保值服务的，有专门从事投资理财业务的，也有为集团提供执行和通道服务的……

中介机构有自己特定的服务对象和服务内容，从事的业务范围也是自主选择、余地宽泛，因而中介机构的利润增长点也各有不同，充分互补。中国期货公司只能从事同质化的单一业务，与其存在的差距显而易见。

美国没有类似中国的营业部分支机构和相应的监管体系。通过走访多家的期货公司和金融机构，我们发现，全球最大的高盛、摩根士丹利等金融机构只在几个大洲设立办事处（office）或分公司，由专业团队进行市场开拓和提供研发服务。

比较来看，中国的期货公司设立了 1000 多家的营业部，即使每个营业部平均每年最低运营成本 100 万元，全国营业部的总成本也高达十几亿元，如果对比中国期货市场不足 2000 亿元的市场保证金规模和 200 亿的资本规模分析，就会发现营业部的成本高昂。

我认为应当反思中国期货市场的这套监管体系和模式。这套体系和模式主要是以证券现货市场监管规范为蓝本，确立了期货市场设立、审批和管理营业部的规则。

仔细斟酌，将针对证券公司的监管方法延伸适用期货公司监管是否合适？证券公司在居民小区和发达区域开设证券营业部，固然可以吸引证券客户自动上门开户。但是，期货公司的专长更多地体现在专业服务、团队服务和机构风险管理服务方面，即便在居民小区开设多个营业部，也未必能够达到吸引客户主动上门寻求套期保值服务的目的。

同时，设置营业部却徒增了公司的固定投资成本和监管部门的审批、检查等监管成本。■

# 借鉴美国经验 建设全球衍生品中心

■ 文/南华期货总经理 罗旭峰



经过了一个半月的紧张学习和访问交流后，我对美国期货业的现状有了一定了解，并对中国期货市场的前景充满信心。

## 创新引领市场发展

在以美国为代表的海外市场，交易所的品种创新十分重要。据不完全统计，CME 集团及其属下的四家交易所，共有期货、期权、互换等近 4000 个合约在同时交易，产品涵盖能源、农产品、有色金属、贵金属及其各类金融衍生品；而欧交所的合约总量也有 1700 个左右。由此可见，交易所的可持续发展与其所拥有的交易品种数量，有着直接关系。此外，OTC 市场的场内结算是近年来交易所的另一项重要业务和收入来源。

交易所品种的极大丰富也为各类资产管理机构提供了产品创新的可能性。美国的对冲基金、养老基金、退休基金、保险基金、各类金融机构和专业投资者构成了庞大的机构投资群体，而庞大的资金量是需要有丰富的产品去满足的，衍生产品的多样化使得这些机构可以通过各种投资组合满足各类投资需求。

IT 创新和技术进步是满足以上创新需求、构建市场架构的基石。在个人电脑还没有出现时，要实现网络交易是不可能的。但一旦进入个人电脑及互联网时代，交易方式的革命就显得尤其重要。

另外，理论创新也很重要。当墨顿·米勒、布莱克·休斯等创新理论模型出现时，实际上意味着智能交易时代的来临，这些学术精英们开创了程序化交易和量化投资的先河。

## 竞争推动行业进步

美国是个竞争的社会，竞争首先从交易所开始。从 CBOT 和 CME 的世纪之争，到 NYMEX 兼并 COMEX，再到 CME 兼并 CBOT、NYMEX，最终成为 CME 集团，这其中最根本的推动力是竞争，并由竞争来衡量各自的价值。

今天，CBOE 以纯粹的期权交易和波动率指数期货期

权取得了成功，但因期权交易的逐步普及，在全美出现了几家类似的期权交易所，竞争压力可见一斑。尤其值得一提的是 ICE。ICE 在近几年异军突起，通过购并，目前已形成美国、加拿大和欧洲三大分所，五家清算所和两家 OTC 市场。其上市的美元指数期货已成为全球重要的货币指数期货，北海布伦特原油期货与西德克萨斯中质原油期货已成为全球原油定价的风向标。

交易所间的竞争推动了上市品种序列的多样性以及金融工具的再创造，而这种创新又推动了各类机构产品设计的竞争，交易方式和环境条件的竞争，理论与实践的再创造，从而推动了行业的持续进步。

## 人才培养机制见证市场成熟

在思考全球衍生品市场的可持续发展问题时，不得不考虑芝加哥期货市场的生态环境。

芝加哥是个高校林立的城市，以芝加哥大学和西北大学为代表，众多学校为芝加哥衍生品市场提供了丰富的学术和人才支持。芝加哥同时也是全球交易所最为集中的城市，高校的理论期货市场的实践活动相辅相成，因此而产生的众多中介和各类投资机构则为人才的实践活动提供了机会。

一个成熟市场的人才培养路径是从高校理论学习到实践操作的完整周期；而一个成熟市场的理论创新路径是从高校的理论创新到实践检验，再回到高校进一步丰富完善理论内涵，再指导实践的过程。芝加哥大学的诺奖得主默顿·米勒一开始就介入了 CME 创建货币市场的实践活动，从而进一步丰富了其理论的学术内涵。

## OTC 市场带来巨大业务空间

2010 年 7 月，多德·弗兰克法案获国会通过后，美国禁止了贵金属的 OTC 交易，并将几乎所有的场外市场交易交由各清算所进行场内清算，并对交易双方征收保证金，确保风险的可控。目前，OTC 市场的结

算量占据较大比例。以 ICE 为例，其场外 OTC 市场的结算量占其总结算量的比例达 60%，而场内交易结算量为 40%。

期货市场作为整个市场体系中的组成部分，其重要性和有效性在于通过其可以化解其他市场传递的风险，从而对跨市场产品的设计提供帮助。把 OTC 市场纳入场内监管，将大大提升 OTC 市场的稳定性和可靠性，使得期货市场产品设计变得更为有效，从而大大丰富和提升期货市场的服务能力和产品创新能力。

以我们到访的一家由证券公司控股的期货公司（JEFFERIES）为例，该公司以纯经纪业务经营，其代理的 OTC 业务量占业务总量的 54%，各类衍生品只占 46%；另一家期货公司（NEWEDGE）提供的材料中，大宗结算业务也占到其业务总额的 42%。由此可见，OTC 市场业务将为期货公司业务增长提供巨大空间。

## IT 服务重要性日益凸显

美国金融业的电子化是近十年的事，但却如一股浪潮，势不可挡，汹涌澎湃。目前，围绕着交易所的电子化，衍生出系统集成、系统二次开发、系统个性化定制、终端应用软件个性化定制、接口通用性和软件多样性等多种创新。从我们后期走访的几家交易所和机构来看，他们对 IT 的投入不遗余力，重视程度空前绝后。在 IT 员工占比方面，各机构配置 IT 员工人数越来越多。

由此可见，未来金融业的发展将主要来自 IT 服务和竞争的推动。

## 多类参与者构成健康行业生态

在这次访美学习过程中，我们接触了许多不同类型的公司。总体而言，一个成熟的市场除交易所和清算所外，大致可由几类参与者共同组成。

第一类是期货佣金商（FCM）。大致可分为由投资银行控股的期货公司，如 Goldman Sachs、Morgan Stanley、

RBS、Barclay Capital、Newedge 等。美国本土投行下辖机构以部门形式存在，海外投行控股机构大多在美国独立发展；由券商控股的期货公司，如 JEFFERIES 由美国券商 Prudential Bache 控股（之前英国 JEFFERIES 控股了 BACHE）；以及不依托于大型金融机构独立发展的期货公司，如 RJO、Intl Fe-stone 等。

第二类是介绍经纪商（IB）。大致可分为独立经纪商 IIB（如 Dearborn）和非独立经纪商 GIB。

第三类是经纪商代理人（AP）。这类人是代表经纪商寻找客户的，不允许拥有双重或多重身份，如 Bell Chen 与 RJO 之间的合作关系。

第四类是场内经纪人（FB）。他们可为自己和他人买卖，如 Larry Song、Tim 等。

除期货经纪机构外，期货市场还有大量的各类投资者。这些投资者中，有些是巨型的机构如养老基金、对冲基金、各类专业投资个人和机构。与期货行业直接有关的是 CPO 和 CTA。

这些眼花缭乱的机构和组织形成了美国期货市场的生态结构。

## 市场监管和投资者利益保护

我认为，尽管美国的监管体系有待改进，但也有值得我们学习的地方。

美国是个市场化程度很高的地方，很多事情由市场说了算，而不是由监管机构兜底。例如，在我们去美国学习的这段时间前后，PFG 倒了，符合市场原则，没有施救；Knight Capital 由于电子化交易的失误，导致半小时内亏损 4.4 亿美金，濒于破产，但后续由于黑石以极低的价格介入，使其得以幸存。

对于中介机构，我们了解到，只有交易所和 NFA 两个组织对其进行监管。公司在各地设立分支机构是公司的经营行为，无需审批。交易所对公司交易行为的合规性负责，NFA 对公司运营的合规性负责，CFTC 对 NFA 和

交易所的执法行为进行监督。CFTC 负责立法，NFA 负责执法，分工合理，条理清晰。

当然，中国的保证金监控中心对投资者利益的保护发挥了重要作用，这是值得美国学习的地方。美国的投资者利益保护则更多通过整个国家对私有财产的保护性法规及行业相关法规条款来体现，是以巨大的违规成本来实现的，因此更具执行力。

监管与创新、监管与效率，呈负相关性。监管机构越多，管得越细，势必束缚中介机构的手脚，泯灭中介机构创新的动力，同时市场效率和活力也会下降。

## 未来全球衍生品中心将在中国

在美国学习的直观体会是，21 世纪全球衍生品中心将会在中国。具体而言，我有以下思考。

首先，行业应该给期货公司更大的自主权。美国之行让我体会最深的是期货公司相对自由的生存空间，充分尊重期货公司的经营权，各公司可根据自身经营状态调整经营策略、增减分支机构，从而更加客观地反映公司的经营实际情况。

其次，期货公司未来的方向要转向为机构服务。就我们访问的几家管理着数百亿资产的公司来说，他们的客户总量并不大，只有三千户左右，这就说明，期货市场为国民经济服务的本质是为各类机构投资者服务。

再次，期货公司既要做优做强，更要做大做强。公司拥有的客户越多，资金量越大，风险也越大。只有自身财务状况良好，实力雄厚，公司才能有更强的实力服务于经济，让社会放心。

最后，允许期货公司经营现货、现券业务。美国期货公司发展的实践表明，金融衍生品业务与现券资本市场、现货市场是共生共荣的，割裂两者不利于期货公司更好发展。因此，应允许期货公司作为金融机构，取得与其他金融机构一样的生存权。

# 创新发展与对外开放“时不我待”

■ 文/中国国际期货总经理 陈冬华



在四十多天的研修过程中，通过学习、考察、交流等活动形式，相对清晰地了解了美国期货行业的历史和现状，亲身感受了美国期货业取得的巨大成就，深受触动，深受启发。

## 千万不要做空美国的创新能力

美国“利率期货之父”理查德·桑德尔先生说过，“你永远不要轻视美国的创新能力，任何时候都不要做空美国的创新能力！”这句话让我印象深刻，也让我回味无穷。

在这次学习考察的过程中，无论是在布斯商学院的教室里，还是在CME的课堂上，甚至仅仅在平时与美国

同行们的交流中，我们均能明显感觉到无处不在的激励式教育文化。

不管阐述的观点正确与否，不管提出的问题深浅难易，同学们得到的第一回应基本都是：“very good”、“very nice”、“good question”等等。这种激励式的教育方式激发了同学们的互动热情和学习激情，更重要的是，增强了同学们的自信心。

在美国，激励式教育已经成为一种文化，给予所有勇于尝试的个体以宽松的环境。它最独特的内涵就是“容错”，即允许“犯错”，或者说是允许“试错”。

重复前人做过的事，不容易犯错；但是，当尝试前人没有做过的事情时，错误往往不可避免。“容错”机制，给人犯错的机会，鼓励人们放开手脚去尝试，去创新，而不是畏手畏脚，裹足不前。“容错”，鼓励人们勇于尝试，因为只有尝试才有可能获得成功。

我认为，也许正是这种激励式教育文化呵护了美国

人心中那颗创新的种子，使美国在很多领域领先，引领世界发展的潮流。而理查德·桑德尔先生所说的“千万不要做空美国的创新能力”，其强大的底气就来源于激励式教育所代表的美国社会文化，而这种社会文化通过教育体系的传承得以代代发扬光大。这或许也是乔布斯、比尔·盖茨出现在美国，而非其他地方的原因吧。

目前，中国期货行业正处于变革创新的关键时期，期货交易所的制度需要创新，衍生产品工具需要创新，期货公司的业务范围需要创新，服务实体经济的手段、方式也需要创新……

创新，意味着从零开始先行先试。那么，中国通过什么来支持这些“敢为人先”的尝试呢？确立“容错”机制，给先行者修正错误的机会，或许是中国创新发展可以考虑采用的方法。

## 创新的源动力来自于市场竞争

此次美国学习考察，第二个比较强烈的感受是有关创新“源动力”。

纵观全球期货市场的发展，几乎每一次变革、每一项创新产品的推出，都离不开“竞争”二字。

以交易所为例。作为市场的组织者，交易所一直处于创新变革的最前沿。而国际上众多交易所基本上都是股份制企业，以盈利、回报股东为目的。“如何在众多交易所中脱颖而出，为投资者设计出最贴心的产品，在竞争中取胜”成为交易所发展经营中优先考虑的问题。

CME集团的成功充分说明了市场竞争的重要性。CME集团分别在1972年和1975年率先开发了外汇期货和利率期货，并在1985年第一次推出了股指期货和基于期货的期权。这些新产品的推出使CME集团的业务日趋多样化。与此同时，其业务也更加国际化。

在1985年至1999年间，CME持续地针对每一个资产级别的客户开发或引入新的产品。其国际营销渠道的不

断拓展延伸，吸引了从亚洲、欧洲、拉丁美洲到中东的大量海外业务。

引入电子化交易后，CME更进一步拓展了海外业务。21世纪以来，CME集团外汇产品快速增长，迎来了历史上前所未有的快速增长期。甚至在美国经济的数次衰退中，CME集团依然保持了交易量的大幅增长。总结来看，CME成功的动力来源于市场的充分竞争，在竞争的压力下，CME将创新贯穿发展始终。

同样，自由化市场中的ICE也践行着创新理念。自今年1月30日起，ICE原糖期货市场将开盘交易时间设定为美国东部时间凌晨1时30分（即北京时间14时30分），使其与郑商所白糖期货交易有半小时时间重合。ICE U.S. 总裁Thomas Farley表示，此举是希望以交易时间提前的方式，吸引更多亚太地区投资者利用11号原糖期货和期权参与套期保值。

除了延长交易时间外，为了吸引更多中国投资者，ICE还将进一步完善技术、交易制度等。

不同于国际期货交易所白热化的竞争态势，国内期货公司的竞争刚刚拉开帷幕。现阶段，大部分期货公司的业务范围都是经纪业务，进行初级阶段，即通道服务的竞争。随着各项创新业务的推出，期货公司间通道服务的竞争将演化为服务产品的竞争。整个行业也会形成鼓励竞争的文化，而不是通过价格联盟等手段维护行业的利益。只有在充分竞争的前提下，各家期货公司才会“八仙过海，各显神通”，走出自己的特色、创新发展之路。

## 中国期货市场对外开放时不我待

近几年，走国际化之路一直是国内期货行业热议的话题。在国际化趋势的探讨中，业界也基本达成了共识：坚持对外开放，积极融入国际市场，是我国经济发展的基本战略。国际化既体现了我国实体经济发展的内在需要，也是不可抗拒的发展趋势。

### 原因之一：符合我国期货业全球化发展趋势

首先，中国企业争夺大宗商品的国际定价权，需要国际化的期货公司。近年来，我国铁矿石、铜、大豆、棉花进口成本一直居高不下，而稀土、纺织品出口价格却明显过低。究其原因，就是因为中国企业在国际市场没有定价权。虽然我国是很多大宗商品的大买家或大卖家，但由于国内企业平均规模较小，行业集中度低，很难形成有效的统一定价联盟。而国际大宗商品贸易，均以国际商品期货市场价格为定价依据。

中国企业要改变这种困境，就需要在国际化期货公司的引领下，走出去，主动参与国际市场，与国际成熟期货市场接轨，逐步增强影响力，确立定价权。

在“走出去”的同时，还需要“请进来”。目前，我国原油期货正在积极筹备上市，吸引国际投资者参与。但是在筹备中，很多技术衔接层面的问题还在仔细斟酌中，如交易活跃度、投资者准入、市场监管、交易结算等。监管层以及期货市场方方面面非常慎重，思索的因素很多。我认为，在筹备原油期货上市的同时，不妨先尝试开放相对成熟的品种，比如沪铜，寻求突破，积累经验。

其次，国际化是期货公司提升竞争力的重要推动力。在国际化过程中，期货公司将由国内单一期货经纪业务向境外业务、创新业务、国内外融合的国际化业务转型，这是一个系统提升的过程。

期货公司国际化最关键的是人才国际化，培育一支适应国际竞争的专业化人才队伍至关重要。人才建设主要是引进和培养。中国国际期货在实施国际化战略的过程中，先后引入了一百多名海外人才；与此同时，积极培养现有人才队伍，加强与境外金融机构交流合作，学习其先进理念及专业知识，提升自身人才职业素养。

最后，国内期货公司在已有的国际化尝试中运作良好。2006年3月，中国证监会先后批准了中国国际期货、

永安期货、广发期货、南华期货、金瑞期货和格林期货等六家公司在香港设立期货公司。六年来的实践证明，来自内地期货公司的香港子公司的综合能力不逊于香港本地期货公司。这些香港子公司的设立，为内地期货公司通向国际市场提供了快速通道和公司国际化运作的经验，香港子公司充分发挥了“桥梁”和“窗口”的作用。

此外，2005年荷兰银行收购银河期货公司成立中国第一家合资期货公司之后，国内共出现了3家合资期货公司。除了银河期货之外，中信新际的外资股东为全球最大的独立期货经纪商新际集团，而摩根大通期货公司的股东为2007年9月投资中山期货公司的摩根大通公司。拥有外资股东的三家期货公司，经过几年的实际运作，经营情况良好，形成了各自的经营发展特色。

### 原因之二：契合境外优秀期货公司发展路径

本次赴美高管研修班考察的期货公司数量虽然不多，但各有特色。其中，既有大投行背景的高盛、摩根士丹利和摩根大通的期货部门，也有现货背景的福斯通公司（INTL. FCStone），还有专业经纪公司新际集团和罗杰欧公司（R.J. O'Brien）。我发现，这些境外优秀的期货公司在做强做大的过程中，具有相同的五个要素。

一是全球化。参与全球所有衍生品的交易，为客户提供极其丰富的交易品种和极强的通道能力是美国期货公司发展的既定目标。参与全球交易对期货公司本身的交易、风控、结算、合规和技术等能力是极大的挑战。事实上，全球化战略客观上强迫期货公司从根本上提升自己的综合实力。

二是专业化。简单说就是期货公司战略定位的方向，即经过充分的市场竞争，各公司结合自己的背景和服务能力进行战略定位。

如投行背景的高盛、大摩，主要借助于公司超强的投行资源；福斯通则依靠集团的现货背景，为客户提供套期保值上的专业化服务；新际集团依靠其强大的金融机构股东背景，提供覆盖较广的专业化经纪服

务；罗杰欧的战略选择是做纯粹的经纪商，较好地管理了数量庞大的介绍经纪人（IB）队伍。

三是电子化。目前全球期货公司前二十强每年用于更新研发电子化系统的费用占全年总预算的70%以上。构建一个平台处理全世界几十个交易所交易结算的投资数额巨大、费时费力，成为各大期货公司打造最先进的交易、结算、风控和后台服务系统，争夺市场的最前线。

美国期货公司80%以上员工是中后台的结算、风控、客服和技术人员。从某种意义上来说，美国期货公司之间竞争比拼的是中后台的服务能力。

四是多元化。期货公司摆脱单一业务格局，步入高速发展的前提是市场的多元化。通过参与多元化的全球市场，为多元化的机构投资者（如对冲基金、CTA、养老基金等）提供服务，形成多元化的服务格局。

五是并购。充分的市场竞争促成了美国期货行业大量的兼并收购。从另一层面来说，兼并收购也是期货公司做大做强的必经之路。

### 原因之三：适逢国内期货公司国际化时机

目前，中国期货市场的对外开放正处于历史上最好时期，各方面条件较为成熟。

首先，在经济全球化的背景下，国际化既是国内期货公司发展的必然，也是国内期货公司参与境外期货的内在需要。

目前国内期货市场的国际化面临的不平衡发展状态是，投资者已经走出去，而期货公司还没有走出去。这意味着已经走出去的大型机构投资者只能通过国外中介进入全球交易市场。美国期货公司一直持续地开发国内客户。如果中国的期货公司无法紧跟投资者“走出去”的步伐，就意味着对市场的放弃。

另外，由于外汇管制，国内投资者在境外经常遭遇追保风险，损害了中国投资者在国际市场中的信用形象。有消息称，随着对外开放的深入，交易所一度担心投资者参与国外市场将在一定程度上影响国内市场的流动性。

但有关数据显示，40%以上的LME市场参与者来自中国。无论国内市场的组织者是否愿意，投资者的“出走”已经成为事实。

在经济全球化的背景下，既然“堵”不住，不如采取“疏”的策略，自己搭建平台，使具有外盘参与需求的投资者走上“阳光”交易之路。

其次，外部环境也非常有利于国际化战略的实施。美国衍生品市场因受一系列风险事件的影响，尤其是百利金融集团事件的影响，正处于低迷期。今年7月9日传来消息，美国百利金融集团创始人兼总裁沃森道夫（Russell R. Wasendorf）试图自杀。随后，美国百利金融集团对外发布公告称，公司账户所有资金均已冻结。

官方消息显示，在2011年3月以及2010年2月的两次报告中，百利金融伪造了财务状况，使得两次都不足1000万美元的银行存款余额，看上去超过了2亿美元。现在，该公司存款余额只剩500万美元，账上的资金已不足以偿付其债务。

百利事件中沃森道夫长达20年做假账的行为深深地动摇了美国金融衍生品市场的诚信根基，给整个行业以重创。在这一背景下，美国业界对中国参与全球市场可谓充满渴望和期盼，中国期货界此时介入，可谓顺势而为，对双方而言都是一个非常好的契机。

最后，近年来，随着国内期货市场的健康快速发展，业界对重启境外期货经纪业务的呼声渐高。在中国证监会副主席姜洋的领导下，境外期货经纪业务筹备已有3年时间。从去年9月算起，由三家期货公司参与境外期货经纪业务试点实质性筹备工作也已启动了一年。通过试点筹备，公司已基本完成了境外期货经纪业务的前期准备工作。下一步，如果国内期货公司能够直接成为国外交易所的结算会员，将更有力地推动国内期货业的国际化进程。

综上所述，中国期货市场对外开放已经“万事俱备”，“时不我待”。

# 快速规范发展，做出更大贡献

■ 文/东海期货总经理 王一军



美国的衍生品产品目前极其丰富，既有传统的期货、远期，也有期权、掉期；既有场内市场，也有庞大的场外 OTC 市场，且是全球性市场。

从期货期权市场看，传统的商品期货所占比例已缩小至 10% 左右，而利率、股指、外汇及个股期权等金融产品已占据主流。相比之下，我国目前只有期货产品，且金融期货只有沪深 300，其产品拓展空间尤其是金融产品和期权的发展空间巨大。

美国投资者结构中，既有对冲基金、银行、退休基金、CTAs、FCMs、自营交易群体等投资机构，也有生产商、贸易商等企业，以及活跃的个人交易者，客户在投资时充分利用各种交易策略管理风险。

相比之下，我国期货市场机构主要是生产商、贸易商的套保企业，银行等大型金融机构尚未涉入，基金刚刚开始进入期货市场且只能套保投资，私募基金地位尚不明确，期货公司 CTA 业务刚开始试点，机构投资者既不健全也不够专业，也没有做市商制度。

从投资方式上看，投资品种单一，也缺乏科学的定量分析和有效的交易策略和风险管理模型，差距明显。

## 美国期货市场发展经验

美国期货市场交易所的创新十分引人注目。交易所可以自己研发设立新品种，只要向监管层进行报备即可推出。例如近年来推出的股指波动率期货就受到市场热烈欢迎，投资日趋活跃。ICE 依靠自主创新研发的信息系统，即将实现完全的电子化交易。

我国目前对交易所推出新产品管理似乎仍过于严格，不利于市场的发展。目前，管理层正在鼓励期货公司进行业务服务的创新，但交易所的创新管制不放松，恐怕很难达到预期效果。

美国期货市场中介机构实行混业经营模式。既有传统的期货公司 FCMs，更有占据市场主体地位的银行、大投行等金融机构；对机构的设立、终止和业务开展等管理实行审核制，符合监管要求、有经营许可即可；这种

总体上看,美国衍生品市场比较成熟发达,我国仍处于发展初级阶段。当然,我国保证金管理制度和电子化程度比较先进,有我们的长处,需要进行保持和完善。通过取长补短,可以使我们发展更快,少走弯路。

模式对于多品种、全球性的市场有很大优势,值得我们思考。

另一方面,美国同行们多次表示美国将要学习借鉴中国的保证金管理模式,这点也使我们感到自豪。

美国的经纪人(类似我国的居间人)管理模式值得我们借鉴。美国经纪人分为两类:一类为独立经纪人,需要符合一定的资质管理条件,可以与不同中介机构建立经纪人关系;另一类则为非独立经纪人,只能与某一特定中介机构建立经纪人关系,经纪人与客户出了问题,期货公司有一定的连带责任。

我国目前对居间人的管理较为模糊,是市场风险点之一,需要完善。

## 我国期货市场发展建议

总体上看,美国衍生品市场比较成熟发达,我国仍处于发展初级阶段。当然,我国保证金管理制度和电子化程度比较先进,有我们的长处,需要进行保持和完善。通过取长补短,可以使我们发展更快,少走弯路。为此,提出以下几点建议供领导决策时参考:

第一,进一步加大创新的力度。一是积极鼓励交易所进行产品创新,尽快推出国债期货、股指期货和商品期权,减少审批环节,提高效率;二是加快期货公司创新步伐,加快期货公司进行CTA、外盘代理业务试点和推广的速度;三是完善分类监管制度,对可能影响期货公司创新的一些指标进行清理调整。

第二,推进机构投资者队伍建设。一是取消或放松对基金等投资机构只能利用期货进行套保的限制,允许机构进行多产品的组合投资、量化投资,为市场功能的进一步发挥创造有利条件;二是明确私募基金的地位,同时进行规范管理;三是充分利用国债期货推出的机会,鼓励银行等大型金融机构进入期货市场;四是研究期货公司自营业务管理相关制度。

第三,完善居间人管理。可以学习美国的办法,对于机构居间人可明确其地位,符合一定资质条件的可以颁发独立居间人许可证。对于自然人居间,则可采取非独立居间人的方式,由其登记注册的期货公司进行管理规范。

第四,进一步强化对衍生品业务的培训和市场宣传工作。一是进一步加强从业人员的业务培训,尤其是高管人员、策略投资和量化分析人员、风险测量和控制人员的培训;二是要进一步加强投资者教育工作,包括对银行、基金、私募等机构从业人员的培训;三是加强对政府主管部门的宣传培训,提高其对衍生品市场作用与风险管理的认识水平。

第五,积极探讨市场国际化和产品金融化背景下的混业经营管理模式,为未来发展和改革做好准备。

我们有充分的理由相信,中国期货市场将继续快速规范发展,在中国资本市场和金融市场的改革发展中做出更大的贡献! 

# 在加深了解和认识差距中坚定信心

■ 文/申银万国期货总经理 李建中



在美国一个多月的学习与交流中，我收获颇丰。

## 赴美学习感触

第一，理论学习与案例讨论相得益彰。

为期三周的芝加哥大学布斯商学院培训期间，通过专家讲解、小组案例讨论和学员互动交流，我对海外金融市场的总体发展脉络、金融创新产品的风险收益特性、投资组合策略及其在资产管理中的应用、场内外市场的联动发展关系、金融危机的根源及其风险管控、国内外期货市场的联系与区别等专业知识有了更为系统的认识，对金融机构发展战略的制定和实施、金融人才的沟通技巧与激励机制、金融创新知识产权

保护的重要性等管理理念有了更为全面的理解。

在我国期货市场创新发展的今天，我们这些期货公司高管，在理论学习与案例讨论过程中，在国内期货市场实践基础上，所激发的深层次思考和迸发出的思想火花，既有利于我们形成对行业创新发展理念、趋势和空间的一致性认识，也有利于各期货公司结合自身资源、能力和特点形成合理的发展定位。

第二，产品创新与技术看创新至关重要。

在CME集团访问交流的一周，我最大的体会是，CME集团的发展史就是一部典型的创新发展史。作为全球期货、期权市场的发源地和领导者，CME集团的创新主要体现在两个方面。

一是产品创新。CME集团先后开创性地推出了利率期货、股票期权、指数期权、变通期权（FLEX）、长期期权（LEAPS）和以星期为周期的期权（WeeklysM），以及著名的衡量投资者对市场情绪反应的波动率指数（VIX）、广为机构投资者使用的标普买-卖指数（BXM）等。

二是技术创新。CME集团率先推出全球电子交易系统Globex，建立了世界上第一个跨交易所的期货交易联络网，先后推出零售自动执行系统（RAES），发布快速开启系统（ROS系统），推出以屏幕为基础的CBOEdirect交易系统，公布混合交易系统（Hybrid Trading System），完成期权代码转换系统（Option Symbology Initiative, OSI）等。

CME 集团通过持续创新培育了全球范围内的核心竞争力，为其挂牌上市和并购扩张奠定了坚实的基础，也为中国期货行业的创新发展树立了标杆和典范。

国内期货公司作为金融中介服务机构，要真正做大、做强、做优，不仅要强化期货市场中介的基本属性，大力进行技术系统创新，更要努力从单一交易通道中介服务提供者转变成综合性风险管理中介服务提供者，结合资产管理创新业务，进一步发挥期货市场的风险管理功能，不断进行理财产品创新，满足投资者多元化需求，逐步培育自身核心竞争力，自下而上地推动期货市场的创新发展。

第三，自力更生与对外开放互为基础。

在与交易所（CBOE）、经纪公司（Newedge、FC Stone、RJO、Jefferies）、自营公司（CTC、RWD）、银行（JP Morgan）、交易技术公司（Sungard）、结算经纪商（GH Financial、Straits Financial）等机构的参观访问和互动交流过程中，我最深的体会是他们对中国期货市场表现出了极大的关注和热情，并表示愿意通过各种形式和渠道与中国期货市场建立合作关系。

中国期货市场的独特魅力源于近年来自力更生的高速发展和未来对外开放的广阔空间。在此基础上，我们应稳步推进期货市场的国际化进程，进一步提升期货公司的专业化能力和产品创新能力，促进市场从“量”的扩张向“质”的提升转变。

我国期货市场的对外开放和国际化战略包括两个方面：一是“走出去”；二是“请进来”。

针对当前我国期货市场产品创新和业务创新的发展形势，我们应该立足国内市场稳步推进“请进来”的国际化战略。通过引进海外金融机构的优秀人才和成熟策略产品，促进资产管理创新业务的开展；通过有序引导海外机构投资者入市，优化期货市场投资者结构；通过引入战略合作伙伴，消化吸收海外先进理念和实践经验。

“请进来”，能够加快“走出去”的步伐。

## 坚定我国期货市场发展信心

首先，我国股指期货及金融衍生品市场未来发展空间巨大。

美国期货市场金融衍生产品种类繁多，为投资者提供了灵活多样的风险管理工具，包括股票期货、股票期权、股票指数期货、利率期货、货币期货、货币期权等。据 CME 集团介绍，最近 5 年金融期货迎来黄金发展时期，目前金融期货成交规模已经超过 CME 集团总业务量的 70%。

与之相比，我国金融期货及金融衍生产品的创新才刚刚开始。股指期货自 2010 年 4 月上市以来，运行平稳，交投活跃，成交持仓比合理，期现价格高度拟合，机构投资者渐次入场，风险对冲功能逐步显现。股指期货成交金额已经占到全国期货市场总成交金额的 40%，在我国金融市场上显示出强大活力。

可以预期，随着机构投资者风险管理意识的逐步提升和金融期货品种的不断丰富，我国股指期货及金融衍生品市场未来发展空间巨大，期货公司发展前景十分广阔。

其次，高端人才的培养和引进对创新业务的发展和壮大至关重要。

金融行业的竞争说到底就是人才的竞争。美国金融市场高度发达的一个重要因素就是高端金融人才聚集。因此，要开展创新业务，实现期货行业的创新发展，就必须拥有具有国际化视野的创新型领导和充足的金融创新人才，就必须在人力资源方面开展战略性、前瞻性的投入。

中国期货业协会此次组织的高管研修班，48 名学员中有 36 人是期货公司董事长或总经理，堪称中国期货市场有史以来规模最大、层次最高的一次境外培训活动，必将在中国期货发展史上留下浓重的一笔。■

# “期”待又一个春天

——从美国衍生品市场发展看中国

■ 文/海通期货董事长 张建刚



金融衍生品发端于美国，如今方兴未艾。我国作为一个新兴市场国家、全球制造业的中心，在实体经济快速发展、资源能源需求旺盛、人民财富积累的阶段，在金融体系日益国际化和市场化的趋势下，必然需要大力发展金融衍生品市场。

如何学习借鉴美国的经验，形成后发优势，如何吸取他们的教训，少走弯路，是一个值得研究的课题。

## 美国衍生品市场发展规律

金融衍生品的产生符合客观经济发展规律，是现代经济社会发展的必然产物。20世纪70年代以后，国际金融环境发生了巨大变化，汇率、利率和通货膨胀处于极度不稳定状态，金融市场风险骤增，迫切需要投资工具来规避风险。

1972年，CME成立国际货币市场（IMM），率先推出外汇期货合约；1975年，CBOT推出第一张利率期货合约——政府国民抵押协会期货合约；1982年，堪萨斯期货交易所（KCBT）推出期货价值线综合平均指数的股票指数期货合约，金融期货由此形成汇率、利率、指数三大系列；同年，CBOT推出期权，为商品期

货和金融期货的交易提供了新的对冲工具。

1988年，《巴塞尔协议》催生了对政府债券的需求，此后，一系列信用事件的发生进一步促进了金融衍生品市场的发展。

全球金融衍生品市场经历了从商品期货向金融期货发展的历程，目前金融期货已占全球期货成交量的90%以上。2011年，美国期货与期权交易量为77亿手，同比增长11%，其中期权交易量44亿手，占比近60%。

## 我国迫切需要多元化风险对冲工具

我国经过30多年的改革开放，无论是实体经济、金融资本，还是居民的理财需求，都需要更多、更完善的风险管理工具。

其一，我国有近40万亿的股票与债券市值，在证券市场，截至2012年8月，沪深两市上市公司2477家，总市值20.96万亿元，流通市值16.16万亿元，目前IPO待批上市企业在上交所有133家、深交所322家，除股指期货外缺乏其他的避险工具，且股指期货也仅有沪深300指数单一品种，使得金融机构难以规避系统性风险。

其二，在利率市场化进程和宏观调控的背景下，利率风险加剧。中国利率体系的市场化是大势所趋，可以预见，今后几年将是中国利率市场化进程加快的时期，同时也将是利率风险加大、市场主体避险需求日趋强烈的时期。

其三，目前股市不断创出新低，挫伤了投资者信心，影响了直接融资功能。中国股市的一个显著特点是系统风险大。2012年前三季度沪指跌幅5.15%，深成指跌幅2.69%，继去年之后，今年前三季度A股再度成为全球表现最不佳的股市之一。可以说，中国目前重现了当年美国资本市场的困境。

## 正确把握创新的“度”

创新为美国金融市场带来长期繁荣。证监会副主席姜洋年初在中国证券报上发表的专文中指出：发展金融衍生品市场助推美国金融模式全球化，为美国全球资本扩张管理风险，保驾护航（其中1/3的利润源于海外），使美国改革和经济结构调整的成本让全球分摊，也实现了美国的大国金融战略，通过大力推进期货和金融衍生品市场发展，强化了美元霸权，稳固了全球定价中心、金融中心、金融霸权地位。

交易所是市场创新的主体，其创新主要通过期货合约设计和品种上市予以实现。期货合约是期货市场交易的工具，是期货市场存在的基础，期货合约创新是市场创新中重要的组成部分。

交易所是交易品种的设计者和交易规则的制定者，一旦某一交易所率先推出了某一合约，客观上就拥有市场领先优势，给交易所及其会员带来丰厚的经济收益。为了获得经济上的利益和在合约创新领域处于领先地位，境外成熟市场和新兴市场各交易所均投入了巨大资源用于期货合约和交易品种开发。

过度创新会带来恶果。衍生品市场创新过度 and 监管不足也是欧美国家发生金融危机的根源。次贷危机后，

美国银行业普遍大幅降低了杠杆率，以高盛为代表的华尔街巨头纷纷开始剥离使用自有资金进行高风险投资的自营交易，整体降低了金融风险。

原全球著名期货经纪机构全球曼氏金融，因持有大量欧元区主权债务而导致巨额亏损，且多个欧元区主权国家国债被降级导致该公司出现流动性问题。曼氏消失了约16亿美元客户资金，此外损失了整整12亿美元资金。曼氏破产的原因在于进行事件驱动型对赌过程中判断失误和过度投机所致。过度创新带来的恶果值得警醒。

## 适度监管保证市场的有效性

中国的监管受到美国同行的称赞和效仿。《期货交易管理条例》从制度层面构建了“五位一体”的监管体系。以净资本为核心的监管方式有力保障了我国期货市场的长足发展，尤其是保证金监控中心为有效防止客户保证金被挪用，保证期货交易资金安全以及投资者利益，发挥了重要作用。

上述监管模式得到美国同行的认可，美国监管当局也开始效仿。美国期货业协会（NFA）规则2012年9月1日生效，公开批准采用中国的保证金制度，加强对银行、托管银行以及其他托管机构资质的审核。

我国的期货市场近几年呈现出蓬勃发展的态势，但还是一个发展相对落后的市场，与发达国家期货市场相比还有较大差距，一个重要的问题就是监管过度、创新不足。

目前国内期货产品结构较为单一，一系列关系国计民生的原油、铁矿石、碳排放等品种还没有推出，尤其是金融期货品种仍然十分匮乏，中金所只有一个股指期货，没有利率、外汇期货，承担有限风险、但同样起到套期保值作用的期权也是空白，产品创新不足，发展严重滞后。

作为市场参与主体，期货公司的经营范围单一，基本只能做经纪业务，CTA业务还处于探索阶段，OTC市场的研究则才刚刚起步；机构投资者入市审批进程也较为

缓慢。发展我国期货业正当其时，不能裹足不前，错失发展金融衍生品市场的大好机遇。

## 树立为国民经济、投资者服务理念

离开了实体经济，金融衍生品市场的发展就是无源之水、无本之末。利奥·梅拉梅德提出，“期货行业的精髓就是帮助客户规避风险。CME 设立的宗旨就是服务于全球客户的风险管理需求。”

金融机构要以保护投资者利益为第一要务，并切实披露信息。不论是百利金融欺诈客户，挪用客户资金，还是曼氏金融投资以高杠杆大举投资欧债导致破产，都暴露出对投资者利益的漠视。长期坚持保护投资者利益，才能提升投资者对金融机构的信任，使投资者和金融机构建立良好的关系，促进金融市场的良性发展。

## 中国期货业发展任重道远，时不我待

国内期货业与证券业相比差距巨大。2011 年末证券公司总资产 1.5 万亿元，期货公司总资产仅 1915 亿元。期货公司总体收入 135 亿元，净利润 29 亿元，而券商中的中信证券 2011 年收入就达到了 250 亿元，净利润 125 亿元。

证券市场与期货市场作为中国资本市场的两大分支，证券市场基本形成了涵盖经纪业务、自营业务以及资产管理业务的多元业务体系，市场参与的主体从发展初期的以广大散户为主，逐渐向以证券公司投资部门、基金公司、银行、保险公司为主转变；证券市场的发展路径表明自营业务、资产管理业务以及基金公司的设立和发展为市场的繁荣起到了巨大的促进作用。

然而，期货公司不能经营资产管理、自营等业务，就不能作为机构投资者参与到期货市场的交易中去，最了解期货的期货公司既不能做期货也不能做现货，也不利于期货市场的进一步发展。

新加坡、巴西发展势头超过中国。品种方面，巴西

期货交易所上市的合约既有商品类合约，也有金融类合约，利率、外汇、股指、互换、黄金和农畜产品等衍生品种都在巴西期货交易所上市交易。

新加坡贸易交易所是亚洲第一个提供单一平台买卖多种产品的国际商品交易所，提供多种商品的期货以及期权的交易平台，包括贵金属、基本金属、能源、农产品、货币、碳排放额度以及商品指数。2009 年，在新加坡国际金融交易所上市的品种有摩根台湾指数期货日经 225 股指期货合约、新华富时中国 A50 指数期货等衍生品，俨然是“亚洲指数期货平台”。目前，该交易所已成为东南亚地区最有影响的金融期货市场。

国内市场容量无法满足金融机构入市要求。监管部门已初步拟定保险资金参与股指期货有关管理办法，险资参与股指期货交易仅限于套期保值。但国内市场目前的容量仍无法满足金融机构的入市要求。

比如，截至 2012 年 6 月，中国人寿管理的股票资产规模就达到 954 亿元。如果完全套期保值，按照 12% 的保证金计算，就有 114 亿元进入期货市场，而目前保险业资产总额已达 6.8 万亿元左右；2011 年末基金专户理财管理资金的规模达 1300 亿元，完全套期保值的话，需要 156 亿元进入期货市场，金融机构大举入市的话可能面临流动性不足。

## 交易与技术密不可分，技术与人才密不可分

交易电子化极大地促进了美国金融衍生品市场的发展，并使期货交易向全球化延伸。国内 IT 技术、研发人员与交易发展滞后，也是和美国差距较大的地方。改革创新我国的期货市场，需要进一步推进信息技术化，打造高性能、低延迟交易平台，满足市场交易模式多样化需求，发展机构投资者和专业投资者，引导投资者从主观交易型向工具应用、量化交易模式转变。

推动信息技术化和交易程序化，归根结底是人才要素。我国期货业目前是金融人才产业链的洼地，严重影

响了行业的发展，在薪酬待遇较低的情况下，不少期货从业人员流向了其他行业。

## 建言中国期货市场发展

建言之一：转变思想、创新拓展。

解放思想转变观念，需要正确认识期货市场对促进国民经济发展的地位和意义。大力发展我国的期货市场，是完善多层次资本市场体系建设的重要环节，是提高大宗商品和金融产品国际定价能力、防范金融风险的核心环节。

金融混业经营成为世界金融发展的趋势，也是中国金融改革的目标之一。混业经营的优势是显而易见的，比如可以防范单业经营带来的系统性风险，达到风险递减效应；通过规模化运作形成管理和财务协同效应，降低运营成本；将专业人员和物资设备应用最大化，把一些交叉的金融产品打包逐步演变成金融超市，给客户提提供多种行业咨询服务和金融交易组合，创造更多的销售机会等等。

国内期货公司要做优做强，必须加快推进期货公司的业务多元化和业务创新，在巩固基础中介业务的基础上，大力发展资本中介型业务，积极审慎开展资本型业务。发展资产管理业务、扩大期货公司境外代理试点范围，允许有条件的期货公司开展自营业务。鼓励综合类期货公司作为做市商主体参与市场。加快产品创新速度，加大产品创新力度。

发展我国期货市场，首先要解决品种创新问题，遵循“金融化”和“商品化”并重的发展战略，加快上市对国民经济运行有利的品种，提高对国际机构投资者的吸引力。根据市场发展的需要，适时推出期权业务，促进市场向广度与深度发展。

建言之二：健全法规、储备人才。

随着《证券法》、《证券投资基金法》、《信托法》、《银行法》、《保险法》等法律法规的出台，我国金融体系

法规基本建立，唯独缺位《期货法》。《期货交易管理条例》及一系列配套管理办法构成的我国期货市场法制现状，与我国期货市场的快速发展相比，仍显得有些滞后。

比如，《条例》作为行政法规，相对来说效力层次较低，缺乏民事和刑事方面的规范。构建法制化的市场发展基础，迫切需要出台《期货法》，修订《期货交易管理条例》，系统梳理和重构市场法规体系。

CBOE建立了期权学院，开展了近30年的期权教育，学院不仅培养人才，还进行相关产品设计，其教育对象甚至包括参议员和众议员，专业化培训的声誉把期权教育带遍了世界。

当前国内期货行业较为缺少具有全球战略眼光、市场开拓精神、管理创新能力的经营管理人才和信息技术、合规风控、交易研究等方面的专业技术型人才。创新人才引进培养方式，努力打造一套符合行业发展需求和具有行业特色的人才发展模式，可以探索尝试与境内外行业协会、交易所合作建立金融衍生产品培训学院，开设相关课程，纳入期货经营机构的人才激励计划，定期组织高管、员工参加培训；或选择国内师资、软硬件条件较好的高校联合建立期货人才培训基地，广泛选择应届毕业生和各行各业人才开展期货期权认知、交易培训，为行业发展吸纳、储备人才。

总体而言，我国的期货市场经过20多年的建设，初步具备了在更高层次上服务国民经济的能力，但从行业的体量、规模与参与范围、层次等标准衡量，仍属于小众市场，不同于银行、保险、证券、基金等行业，期货市场的改革创新客观上具有较大的缓冲余地和回旋空间，对经济和社会的冲击成本较小。

因此，期货业的改革创新正当其时，观念可以更新一点，节奏更快一点，步子更大一点。相信在监管部门的正确领导和创新带领下，在市场各参与主体的共同努力下，中国期货市场的发展将迎来又一个春天。

# 平衡监管与创新 提升行业发展空间

■ 文/国富期货执行董事 孙菊



从入行时起，就知道世界上第一个期货交易所诞生于美国芝加哥，著名的 CBOT、CME 等交易所也位于芝加哥，因而一直以来就向往着前往芝加哥考察学习。这次有幸参加了协会组织的首期赴美高管研修班，圆了我一直以来的梦想。

此次学习收获颇丰，也体会到了中国期货行业与美国同行业相比存在的优势和不足。期货市场在美国已发展 160 多年，其成熟的市场运作和监管体系是我们考察的目标之一。

对比中美两国期货行业的监管体制，我们可以发现以下几点异同：

## 政体不同决定监管差异

美国是资本主义国家，其资源配置的主要手段是市场，并强调自由市场经济，因此在大的法律框架之下，其对企业及从业者监管较松。对于期货交易所和期货公司研发及发行什么样的产品，一般不做干涉。

中国是社会主义国家，强调中国特色的社会主义市场经济，重视对投资者的保护，重视行业的稳定发展，因此在吸取行业初期发展混乱的教训后，加强了行业管

理，稳步地推进各项改革措施，实行统一的期货法规和统一、集中、垂直的监管体系，监管力度深入到交易所和企业的经营当中，监管力度更强，更直接。

## 同样的三级监管，不同的监管力度

由于美国 CFTC 具有准立法权和准司法权，因此，总体来看 CFTC 更像是楼房框架的设计和建造者，而房间的布局 and 家具的摆放是由协会、交易所和企业完成的，四个方面的分工较为均衡。

中国证监会不具备立法和司法能力，但拥有行政权力，在监管上更能直接干预市场和企业，比如任免期货交易所的总经理、制定交易所和期货从业人员的管理办法等。因而中国证监会更像是旅馆饭店的建设者，不仅要建设楼房，还要为房间的家具摆设费心思量。

因此，证监会的工作更加繁重，力度更大，更直接，而协会、交易所的监管仅起到辅助的作用。受此影响，期货企业的经营活动显得中规中矩，灵活度有所欠缺。

## 美国重创新，中国重投资者保护

由于美国的监管环境较松，交易所及期货企业在产

品的创新上不遗余力。据统计美国期货品种有348个之多，如果加上期权、互换等金融衍生品，美国的金融衍生产品数量将以千、万计，其产品能否成功完全由市场决定，没有交易量的产品就被淘汰。

尽管美国在金融衍生品领域的创新层出不穷，但其副作用也显现无疑。由于产品太多，因此容易出现监管不到位的情况，比如2008年的次贷危机就是由美国的金融衍生品MBS引发的。但是，我们也应该看到，引发危机的是那些大规模的场外衍生品，而在交易所内交易的场内金融产品，其交易还是平稳可控的。

与美国泛滥的金融衍生工具相比，中国的期货品种只有28种。尽管品种少，但这是我们吸取前期的教训，拨乱反正的结果。出于保护投资者利益的考虑，监管当局主动取消了那些风险大、投机性强的产品，从而为目前中国期货行业的稳健发展创造了条件。

但是，28个交易品种并不能满足我国经济发展的需要，我们在期货品种的开发上还有很大的潜力和空间。同时，业界也呼唤尽快推出期货期权等衍生品，并尽快将期货公司资产管理业务开展起来。

## 监管过松易酿“败德风险”，监管过度易致效益流失

美国宽松的监管环境在过去几年遭遇了巨大的挑战，尤其是以麦道夫案为代表的“败德风险”表现突出。除了庞氏骗局一类的“败德风险”外，还有一些因监管宽松所带来的隐患。

比如，在美国，交易佣金商收取的客户保证金虽然必须与自有资金分立账户存放，但佣金商可以在不告知客户的情况下，动用客户保证金投资于国债、货币市场基金等产品，而仅以净头寸对客户进行结算，以获取更大利益。一旦公司运作出现风险，这部分资金可能面临被冻结甚至破产清算，从而使投资者遭受损失。

与此相比较，中国期货行业的保证金存入独立的第

三方托管账户，实行期货保证金安全存管制度，最大限度地保护了投资者的权益。但也使得期货公司丧失了一部分获得无风险收益的机会。

我国的监管体制，尽管最大程度的保护了投资者利益，但也使企业的效益受到影响，期货公司间同质化竞争严重，小公司拓展业务困难，经营成本高企，企业效益普遍不高。

总体而言，美国的监管过于宽松，导致金融衍生工具创新过度，为经济运行埋下了不稳定的因素；而中国的监管体系作为目前世界上最先进、最严谨、最有效、最完善的监管体系，保证了期货行业从初期的混乱局面中迅速走出来进入平稳发展的阶段，但弊端是监管有些过度，导致创新不足，限制了行业的进一步发展空间。

在此，我提出以下几点建议。

其一，放松监管力度，平衡证监会、期货业协会和交易所的监管职能。扩大协会和交易所的权力范围，解放证监会的工作压力，充分利用监管资源，让协会发挥出桥梁和纽带作用，让交易所对市场运作中出现的问题负起更大的责任。

其二，提升监管创新水平，加快金融衍生产品创新步伐。面对新的金融产品，监管当局应当广泛学习先进经验，未雨绸缪，更有效地保护广大投资者的利益和保障行业的稳健发展。

其三，扶持机构投资者，完善期货市场投资者结构，改变投机氛围过重的局面。这有利于消除“地下资金”隐患，有利于市场监管，有利于期货公司效益提升，有利于保护投资者权益，有利于全行业的平稳发展，有利于争取国际产品的定价权。

其四，加强监管当局的国际合作。监管当局加强与欧美金融大国同业间的合作，有利于借鉴国际先进经验，有利于中国期货行业迈出国门，有利于中国企业稳定经营，有利于提升中国经济的国际化水平。

# 美国衍生品市场特点 及对我国市场发展启示

■ 文/鲁证期货总经理 李学魁



## 美国衍生品市场的特点

第一，多层次衍生品市场体系。

首先，现货、场内和场外市场纵向整体对冲体系。

美国衍生品市场呈现多层次发展格局，现货市场、场内衍生品市场和场外衍生品市场构成纵向整体对冲体系。场内衍生品市场主要交易期货、期权等标准化合约，是连接现货市场、对冲者和投机者的基础平台，但由于品种有限且期限固定，无法满足市场对冲风险的需要。

场外衍生品市场是场内衍生品市场的有益补充，其个性化定制及交易成本低的特点，可较好地满足美国大型企业多样化套期保值的需要和金融机构精细化风险管理的需要，已逐渐占据美国衍生品市场的中心地位。

近年来，场外衍生品市场始终保持着高速增长，形成了巨大的交易规模。根据美国清算银行(BIS)统计，2011年末全球场外市场持仓名义金额已达648万亿美元，远超过场内市场57万亿美元，场外占所有衍生品规模比例高达91.97%。

场外市场规模增长速度大于场内市场，2011年末全球场外市场规模增长7.77%，而场内市场规模减少16.75%。场外衍生品合约品种非常丰富，标的资产涵盖

利率、外汇、股权、商品以及信用五大类。

从市场价值的角度看，利率类衍生品(Interest rate)一直是交易的主力，2011年末持仓名义金额占比达77.82%；汇率衍生品(Foreign exchange)以巨大的交易量也占据场外衍生品市场重要地位；金融机构对信用风险关注程度增加，信用衍生品(CDS)得到了巨大发展。

多层次的衍生品市场服务体系，为美国乃至全球的风险管理者提供了规避市场风险的场所，为金融、经济发展提供了“安全网”。

其次，衍生品工具丰富、品种多样化。

在美国，制作全面的风险管理方案，不但涉及场内市场的期货和期权工具，还包括远期、场外期货、场外期权、互换等场外市场工具，期货仅仅是风险管理工具的很小一部分。美国衍生品市场品种类型很丰富，囊括了商品类、股权类、国债类、利率类、外汇类、信用类等各类衍生品。仅场内交易的商品期货中的谷物类、畜产类、经济作物类、林产品、纤维类、金属和能源等的

具体品种到目前为止已达上千种，而金融期货的种类更过于繁多，难以计数。

随着商品金融期货交易品种的增加和交易规模的扩大，其他相对复杂的交易品种也逐步发展并完善起来，例如宏观经济指数、房屋价格指数、天气指数等。以天气衍生品为例，它以世界各地的天气指数衍生品为交易对象，既方便了需要对天气风险进行对冲的交易者管理风险，也增加了交易所的影响力和实力。

同时，绝大部分提供期货交易交易所也提供期权交易服务。在美国的期权市场上，股票类个股期权超过3000只，指数类期权超过50只，ETF类期权超过250只，合约周期跨度包含了周、月、季以及长期（3年）期限。

据美国期货业协会（FIA）统计，在全球各交易所2011年上市交易的所有期货期权中，金融类衍生品是主力军，股指类、个股类、利率类和外汇类衍生品交易量占比分别为33.9%、28.3%、14.0%和12.5%；而商品类衍生品交易量仅占非常小的一部分，农产品、能源和金属衍生品交易量之和仅占10.4%。

## 第二，期货经营机构多元化经营。

期货经营机构的实力与创新能力是国家金融竞争力的重要体现。为了争取本国在金融利益分配中的主动权，美国政府把大力培养世界级的投资银行作为重要的战略目标加以实施。

美国的期货经营机构拥有多层次、专业化的期货业务模式。期货经营机构可分为四类，即期货佣金商（FCM）、介绍经纪商（IB）、商品投资基金（CPO）、商品交易顾问（CTA）。其中，FCM主要为IB、CPO、CTA提供交易渠道服务，后三者更多体现了专业化和个性化的服务特色。

根据不同的业务发展模式，美国的期货佣金商又可以分为全能型金融服务公司、专业的期货经纪公司、现货产业背景期货公司三种类型。对于全能型金融服务公司，如高盛、摩根大通、巴黎银行商品期货公司等，期货经纪业务仅占其业务的一部分，服务对象以机构客户

为主；专业的期货经纪公司，主要是指以交易代理和结算服务等中介业务为其核心业务，并在此基础上发展相关衍生业务的期货公司，例如盈透公司、罗杰欧、全球曼氏金融等。现货产业背景期货公司，是指那些隶属于从事商品现货经营的企业的期货公司，这类公司的最大特点是现货贸易经验丰富，对现货市场与期货市场之间的关系把握较为准确，例如美国福四通期货公司、爱德盟投资服务公司等。

对于美国大部分期货经营机构，期货经纪业务仍然是最重要的收入来源，例如曼氏金融2010年经纪业务收入占总收入约64%，盈透集团2010年交易佣金和执行收入占总收入约43%。

对于成为交易所结算会员的期货公司，结算业务是其重要的收入来源，包括对场内期货期权和场外OTC产品的相关结算；此外，对手方业务、做市商、OTC市场相关业务也是大型期货公司的主要利润来源。例如，高盛集团2010年做市交易收入占总收入62.89%，盈透集团2010年做市交易收入占总收入约40%，曼氏金融2010年做市交易收入占总收入11%。美国期货经营机构通过多元化综合经营模式，为投资者提供金融超市服务，提高了国际竞争力，从而获取本国在金融利益分配中的主动权。

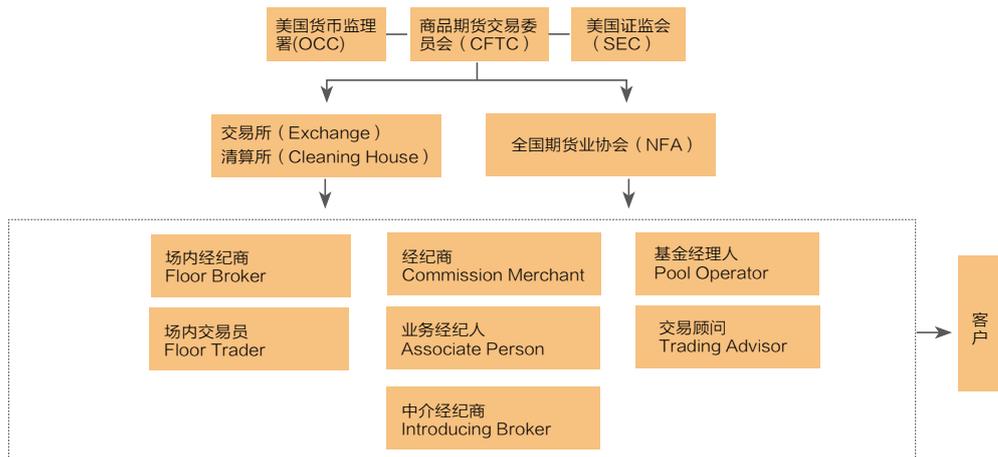
## 第三，场内衍生品监管适度，场外衍生品监管趋强。

目前美国衍生品市场的监管模式采用由政府监管部门、行业协会以及期货交易所组成的三级监管方式。建立了系统而完整的金融衍生品市场法律体系，政府监管机关主要从宏观上对市场进行法制化管理，保证期货市场发展的有序性、稳定性和持续性，交易所和期货业协会的自律管理发挥市场管理的基础和核心作用。

这种三级监管方式有利于从不同层次借助于市场手段、法律手段和行政手段对市场综合监管，有利于保证监管的市场化和灵活性。

自1999年美国实施《金融服务现代化法》后，对金融衍生品在内的金融监管主要可以分为机构型监管和功

图 1 美国衍生品市场监管体系



能性监管两个层次。机构型监管的监管对象是从事衍生品交易各类参与者；功能性监管的监管对象是衍生工具和衍生品市场。

机构监管是根据被监管者的不同来确定监管机构。证券经纪交易商受美国证券交易委员会（SEC）监管，商品和期货行业则受美国商品期货交易委员会（CFTC）监管，但对于投资银行控股公司，美国法律目前还没有规定其直接监管者。

在功能监管方面，美国衍生品市场的监管机构主要是 SEC 和 CFTC，SEC 监管所有在证券交易所交易的证券，以及一些符合《证券法》项下“证券”定义的交易所交易衍生品；SEC 主要通过规范透明度和价格报告，反操纵规则、仓位限制、审计记录以及保证金要求等来规范衍生品交易。CFTC 负责对《商品交易法》项下所有在交易所交易的衍生品监管，但对于非交易所交易的场外衍生品，由于法律对其予以管辖豁免或者排除，SEC 和 CFTC 缺乏监管权。

由于《商品交易法》所确定的合格交易者制度，使

得越来越多的合格交易者规避监管而从衍生品的场内市场转移到场外市场，因而，美国场外衍生品市场获得更为迅速发展。

金融危机后，美国加强了对场外衍生品市场的全面监管，并采取了一系列措施增加场外衍生品市场的透明度，保护投资者利益。具体来讲，主要涉及如下内容：首次将场外衍生品市场纳入监管范围；加强投资者保护；限制银行从事高风险的衍生品交易；加强经纪商和投资顾问的义务；提高场外衍生品市场的透明度；推动场外衍生品进入场内统一清算；加强国际监管合作等。

### 我国衍生品市场发展启示

随着全球经济的一体化进程加快，以期货价格为基准的国际大宗商品的买卖已经越来越多地引导经济走势和影响经济格局，国家经济利益的博弈已从传统的制造业领域转向衍生品领域。衍生品市场作为现代经济体系中各类资产重要的风险管理场所及定价中心，已被各国政府视为提升金融市场竞争力的重要战略资源。

因此，加快推进我国衍生品市场发展，培养富有竞争力的衍生品市场，争夺国际定价话语权已成当务之急。

### 第一，完善多层次衍生品市场体系建设。

随着我国市场经济快速发展，以及经济金融全球化趋势加深，建立包括现货市场、场内市场和场外市场在内的完整多层次衍生品市场成为我国持续高效发展的必然选择。场外金融市场是金融市场体系的重要组成部分，在经济和金融发展中发挥着重要的作用，因为其个性化定制及交易成本低的特点，在服务实体经济和对冲个性化风险需求中发挥了独特的作用，是金融市场体系中不可缺少的一环。目前我国场外衍生品市场较场内市场更为落后，应适度加快场外衍生品市场发展步伐，形成场内、场外交易均衡发展的格局。

### 第二，加快衍生产品和工具创新。

期货品种过少限制了期货市场功能的发挥，不利于国民经济的平稳健康发展。建议建立以市场为导向的期货新品种上市机制，首先加快推出原油期货、动力煤期货、铁矿石期货、稀土期货等对制造业企业和国计民生具有重要影响意义的原材料类期货，完善制造业产业链的风险对冲。

随着我国资本市场快速成长，利率、汇率将逐步市场化，为了增强市场的风险管理能力，建议积极研究利率期货与外汇期货，为企业规避现货风险及在国际贸易与国际投资中面临的利率与汇率风险。

同时，建议推出国债期货、人民币期货以争夺市场定价权。

此外，加快推出股指期权、商品期权产品。期权交易推出是期货市场发展到一定阶段的产物，期权交易推出将有利于提高期货市场的效率，降低期货参与者规避风险的成本，为套期保值者、期货资产管理业务提供更完善的风险保护，提高实体企业和机构投资者利用衍生工具的积极性。因此，应尽快推出期权产品，完善衍生品交易方式，从而更好地满足实体经济的需要。

### 第三，鼓励国内期货经营机构业务创新。

经过近些年期货行业规范化发展，期货公司的资本实力、合规运作水平和风险控制能力等综合实力大幅提高。但与实体经济的需求相比，期货公司中介机构的职能作用没有充分发挥出来，集中体现在国内衍生品市场的工具匮乏，场内场外的多层次市场服务体系尚未有效建立，期货公司服务能力不足上，从而影响着衍生品市场服务国民经济功能的发挥程度。

当前，创新业务的推出步伐已不能满足实体经济的需求，只有加快国内期货市场的业务创新，才能真正提升期货公司服务实体经济的能力，满足实体经济发展的需求。

目前国内期货公司在资本实力、技术条件、人才储备、风险控制等各个层面已经具备了综合开展经纪业务、资管业务、咨询业务、境外代理业务、自营业务、现货投资等业务的能力，同时上述业务的推出和完善，也是期货行业、衍生品市场发展以及期货公司更好服务实体经济发展之需要。

因此，应允许期货公司开展资管、境外代理、现货投资、自营等新业务，鼓励开放期货融资业务、介入场外市场等创新业务。

### 第四，建立灵活性、系统性、多层次的监管体系。

国外衍生品市场发展历史表明，一个较为成熟的衍生品市场，都经历过监管政策力度由刚性向弹性转变的过程。当期货市场逐渐发展成熟时，刚性的监管体系使交易所、经纪商和监管者的成长都受到极大的限制。为发展金融衍生品市场，美国政府从上世纪70年代末开始，逐步放松金融监管，支持金融创新，目前其金融衍生品交易占全球份额的40%，成为全球商品、金融交易中心、定价中心。

由此可见，适度放松监管，建立更具灵活性、系统性、多层次的监管体系转换是必要的。具体而言，可从以下几个方面开展监管制度的改革：

一是建立衍生品市场创新机制。

创新是衍生品市场发展的动力源泉。建立期货行业创新机制，将为行业创新创造条件并提供依据。

近年来，国际大宗商品价格剧烈波动，我国实体企业对期货市场风险管理的需求更加迫切，期货公司需要向机构投资者提供满足其需要的各种创新产品。而目前期货公司的业务都属于牌照业务，对于当前行业讨论已久的一些创新业务有许多都不属于牌照业务，并且随着市场需求的变化，未来还会不断出现新的创新产品或服务。

对于这类创新产品或服务，建议监管部门建立自下而上的期货公司自我创新机制，取消事前审批，只要符合创新业务的基本原则，即市场有内在需求、公司有清晰的盈利模式、风险可控不外溢、没有法律障碍且公司可以自主决定等，经过报备程序就允许开展。

当然，期货行业创新制度应当坚持创新和监管相协调的理念，既不能因为加强监管而影响创新的积极性和效率，也不能因为创新而损害监管的有效性。

二是健全金融衍生品市场监管法律体系。

法律是监管的基础，美国衍生品市场监管体现了法律先行的原则。而目前我国金融衍生品市场相关法律法规仅对我国金融机构开办衍生产品交易业务提供一般监管原则和基本管理规范，对于在未来必将占据我国资本市场重要地位的多层次衍生品市场，还未制定出一部统一的金融衍生品监管法律以协调目前各法律法规中有关金融衍生业务重复和不一致的原则规定。

因此，当务之急应健全我国金融衍生品的法律体系，从而为市场的健康发展提供法律保障。不仅需加快制定统一的衍生品交易法以保证监管框架的稳定性、持续性和一致性；且需针对不同种类的衍生品分别制定相应的法规以强化各类规范的协调性和可操作性；再者，立法要体现前瞻性和开放性，应给金融衍生市场参与者创造宽松的创新环境，规定市场参与者可根据市场需要研发

衍生品；最后，对政府、行业协会和交易所在金融衍生产品监管方面责、权以法律形式进行明确，以使监管工作有法可依，有章可循。

三是建立衍生品市场统一结算体系，控制多层次市场风险。

建立一个现货市场、场内市场和场外市场三个层面互为补充的多层次交易市场是大势所趋，但场外交易缺乏交易结算制度，造成交易对手信用风险的不可控。

建议成立中央衍生品结算公司，由政府组建、独立于四大期货交易所与各类场外交易市场，承担我国场内、外衍生品市场资金统一结算职能。建立统一结算体系，不仅能提高市场各个参与主体的资金结算效率，方便投资者套利交易从而有利于期货市场价格发现功能的发挥，还能有效控制场外市场的信用风险。

**第五，推进衍生品市场对外开放，形成国际定价中心。**

纵观包括芝加哥商业交易所集团（CME Group）、伦敦金属交易所（LME）在内的世界商品定价中心，开放和国际化是其共同特征。它们的市场参与者除了本国投资者外，还有大量的境外投资者，国际化程度是形成“国际定价中心”的先决条件。

目前我国衍生品市场还基本上处于封闭状态，政策上境外投资者不能投资国内期货市场，被允许投资海外期货市场的国内投资者也仅局限于少量，大多数企业目前无权利用境外期货市场进行套期保值，但他们迫切需要利用境外期货市场回避生产经营中的价格风险。

建议尽快开放境外期货业务，鼓励和培育具有竞争力和创新能力的期货公司，为中国企业走出去提供高效、优质的服务。

此外，分步骤放开国内品种，分阶段允许境外投资者进入我国期货市场交易，树立我国期货价格在全球定价体系中的权威性，在国际商品价格形成过程中获得更多的定价权，以保障国家经济安全，实现我国经济的可持续发展。■

# 制度保障发展，创新开拓市场

——建立期货市场化创新制度之我见

■ 文/国信期货董事长 岳克胜



此行印象最深的是美国金融衍生品市场的广度与深度，以及国内期货市场与其相比的巨大差距。但差距恰恰也是空间，美国衍生品行业的鼎盛勾画出中国期货行业发展与创新的蓝图。

## 美国交易所发展历程

本次考察的两大交易所分别是 CME 集团和 ICE 集团。

CME 集团发展与创新历程——美国的现代期货交易市场于 19 世纪初首先出现于中西部边疆地区，它与芝加哥的商业发展和中西部地区的小麦交易密不可分，芝加哥之所以能迅速发展并成为世界著名的谷物集散地，主要在于它优越的地理位置。它背靠密歇根湖，毗邻中西部肥沃平原。

随着谷物交易的不断发展，1848 年由 82 位商人发起并成功地组建了美国第一家中心交易场所——芝加哥期货交易所（即 CBOT，又称芝加哥谷物交易所）。

随后在 1865 年，推出了一种被称作期货合约的标准化协议，采用保证金制度，以消除交易双方因不按期履约而产生的麻烦。

1898 年，芝加哥商业交易所（CME）的前身芝加哥黄油和鸡蛋交易所成立。1919 年，该交易所更名为芝加哥商业交易所，CME 清算所成立。1972 年，CME 组建了国际货币市场分部，进行外汇期货交易，此后又增加了 90 天短期美国国债期货和 3 个月欧洲美元定期存款期货合约交易。

1982 年，该交易所设立了指数和期权市场分部，成功地开始第一种股票指数期货——标普 500 指数期货的交易。同年，CBOT 首次推出基于美国政府债券期货的期权。

1987 年，通过对 CME Globex 电子交易系统的概念化与开发启动，CME 成为了期货电子化交易的先驱。1992 年，第一次期货电子化交易在 CME Globex 交易系统上实现。2002 年，CME 成为美国第一个由私人会员组织变为挂牌上市的交易所。2003 年，芝加哥期货交易所同意 CME 清算所为其交易产品进行清算，使得市场参与者的资金效率大幅提高。

2005 年，CBOT 由私人会员组织变为挂牌上市的交易所。2006 年，CBOT 推出电子化的农产品期货交易。纽约商业交易所（NYMEX）的产品开始在 CME Globex 电子交易系统交易。同年 NYMEX 与 COMEX 由私人会员组织变为挂牌上市的交易所。

2007 年，芝加哥商业交易所（CME）与芝加哥期货交易所（CBOT）正式合并成为 CME 集团，成为全球规模最大、

最多元化的交易所。2008年，纽约商业交易所（NYMEX）与纽约商品交易所（COMEX）并入CME集团。

综上所述，一百多年以来，随着商品交易的日益国际化和科学技术的突飞猛进，交易所无论在规模、交易范围、品种方面均发生了巨大的变化，相应的，交易所的管理及法规也日趋完善，交易所不断创新与整合，大大地推动了期货交易的发展。

期货合约的种类逐渐从传统的农产品期货合约扩大至贵金属、制成品、加工品和非耐用储存商品合约，以及利率期货、股票指数期货、天气等期货交易，从而使期货市场发生了翻天覆地的变化。期权交易的推出是期货行业又一次新的突破。

到上世纪90年代，随着世界经济的逐步一体化，各国经济的相互依赖性日趋加强，致使期货市场更趋国际化。由于科技的迅速发展，特别是卫星通讯和计算机的普遍运用，使全球资讯可以在极短时间内完成。期货交易所通过采取与国外交易所相联网、延长交易时间等使期货交易成为全球经济中最活跃的部分。

可以预见，在今后的世界商业环境不断变化的形势下，期货市场将取得新的、更大的发展。

ICE集团发展与创新历程——除了全球最大的CME集团，美国期货市场上还有一个比较重要的期货交易所——洲际交易所（ICE）集团。ICE运营三个受监管的期货交易所、两个场外交易市场以及五个受监管的清算所。

洲际交易所是美国第二大期货交易所，最早由全球一些大能源公司和金融机构组建于2000年，2001年通过收购伦敦国际石油交易所（IPE）进入期货市场，2005年登陆纽交所，完成首次公开发售，2007年1月收购纽约期货交易所，8月收购温尼伯商品交易所（即现在的加拿大期货交易所），2009年收购清算公司（TCC）。

目前，洲际交易所通过旗下期货业务、全球OTC业务、市场数据业务等三个业务部门运营，涉及原油、精炼油、天然气、煤、排放量、糖、棉花、CDS、外汇以及指数等

产品的合约交易。其中期货业务主要由美国、欧洲、加拿大等地交易所构成，OTC业务包括能源和CDS合约，市场数据业务则是通过市场数据授权获得营收。

## 美国衍生品市场的广度与深度

首先，美国衍生品市场的广度与深度体现在多样化的产品创新和风险管理工具上。

从美国金融衍生产品的发展来看，从商品期货到金融期货、从期货到复杂的金融衍生工具的路径似乎已经成为期货市场发展的标准模式。目前，美国衍生品市场已经有期货、期权、互换等丰富多样的风险管理工具，而国内市场依然仅有期货一种工具。

即使单就期货交易品种而言，CME集团旗下的交易所产品即包括了农产品、利率、外汇、股指、能源、金属等等各个品类，而目前国内四大期货交易所上市的期货合约仅有沪深300股指期货一种金融期货，其余的品种均为商品品种。

从这个角度而言，国内期货市场可能正处于美国市场80年代初期的水平，未来在期货品类方面的创新仍有广阔的空间。

除了场内衍生品的多样化之外，OTC市场对于国内期货行业也是尚未开发的蓝海领域。OTC市场尽管在金融危机期间受到较大影响，但其个性化设置依然吸引着众多的参与者。根据CME提供的数据显示，目前美国场外市场的规模已经达到648万亿美元，是场内市场交易规模的数十倍。

其次，美国衍生品市场的广度与深度也体现在投资者构成上。金融衍生品无论其设计的理念多么精妙，但本质上仍是工具，其效用的发挥离不开使用它的人。

在美国市场上，各类机构构成的机构投资者是衍生品市场参与的主体，套期保值者、投机者、以及套利交易者在其中各取所需，并提供了市场形成所需的必要流动性，成为市场不断发展的关键。

据相关数据，在美国期货市场的参与者中，产业投资者数量占到 50% 左右，CTA、对冲基金和指数基金等机构投资者占 45% 左右，其他占 5% 左右。而相比国内市场，散户成为市场中的主力，而机构投资者仍只有少数基金专户、私募和现货商。因此，如何稳步推进引入机构投资者参与也是国内衍生品市场做大做强的关键。

更重要的一点，美国成熟的市场化创新制度和监管机制更值得国内市场借鉴。在美国，期货机构和交易所是市场创新的两大主体，其中交易所（类似 CME）侧重于交易品种和交易工具的创新，而期货机构则侧重于风险管理业务和交易平台的创新。

在交易所层面，交易所股份制改革以及引入交易所之间的竞争机制均提高期货交易所创新和服务动力的可选手段；而期货机构层面，放松期货公司的业务管制也是激发期货公司成为市场创新主体的必要方式。

## 借鉴美国经验，促进国内市场创新发展

此次美国之行后，对于国内期货市场发展方向的认识无疑更加明晰。品种多样化、投资者机构化、监管市场化、业务多样化、甚至包括国际化都将是不可阻挡的趋势。那么，作为未来期货市场主体之一的期货公司应该如何定位以适应市场的创新和发展呢？

首先，风险管理服务提供者将依然是期货公司最重要的定位。美国的经验已经清晰地表明，尽管金融工具的创新千变万化，但所有的变化都可谓是不离其“宗”，即风险管理的本质。正因为有风险，因此有了风险管理的需求，需求推动了金融工具的发展，个性化的风险管理需求也滋生了 OTC 市场的壮大，因此风险管理才是衍生品市场的核心。

可以预见的是，随着国内衍生品市场品种的多样化、市场参与者的机构化，期货公司所提供的风险管理服务也将在单纯套期保值方案设计之上注入新的内涵，如何有效利用不同的衍生品工具达到风险管理的效果，以及

如何结合 OTC 市场的发展根据客户自身的特性设计出更加个性化风险管理方案等都是期货公司未来将着重研究的新课题。

其次，综合财富管理的提供者未来也可能成为期货公司定位中的一个重要方向。相关的研究已经表明，衍生品除了用于对冲风险之外，其市场产品的风险收益特性与股票、债券、房地产等传统金融品种也有着明显的差异，这也为在资产组合中加入衍生品而分散资产组合风险提供了可能。

从另一个角度来看，衍生品市场本身品种的多样性以及操作的灵活性也使得资产管理者能够通过多空对冲或组合等手段构造出更加丰富的产品类型，迎合不同类型投资者的需要。因此，未来以衍生品投资为主的资产管理必将在综合财富管理的巨大市场中具有一席之地。

目前，国内期货公司作为市场参与的主体，在定位于风险管理提供者的同时，期货公司团队对于衍生产品以及市场特性的认识也为期货公司发展成为综合财富管理者提供了条件。

最后，加快国内期货公司与美国期货期权投资机构的合作并向其学习成熟经验刻不容缓。通过交流我们发现，许多美国的期货公司依靠母公司或者股东的资源，培养了一批非常专业的人才队伍，拥有先进的管理技术和经验，开拓了许多创新性的市场发展模式，这些都可以为我国期货公司今后的发展道路提供许多可借鉴的地方。

与股票市场的相对独立性不一样，期货市场的全球联动性更强，跨市场跨地区的套利行为非常活跃，再加上客户基础的多元化，这就对期货公司的综合性以及国际性提出了较高的要求，不仅要求期货公司的人才具有全球化的视野，也要求期货公司具有国际化的管理标准。

在这个竞争激烈的全球市场，谁先抢占先机，谁就越能掌握主动权。因此，在我国期货市场的建设中，在控制风险的前提下，加快期货公司与境外期货公司合作，并向其学习成熟先进经验和管理模式的步伐刻不容缓。■

# 撑起中国期货的脊梁

■ 文/中国金融期货交易所市场部副总监 石家强



“首届赴美期货高管研修班”不仅是一个培训班，更是中国期货业走向开放的标志，是行业发展走进新时代的里程碑。

作为首届研修班的幸运一员，这次培训我的收获很大，既学到了知识，又开拓了视野，更重要的是思想得到了解放，概括说感悟有四个“最大”。

## 最大感动是老梅

两年前他出席股指期货上市仪式，交易所员工蜂拥与之合影，那时候对他“尊敬”；后来读了他自传体的《逃向期货》，为其二战中九死一生的传奇经历唏嘘，为其曲折而始终坚持的期货之路慨叹，对他变成了“敬仰”；而这次在芝加哥再见到老梅，敬仰之情已然化作无尽感动和崇拜。

颁证仪式上老梅不苟言笑，可讲起话来却以耄耋之躯慷慨激昂：“期货行业的精髓是什么，就是帮助企业规避风险”；

“我们在帮助其他国家时，为自己树立了竞争对手，而同时我们把市场极大地扩展了。在这个过程中，我们发展了自己的市场和客户”；

“你们的责任不只是学习，而是要把信息传出去。你们必须成为老师，告诉你们的朋友、同事和领导人，你们学到了什么、听到了什么，我又告诉了你们什么，你们是有责任的！这些信息是发展的源泉，是发展的血液”；

“你们最好的朋友在这里，在CME！我们一直在做金融、做培训，这是我们一生都在做的，以后还会坚持去做”。

老梅的话字字句句掷地有声、充满力量、摄人心魄。那一刻，老梅让我懂得了什么是真正的“境界”。

## 最大感受是差距

通过一个半月的学习，我们对美国金融社会、金融文化和金融生态都有了直观、切身的感受。一方面深刻感受到了几十年来美国衍生品的蓬勃发展，感受到了成熟市场的竞争与活力；另一方面不自觉地就会与国内进行比较，最大的感受就是“差距”。

差距不仅体现在衍生品市场体系和产品体系的广度上，更体现在整个金融市场的深度上，体现在以交易所为代表的市场主体的创新能力上。

当我们看到一个搞电力板块研究的中国小伙子，在加入 CME 短短两年时间里，就凭一己之力开发上市了 20 多个电力衍生产品；当我们排着队走进 CBOE 的交易大厅，瞪大眼睛看着那些由各种基础资产和各种衍生工具组合而成的数以千计的产品在大屏幕上快速交易时，大家俨然都变成了“刘姥姥”。

## 最大体会是紧迫

金融发展史告诉我们，衍生品市场的发展和国家的市场化、国际化及其经济发展阶段紧密相关。中国经过三十年飞速发展，市场经济成效显著，资本市场已经有了很好的基础，但服务经济能力最强的金融业，特别是衍生品领域的发展却十分不匹配。

本次学习，明显感觉出国内中介机构背后的国内客户对走出大陆，在全球市场寻求对冲的巨大需求和强烈意愿。再从国外情况看，这种紧迫感更为强烈。

在 CME 考察期间，巴西交易所的推介令人印象深刻。巴交所通过整合系统和互挂产品等措施与 CME 深度合作，几年间迅速成长为全球第三大交易所，发展势头逼人。

还有一个现象，就是几乎所有的美国交易所和机构都非常重视亚洲市场，但其办事机构基本都设在新加坡或香港，内地地区设点的不多。如果我们不加快发展速度，不仅追不上美国、英国，还会被巴西、新加坡越甩越远。纵观国内外情况一个最大的体会是，尽快完

善衍生品市场结构，特别是产品结构，把国内的客户留下来，建立自己的定价市场，任重道远，但更时不我待。

## 最大收获是信心

在美期间，人的心理走过了一个先下坡再上坡的过程。刚开始无论是看到产品还是技术、工作还是生活，中美间都差距巨大。但随着观察交流的逐渐深入，了解思考的逐渐深刻，心理逐渐止跌回升，更多收获的是信心。

近年来美国衍生品市场虽然存量巨大，但其市场创新节奏和发展速度已经明显放缓，发展空间有限。大量中小型公司在大浪起伏中自生自灭，很多正在极力削减开支或开发新市场，寻找新客源。这次的考察阶段，研修班受到了境外机构的高度重视和开发，也充分印证了这一趋势。

反观国内，虽然差距巨大，但换个角度差距就可以变成后发优势。现阶段，利率市场化势不可挡，银行业几十年不变的盈利模式即将面临很大变革；混业经营大势所趋，资本市场与货币市场很快会出现机构互相渗透融合的局面；国债、原油期货、期权等多个产品箭在弦上，衍生品市场不久将成为全种类资产竞相角逐的重要战场。内外环境都为我国期货市场提供了千载难逢的机遇，没有理由不信心十足。

在一个半月的时间里，与 40 多位全国期货公司高管朝夕相处，从这批老期货身上学到了太多东西。上课认真、讨论较真、讲话率真，从他们身上我感受到了期货行业不同于中国其他金融行业的特殊品格，那就是务实、质朴、执着、坚韧。

清楚记得回国前的那个晚上，大巴车载着全班同学疾驰在新泽西昏暗寂静的高速路上，班长带头、同学们轮番激情演讲，豪情壮志发自肺腑，感人至深。这是中国期货人的呐喊，为自己、为公司，更是为这辈子所从事的这项事业，中国期货有这样的脊梁，又如何会没有信心呢！

# 技术创新和完善监管体系 是行业发展基石

■ 文/渤海期货董事长 刘浩

从美国市场的经验来看，产品创新、业务创新是行业发展的核心，而技术创新与完善的监管、法律体系则是行业发展的基础，二者缺一不可。

在一个多月的学习过后，我在业务理论、管理创新等专业知识领域收获颇多，在体系运作及观念更新方面也有了深层次的思考。



## 内外差距彰显我国期货市场发展空间

美国拥有世界上规模最大的资本市场，几乎包括了世界上最大的股票市场、债券市场、期货市场、金融衍生产品市场以及资产证券化市场。这些市场不仅产品齐全，而且创新能力极强。

美国资本市场的深度不仅可以用各个市场的交易品种、交易量来度量，而且从参与者及其参与程度的角度来看，各个市场容纳了国际上各种大大小小的金融机构和跨国公司，使其具有毫无争议的国际性。仅就美国国内的投资者而言，其参与的广度和深度也是大多数国家难以比拟的。

我国期货市场虽然已经初具规模，行业法律体系相对健全，但衍生品品种却较为单一。从国外市场交易构成来看，外汇期货和利率期货占有较高比重，场外交易市场也占有重要地位，而我国期货市场在这方面基本还是空白。

国外交易所市场化程度较高，在品种上市方面，只要设计出合适的产品，无需官方层层审批即可上市，品种是否成功完全取决于市场，成交活跃就是一个成功的品种。

从期货公司来看，我国期货公司业务单一，仅有经纪业务和即将上市的资产管理业务。对比美国而言，无论是从市场形态、产品数量，还是参与人员等，都存在着显著差距。

但是，我国期货市场具有后发优势。利用期货工具进行风险管理已经被越来越多的企业所认识，并参与到市场当中。

目前，仅有的金融期货品种——沪深300指数期货，成交火爆；三大期货交易所关于期权的研究和上市准备工作也已经在紧锣密鼓地进行中。期权作为期货合约的衍生产品，为期货投资的风险控制提供了新的工具。同时，期权的产生也进一步丰富了期货市场的

投资工具，使得期货投资的策略更加全面和丰富多彩。

此外，原油期货也在准备当中，而且为了使其具有国际价格特性，在交易、结算、交割等方面将突破传统规则，方便国际投资者参与。可以预见，未来中国期货市场发展与创新空间十分巨大。

正是由于这种空间的存在，我国期货市场的发展有很多可以借鉴的经验。结合我国国情及资本市场发展现状，面对世界先进国家现有的成熟股票市场、债券市场、期货市场、金融衍生产品市场以及资产证券化市场，我们作为现代资本市场的从业人员，必将能够从中汲取丰富的知识和经验，并通过自我创新能力繁荣我国期货市场。

## 技术创新引领市场快速发展

技术创新代表着当前国际期货市场创新的主流和方向。从CME集团的发展历史来看，技术创新成就了其辉煌。

标志之一是电子交易系统。1987年，CME推出Globex全球电子交易系统。电子化交易降低了交易成本，提高了市场的透明度、流动性和交易速度；同时，交易差错率下降，交易者更容易进行复杂的组合订单交易，对交易员交易技巧的要求降低。自问世以来，电子化交易以其运作的高效性、辐射范围的广泛性和交易执行的准确性迅速风靡全球。

标志之二是清算系统。2005年，CBOT同意CME清算所为其交易产品进行清算，这为CME收购CBOT奠定了基础。

目前，国内四家期货交易所都具有了世界一流的电子化交易水平。但是，从美国的经验来看，不管是期权、利率等金融期货，还是OTC市场，均对交易及清算系统提出了极高的要求。

随着国内期货市场的较快发展和成交规模的逐渐扩大，期货市场面临极大的发展机遇，期货公司的技术竞

争已经进入新时代。这就要求我们加大技术创新力度，以技术创新带动品种、业务创新，从而满足我国期货市场快速发展的需要。

## 监管与法律体系促进创新积极性

美国期货市场采取政府监管机构、期货行业治理机构、交易所三层监管体系。美国监管体系充分体现了政府监管机构和交易所的责权意识。风险控制由CFTC负责，市场由交易所管理。

美国的监管法规非常严密而有效，其作用不只是规范市场上的各种行为，更重要的是为市场参与者提供一个强有力的法律武器。法规内容是在法律诉讼的实践中逐步形成和完善的，这就为美国资本市场具有难以比拟的竞争优势和活力提供了重要的法律基础。

为了适应期货市场发展新形势，提高期货的监管效率，增强防范控制和化解期货市场的风险能力，我国期货市场建立了“五位一体”的监管体系，包括证监会、证监局、期货交易所、保证金监控中心和中国期货协会。

尽管国内期货市场已经建立起一套较为成型的监管体系，但是国内期货市场法制体系建设存在着很大缺陷。

目前，我国期货市场仅有《期货交易管理条例》和四个管理办法，立法层次较低，违规成本不高，远不能满足市场发展需要。为了推动期货市场的快速健康发展，应进一步完善监管法律体系，实现严密监管而又不阻碍创新积极性。

综合来看，此次培训以授课为主，走访相关金融机构为辅，期间穿插了与相关金融机构的座谈交流，接触的都是当前金融领域最前沿的东西。收获很大，感受颇深，对我的教育和启发是根本性的，为在今后工作中进一步学习和接受新的金融理念，以及对金融创新的理解奠定了很好的基础。■

# 行业发展植根于 公司定位和业务创新

■ 文/安信期货副总经理 陈钢



七月末，带着北京夏日骄阳般的热情踏上了首期赴美期货高管研修班的旅程，时光飞逝，紧张而忙碌的学习生活让时间变得格外短暂，当我重新回到北京这片熟悉的土地，宜人的气候和学习的感悟让我和这座城市一起享受着秋天收获的喜悦。

短短六周时间，我们先后在芝加哥和纽约，这两座被称为“金融衍生品交易圣地”的城市进行了集中式学习，考察走访了众多金融机构。

印象尤为深刻的是，被誉为全球金融期货之父、CME集团终身主席利奥·梅拉梅德先生在CME专项培训的结业典礼上，阐述了他对行业发展的看法以及对竞争的理解。通过竞争激发思考和创新，正是市场不断进步和完善的主要源泉。

通过学习考察，我对美国期货市场的发展及其现状，有了总体了解。作为近代期货市场的发源地，美国是目前期货市场最发达的国家。在市场结构、产品层次、覆盖范围、技术应用等层面，中国与其都存在不小差距。目前，国内期货行业正处于一个加速创新、蓬勃发展的时期，应当向美国学习借鉴经验教训。

## 期货公司发展要明确定位

美国期货公司主要分三类——期现结合的经纪商、纯粹的期货经纪商和金融集团内的衍生品部门。如福四

通公司拥有农产品、金属方面的期现背景；罗杰欧公司是目前美国最大、历史最悠久的独立期货经纪机构；摩根集团的衍生品业务则构成集团业务板块中的一部分。从历史发展看，这些期货公司都经历过收购兼并，以取得目前的市场地位。新际公司由卡尔融及飞马期货公司合并而成；福四通去年刚刚收购曼氏金属业务；杰富瑞投资银行开展了连续几年的收购行动。

目前，国内期货公司数量较多，多数的期货公司没有明晰的业务定位，竞争呈无序化，与美国大型期货公司相比也存在规模上的差距。

未来，中国期货公司的发展趋势是多元化。随着经纪业务利润率不断下降，新业务（如做市商业务）的推出将为期货公司设定较高的门槛，这要求期货公司必须明确定位，适当调整组织结构、人才队伍、软硬件投入等。

创新一方面来自市场化催生的竞争关系，包括交易所之间、结算商之间、交易商之间的竞争，推动参与各方通过主动创新抢占先机；另一方面，宽松的监管环境赋予参与者较为灵活的空间以满足市场中最新的需求，而新的需求被满足的过程即成为创新的过程。

要么单纯提供低成本、低技术含量的经纪服务，要么依托金融集团构建集团内部的衍生品平台，要么增大投入实现大而全，迈入较高的业务门槛。

### 行业发展要依靠业务创新

衍生品市场之所以能够成为金融市场中最具活力的一部分，是因为衍生品行业本身不断进行着业务创新。“永远不要做空美国人的创造力”。即使在衍生品市场趋于完善的美国，每年仍不断推出新品种、新策略、新技术。

创新一方面来自市场化催生的竞争关系，包括交易所之间、结算商之间、交易商之间的竞争，推动参与各方通过主动创新抢占先机；另一方面，宽松的监管环境赋予参与者较为灵活的空间以满足市场中最新的需求，而新的需求被满足的过程即成为创新的过程。

目前，国内期货行业创新的步伐正在加快。推出更加丰富的期货和期权品种，发展场外衍生品市场是美国未来重要的创新方向。为了推动行业的创新发展，美国将为业务创新创造更加便利的条件，充分发挥交易所和期货公司的创新能动性，逐步完善创新机制。

在我国的期货公司层面，市场化的竞争条件已经基本具备，通过监管引导，可以将竞争转化为自下而上的创新行为。期货公司应积极培养和储备开展新业务（如资管业务、国际业务和自营业务等）所需人才，

持续加强市场培育，将每一项业务创新落到实处。

### 国内期货行业将面临国际化挑战

全球化为期货市场创造了更多机会，也扩大了市场影响力，为全球交易所、期货公司、投资者等构建了一个统一平台。目前，我国商品期货成交量仅次于美国，未来还有很大增长空间。原油、汇率等国际化品种的推出，将吸引境外机构投资者，有利于我国争夺大宗商品定价权。同时，国内投资者也将获得更多机会参与国际期货市场，国内期货业与国外同行也可望获得更多合作机会。

从公司层面来讲，国际化将带来更强大的竞争对手。考察中一些做市商期货公司的交易规模令人惊讶。国内期货公司应尽早树立国际化视野，进行相应的业务储备和人才积累，逐步参与全球市场。

尽管此次学习考察活动短暂，其带来的耳目一新的感觉却久久未散。几周以来同学们之间愉快相处的时光仍然让我难忘和不舍，在职业素养和专业知识方面的收获更是颇丰。

此次学习，不仅让我增长了知识，更让我在与国内外同行交流的过程中提升了认识，完善了自身。在今后的工作中，每个参与者都要通过实践不断传递本次活动所听、所看、所学、所想，这应该是本次学习考察的真正意义所在。■

# 满载而归的美国之行

■ 文/中原期货总经理 王歌谣

2012年7月30日至9月12日，我参加了“中期协首届赴美期货高管研修班”的学习和考察，对美国创新业务及金融衍生品业务发展及规则、风险管理及期货公司经营模式有了初步了解认识。



## 受益匪浅——丰富的布斯商学院课程学习

有着85位诺贝尔获奖校友的芝加哥大学，成立于1890年，由石油大王J.D. 洛克菲勒捐资创办。芝加哥大学布斯商学院在经济学方面的研究极具影响，在2011年全球商学院中排名第一，有170多位著名学者、教授供职于商学院。

我们本次的课程内容深奥而丰富，授课方式生动而形象，并结合大量案例循序渐进，务实高效，收获颇丰，主要如下。

### 课程一：投资组合管理。

投资组合管理是由伦敦帝国理工学院金融系主任、芝加哥大学客座教授布拉齐教授（Prof. Andrea Buraschi）授课。其严谨、生动的授课风格、环环相扣，引人入胜。

内容涉及资产配置、市场效率、对冲基金、金融市场及经济危机根源四部分。通过资产配置的学习，对资产相关性、资产波动率、多元化投资及杠杆运用有了初步了解。而有效市场假说，则是在追求不完美市场的投资

中追求最大回报，成功运用有效市场假说的Dimensional基金顾问公司的创始者大卫·布斯先生，向母校捐助了3亿美元以示回报，是有效市场理论和实践的完美融合，布斯商学院也由此而得名。

另外，布拉齐教授呈现给我们的金融市场与经济危机的根源使我们对2007—2009年美国的金融危机有了进一步的理解和认识。

可以说，次级贷款是房价上涨的赌注，最终，由于很多不合格贷款还不上，加上房价大跌，银行难以支撑，损失惨重。经济危机造成了美国失业率上升，产业形势暗淡，国民保障受到冲击。但是，美国政府为克服金融危机也作出了非同寻常的努力。

首先是政治干预，如增加基础设施投资，增加就业岗位，对两房、通用等实施救助等；其次是经济手段，增发货币，屡次量化宽松货币政策，形成美元贬

值，把自身的风险向世界分散，首当其冲受损失最大的是中国巨大的外汇储备被稀释；再次，不否认美国的自身优势，美国强大的创新能力、高科技人才优势及其丰富的资源优势，也能保持美国经济长期的霸主地位。

### 课程二：财务报告与分析。

由斯金纳教授 (Douglas J. Skinner) 给我们讲授的财务报告与分析，因其专业性极强使学员们感到了一定的难度，虽然我们平时也接触财务报告，但关注的大多是结果，通过财务报告与分析的学习及苹果公司、汇丰银行案例，使我对财务报告有了初步的认识。

1. 主要财务报告如资产负债表、损益表、现金流量表的结构及相互勾稽关系。

2. 几项主要指标的使用范围及确认原则，如成本法、权益法、公允价值、商誉及合并会计报表的条件及核算原则。

3. 财务报告与分析是企业领导层决策的重要参考依据。

4. 不同主体对报告的关注角度，如股东，关注的是管理层有动机和机会影响报告，于是出现了审计，这也决定了审计必须是有能力和资质的，独立于公司之外的机构（安然事件使这种独立性受到了一定的质疑）。

从管理层角度，预测未达到目标、奖金及激励政策、监管套利、债务契约（符合借款标准）要求等，都会是管理层影响财务报告正确性的因素。第一次接触了“门面管理” (WINDOW DRESSING)，即管理层对报告的影响，使其达到标准（面子）。

5. 企业风险环节在收入确认上，可以说，收入是最大的风险环节，应高度重视。

6. 回报率及是否分红时衡量财务状况的重要指标。

财务报告与分析范围广、专业性强、难度大，非短时间所能完全领会，我想，作为企业的管理人员，加强财务知识的学习是必需的，也是很重要的。

### 课程三：策略及战略管理。

由芝加哥大学本奇 (Bunch) 教授讲授的策略及战略管理，风趣幽默加上大量的案例分析，使我们在轻松愉快的氛围领略各行业大师的睿智与韬略。学员通过对大量案例自我分析、小组集体讨论，形成了不同的企业投资策略，印象极其深刻，归纳起来，与大家分享。

企业战略管理必须遵循的原则：

我们只投资我们所了解的，在我们喜欢的企业投资。

想成功，置身于那些成功人士，你信任的人当中。

创新型企业的成功要素  $1000 > 70 > 5 > 0.5$ ，即

用 3—4 年，每年了解 1000 个项目；

选取 70 家感兴趣的去做尽职调查；

每年投资 4—5 项重大项目；

每两年或一个大的成功。

制定战略要考虑的四个基本问题：

我们为什么出色；

我们的竞争对手在做什么；

什么数据很吸引人；

什么样的形式推动战略实施。

通过本奇教授的策略理论与案例分析，我们了解到优秀的商界领袖作出决策的原则与框架、重点战略思维及决策科学中突破性的理念；从大量的成功战略及失败案例中的剖析，我们脑海中形成了牢固的模型，相信今后的工作会受益匪浅。

## 叹为观止——高度发达的美国交易所

本次学习，我们被美国期货业的发展特别是金融期货的发展及创新业务所深深震撼。

代表之一：芝加哥商业交易所集团 (CME Group)

CME 集团是全球金融衍生性商品交易服务龙头，2007 年 7 月，芝加哥期货交易所 (CBOT) 与芝加哥商业交易所 (CME) 宣布完成合并，合并后的新交易所被命名为芝加哥商业交易所集团 (CME Group Inc)，2008 年纽约商



美国芝加哥期权交易所（CBOE）

业交易所（NYMEX）和纽约商品交易所（COMEX）并入 CME 集团，合并之后，新交易所市值最高达三百五十亿美元。成为全世界规模最大、种类最全的期货和金融衍生商品交易市场，控制全美超过百分之八十五的期货交易和期货选择权交易量。

CME 的培训，使我进一步了解了 CME 的历史，美国期货业的发展及 CME 在商品期货和金融期货的发展中所发挥的巨大作用。

产品创新成就了高效市场及多元化的产品体系。CME 成立于 1898 年，主要交易活牛、生猪和猪腩，交易并不活跃。1972 年，CME 发起建立的国际货币市场（IMM）——金融领域的第一个期货市场，逐步上市交易了外汇期货、国债期货及股指期货等金融产品大获成功，改变了期货市场的历史及未来发展方向。

今天，CME80% 的交易量来自于金融期货。国际货币

市场的开创者、金融期货的创始人、CME 集团终身名誉主席利奥·梅拉梅德也被誉为“世界金融期货之父”。

技术创新确立了其在电子化交易市场的领先地位。1987 年，CME 推出了 GLOBEX 全球电子化交易系统，完成了从交易大厅的公开喊价到全球范围超过 85 个国家、一周 7 天、全天 24 小时连续电子盘交易的巨大变革，降低了交易成本，提高了交易效率，90% 以上的期货交易量来自于电子交易，目前有 150 多个国家使用 CME 的 GLOBEX 系统。

另外，成立 CME 清算所，具有领先的风险管理系统和金融监管职能，美国 90% 的期货和期权都在 CME 清算所清算。电子化交易及清算所的成立使 CME 成为全球最大的电子交易和流动性服务商及结算、偿付、风险管理的领军者。

通过竞争完善市场。CME 通过帮助其他国家成立交易

所及推出指数期货，最终成为合作伙伴，在树立竞争对手的同时扩展了全球期货市场。

在 CME，产品及技术创新使其焕发出巨大的生命力，并主导着美国金融衍生品的发展方向。

### 代表之二：芝加哥期权交易所 (CBOE)

芝加哥期权交易所成立于 1973 年 4 月 26 日，由芝加哥期货交易所 (CBOT) 会员所组成。CBOE 建立的期权交易市场，推出标准化合约，使期权产生了历史性的变革。成立之初，主要交易股票期权。

80 年代，美国的期权合约扩展到外汇期权、股票指数期权、期货期权等。1983 年，CBOE 创立了指数期权 CBOE100( 现标普 100)，1985 年推出股票期权，1989 年推出了利率期权，1992 年推出类股指期权，2003 年推出了 VIX 波动率指数期货，2004 年 VIX 上市交易取得了巨大成功，被誉为指数期权以来最成功的产品。

之后，期权商品期权交易和金融期权交易迅速扩展，衍生出许多金融产品。2-3 年前，因流动性因素，又推出了星期期权，目前交易比较活跃。在美国十个期权交易所中，CBOE 交易量占 30% 左右。

通过 CBOE 的学习，使我进一步了解到美国对交易所监管特点如强迫竞争、强迫分出（因收费标准、撮合方式不同）不同的交易所等；做市商是流动性的提供者而非监管对象；风险就是波动率；金融期货的风险启示如 90 年代国债期货风波，就是因为操作市场、现货市场和期货市场没有融为一体使交易员在两个市场大量吃头寸。

同时，对中国即将推出的金融产品，有着“利率期货之父”之称的理查德·桑德尔也给出了期待和建议，如中国需要增加不断活跃的二级市场；标的市场要用充分的供应；目前中国的波动率和 1979 年美国国债期货起步时的波动率很相似等。

通过 CBOE 的成功，对启动衍生品市场可以归纳为：(1) 制度上，高层给出的法律保障；(2) 产品合约设计、清算等涉及国家经济结构，应由专家主导来做；(3) 流

动性至关重要。芝加哥流动性较集中是成功的关键；(4) 成本上，明晰收益与成本关系，社会和期货公司能取得多少收益；(5) 交易参与结构如机构投资者、个人及做市商等共同组成多元化的交易群体是成功的重要因素；(6) 培训在新兴市场中的作用必不可少。

通过对美国最大的两家交易所的学习和交流，对美国的金融衍生品的发展有了比较清晰的认识。中国的利率、能源等都是非常有潜力的市场，中国启动金融衍生品市场，可以借鉴美国衍生品市场成功经营，同时还要在法制上明确法律框架、合约设计上交割便利性及细则设计、技术上的保障以及全方位的各个参与主体的培训等准备工作。

## 气象万千——特点各异的美国期货公司

了解美国期货公司的经营特点、运作模式及业务拓展优势也是我们本次学习的重点之一。对美国期货公司的学习主要采取集中及分组实地调研和交流方式进行。本次共考察了福四通、新际、罗杰欧、杰富瑞等 4 家专业期货公司及多家自营公司、银行、结算公司及做市商等。现就几家有代表性的期货公司的经营特点等略作介绍。

福四通期货公司 (Fcstone) 成立于 1968 年，是一家专长从事商品交易风险管理的专业期货公司，其业务包括商品期货经纪业务、结算业务和风险咨询业务。客户包括大宗商品的生产者、消费者和中介机构。具有美国各期货交易所结算资格，客户权益连年增长，2011 年 9 月客户权益 14.1 亿元，在 CFTC 排名第 17 位。

其主要特点：

1. 明确目标定位：提供交易、咨询及风险管理平台，降低客户风险，最终目标是其成为全球顶级的风险管理公司。有一组数据足以说明福四通的风险管理能力：在福四通一对一收费的套期保值业务中，一年只有 7 天出现亏损。

2. 宗旨：以增加客户效益为宗旨。

3. 运作方式：专业的经纪服务团队。充分利用集团在现货领域的优势，吸收具有强大专业背景的现货团队和专家、资深人士加入公司的经纪业务团队，产业服务能力超群。

4. 客户定位：中等规模客户（资产5亿—10亿），保持套保客户群体稳定并建立长久合作关系。福四通在CBOT持仓、玉米客户群体和OTC交易量等长期保持领先地位。福四通目标定位明确，凭借其强大的风险管理能力、专业的经纪团体、全球化的业务布局和长期的客户培育，实现了其业绩的稳定增长。

新际集团(Newedge Group)成立于2008年1月2日，由前东方汇理金融(Calyon Finanical)和飞马(Fimat)合并而成。

东方汇理金融以及飞马金融都拥有超过20年的专业经纪业务经验。新际提供全球性的包括交易所上市衍生品、OTC衍生品和证券等在内的多种资产的经纪服务。

2010年，新际经纪业务（交易和清算）占全球衍生品行业的市场份额为12.1%，按照美国商品期货交易委员会(CFTC)2011年12月31日公布的美国期货佣金商持有的客户资产排名，新际在独立期货经纪公司里排名第一，在全部期货公司排名第二，仅次于高盛公司。新际目前主要有三条产品线，分别是固定收益、货币和商品(FICC)，金融期货和期权(FF&O)，以及基础清算服务(PCS)。

新际集团的独到之处是专注经纪业务，其主要收入来源为手续费收入及利息，这也决定了其所有经营必须围绕“以客户需求为中心”的服务模式，及其严格的风险管理体系，确保新际能预测和控制市场、国家信贷及操作风险。

值得一提的是，新际集团的工作人员还详细给我们介绍了曼氏(MF)及百利集团因挪用客户保证金而出现的全美金融业重大风险事件，给新业务开展及风险控制上了生动的一课。

客户保证金屡被挪用一直是困扰美国监管部门的主要因素之一，如何监控客户保证金日益受到美国监管部门的重视，而我国的客户保证金监控中心的成功管理模式也引起了美国监管部门的极大关注。

杰富瑞期货公司(Jefferies)是一家具有券商背景的期货公司，隶属于全美最大的独立投资银行和机构券商杰富瑞投资银行(Jefferies&Company)，该投行的交易在Nasdaq上的交易量就占到了全Nasdaq的10%以上。

过去10年，Jefferies在Nasdaq的交易量上排名第2，仅次于UBS。在其强大的股东背景下，杰富瑞期货公司在资本金实力、商品经纪经营、遍布全球的分支机构分布及管理基础结构方面有着得天独厚的优势。

其主要业务品种涵盖期货、期权、股指、有色、外汇、农产品及软产品，公司业务定位清晰，专注经纪，不做自营，业务拓展方向以机构户为主，占公司客户数量的95%，另外高净值个人户占5%。

客户类型为各类基金（商品基金、养老基金、对冲基金）、大宗产业链客户、家族企业及高净值个人客户，考虑到风险及成本因素，公司不做零售业务，并形成独特的以产品为主线的团队管理模式。公司还注重产品创新，推出了碳排放—绿色指数期货。

我们特别关注了杰富瑞期货公司的CTA业务。杰富瑞期货公司自己并不做CTA业务，一般情况下，美国的经纪公司，其CTA业务由资产管理部去做。而期货公司的任务就是找最佳的基金管理人，用期货公司的平台、团队，设立基金组合，并根据设定组合去执行。

杰富瑞还邀请了与公司长期合作的基金经理人派克先生详细给我们讲解了商品基金类型、基金来源运作模式及与经纪公司的关系等，其强大的营销网络也使杰富瑞成为全美到公司征询基金及融资业务最多的公司。

不管是现货背景、投行或证券背景，或是专业经纪公司，从几家不同背景和类型的期货公司经营特点来看，美国的期货经纪公司具有如下主要特征：

1. 战略定位明晰。几家公司均以经纪业务为主，规避自营并能根据自身的优势确定目标和方向。如福四通的专业团队风险管理能力、新际的“以客户为中心”专注经纪业务，杰富瑞的机构客户营销策略，无不形成自己独特的优势。

2. 收入呈现多元化，但以佣金收入、结算收入及利息收入为主，其中利息收入随着美国利率水平的下降均呈现逐年下降趋势（新际公司的利息收入由45%下降到不足10%），这也导致美国经纪业务收入呈整体下降趋势。

3. 电子化交易份额占据绝对优势，达到50%以上，因交易成本降低，手续费率呈逐年下滑趋势。

4. 期货公司的集中度相对较高，但不同背景的期货公司呈现不同的多元化发展。

5. 培训（员工及客户）是经营策略的重要一环。

## 触类旁通——感受美国期货市场为实体经济服务

根据培训整体安排，8月8日，学员参观了芝加哥西部 Spirit family 农场。这家规模2万英亩，有着85名雇员的农场，其现代化程度远远超出了我的想象。

高科技在农场被广泛采用，全机械化播种、施肥、农药喷洒及收获，GPS定位用于土壤墒情分析技术，以及全自动化的储藏及烘干设施，令我们感到新奇，深感震撼。

由于自然条件及成本因素，美国的农场普遍没有灌溉设施，农场基本上都是靠天吃饭，这也催生了美国“天气指数”期货。通过座谈，我们了解到，美国农场基本上都参与期货市场，不管是农场主或采购商，都把期货价格加上升贴水作为未来产品报价（采购价或售价），充分利用期货市场进行对风险冲，而期货公司会根据当年收成情况给予农场风险管理方案。

另外，政府每年对农场主有一定数额的补贴。今年，

由于气候干旱，形成美国玉米、大豆减产，质量下降，影响了农场的收益，但农场都利用期货市场实施动态套保，使自身利益最大化。Spirit family 农场还和政府城市污水处理合作，通过污水转化为有机肥来实现增产。

充分利用期货市场发现价格和规避风险，在美国各产业链得到了充分体现。感受最深的是 Spirit family 农场的企业文化：以养活世界人口为己任。农场主夫妇对农业的热爱及非同寻常的经营理念深深感染着每个人。

金融衍生品工具被金融机构和实体企业广泛使用，不但实现了美国大国金融战略，通过大量推进期货与金融衍生品市场强化了美元地位，巩固了全球定价中心、金融中心、金融霸权的地位。

同时期货和金融衍生品为实体经济，降低社会成本，管理风险，提高效率，从而大大促进实体经济发展。当然，金融创新过度形成金融危机引发实体经济包括雷曼这些百年老店破产、失业率大增等问题。

创新是期货市场的生命。我国也将迎来衍生品发展的重要时机，中美衍生品市场处在不同的发展阶段，我国衍生品市场刚刚起步，在制度、产品、技术及人才储备方面存在很大差距，但我们可以借鉴美国期货市场成熟的机制和先进的技术来发展中国的衍生品市场。

在培训方面，可以说任重道远。对一个新业务的开展及良性发展，各业务主体无不重视培训工作，无论是协会、交易所还是期货公司，都要担当此任，要教会员工及客户怎么做，要用几年时间，培养中国的做市商。创新型人才培育及储备是创新业务发展的基础，目前，我国在人才储备方面还有很多的缺口。

在决策及风险管理方面，随着我国创新业务逐步开展，各项风险管理制度及流程的制定及有效执行，是我国期货行业必须首要考虑的问题，做到对新业务有相当的了解和专业水准，在重大风险事件或自身业务中做到风险可测可控，避免曼氏、百利等重大风险再现，以实现我国金融创新及稳步发展。■

# 放眼衍生品市场 思索公司发展之路

■ 文/上海良茂期货副总经理 丁莉

在一个半月的培训过程中，无论是理论学习、考察走访还是日常生活都给我留下了深刻印象。本次培训，使我认识到深入学习期货市场理论知识，及时了解境外衍生品发展动态，不断加强国际化人才培养的重要性。

## 理论支撑下的衍生品市场

本次培训让我看到了丰富的金融衍生品世界，同时也认识到自己之前的理论学习和实践应用是脱节的。

在金融衍生品高度发达的美国市场，理论与实践的结合非常紧密。风险资产定价模型、资产组合理论以及各类金融工具的组合得到了直接应用，各种数学和统计方法被广泛地应用于设计和开发新型的金融产品，创造性地解决各类金融问题。总体看来，理论在实践中的应用是如此鲜活和富有生命力。

我还感受到了经济领域对理论知识的重视。现代金融学和管理学的科学性在美国得到了广泛认可，金融学的量化、管理科学的系统化梳理为理论的推广和人才的培养提供了更多便利，使其更易于被普通人接受和利用。更重要的是，通过广泛的实践应用，理论研究获得了生命力和原动力。这是美国成为金融强国的一个重要原因。

## 从期货到金融衍生品的转变

我认为我国期货市场发展二十年来，做的主要是一件事，就是发展商品期货。不过，有限的交易工具、有限的盈利能力以及有限的人力资源与经济全球化、贸易国际化背景下的实体经济需求不相匹配，通过单纯的利用商品期货市场无法完全实现管理资产风险的目标，这



些因素影响了我国期货市场功能的充分发挥。

通过对比美国可以看到，其期货市场功能的充分发挥得益于传统商品期货的发展变革，得益于期货与期权、互换等金融工具的广泛融合，也得益于衍生品领域业务模式的细分和更加专业细致的人员分工。

## 诚信和契约精神促进市场发展

美国金融市场奉行市场经济原则。只要符合监管标准，经营主体就能自由进出市场。按照这一原则，交易所成为市场竞争主体，通过品种设计、技术平台推陈出新，满足市场需求；各类参与竞争的衍生品服务公司有侧重点地开展不同类型的业务活动（如经纪、咨询、自营、清算、技术提供等），并且相对自由地进入和退出市场；违规和欺诈等涉嫌犯罪行为则要受到监管处罚。

衍生品市场的服务对象和市场参与者群体以机构投资者为主，所以也能够更加客观地认识和承受金融衍生品市场的风险。

此外，诚信以及遵守契约的精神为包括衍生品在内的整个金融服务业健康发展创造了有利的社会条件。■

# “自下而上”地开展期货市场创新

■ 文/浙商期货副总经理 胡乾源



此次美国之旅的行程十分丰富，不光进入著名高校学习理论前沿知识，还包括与美国业界同行交流学习的宝贵机会，受益匪浅。如下谈谈我的一些体会。

## 启发式的教学方式

布斯商学院管理和领导力方面的课程非常有用，西方的管理教学和国内明显不同，国内是就理论而讲理论，但西方是通过问题的形式引发我们的思考，根据原则反思当前的管理和领导，从而在日后的实际工作中进行改进。

教学方式上，小组讨论的方式能够较好地激发学习的积极性。老师非常敬业，备课、讲课一丝不苟，表现出很高的专业水准。通过理论与案例相结合、案例讨论与教授点评相结合，最终实现了学习与思考的结合。

这种极具启发性的教学方式，完美践行了孔子“学而不思则罔，思而不学则殆”的教育理念，达到了极佳的教学效果。

哈佛管理公司案例以金融实验室的方式深入讲解了资产配置理论，内容涉及资产相关性、资产收益波动性、多元化投资、杠杆运用等概念和理论。长期资本管理公司案例则生动展现了对冲基金运作的基本原理，介绍了价值收

敛和相对价值等交易策略，以及结构化衍生品的应用。

## 潜力巨大的中国期货市场

通过与 10 多个衍生品行业公司对中国期货市场改革与创新趋势、量化研究、CTA、高频交易等热门话题进行交流，明显感受到美国金融界对中国衍生品行业及期货市场发展的强烈关注。

近年来的创新发展增强了中国衍生品市场在国际市场中的重要性，但中国衍生品行业与国际先进市场还有很大差距，衍生品品种和期货公司业务模式比较单一。所以，我国衍生品市场的改革和创新还有巨大的发展空间和后天优势。

美国衍生品市场的发展路径是“创新先行、发生问题、市场调节、制度跟上”，无论是“格拉斯·斯蒂格尔法案”还是“多德·弗兰克法案”，都体现了制度与市场之间的先后关系。

期货公司如果不进行创新,很难有大发展。创新一方面需要监管环境放宽松,从“只能做什么”转变至“不能做什么”;另一方面,公司应主动探索创新思路,在外部环境难以迅速改变的情况下,积极储备人才,培育市场。

中国衍生品市场的发展走的是“规划先行—发生问题—清理整顿—制度跟上”的道路,两种体系各有利弊,如何充分结合两种体系的优点并充分发挥两种体系的优势,将深刻影响中国衍生品市场改革和创新的前景以及未来国际衍生品市场的格局。

中美衍生品市场处在不同的历史发展阶段,无论市场形态与产品数量均存在显著差距。但是,我们有理由相信目前是中国发展衍生品市场的重要时机。

第一,市场已成规模,商品期货成交量仅次于美国;第二,我们具有后发优势,可借鉴美国发展经验,避免弯路;第三,美国金融市场相对饱和,增长空间有限。

### 迫在眉睫的创新发展之路

期货公司必须进行创新,尝试多形态、个性化发展。

期货公司如果不进行创新,很难有大发展。创新一方面需要监管环境放宽松,从“只能做什么”转变至“不能做什么”;另一方面,公司应主动探索创新思路,在外部环境难以迅速改变的情况下,积极储备人才,培育市场。

美国的金融市场保持着多样化的生态环境,例如FC Stone坚持传统商品经纪业务,Newedge担任法国金融集团期货中介分支机构的功能,GH Financial专门进行结算,也有许多中介通过发展自营业务盈利。未来我国期货公司的发展未必要统一思路,公司可以找到自己的定位,实现多样化发展。

### 期货公司必须抓紧学习,培养人才。

国内目前的金融工具品种不如西方丰富,但我们不能简单埋怨工具不够多,实际上工具已经比较充足,关键是是否已掌握、已提炼,是否已融会贯通。所以,当前期货公司的一个重要任务是抓紧学习运用其他金融工具。

另外,应着重培养高素质人才,改变当前期货人员普遍专业水平较低的现状。“十年树木,百年树人”,人才培养应该始终列为期货公司的重点工作之一。

### 期货市场应该加强市场化意识。

市场化造就了美国强大的金融市场。正是市场化促进了竞争,竞争是创新的最有力推手。发展创新的力量应“自下而上”,而不是“自上而下”。

中国期货市场应该加快制度创新,增强市场化程度,优胜劣汰,给期货公司一个更为宽松的竞争环境。在芝加哥金融市场的发展中,CME、CBOE承担了重大的创新发展任务。CME推出的电子化平台Globex、场外结算平台Clareport、CBOE推出的VIX期权合约等等,均是开创新环境的创新之举。我国的交易所制度可逐步引入竞争机制,最大化地发挥交易所创新作用。

总之,本次考察学习收获颇多,不管是专业知识还是企业管理都需要我们下工夫努力学习研究,站在巨人的肩膀上,结合自身的优势特点,中国的期货行业、期货公司一定能走得更远。■

# 创新引领市场发展 竞争推动创新步伐

■ 文/新纪元期货总经理 冯莉莉



通过一个半月的高管学习，我加深了对美国资本市场的理解，开拓了视野，感受颇深。

## 资本市场服务国民经济发展

经过一百年的发展，美国已形成一个多层次、成熟、完善的资本市场，成为推动美国经济发展和操纵世界经济的最根本力量。在美国，期货等衍生品合约的深层开发能够满足不同群体、不同经济领域的差异化需求。

电力期货合约就是一个典型的例子。在美国，一年推出的电力合约就有 20 多个品种，目前总共有 200 多个品种。通过多层次电力合约市场的建立，达到梅拉梅德所述的“期货行业的精髓就是帮助客户规避风险，服务于全球客户的风险管理要求”。

与美国相比，虽经过二十年的发展，我国资本市场体系仍较单一，缺陷较多，功能不够完善，服务渠道单一，创新能力不足。由于缺乏期权等衍生品，无法形成资本市场的整合优势，很难真正发挥服务国民经济功能。

由此观之，加快建立多层次的资本市场，在国民经济发展战略中占有极其重要的地位。

## 创新是市场发展的唯一动力

创新是市场发展的唯一动力，而竞争是创新的重要推动力。中国与美国资本市场的最大差别体现在创新能力。

在美国，OTC 市场的建立实现了资本市场的整合功能，而跨市场的产品设计、风险控制功能的发挥成为市场创新发展的主旋律，赋予美国资本市场创新活力。相比之下，由于业务模式单一，中国期货行业的同质化竞争日趋严重，全行业经纪业务全面亏损，只能依赖交易所返还维持生计。

另一方面，将期货公司“教育成好孩子”的思维，限制了期货公司的创新思路，限制了市场的创新能力。

实践证明，中国的保证金监管和净资本管理是有效的、必要的。不过，诚如梅拉梅德所言，“只有竞争才能完善市场，才能引领大家思考与创新。”在未来，期货市



美国芝加哥期货交易所（CBOT）

场的监管应抓大放小，鼓励市场竞争，赋予市场创新更多活力。中国资本市场的开放是一种必然，只是时间早晚的问题。引进国外资本市场的“大鳄”是一种必然，也只是时间早晚的问题。但考虑到中国期货市场的现状，无论在交易所还是期货公司层面，无论是品种的完善方面还是在产品的设计方面，都只处于创新发展的初级阶段，它们是否有能力参与全球化竞争？

因此，开放的前提应当是，加快期权等新品种的推出，完善我国资本市场的对冲工具，发展场外衍生品市场，提高期货公司的创新能力和资本市场的整体竞争力。

只有这样，才能真正践行价值投资、理性投资和长期投资的理念，也只有这样，才能将服务国民经济、服务地方经济、服务投资者落到实处，持续满足投资者管理全球一体化风险的需求。

在发达国家市场，程序化交易的应用已超过70%。在

美国，随着多层次市场的建立，多种对冲工具的推出，美国产品组合的复杂程度、产品创新的设计能力已经科学化、尖端化、高端化，成为市场的核心竞争力。多市场和跨品种的组合交易工具，量化对冲正成为管理风险的主要方式。

本次培训不仅增强了我们的责任感，还促使我们重新反思、重新定位、重新认识到能否抓住发展机遇是实现超越的关键。希望监管部门能够适度放松监管，尽快推动多层次市场建设，尽快推出多类型金融对冲产品，引导期货公司在创新能力方面展开竞争，促进期货公司在构建核心竞争力方面下工夫。

创新发展永远是资本市场发展的唯一推动力。虽然目前走出去我们只是“小学生”，但只要加快新品种的推出和场外衍生品的构建，强化期货公司产品设计能力和创新能力，假以时日，我们就一定能够与美国一较高低。■

# 引导期货公司有序竞争 促进期货行业创新发展

■ 文/恒泰期货董事长 付立新



在品种体系不断丰富、市场工具不断完善的过程中，如何加强风险管理，使创新与发展始终处在风险可评估、可控制水平，是每个期货行业管理人员都要面对的问题。在这一方面，美国和英国期货行业的基础理论和最新理论为国内业务的发展和创、管理效率的提升提供了很好的经验借鉴。

美国的金融理论研究在市场转化方面十分高效。毋庸置疑，美国高校等研究机构有关证券、期货的理论研究发展速度很快，值得中国学习。但更值得借鉴的是，美国的金融理论在向生产力转化方面已形成了良性机制，其最新发展的创新金融理论能够很快与金融公司的业务融合，并转化为在市场中发挥实际作用的经营模式或金融产品。推动国内期货行业产研结合，促进金融理论研究成果的快速转化，应该成为证券、期货等金融行业未来创新发展中的重要关注点。

中国期货行业长期被主营业务单一、产品系列单一、佣金收入偏低、行业竞争同质等问题困扰，虽然各期货公司努力寻求个性化发展，但仍须多在市场营销手段、市场激励机制等方面寻求突破。

美国的期货市场已形成类似海洋中各种生物相伴而生的发展业态，体现为多层次、多方位的发展模式。

在市场竞争中，各期货公司寻求差异化的生存之道，如有依靠股东资源发展现货客户和金融客户的；有主要为从事结算服务的 FCM 提供 IB 服务的；有主要为从事经纪业务的 FCM 提供 IB 服务的；有将 CTA 列

为主营业务的；也有以做市商和自营业务为主的。

整体看，美国期货行业呈现多元化发展、优势互补的竞争格局，为国内期货公司在结合自身优势的前提下，通过专业化、个性化选择发展拓展了思路。

相较证券行业，中国期货行业竞争同质化更强，有强烈的寻求多元化发展的动力；相较其他金融行业，期货行业的市场化程度更高，具有更强的适应市场竞争的能力。应当确保期货公司业务机会均等，使各期货公司能够结合自身优势和能力，寻求差异化发展，找到自身的生存和发展之路。

事实上，美国期货市场多元化的发展业态正是市场充分竞争条件下优化选择的结果，为我国期货公司多元化发展提供了参考。

当前，国内期货公司已经具备了充分市场化竞争发展的条件，如果监管部门能够充分掌握并完善市场风险评估体系，即在期货风险可评估、可控的情况下，降低业务准入门槛，鼓励国内期货公司进行更多的专业化、多元化发展尝试与创新经营，无疑将巨大地推动整体行业的有序发展。

期货行业是一个需要高素质、高智力、高效率人才队伍的行业，人才队伍的积累，为行业创新发展提供了持续的动力保障。为推动期货公司的快速发展，构建高效人才团队至关重要。■

# 认识差距，谨慎开放

■ 文/金元期货总经理 李旭



就在国内期货行业酝酿更多的创新发展之际，中国期货业协会高瞻远瞩，为徘徊在发展道路的期货公司高管们组织了历史上第一次美国学习之旅。

一个半月，看似不长，但系统的课程安排让学员们收获良多。

首先是芝加哥大学布斯商学院的两周专业课程学习。包括期权、投资组合等方面的高密度培训，让学员们对期权、投资组合的认识有了日常教科书之外的提升。特别是两位行业顶尖人才任教，更让大家感受到了美国这个金融帝国的软实力。

接下来是两周的战略规划和领导力培训。虽然学员们都是各期货公司的高管，平常在国内也注重公司管理知识和能力的培养，但借此良机，共同交流，也感到受益匪浅。

最吸引我的是第三部分的学习，即对位于芝加哥和纽约的部分金融机构的参观访问，包括CME、CBOT、CBOE、新际期货、高盛、洲际交易所等赫赫有名的大型金融机构。可以看出，中国期货业协会为

给大家创造学习机会，做了大量的沟通协调工作。

虽然对美国各金融机构的访问时间相对较短，但给大家带来的心理冲击还是很强烈的。美国期货行业的上下游产业链较长，各种不同经营范围的期货公司都发展得很好，收入来源丰富多样。同时，美国各大交易所成为创新的重要推动者，使得美国金融衍生品市场品种繁多、手段丰富。期货公司可以为具有不同需求的客户推荐不同的产品，同时有利于金融企业引导客户创造新需求，反过来丰富金融企业的业务范围。

此次学习让我认识到了中国期货行业的巨大发展空间，看到了美国同行对中国部分监管方法的认可，同时也感受到了国内外资本市场的巨大差距。这种差距不仅体现在经营方面，更体现在中国资本市场发展历程中政策、监管的思路和方法上。

目前，中国资本市场的对外开放步伐一定不能过快，要坚持有条件、有保护性地开放。否则，将中国资本市场拱手相让，国内金融企业凭借“小米加步枪”只有吃败仗的份儿。■

# 圣地芝加哥的期货经验

■ 文/上海久恒期货总经理 田晓磊

有幸于7月28日至9月11日参加了中国期货业协会举办的首届赴美期货高管研修班，有几点学习考察体会。

## 理论与实践的完美结合

这次在芝加哥布斯商学院我们学习了衍生品与金融风险、风险管理、财务报表分析、国际会计准则、金融营销战略、投资组合管理和策略及培养领导力的课程，考察了芝加哥商业交易所CME集团、芝加哥期权交易所(CBOE)、高盛、摩根士丹利、新际集团、FC-stone等金融机构。

我深刻感受到美国芝加哥之所以成为期货圣地，一是拥有芝加哥大学深厚的经济学理论支持，二是拥有如CME、CBOE这些勇于实践的探索者，二者结合，打造出了芝加哥的期货文化。

例如，在CME于1972年推出金融期货之前，时任CME首席执行官的利奥·梅拉梅德先生求助于时任芝加哥大学教授、同时是诺贝尔奖得主的莫顿·米勒先生，为外汇期货的推出提供可行性报告，并且最终在二位的共同努力下，美国期货监管部门批准了CME于1972年5月16日正式推出外汇期货，奠定了其金融期货先驱的划时代地位。

这就是理论与实践的完美结合。

## 创新发展的永恒动力

CME在1972年推出外汇期货，革命性地将期货从商品领域引入金融领域后，接下来的十年利率期货、股指期货相继推出，极大地丰富了期货的内涵和外延。时至今日，金融期货占据了期货市场80%以上的份额，被称为“20世纪后期最具影响力的创新”。



1992年CME推出了Globex电子化交易系统，当时面临传统喊价交易者的强烈反对，CME内部对这个新的交易方式也有着不同声音。时至今日，CME的Globex电子交易平台的交易量已占CME总交易量的80%以上，Globex的推出实现了全球每天24小时不间断交易，目前有150多个国家在使用这个系统，该系统也为后来CME兼并CBOT和NYMEX打下了坚实的基础。

## 量化交易的主流趋势

在美国期货市场，量化交易是最主流的交易方式。美国期货市场的投资者绝大多数是机构投资者，这些机构都拥有自己的量化交易模型，利用多市场多品种组合，结合各个市场的波动特性，进行程序化交易。

随着国内资产管理业务的逐步开展，我们进一步认识到，量化交易模式相较传统交易更具可测性，波动更小，在很大程度上实现了交易的自动化，同时可以使用程序来判断交易机会，有利于资管业务的持续性发展，将逐步得到国内投资者的认可，成为交易的主流模式。■

# 美国式的竞争与发展

■ 文/光大期货副总经理 高岐

## 美国社会的独特文化

创新文化。资本主义的精髓在于竞争，因为竞争才使美国强大，竞争是创新的动力和源泉。美国证券监管部门规定，必须竞争并且保护竞争。创新不是倡导出来的，是竞争逼出来的，创新不是为了炫耀而是为了生存。竞争能使获胜者强大，但竞争永远不能让获胜者、失败者都强大，美国期货公司也面临和我们一样的生存问题。所以一个行业全都盈利的情况，要么是短期的，要么就是垄断。

规则文化。美国的规则文化中体现在两点：一是制订水平高；二是执行效率高。美国人制订的规则，总让人感到里面透着公平从而达到高效，参与的人都是规则的维护者。例如，当你没给小费时，他们会问：“没有小费吗？”或“我服务的有问题吗？”

鼓励文化。美国人不否定别人，不论你问什么问题，他都说“good question”。不论你说什么，他都说“good idea”。这种文化是培养创新的土壤，是造就一个个“独立的人”的土壤。因为没有人会去否定别人，要求别人和自己一样。没有标准答案，世界就会丰富多彩。

## 培训考察收获

无论是否套保，企业价值应该相等。企业的套保不能增加价值，是否套保要从企业自身情况与战略来考虑。Barrick 公司 1992 年以前采用 100% 套保策略，当时，它还是个小公司，管理层持股，生产成本较低，设计了黄金贷款产品，能保证盈利。

Homestake 同期选择了不套保策略，因为它的股东



集中度较小，公司大负债小，但黄金成本高于当时的黄金价格，套保等于锁住亏损。1992 年以后 Barrick 公司变得实力强大，管理层持股也变为 20% 到 30%，公司财务的强大，不再 100% 的套保，几年前他们已经把他们的套保量改为 0。

评价企业要找出资产负债表中无法反映的东西。例如，由于银行的资产负债表中资产多用公允价值反映，因此银行股的市价往往在每股净资产附近。麦当劳的经营策略是每开一个店都购买房产，虽然房价上涨，但资产负债表中房产价格没有调整，只能按历史成本计价，所以资产被低估，因此股价应该高于每股净资产。

CBOE 上市的波动率期权推动了金融创新发展。通过学习，我们发现期货行业创新的主体是交易所，而不是期货公司，交易所的目标是实现巨大的场外交易场内化，实现交易的标准、高效与透明，衡量交易所设计产品成功与否的主要标志就是交易量。

Newedge 新际公司是全球最大的经纪公司，没有自营业务。2011 年大约占场内衍生产品全球市场结算份额中的 11% 和执行份额的 12%。2011 年总收入 9.13 亿欧元，客户资产 415 亿欧元，在 16 个国家或地区有 20 多个办事机构，3000 名工作人员，60 多个衍生品交易所会员资格，25 个证券交易所会员资格。■

# 正视中美差距，创造中国期货市场繁荣

■ 文/万达期货总经理 丛龙云

本次学习考察活动，让我比较全面地了解了美国的期货市场。我的感受甚至可以用“震撼”一词表达。我深切地感受到中美期货行业之间的差距，这种差距是理念、机制、创新、人才等深层次且全方位的差距。这种差距的存在，也使我有了强烈的危机感、紧迫感和责任感。

具体而言，中美期货市场之间的差距主要体现在以下方面：

一是市场化及规范程度不同。美国期货市场是市场经济高度发展的产物，机构投资者占绝对主导，市场制度健全，规范运营，诚信度高，违法违规代价大，交易所、中介机构以及投资者法律意识强。相比之下，中国的市场化程度不高，市场功能尚不健全。

二是期货交易所运行机制不同。美国期货交易所是公司制，交易所的设立、重组、收购、关闭均属市场行为。在这一竞争环境下，所有的期货期权交易所都有持续创新的动力，为美国期货行业的发展确立了稳固的基础。而国内期货交易所由政府设立，交易所之间的竞争是相对的，缺乏创新的动力，新品种、新业务的推出需要政府审批。

三是期货公司发展模式不同。依据美国法律，无论规模大小，期货公司都有较大的经营范围。各公司战略定位不同，能够根据客户需求设计产品和投资组合以实现差异化，其创新和风险意识强。在我国，长期同质化的经营，使期货行业始终处于低层次的手续费恶性竞争怪圈，形成了期货公司主营收入普遍亏损，高端人才很难引入，交易所和期货公司收入严重不对称的局面。

四是基础理论研究及人才的差异。在美国，有大批



高校从事衍生品基础理论研究，培养大量高端人才，为金融市场发展提供支持。相比之下，我国期货基础理论研究起步晚，与美国差距大。应当看到，基础理论研究是衍生品市场创新的基础，人才培养是创新的重点，有了人才才有未来发展的希望。

目前，虽然国内期货市场相对封闭，尚处于新兴市场发展阶段，我国“市场化”的期货公司仍有巨大的创新冲动和激情。只要政策支持，平台支撑，一定会有一批期货公司不断地做优、做强，积极参与国际竞争，为经济发展贡献力量。

客观来讲，目前美国和国内期货行业都遇到了发展瓶颈，但这两个瓶颈存在差异。美国的瓶颈是市场相对饱和，且期货公司受低利率影响，经济效益普遍不理想；国内的瓶颈是缺乏创新的机会，经营模式单一。对于国内期货公司而言，只要政策改革，机制支持，就能够通过不断地积累和学习缩小与美国期货行业的差距，逐步掌握全球商品市场的定价权。

总体来看，中美差距未尝不是一个机遇，一个繁荣的中国期货市场有待期货人去创造。■

# 创新源于市场需求和竞争

■ 文/新湖期货总经理 李北新



此前，对美国期货市场的认识主要基于 20 年前刚入行时接受的基础培训以及近年来对美国农产品期货的相关研究，很多理解和认识局限性很强，缺乏对美国期货行业整体把握与认识，此次考察打破了原有认识的局限性，在我国期货行业发展的关键时期及时补上了重要的一课。

## 信息技术取代场内交易

当今的 CME(CBOT 被合并前是主要的农产品交易市场)与 CBOE 交易池已经见不到昔日拥挤不堪、人声鼎沸的热闹景象，多个品种交易场地几乎空无一人；ICE(洲际交易所)最近甚至决定取消场内人工交易。

场内萧条的假象并不代表行业萎缩，IT 业蓬勃发展把交易本身引领到了崭新的时代和高度，信息技术革新促使交易所由区域性发展跨越到全球化发展的轨道上。

除国际主要知名交易所外，巴西交易所、迪拜交易所也由于信息的快速发展，逐步成为全球交易的热点，这更引起了我对中国期货交易所未来发展趋势的思考。

在参观 Newedge 期货公司与 CTC(一家以自营业务为主的交易商)时，我们发现，很多交易员要同时使用 16 个显示屏，几乎涉及全球各地的商品报价、资讯和交易策略，专业性在外国期货公司身上非常显著。

如果公司没有专业服务能力和一流的人才，如何参与全球市场竞争？正是由于我们服务客户的核心能力远离交易，所以不能真正满足客户的需求。

## 专业知识体系搭建至关重要

由于历史原因，国内期货公司往往对期货的理论系统认识不足，经常是一个套期保值理论加上技术分析就认为是管理风险的全部，以上不足使套期保值理论在实践中无法操作，难以应用。

通过这次学习，愈发感觉中国的期货理论体系重建的重要性。专业的风险管理体系与人才培养需要有扎实的理论功底，国内期货公司高管应以更高的标准与视角去培养、引进人才，要能够提供真正的高端服务与产品。与芝加哥大学这种世界知名高校的合作、学习，会帮助高管走出传统的认识误区。

## 创新的认识和理解

源源不断的创新动力铸就了美国市场的快速发展。创新源于市场的竞争和市场需求，但创新不是美国的专利，中国的期货保证金监控中心就是时代需求的产物，也是中国人创新能力的一次体现。

中国人的创新能力一旦被释放出来，将会产生惊人的创造力。当我们推出期权、掉期等产品，建立有效的 OTC 市场时，我相信中国期货市场服务国民经济的能力与水平会迅速提升，届时，服务产业等能力将有效增强，大量的机构投资者参与市场也将成为可能。■

# 量化交易在中国大有可为

■ 文/上海大陆期货总经理 沈杰



承蒙中国期货业协会组织 8 至 9 月赴美研习，我于此行受益匪浅，特别是对量化交易在美国的发展现状的考察促进了我对中国量化交易发展的思考。

此次赴美约 40 天的研习，我们在芝加哥布斯商学院学习了衍生品与金融风险管理、财务报表分析、国际会计准则、金融营销战略、投资组合管理策略、领导力培养等课程，并在芝加哥商业交易所集团（CME Group）、芝加哥期权交易所（CBOE）、高盛、摩根士丹利、新际集团、FC-Stone 等著名金融机构进行了实地考察。通过一系列的学习和考察，我对美国量化交易的发展状况有了更为深入的了解。

在美国证券和期货市场，量化交易是最主流的交易方式。量化交易尽管在美国证券期货市场仅出现 40 余年，但是已经成为证券期货交易的主导力量。据不完全统计，在美国从事证券投资交易的金融机构多达两万家，其中有 40 家左右主要以量化交易为主，但其产生的交易量占到整个市场交易量的 75%。美国证券期货市场的投资者绝大多数是机构投资者，这些机构从一开始就建立了自己的量化交易模型，利用多市场多品种组合，结合各

个市场的波动特性，在流动性符合要求的市场进行程序化交易。

## 美国量化交易发展历程

美国市场上量化投资的发展不是一蹴而就的，我们可以从许多方面考察其发展历程。

从交易所的变革上看，1969 年，Instinet 公司和纳斯达克先后开通电子通信网络（ECN）；70 年代，纽约证券交易所推出了指定交易循环系统（DOT）和开放自动化报单系统（OARS）；1997 年 6 月 24 日，纽约证交所最小变动价位从 1/8 减少到 1/16；1999 年 4 月 21 日，美国证券交易委员会通过 ATS（自动交易系统）条例；2001 年，纽约证券交易所、美国证券交所和纳斯达克采用股票小数报价，最小单位 1 美分。交易所的一系列变革为量化交易创造了条件，同时这也是受到量化交易推动而出现的交易所变革。

从量化投资基金的发展上看，美国的量化基金不仅数量上从 1990 年的屈指可数增长到现在的近 2000 只，而且管理的资产规模也从几亿美元增长到了近 3000 亿

美元，见图 1。如此高的增长速度，动力自然只能来自量化投资基金靓丽的业绩表现。从 1996 年到 2005 年，无论是以一年、三年、五年还是十年为期进行统计，量化主动投资基金的信息比率都稳定且显著地高于普通主动投资基金，见图 2。

从量化交易策略的发展上看，美国的量化交易策略最初起源于上世纪 70 年代的程序化交易，也就是批量地买入 15 个以上股票，一般是用于指数套利。此后 80 年代中期摩根士丹利的纳齐奥塔尔塔利亚的量化小组开创了配对交易法 (Pairs Trading)。配对交易是统计套

图 1 量化基金的数目和总规模

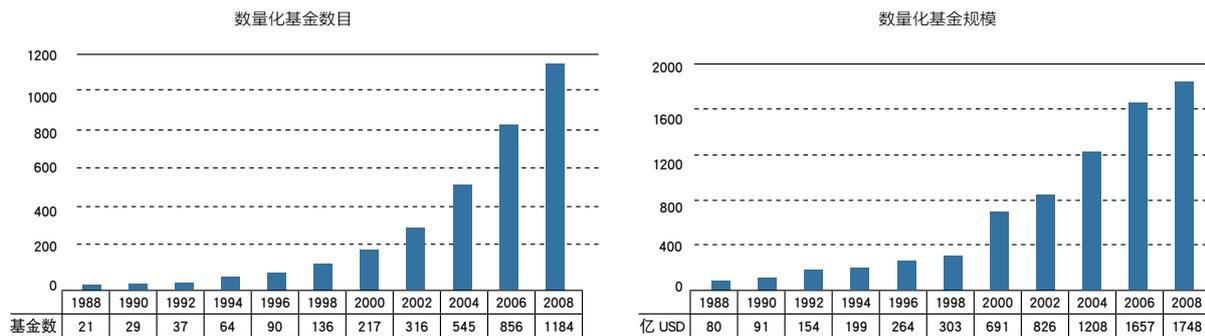
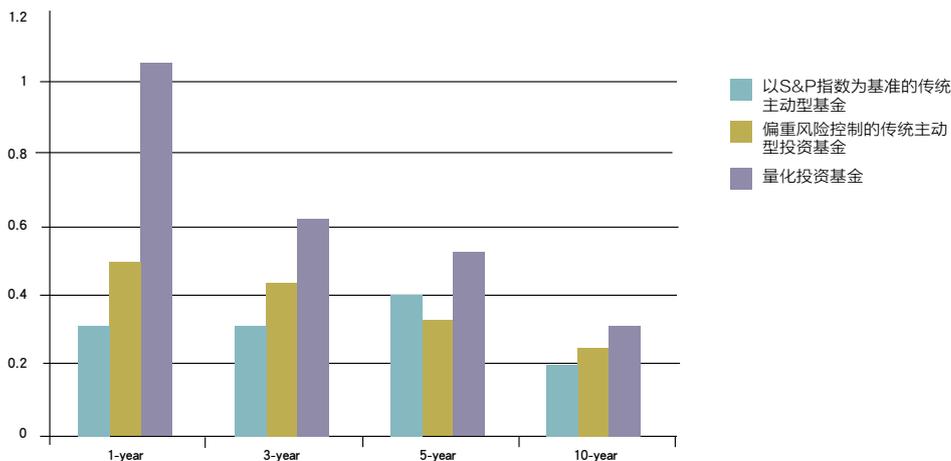


图 2 不同基金的信息比率比较



利策略的一种，它寻找同一行业中股价具备均衡关系的两家上市公司，做空近期相对强势的股票，同时做多相对弱势的股票，以期两者股价重返均衡值时，平仓赚取两只股票价差变动的收益。

与配对交易法同时诞生并在之后声名远播的海龟交易法则和四周交易法则等系统交易策略，本质上也属于量化交易策略的范畴，因为系统交易要求运用系统性的交易方法来处理交易过程中的信息收集、信息处理、交易决策、交易计划、交易执行以及具体的入场点、止损点、出场点等问题，实际上是经过定量处理的客观交易方法。

90年代后，量化交易策略如雨后春笋不断出现，量化套利、高频交易等交易策略不断得到应用。高速发展往往意味着危机四伏，1998年，俄罗斯金融风暴引发了全球的金融动荡。美国长期资本公司（LTCM）沽空的德国债券价格上涨，做多的意大利债券等证券价格下跌，所期望的正相关变为负相关，结果两头亏损。电脑自动投资系统面对这种原本忽略不计的小概率事件，错误地不断放大金融衍生产品的运作规模。LTCM利用从投资者那里筹来的22亿美元作资本抵押，买入价值3250亿美元的证券，杠杆比率高达60倍。由此造成该公司的巨额亏损。从5月俄罗斯金融风暴到9月全面溃败，短短的150天中，资产净值下降90%，出现43亿美元巨额亏损，仅余5亿美元，已走到破产边缘。9月23日，美联储出面组织安排，以美林、摩根为首的15家国际性金融机构注资37.25亿美元购买了LTCM90%的股权，共同接管了该公司，从而避免了其倒闭的厄运。

进入21世纪以后，吸取了以往的经验教训，量化交易策略开始向更多的方向发展。一个方向是算法交易（Algorithmic Trading），即通过计算机利用一定的算法将大额的交易分解为若干笔小额的交易，以便更好地管理市场冲击成本、机会成本和风险。算法

交易可以被应用于任何投资策略，包括做市、跨市套利、期现套利和趋势追随。在投资决策和执行的任何一个阶段，算法交易信号都能够提供良好的技术支持，整个投资决策和执行可以完全依靠算法交易自动运行。另一个大方向是量化交易策略的智能化，即通过应用神经网络、遗传算法、模式识别等前沿的人工智能方法，赋予交易策略人工智能和学习能力，从而让量化交易策略自发地形成交易规则并不断地自动变化以适应不断变化的市场。

## 量化交易之四大优势

从量化交易的优势上看，尽管归根结底可以总结为优秀的风险收益表现，但这一优势本身则来自于其各个具体优势。量化交易相对于传统投资方法的优越性来自许多方面。

一是现代投资组合理论强调通过多元化投资组合消除非系统性风险，以实现降低风险的作用。但实际上，由于人的视野和精力都相对有限，基金经理或研究员不可能进行大范围的股票甄选和高频率的验证测算，形成的投资策略得不到宽度、广度上的肯定，难免形成一孔之见。靠人力甄选得到的投资组合很难达到最优配置，无法确保在风险管理和利润追求上的投资目标。而量化交易的视角更广，借助计算机高效、准确地处理海量信息，更广泛地寻找和验证投资机会，消除投资组合配置的局限性。

二是行为金融学认为，投资者是不理性的。任何一个投资个体的判断与决策过程都会不同程度地受到认知、情绪、意志等各种心理因素的影响。基金经理和投资研究员在一段时间内跟踪某只股票之后，由于时刻关心股价的表现和基本面的变动，可能出现不同程度的情感依赖。即使出现了下跌趋势，也可能因为过度自信、抵制心理等不理性的分析出发点，从而导致投资时的行为偏差。而量化交易依靠计算机配置投

在国内有限的量化交易实践中，尽管从 2011 年下半年至今相继出现了一些量化投资策略的失效，但总体而言量化交易获得了相对稳定的业绩表现，同时对相应策略的研究也更加成熟。

投资组合，克服了人性弱点，使投资决策更科学、更理性。

三是传统主观交易无论收益还是风险都无法真正量化表述，因此投资具有很大程度的不可知性。对风险厌恶的投资者来说，这不仅会导致心理不适，也会导致交易者的情绪波动，这种情绪波动反过来又影响主观交易的业绩。而量化交易的收益和风险都是可量化表述的，因此投资者事先可以对收益和风险有较为明确的预期，在减小心理不适的同时也加强了风险的可控性。

四是传统交易如果要管理大量资金，则需要大量聘用交易员。从某种程度上讲，传统交易是一个劳动密集型产业，加上金融业的高薪现状，需要付出不小的人力成本。而量化交易可以完全自动化进行，至多需要少量人员监控交易程序的执行，是一个知识密集型产业，可节约人力成本。同时，自动化超出人力可及的执行速度和耐力，可以为经纪公司和交易所创造更多的交易量。

综上所述，尽管在美国的量化投资实践中出现了 1998 年长期资本管理公司被收购、2007 年量化投资策略大面积亏损和 2010 年闪电崩盘，但量化投资的优势使更多的量化投资人经受住了这些考验，还诞生了复兴科技詹姆斯·西蒙斯、摩根士丹利穆勒、堡垒基金格里芬这样的传奇人物。此外，量化投资人和市场管理者也在实践中不断完善量化投资思想、量化投

资策略、量化投资风险控制以及对量化投资的约束与规范。因此，量化投资在美国仍在蓬勃发展，并正在变得更加完善和成熟。

## 量化交易在中国大有可为

反观国内市场，量化交易从 2009 年才真正开始发展，迄今为止不到 4 年，研发和实践经验都还相当有限。进行量化投资的公募基金，无论从数量上还是从管理资金规模上，都还非常小；有量化交易相关研发和实践经验的人才，特别是高端人才，也非常缺乏。

在国内有限的量化交易实践中，尽管从 2011 年下半年至今相继出现了一些量化投资策略的失效，但总体而言量化交易获得了相对稳定的业绩表现，同时对相应策略的研究也更加成熟。

由于量化交易相对于传统交易具有纪律性、可控性、可测性、自动化等优势，并且更有可能获得更好的业绩表现，相信随着国内资产管理业务的开展，量化交易将逐渐被国内的投资者所接受。同时，随着交易所和监管部门在借鉴欧美对量化交易多年管理经验的基础上对国内的量化交易进行先进的规范化管理，量化交易人才队伍的不断壮大、研究的不断深入，量化交易有望逐渐成为国内交易市场的主导力量。

量化交易在美国市场仍方兴未艾，在国内市场才“牛刀小试”，并在不远的未来将大有可为！



2012年7月30日，中国期货业协会与美国国家期货协会（NFA）签署合作谅解备忘录。



2012年12月2日，中国期货业协会与欧洲期货交易所（Eurex）签署合作谅解备忘录。



2012年12月2日，中国期货业协会与芝加哥商业交易所集团（CME Group）签署合作谅解备忘录。



## 《夜色阑珊·芝加哥》

经易期货 曹胜 / 摄



中国期货业协会  
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0712 - L0173 号