



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2013年第1期/总第31期

(内部资料 免费交流)

主论坛：期货市场的变革与创新 >p06

分论坛 I：国债期货与利率风险管理论坛 >p53

分论坛 II：OTC 市场发展论坛 >p72

分论坛 III：中外期货行业高峰论坛 >p86

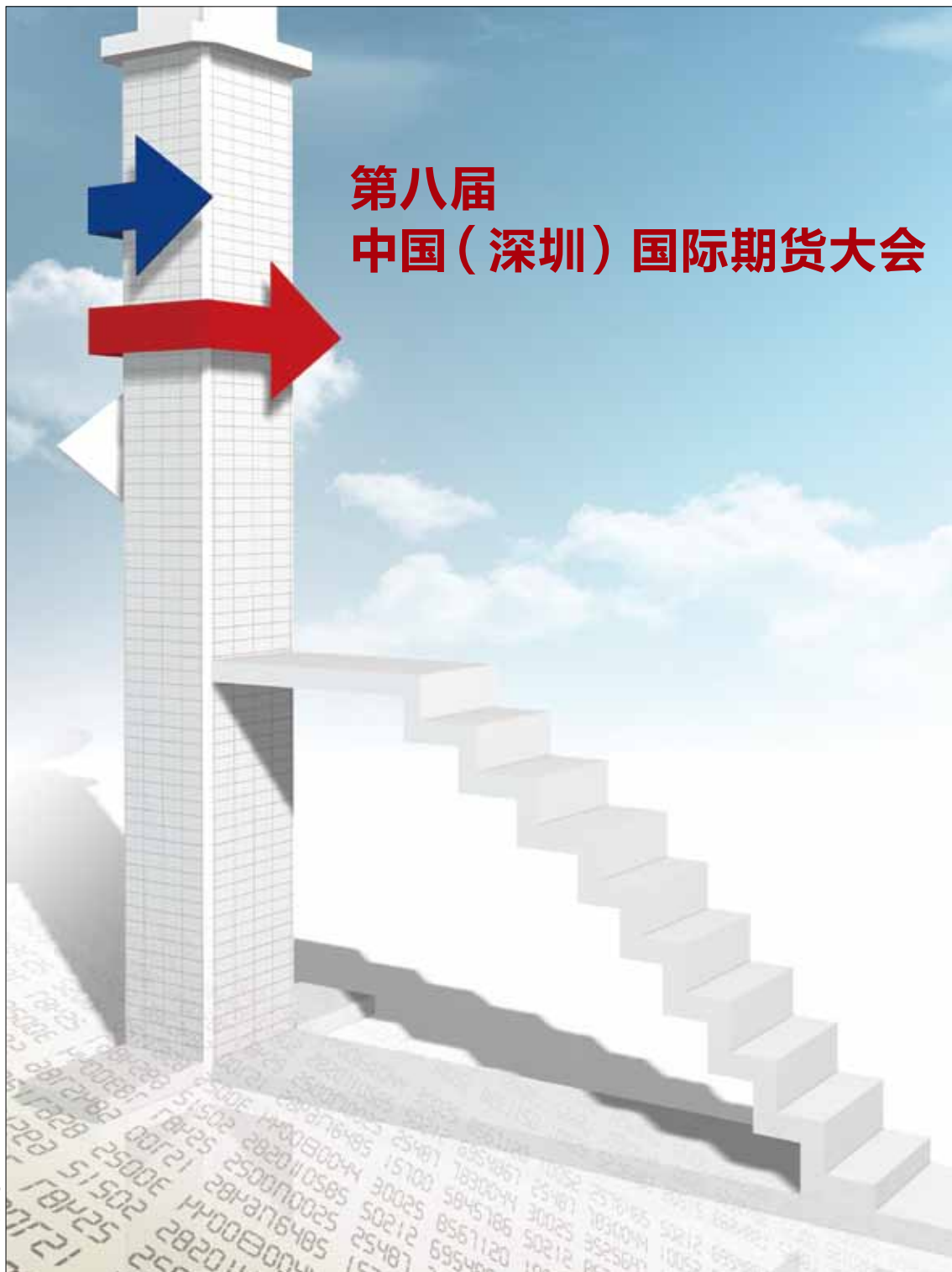
分论坛 IV：金融衍生品与金融机构财富管理论坛 >p105

分论坛 V：IT 技术发展与量化交易论坛 >p117

分论坛 VI：国际原油市场与中国原油期货展望论坛 >p133

第八届 中国（深圳）国际期货大会

www.cfchina.org



|| 大会掠影 ||



12月3日上午，参加本届大会的重要嘉宾步入会场。





刘志超
中国期货业协会会长

由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办的 2012 年第八届中国（深圳）国际期货大会正式开幕！

下面，请允许我介绍出席本次大会的主要嘉宾：中国证监会副主席姜洋先生、中国证监会主席助理张育军先生、深圳市人民政府副市长陈应春先生、交通银行副行长于亚利女士、原全国人大财经委副主任、中国证监会前主席周正庆先生、PECC 中国金融委员会主席、中国证监会前主席周道炯先生、中国证监会前副主席范福春先生、上海证券交易所理事长、中国证监会前副主席桂敏杰先生。

同时出席本届大会的还有来自中央有关部委、中国证监会有关部门、中国证监会派出机构以及一些地方金融机构监管部门的领导、境内 11 家证券期货交易所高层的领导，近 150 家境内外期货公司、商业银行、证券公司、基金公司、保险公司等金融机构和现货企业的领导，国内外知名期货专家、行业协会、信息技术公司以及 51 家媒体的代表。

在此，我谨代表大会主办方向光临本次大会的各位领导、嘉宾以及参加本次大会的境内外各界朋友表示热烈的欢迎！

当前，世界正在发生深刻而复杂的变化。党的“十八大”报告对加快完善社会主义市场经济体制和加快转变经济发展方式做出了全面部署，有针对性地提出了全面深化经济体制改革、实施创新驱动发展战略、推进经济结构战略性调整等一系列具体发展方向，并特别提出要深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场。

这既为中国经济发展确定了方向，也为中国期货市场发展指明了道路。在改革开放与创新发展的新趋势下，实体经济对管理风险与交易风险的需求日益加大，中国期货市场迎来了创新发展的新契机，发展前景非常广阔。

在此期间，国债期货上市准备工作基本就绪，原油期货市场发展正在积极稳步推进，商品期货和金融衍生品市场正在不断地发展完善。前不久，期货公司资产管理业务顺利推出，期货公司以风险管理为目的的子公司设立试点也在抓紧推进，这些都为期货市场服务实体经济创造了良好的环境和条件。

在此背景下，本届大会以“期货市场的变革与创新”为主题，深入探讨在中国资本市场改革开放与创新发展的新趋势下，如何进一步解放思想，加强国际间交流与合作，通过期货市场的科学发展更好地服务于实体经济，为国民经济平稳健康运行做出更大贡献。

我们相信，在大家的热情参与和支持下，本届大会一定会取得圆满成功，衷心地希望大家借助中国国际期货大会这个平台进行充分的交流和深入的探讨，进一步加强合作，共同推进期货及衍生品市场的健康发展。■



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 0713-L0173 号
设计制作 北京永行传媒广告有限公司

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



4 大会掠影

主论坛

第八届中国（深圳）国际期货大会

- 08 释放行业创新活力 满足实体经济发展需求 姜洋
- 11 打造期货业 集聚发展新高地 陈应春
- 12 银期携手 共铸辉煌 于亚利
- 13 适应创新发展新形势 抓紧推进期货立法工作 周正庆
- 15 加快创新发展步伐 构建期货市场“中国力量” 周道炯
- 17 期货新品种上市的审批应尽快改革 范福春
- 19 圆桌论坛 I：全球经济与衍生品市场
- 23 圆桌论坛 II：市场变化、监管改革与交易所创新
- 32 全球市场投资中的风险控制 约翰·费
- 35 圆桌论坛 III：期货市场发展与期货公司业务创新
- 43 机构投资者对衍生品市场的运用 保罗·戴维斯
- 47 圆桌论坛 IV：财富保值与资产管理

分论坛 I

国债期货与利率风险管理论坛

- 54 国债期货促进期货市场创新发展 侯苏庆
- 55 打造综合管理平台 提升公司服务能力 严金明
- 56 国债期货产品及制度设计 李慕春
- 59 国债期货推出对现货市场的影响 龚涛
- 63 金融深化与开放背景下的利率波动 傅雄广
- 67 国债期货应用策略 叶予璋
- 69 圆桌论坛：机构投资者与金融衍生品市场

分论坛 II

OTC 市场发展论坛

- 73 强化中介机构体系 推动场外市场发展 彭刚
- 74 境外OTC 市场现状与发展趋势 张英华
- 77 新加坡OTC 市场交易清算及监管规则 林琦
- 79 境外OTC 市场中中介机构的客户风险管理
吉姆·兰伯特
- 80 银行间利率互换市场现状及前景分析 丁洁
- 82 利用OTC 市场规避石化产品风险 于淼
- 83 圆桌论坛：完善顶层设计 实现良性互动

分论坛 III

中外期货行业高峰论坛

- 87 稳妥推进国际化战略 不断提升国际竞争实力 韩萍
- 88 圆桌讨论 I：未来衍生品交易发展趋势
- 93 圆桌论坛 II：境外衍生品创新对中国的启示
- 101 圆桌论坛 III：跨境业务合作模式及合规探讨

分论坛 IV

金融衍生品与金融机构财富管理论坛

- 106 以产品拓宽平台 以合作实现共赢 刘志超
- 107 借助期货市场发展 丰富银行财富管理内涵 于亚利
- 110 金融期货助力财富管理 张慎峰
- 112 期货市场丰富财富管理内涵 施建军
- 114 圆桌论坛：金融衍生工具在财富管理中的运用

分论坛 V

IT 技术发展与量化交易论坛

- 118 技术引领业务开启专业之路 彭刚
- 119 境外期货公司的IT发展战略框架 Tom Guinan
- 120 境外软件公司如何助推期货公司业务发展 Roy Tan
- 121 机构时代的IT系统建设 牟建峰
- 123 圆桌论坛 I：信息技术与期货公司的差异化发展
- 126 算法交易：中国及全球交易趋势 陈肯
- 127 量化交易对IT技术的挑战与对策 胥海涛
- 129 圆桌论坛 II：IT技术与量化交易

分论坛 VI

国际原油市场与中国原油期货展望论坛

- 134 积极把握原油期货上市的历史机遇 李强
- 135 原油期货推动中国期货市场国际化新进程 赵磊
- 136 中国原油期货市场发展展望 陆丰
- 139 能源衍生品经纪商服务体系介绍 Sebastian Pang
- 140 中国原油期货上市的思考和准备 林玮清
- 142 能源贸易商的套期保值策略 Samuel Owen
- 143 国际原油市场的现状变化和交易机会 Azlin Ahmad



2012 年 第八届中国（深圳）国际期货大会

The 8th China (Shenzhen) International Derivatives Forum

期货市场的变革与创新

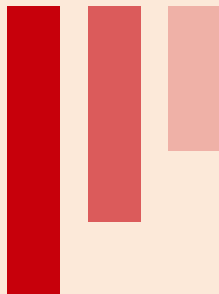
2012 年 12 月 2 日 -3 日



“2012 年第八届中国（深圳）国际期货大会”由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所协办，中证期货、中国国际期货、永安期货、南华期货、浙江中大期货、银河期货、中信新际期货、摩根大通期货和深圳期货同业协会承办。

自 2005 年以来，“中国国际期货大会”已经成功举办了八届，并逐渐发展成为一个涵盖期货与现货的高层盛会、一个国际化的交流平台、一个改革创新的专业论坛。





第八届中国（深圳）国际期货大会

【编者按】

12月3日，“2012年第八届中国（深圳）国际期货大会”在深圳五洲宾馆胜利召开。中国证监会副主席姜洋、深圳市人民政府副市长陈应春等领导出席大会并致辞，来自境内外知名金融机构的专家做了内容丰富的主题演讲。

此外，大会还组织了针对交易所和金融机构的高层论坛。在交易所高层论坛上，来自境内六家证券期货交易所、香港交易所、台湾期货交易所、芝加哥商业交易所集团、欧洲期货交易所、新加坡交易所的高层领导就金融及衍生品市场的热点话题进行了深入探讨。在金融机构高层论坛上，来自境内外知名金融机构的高层领导就市场创新及财富管理等话题深入交换了意见。



释放行业创新活力 满足实体经济发展需求

■ 中国证监会副主席 姜洋

很高兴参加第八届中国（深圳）国际期货大会。首先我代表中国证监会对大会的成功召开表示热烈的祝贺！对来自海内外的各位嘉宾表示热烈的欢迎！

今年以来，面对国内外复杂多变的经济金融形势，中国证监会深入贯彻中央经济工作会议和全国金融工作会议精神，始终坚持“稳中求进”的总基调，牢牢把握服务实体经济的根本目标，扎实推进期货市场改革、创新、开放的各项工作，市场发展态势良好，成交量和成交金额继续保持较大幅度的增长，市场运行质量和效率不断提升，市场功能进一步发挥，在促进国民经济平稳发展、加快转变经济发展方式中发挥着越来越重要的作用。

一是创新期货市场体制机制，提升服务实体经济能力。

经过精心组织和多方努力，国债期货上市准备工作基本就绪，原油期货市场继续在推进当中，刚刚发布实施的新《期货交易管理条例》为原油期货、国债期货等市场重大创新提供了法规基础。

在2012年上半年成功上市白银期货的基础上，玻璃期货也即将上市交易。焦煤、油菜籽、菜籽粕、鸡蛋等期货品种的上市准备工作也在积极推进之中。铁矿石、动力煤、期权、商品指数、碳排放权等战略性期货品种和新交易工具的研发工作也取得了阶段性成果。

期货公司业务创新有序推进，首批期货公司资产管理

业务试点工作平稳启动，正组织研究期货公司 IPO 上市、设立现货子公司、开展证券投资基金销售业务等创新业务试点。

二是推进期货监管制度改革，维护市场“三公”。通过大幅下调手续费和市场监管费标准，切实降低了投资者交易成本。修订完善了新的套保、套利管理办法，提升市场服务产业能力。完善异常交易行为和关联账户的监管指引，初步建成期货市场监测监控系统，严厉打击市场违法违规行为。完成休眠账户清理和历史账户规范，修订客户开户管理规定，发布特殊单位开户指引，推动出台保险资金参与股指期货交易的相关规定。

研究推进连续交易和有价值证券充抵保证金等制度改革。完善净资本监管、期货公司自有资金使用等监管规则，构建了以客户资产保护和资本充足监管为核心的监管制度框架。进一步丰富监管工具，期货公司监管综合信息系统已经上线试运行。推进期货公司风险处置，强化期货配资机构检查，维护行业平稳发展。

三是健全市场法规规则体系，夯实市场发展基础。为适应市场和行业发展需要，新修订的《期货交易管理条例》已于 12 月 1 日正式施行。同时，还在积极组织开展《期货法》的立法调研工作。

建立了由 5 方面、13 大类、130 多个指标组成的衡量我国期货市场运行质量及功能发挥情况的定量评估指标体系，适应产业发展规律，有针对性地完善了铜、天然橡胶、菜籽油、棕榈油、焦炭等期货品种的业务规则。取消或下放十余项期货行政许可事项，主动向社会公开行政许可进度，为期货公司的创新发展积极创造条件。强化期货公司中介服务能力，提升期货公司服务产业企业的专业化水平。总结、推广期货市场服务现货产业和“三农”的渠道和模式。

四是积极推进对外开放，提高市场国际化水平。目前，我国期货市场已经是一个同国际市场高度关联的市场。外资通过境内公司参与国内期货交易初具规模。批准了 31 家符合条件的国有企业到境外开展套期保值业务。在 CEPA 框架下对香港、澳门地区的开放稳妥推进，已有 3 家港资机构参股内地期货公司，6 家内地期货公司在香港设立了子公司。推动解决了 QFII 参与股指期货交易过程中人民币账户的开立问题，QFII 参与股指期货交易即将进入操作实

施。允许境外投资者依法受让、认购内资期货公司股权，外资持股比例最多可达 49%。正积极研究推进期货公司境外期货经纪业务等试点创新工作。

当前，国际金融危机还没有结束，美国财政悬崖和欧债危机前景仍不明朗。世界经济复苏乏力，国内经济发展缓中趋稳，不稳定、不确定性因素依然存在。与此同时，随着工业化、信息化、城镇化、农业现代化的加速推进，以及经济发展转型升级的战略需要，我国期货市场发展仍处于可以大有作为的重要机遇期。

下一步，中国证监会将按照党的“十八大”有关资本市场改革发展的战略部署，积极创造条件，再接再厉，扎实推进市场改革、创新和开放，不断提升期货市场服务实体经济的能力和水平。

一是要把深入学习领会、贯彻落实“十八大”精神作为当前期货市场改革发展的首要任务来抓。“十八大”报告中明确提出要“深化金融体制改革、完善金融监管、推进金融创新、维护金融稳定”、“加快发展多层次资本市场”，同时，还提出“积极开展节能量、碳排放权、排污权、水权交易试点”，并把生态文明建设作为“五位一体”总布局写入党章。

这既是党中央在新形势下对发展金融资本市场提出的战略任务，也为当前和今后一段时期我国期货市场改革发展指明了方向。期货市场和期货行业要贯彻落实好“十八大”精神，就必须深刻理解和把握上述战略任务的丰富内涵和本质要求，更加自觉地把科学发展观作为行动指南，进一步增强忧患意识、责任意识和使命意识，深化对期货市场规律和功能定位的认识，着力解决制约期货市场服务实体经济的体制机制障碍，尊重和发挥市场首创精神，以更大的勇气和魄力推进市场创新，加强市场监管，打击违法违规，防范市场风险，维护期货市场稳定健康运行，更好地服务于经济发展方式转变和生态文明建设。

二是要全面把握新《条例》的精神实质，大力做好新《条例》的宣传培训和贯彻落实。此次新《条例》的颁布施行是时隔五年之后的再次修订，反映了这些年来期货市场监管和发展的最新实践成果，为期货市场更深层次的改革发展提供了坚实基础。

当前，围绕贯彻落实新《条例》，我们正在组织交易所、



行业协会、期货公司等市场各方系统梳理和修订配套规章、规范性文件和有关规则细则。这项工作事关期货市场改革、创新和发展的方方面面，既有大宗商品中远期市场清理规范的内容，也有为市场创新和对外开放预留空间的内容，还有行政许可下放后衔接、协调内容。

市场有关各方包括新闻媒体要积极做好新《条例》的宣传、培训工作，要深刻领会此次修订的立法背景和立法精神，把落实新《条例》作为改革的契机、创新的活力和发展的动力，进一步推进期货市场实现由量的扩张向质的提升转变。

三是要落实国家创新驱动发展战略，不断拓展期货市场服务实体经济的深度和广度。要加强统筹协调，重点突破，继续扎实推进国债期货、原油期货市场建设。加快能源、化工、金属、农产品等重要期货品种创新，加大商品指数及期权等战略性品种的研发，完善商品期货品种体系。加快发展金融衍生品，加大利率类、汇率类金融期货、期权的研发力度，丰富资本市场风险对冲工具。优化期货市场层次结构，研究发展多层次商品交易与服务平台，扩大期货市场服务供给，满足实体经济多元化投资及避险需求。

围绕实体经济发展需要，加快推进期货公司产品、业

务和服务创新，进一步释放行业创新活力。积极稳妥发展资产管理业务、现货风险管理业务、基金销售业务、境外期货经纪业务等创新业务试点。支持符合条件的期货公司通过 IPO 上市、并购重组等方式做优做强，逐步培育具有国际竞争力的期货公司。

四是要加强市场监管和风险防范，加大投资者教育力度，全力维护市场运行安全稳定。要继续抓紧推进手续费制度、套保套利、连续交易、扩大抵押品范围等监管制度改革。研究建立科学、规范的保证金管理制度和动态调整机制。继续研究取消行政许可和下放行政许可项目，探索有利于市场主体创新发展的内在机制。

完善市场风险预警防控和应急处置机制，强化一线监管和监管协作，完善行政监管和自律监管的协调联动机制，强化市场的公信力和监管威慑力，切实维护市场安全稳定运行。不断提升期货行业风险防控能力和合规监管能力，加强市场主体建设。深化完善期货市场合格投资人制度，坚持贯彻“将适当的产品销售给适当的投资者”的理念。深入开展舆论宣传和投资者教育，积极培育市场诚信文化和风险管理文化，保护投资者合法权益。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

打造期货业集聚发展新高地

■ 深圳市人民政府副市长 陈应春



经过 20 多年的发展，我国期货市场取得了重大的成就，期货市场服务实体经济的能力日益显现，在国民经济和人们的生产生活中承担着越来越重要的角色。在我国期货市场快速发展的大背景下，深圳期货业也取得了较大进步。

截至 2012 年 10 月底，深圳地区拥有 13 家期货公司，合计客户权益总额超过 200 亿，代理交易总额突破了 22 万亿，手续费收入将近 8 亿元。深圳期货业的整体规模虽然还比较小，但得益于国家宏观政策和深圳良好的金融发展环境，近年来深圳期货业的各项指标远远高于行业水平，呈现出非常迅猛的发展势头。

深圳市委、市政府历来十分重视重点包括期货业在内的金融业的发展，我们一直致力于营造规范的市场氛围和宽松的政策环境。特别是在当前贯彻党的“十八大”精神，在落实国务院赋予深圳前海地区金融开放创新和现代服务业示范区的历史使命的背景下，深圳市委、市政府将重新调整我市的金融发展方向和政策导向，我们近期将在原有的金融优惠政策的基础上进行进一步的深化和修订，主要是要创新优惠政策的扶持方式，要提升优惠政策的扶持标准，要拓宽优惠政策的惠及范围。

特别要指出的是，对深圳金融业发展比较薄弱的期货业，我们将推出有针对性的更有吸引力的优惠政策。我们要力争打造国内期货业集聚发展的政策新高地，也期望在座的各位业界精英、朋友对深圳前海地区的发展做进一步的了解，争取到深圳来发展你们的事业。

当前，党的“十八大”刚刚顺利闭幕，中国证监会根据我国经济社会发展的阶段和状况，审时度势，加快了期货市场创新发展的步伐，各种放松管制、支持市场创新的举措不断推出。据悉，原油、国债等大宗品种即将上市，这将为期货和衍生品市场发展奠定良好基础。

可以预见，我国期货市场即将迎来新一轮大变革与大发展。在此背景下，本届大会围绕如何贯彻落实党的“十八大”精神，以“期货市场的变革与创新”为主题，深入探讨期货市场发展的机遇和方向。大会主题紧扣当前期货市场发展的趋势和热点，针对性强，对我国期货市场新一轮发展具有深远的意义。在此，我希望能够通过这个平台，听到各位嘉宾碰撞出最先进的思想火花和创新理念，不断夯实期货大会作为引领我国期货业创新发展的思想高地。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



银期携手 共铸辉煌

■ 交通银行副行长 于亚利

“十一五”期间我国期货市场稳步发展，上市了一系列大宗商品期货品种，商品期货成交量跃居全球第一位，股指期货顺利推出，为国民经济发展做出了重要的贡献。展望“十二五”，我国期货市场前景广阔，《金融业发展和改革“十二五”规划》明确指出，将积极推动期货市场由数量扩张向质量提升转变，将稳步发展商品期货市场，继续加强金融期货市场建设，支持期货公司通过兼并重组、增资扩股等方式进一步壮大规模和实力，还将推动优质期货公司开展境外期货经纪业务，在服务实体经济走出去的过程中逐步提高国际经营能力。

交通银行是最早的期货市场合作银行，积累了丰富的服务经验，形成了良好的市场品牌形象。交通银行有诚意、有能力为我国期货市场发展提供优质的金融服务。

近年来，交通银行坚持“走国际化、综合化道路，建设以财富管理为特色的一流公众持股银行集团”的发展战略，国际化布局基本成型，综合化功能不断完善，财富管理能力大幅提升，形成了以银行业为主体，在境内外横跨基金、保险、信托、租赁、投行、证券等领域，能够为客户提供跨市场、多元化、一体化金融服务的金融控股集团。

交通银行“两化一行”战略与我国期货市场发展趋势紧密契合。

我行实施的国际化战略与期货市场国际化趋势相契合：随着国内期货市场国际化步伐的加快，我行将发挥全球不间断 7×24 小时的国际结算服务，以及国内五大期货保证金存管行中唯一拥有离岸业务牌照的优势，为我国期货市场国际化发展提供配套服务。

我行的综合化战略与期货市场的综合化发展趋势相契合：我行已积极参与到国债期货、原油期货的各项准备工作中，并将随着期货公司业务的进一步发展，发挥我行全牌照、综合化经营平台优势，为期货市场综合化发展提供一站式、全方位的综合金融服务。

我行的财富管理战略与期货市场的理财和资产管理需求发展趋势相契合：我们将根据期货市场需求，借助金融机构合作平台，为客户量身打造财富管理服务方案。

交通银行将认真学习贯彻党的“十八大”精神，进一步深化改革、创新服务，充分发挥“两化一行”战略优势和综合金融服务商功能，竭诚为我国期货行业客户提供优质服务，与大家携起手来，为促进我国经济发展方式转型、支持实体经济发展做出积极努力。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

适应创新发展新形势 抓紧推进期货立法工作

■ 全国人大财经委前副主任、中国证监会前主席 周正庆



我非常高兴能参加“2012年第八届中国（深圳）国际期货大会”。八年来，我国期货市场取得了巨大的成就，获得了持续、稳步、健康的发展。特别是近年来，期货市场的法制建设更是取得了明显成效，逐步摸索出具有中国特色的期货市场法制建设的道路。

今天，我想围绕期货立法工作谈以下几点意见。

第一，当前我国期货市场的发展形势迫切需要加快期货立法工作的开展。

在当前我国全面深化经济体制改革和加快转变经济发展方式，对多样化风险管理工具产生巨大需求的背景下，期货市场具有广阔的发展前景。深入贯彻“十二五”规划纲要关于推进期货与金融衍生产品市场发展的总体要求，进一步加快期货市场创新发展，对于满足实体经

济多样化风险管理需求、维护国民经济稳步健康发展具有重要意义。

当前，期货市场的创新发展需要更为完善的法制环境和法律保障。国内外历史经验告诉我们，完善的法律、法规体系是期货市场健康发展的基础。但是，在银行、证券、期货、保险、信托、基金等六大金融行业中，唯独期货行业还没有立法，这已经成为市场发展的一块短板。

党的“十八大”报告提出，要完善中国特色社会主义法律体系，加强重点领域的立法。因此，加快期货市场立法已经成为当前急需解决的问题。

第二，加快推出《期货法》具有重要的战略意义。

行业立法是行业走向成熟的重要标志和条件，是行



业长远发展的依据和保障。经过多年的不断完善，我国已经逐步形成了以《期货交易管理条例》为核心，以证监会的规章和规范性文件为主体，以期货交易所、期货协会的自律规则为补充的期货法规体系，特别是新修订的《期货交易管理条例》也于2012年12月1日正式执行，这些都为推动期货立法工作奠定了良好基础。制定《期货法》的时机已经逐渐成熟。

当前，在期货市场创新发展的大好形势下，加快期货立法将有利于为下一步市场创新提供法律保障并指明方向，有利于进一步解决一些基本性的、制度性的问题，有利于进一步促进期货市场功能的发挥，有利于全面提升期货市场服务国民经济的能力。

第三，关于制定《期货法》的几点建议。

期货立法是一项系统性的创新工程，既要借鉴国际成熟经验，又要考虑中国国情。对此，我想提出几点不成熟的意见：

一是要坚持以服务国民经济为导向不动摇。期货立法工作必须始终围绕有利于期货市场的功能发挥，有利于服务国民经济稳定、健康发展的主线。

二是要坚持市场化发展的理念，鼓励市场竞争。期货立法工作应能充分考虑当前市场发展的形势与阶段，贯彻“尊重市场、鼓励竞争”的发展理念，进一步寻求监管与创新之间的平衡。

三是要具有前瞻性，为市场创新留足空间。期货立法工作应充分借鉴国际经验，全面考虑未来期货市场在品种、公司业务、监管、体制机制等方面可能出现的创新发展的趋势，避免形成法律上的障碍。

四是要具有广阔的视野。期货立法工作既要考虑中国特色，又要有利于与国际接轨；既要包括场内市场，又要考虑场外市场；既要兼顾自身行业的利益，又要注重与其他行业法律的协调。

同志们，加快推进期货市场的立法工作，为期货市场的创新发展提供良好的法律环境，已经成为业界和社会的共识。下一步，我们一定要以科学发展观为指导，从我国国情出发，围绕期货市场服务和服从于国民经济建设的中心任务，积极推动《期货法》的出台，为期货市场的健康发展提供基础保障。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

加快创新发展步伐 构建期货市场“中国力量”

■ PECC中国金融委员会主席、中国证监会前主席 周道炯



非常高兴再一次来到中国（深圳）国际期货大会，见到了很多期货界的老朋友，也认识了一些新朋友。我作为资本市场的一个“退伍老兵”，来参加这个大会，充分感受到了期货市场生机勃勃、创新发展的大好形势。

应该说，近年来我国期货市场不仅实现了自身的稳步发展，而且在服务国民经济发展、促进经济发展方式转变、引导市场资源优化配置、提升市场风险管理能力等方面，都发挥了积极的作用。

下面我针对本届大会的主题“变革与创新”讲一点个人的看法。

首先，当前我国经济发展转型对衍生品市场产生了多样化的需求，为期货市场的发展提供了广阔空间。

从国际情况看，当前金融危机、欧债危机的余波未了，近期美国又出现“财政悬崖”，它的影响到底怎么样？美国国会两党正在激烈地辩论。整个世界经济不安定因素显著增多，大宗商品、金融市场的大幅波动，对风险管理工具的需求也不断增多。

从国内情况看，市场经济体制改革的深化和经济发展方式的转变，对于如何进一步利用市场化的手段实现资源的有效配置和风险的有效管理提出了更高要求。各类企业和居民对于多样化、专业化的风险管理工具和财富保值增值产品的需求也日益迫切。期货及衍生品市场应充分抓住当前的历史机遇，加快自身创新发展，不断提升服务国民经济的能力。

其次，充分发挥期货市场的功能作用，构建期货市场的“中国力量”，具有重要的战略意义。

目前，中国已成为全球第二大经济体、全球第一大出口国，以及许多重要大宗商品的最大进口国之一。但我国却没有建立起与经济规模相匹配的重要商品全球定价中心和金融中心地位，也没有像高盛、摩根士丹利那样的中介机构能在全球范围内帮助本国企业参与国际竞争。

但是，我们也非常高兴地看到，香港交易所正在收购全球金属定价中心——伦敦金属交易所（LME）。国际期货及衍生品市场上的“中国因素”正在逐步扩展为“中



国力量”。党的“十八大”报告提出要在科技领域“实施创新驱动发展战略”，对金融市场也提出了一系列新的政策要求。我们期货业界，更应该通过创新战略，努力打造国际一流的期货市场和期货中介机构，不断增强期货市场的定价能力和话语权，在更高层次上服务国民经济的发展与转型。

第三，清醒认识当前我国新兴加转轨的发展阶段特征，认清机遇和挑战，加快期货市场改革与创新。

对此，我想提出以下几点建议：

一是加快品种创新步伐，构建多样化的产品体系。积极借鉴国际期货市场的经验，创新体制机制，进一步加快原油等关系国计民生的重要商品期货品种和国债等金融期货品种的推出，加紧对场内期权等衍生品的研究，积极完善产品体系，不断满足实体经济日益增加的多样化需求。

二是积极推进多层次衍生品市场体系建设，场内与场外协调发展。充分借鉴2008年金融危机的经验和教训，在不发生系统性风险的前提下，加快衍生品场外市场的研究和推出，解决标准化与个性化的矛盾问题，进一步完善多层次衍生品市场体系。

三是大力发展机构投资者，改善投资者结构。积

极引导和培育银行、证券、基金、信托等期货市场机构投资者，改变目前以散户为主体的投资者结构，努力将期货市场打造成一个拥有广大机构投资者参与的高端市场。

四是稳步推进期货市场国际化发展，进一步提升国际竞争力。不断加强研究，创新方式方法，稳妥有序地推进期货市场对外开放，逐步与国际接轨，建立起具有国际一流水平的期货交易与定价中心。

最后，我非常赞同正庆同志对加快期货立法的呼吁。我也讲了多次，我在这里再一次呼吁——加快出台《期货法》。20年过去了，《期货法》没有出台，我作为一个从事财经工作的老兵，感到很遗憾。希望我们上下共同努力，各方面都来督促、呼吁，争取在十二届人大促成《期货法》的出台，从而适应期货市场的发展。

我国期货市场前景广阔，大有可为，正处于创新发展的重要战略机遇期。我们要进一步解放思想、统一认识、全面把握机遇，沉着应对挑战，从服务经济社会发展的全局出发，加快创新步伐，不断推进期货市场的稳步健康发展，为社会主义经济建设贡献一份力量。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

期货新品种上市的审批应尽快改革

■ 中国证监会前副主席 范福春



今天开幕的第八届中国（深圳）国际期货大会，是在举国上下认真学习贯彻“十八大”精神的大背景下召开的，具有特殊意义。贯彻“十八大”精神，对期货界来说，应以科学发展观为指导，大胆地深化改革，以促进期货市场的健康发展。经过各方努力，中国期货市场目前处于历史上的最好时期。市场品种逐步增多，交易活跃，风险得到有效控制，从业人员素质不断提高，期货市场在发挥自身功能、服务实体经济方面，都登上了新的台阶。

面对市场的繁荣和发展，期货界必须保持清醒的认识，那就是我们的期货市场，仍然是社会主义初级阶段的市场，是一个转轨中的新兴市场，它的外部环境还不完善，发展中面临的挑战还很严峻，要达到使期货市场内在功能充分发挥，服务国民经济，特别是实体经济的效果不断增强的预期，必须抓住深化改革这条主线，闯出一条期货市场量的发展与质的提升同步的新路子。

这条新路子从哪里起步？减少行政审批，发挥市场

功能，是一条可供选择的途径。

当前，期货市场发展中需要行政审批的事项与前些年相比，已有相当的改善，但难啃的“硬骨头”还没有触及，这就是期货新品种上市的审批。

目前，一个期货新品种的上市，行政审批的链条太长，耗时磨人，效率太低。其大致程序首先是由期货交易所调查研究的基础上提出初步方案，然后与证监会期货部沟通、汇报并反复磋商，取得共识后再由交易所正式上报中国证监会。证监会接到报告后，要征求相关部委的意见。相关部委内部也要走完从处室到司局再到部委领导审批的程序，然后将意见反馈中国证监会。

在这个征求意见的过程中，期货交易所、证监会期货部还要去相关部委做相应的宣传、沟通、汇报工作。各部委同意，皆大欢喜；如有不同意见，还要多次沟通协调，释疑解惑。各部委原则同意之后，再由证监会履行相应的报批程序。

待全部程序走完之后，一个新的期货合约才能上市



交易。走完这个繁琐的审批过程，少则几个月，多则以年计。谁知其中味，不亲历者难以体会。

上述冗繁的审批过程，有其产生的历史背景。大家都知道，我国期货市场创建之初，经历了一个遍地开花、无序发展的阶段，期货市场内在功能没发挥出来，其对经济社会发展的负面作用却暴露无遗。“你对谁有仇恨，就让他儿子炒期货”，一位领导同志会见境外来访人士时引用的这句话曾广为流传。可见，期货交易、期货市场给领导和社会留下的看法是何等负面。

为了促进期货市场的规范发展，国家开展了以治乱为主的期货市场治理整顿。在治理整顿期间，相关部委大力协同，密切配合，取得了克乱求治的预期效果，也形成了期货新品种上市要各部委协商同意方能上报的惯例。

这种做法，在当时来讲，是必要的，有效的。十多年过去了，这个惯例沿用至今。时移势易，如今到了急需改革的时候了。这是因为当前的期货市场，与十多年前相比，各方面都取得了显著的进步，发生了巨大的变化。

集中统一监管的体制已经运转自如并显现出体制上的巨大优势，监管的有效性逐步提高；市场基础性建设进一步夯实，以期货保证金监控中心为基础的风险防范

和化解功能正在发挥越来越大的作用，市场发生系统性风险的可能性大大降低。

因此，与时俱进，改革期货新品种上市的审批程序，把它大大减化，即：除证监会外，其他部委不再参与期货新品种上市的审批。把新品种上市的推出权、选择权切实还给市场，各种条件已经成熟。把这项改革落实下去，政府可以减负，市场可以增效，时间可以节约，社会成本可以降低，一举数得，何乐而不为？！

在积极推进这项意义深远的体制性改革的同时，建议证监会期货部和期货业协会，从转变观念入手，借鉴发达国家期货市场新品种上市的经验，修改完善期货新品种上市和退市的相关规则，把发展市场的动力、权利和责任回归市场，让期货新品种上市的选择标准和推出程序，更为规范透明，把人为因素和主观判断压缩到最小程度。

一句话，把期货合约生生死死的选择权交给市场，让它常态化。把一个简单的事情复杂化是官僚主义，把一个复杂的事办得简单易行是改革创新。政府和监管部门应该在改革创新上下大工夫，这也是以实际行动落实“十八大”精神。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 |

全球经济与衍生品市场

主持人：



中国证监会国际顾问委员会委员、芝加哥期权交易所 (CBOE) 董事总经理 **郑学勤**

讨论嘉宾：



朱利安·诺贝尔
芝加哥商业交易所亚洲区总裁



迈克尔·彼得斯
欧洲期货交易所 (Eurex) 执行董事



周士达
新加坡交易所 (SGX) 执行董事



王中恺
台湾期货交易所 (Taifex) 总经理

郑学勤：

每年期货大会上大家都有很多问题，但到第二年回过头来看，我们的期货事业都取得了长足发展，包括期货品种的丰富、期货公司的发展等。并不是所有国家都能把期货做得很大，但是只要有经济实体，按照经济发展的规模、规律，自然会有发达的期货市场。世界最大的经济实体应该有世界最大的期货市场。我们认为，2013 年会是中国期货市场发展很快的一年。

今天我们有幸请到了境外几个最大交易所的代表，还有国内证券期货交易所的老总。希望他们能对 2013 年全球期货市场的发展趋势和交易所的产品走向进行大致描述，也不辜负大家参加这个会议。

首先，从国际开始，在座的嘉宾应该是全球交易所的领军人物了，希望大家能够讲几句，谈谈具体的一些问题。第一个问题，各位不远万里参加此次期货大会，有什么期望？对台下的听众有什么期待？

迈克尔·彼得斯：

我们看到了中国期货业的发展，并且觉得非常令人惊叹。无论是从已经推出的大宗商品期货、股指期货，还是正在研究的原油期货、利率期货，我们都感觉到中国期货业已经进入了多元化的发展阶段。我们对中国期货市场非常感兴趣，希望能够与中国期货业增进了解、加强合作，希望双方客户能够在多个市场中进行交易，这是我来这里的主要目标。

王中恺：

我们对大陆期货市场一直非常关注，两岸市场的发展、市场的参与者非常类似，更重要的一点是没有语言的隔阂，文化同宗同族，沟通上很方便。台湾业界一直希望能够发展两岸之间双赢的商业往来。我们有十几位业界同仁参加此次大会，我代表期交所感谢大会让我有机会到台上分享一些经验。

我们此行的最大期盼是两岸同业之间能有很好的互动。大陆资产管理业务开放了，很多期货公司已经拿到执照，希望两岸同业之间有更好、更进一步的具体沟通，分享经验。两岸之间有 ECFA 谈判，人民币结算也开放了，我们希望能够借此次机会跟大陆的领导、期交所的好朋友一起努力，促进两岸期货业的交流与合作。

朱利安·诺贝尔：

中国期货市场不断开放，不断国际化，我代表 CME 表达与中国期货市场长久合作的决心和意愿。过去 20 年，我们已经在与中国交往，一些高级领导也都定期来访。此次参会，一方面要进一步加深对中国的了解，只有了解了中国的政策环境、发展状况，才能更好地理解中国的改革方向；二是与监管部门建立起良好的互信和认识，只有这样，我们才能明确如何在满足监管要求的同时更好地服务中国期货市场，从而在有序、健康的情况下更好地推进双方合作。

这是我们此次参会的目标。此次会议规模庞大，机会很多，我们深感兴奋，并希望抓住这个机会更多地和各位交流。

周士达：

很荣幸来到深圳，这是我第二次参会。希望来这里交个朋友，跟大家有比较密切的了解，相互合作，把中国期货市场做得越来越大。

如何保护中国海外资产安全？

郑学勤：

金融运作涉及到的资产类型越来越多，包括国际市场、国内市场，以及国际国内市场的相关性。期货公司资产管理业务基本上都是在这方面运作，涵盖多个市场

的产品对扩大业务、增长回报有很大好处。

目前，中国证监会正在推进的国际化包括两个方面：一方面引进国外投资者到中国市场交易，原油期货会是一个突破口；另外一方面是期货公司走出去，在国际市场上交易。

中国客户到海外市场投资时会有一些特别的感受——觉得钱离他们越近越安全，比如在香港、新加坡；但把钱放到美国，心里就有点紧张了。在美国期货公司破产的事例中，美国期货监管部门 CFTC 采取了严格的措施来保护中国客户海外资金安全。在这种情况下，CME 能不能谈谈英国、美国等西方国家会采取哪些措施保护中国客户海外资金安全？

朱利安·诺贝尔：

在破产案例中，问题来自于对客户资金的挪用以及保护不力，整个期货业对客户资金的保护体系没有发挥作用。我们碰到的事情就是一些欺诈的活动，很不幸地导致很多客户难以回收他们的资金。目前，美国期货行业对于客户资金的保障还是相当稳健的，但并不是说就不需要再进一步加强。我觉得还要再进一步加强，CME 已经走在前面，不断推行新的流程和控制制度，在交易所层面确保客户资金安全。同时，监管部门，包括美国的 CFTC 和英国的 FSA，都想想方设法地提高客户资金的安全性。

具体而言，CME 和英美的监管部门提出了一些制度和流程，提高资金透明度，提出资金隔离要求，从而保障客户资金安全。我们提出了双月报告机制，每两个月对资金隔离状况进行一次通报。对于 MF Global 来说，就是缺乏这方面的监管。我们加强审查工作，检查期货公司资金分离情况。我们还积极加强一些规则的执行力，确保期货公司高管能够负起客户资金转移的责任。

此外，我们还会有一些新的政策，包括提高透明度、加强与监管部门合作、非清算会员担保制度。通过这些手段，我们能够更好地控制风险，保障客户资金安全，从而使客户恢复对期货市场的信心。

周士达：

我觉得信心是最重要的，MF Global 给我们敲响了

一个警钟。各交易所都有自己的系统，不同地区有各自的法律法规。在新加坡，我们和客户，尤其是台湾客户，合作得非常好，很快就解决了这个问题。不仅仅是因为我们交易所采取的一些措施，更是由于在我们背后有新加坡的法律、法规和规则。

对于整个行业来说，我们必须了解“客户隔离”是什么意思。无论在哪里做生意，不只是交易所很重要，所在国的法律也很重要。这一点值得我们所有人谨记。

迈克尔·彼得斯：

我个人要表达一点相反的意见。在客户资金隔离方面，不应该只是依赖于清算会员资格的隔离，我觉得券商本身也需要自问——在多大程度上能够为终端客户解决问题，从而确保客户资金跟清算会员资产之间是分隔开的？我们作为一个清算方，也开发出一个模式，就是针对每个客户的隔离，在清算所层面上账户是分开的，不同客户的抵押和保证金都是分开的。在清算会员违约的情况下，清算所能够很快地对违约会员的抵押进行回收。另外，虽然法律法规要求我们进行账户资金的隔离，但是我觉得清算所本身也需要在这个层面上采取一些措施，而不仅仅是依赖于法律法规的要求。

期权市场是期货市场的重要补充

郑学勤：

信心首先跟投资者的资金保护有很大关系，中国的投资者到国外投资，不能仅依靠国外的交易所或监管机构，国内期货公司在风险方面要把好第一道关，这也是值得大家关注的。

中国商品期货市场发展很快，但对于全球最活跃的产品——债券、指数、期权，却只有中金所的股指期货。我想问问国外的专家，你们觉得海外市场在创新方面对中国有什么启示？除期货交易外，你们还有非常活跃的期权交易，为什么在期货交易之外还需要期权交易？

朱利安·诺贝尔：

请允许我就前面关于客户资金保护的问题再补充一点，这是很关键的一个问题，事关于这个行业的转变。

我想说的是，我们希望能够找到一个很好的平衡：一方面实施控制，加强对客户资金的保护，尤其是抵押品方面；另一方面要避免走到极端，因为欺诈不可避免，控制措施采取得越多，客户成本增加得越高，市场流动性或者效益就会受到影响。所以我们需要找到一个平衡，交易所和监管部门可以采取很多措施，但不要影响市场的成本以及资金的效益。

关于期货、期权的问题，我们的期权市场流动性非常大，而且和期货市场互补性很强，所以完全是有必要存在的。实际上，他们是满足不同风险管理需求的金融工具，多元化的市场参与者需要通过对冲来降低各种风险，需要期权作为期货的一个补充。在一个市场里面，不能够只有期货而没有期权，因为如果没有期权就很难实现对于风险的全面管理。既有期货又有期权是一个很自然的现象，是很自然的一个金融工具的组合。

另外，场外交易品种也满足了很多市场参与者的风险管理需求。把场外交易转到场内来进行清算，这样的一个新变化也增加了市场的风险管理能力。总的来说，每一种工具都满足了不同风险管理的需求，满足了不同类型市场参与者的需求，他们是市场健康发展的一部分。中国期货市场计划推出期权业务，我觉得这也是市场自然发展的结果。我们对此表示祝贺，因为这是市场成熟的表现。

周士达：

我不久之前看了一份报告，来自国际货币基金组织的一份报告，其中提到了2030年中国GDP将占全球GDP的34%。中国经济要发展到这一水平，就需要一整套金融产品。我们非常荣幸，帮助过150多家中国内地企业在我们这里上市融资。同时，随着中国市场的不断发展，以及中国经济的不断壮大，我们觉得有必要拥有更多的期货、期权清算产品，因为在交易所清算是比较安全的。我们怎么样帮助中国经济发展？这种全套的金融产品是很重要的。

另外，如果中国GDP占到全球GDP的1/3，全球的投资者也要想方设法保障他们在中国投资的安全。中国股票市场、利率市场、债券市场要发展，就要提供更多的工具给美国、欧洲、日本的投资者，这样投资者投

资的时候就很放心了，因为有工具进行套期保值。期权市场是很令人兴奋的，它的兴奋之处并不在于交易所可以多收取佣金，而在于对中国经济有很大的助推力，让经济有很好的保障。

迈克尔·彼得斯：

在欧洲交易的亚洲产品大都是期权产品，市场参与者既交易期权，又交易期货，这是他们管理多样化风险的重要手段。我们认为这也是一种组合管理手段，现在很多基金经理既要管理现金的风险，又要管理利率的风险，通过丰富的金融工具，确实能够帮助这些基金经理提高资金配置的能力。

王中恺：

台湾市场从 1998 年 7 月正式上市第一个品种，跟中金所很类似，也是股指期货。三年以后，2001 年 12 月 24 日，外国人在庆祝圣诞节时，我们上市了股指期货。不管是什么产品，最重要的是要符合市场需求。台湾的市场资源不像 CME、Eurex，是一个资源比较少的经济体。我们在上市股指期货后便发现另外一个符合市场需求的产品就是期权。

这是什么原因？因为我们的股指期货和大陆相比还有一个劣势，我们有一个交易税，在交易费用方面占了很大比例。用合同金额的千分之一计算，加上期货公司的手续费，要打平的话大概要 5 个跳动点，一个跳动点是 200 元，即 1000 块新台币。期权出来了以后，情况就不一样了。期权的克税标准是权利金的千分之一，费用也自然降低了。

2001 年上市以后，我们同业之间也为期权发展做了很大努力。当时有一家期货公司最早提出费用半价，配套措施是从韩国引进了一个下单软件。因为市场上散户占了很大比例（目前也有超过一半以上是散户），所以这个措施让期权在台湾发展得很快。其他因素包括做市商提供了市场的流通性等。

境外衍生品市场欢迎中国投资者

郑学勤：

如果只能够推荐所在交易所的一种产品给中国的朋友，您会推荐哪种产品？

王中恺：

希望允许我们进一步加强与大陆交易所合作，比如签署谅解备忘录，在未来进行一些产品的交叉销售等。我们的一些股指产品还是比较成功的。

迈克尔·彼得斯：

从欧交所的角度来看，我们觉得欧洲的股指产品是值得推荐的，因为它是可以在整个欧盟市场内部进行交易的品种。

朱利安·诺贝尔：

一个产品推荐给大家，就是 CME 的股票。开玩笑。其实没有一个产品是进行单一交易的。

我们有全套的产品、全球的基准。中国市场不断发展的同时，基准也在不断发展。现在有很多全球基准，像伦敦的、香港的、东京的，这些基准可以满足我们的风险管理需求。同时又有对基准的合理化，特别是在石油行业，我们可以看到 WTI、布伦特、苏黎士以东地区形成的地方性基准。我觉得基准的地方性或者本土化也是一个重要的发展趋势。

周士达：

哪个交易所，哪个国家是你比较信任的？你愿意把你的业务、钱放在哪个国家？新加坡是亚洲唯一的 AAA 评级的国家，我们有自己的清算所，自己也投入了 30% 的钱。我们的商业模式也非常有效，我们很有创新，我们有亚洲的产品、有国际的产品，还有很多与其他国外交易所合作的产品。欧洲的一些产品，在我们的交易所也能够买到；我们与台湾期交所也有很好的往来；我们 25 年以来都在和 CME 打交道，在零售方面是长期的合作伙伴。

我们的理念很简单，并不是想推介给大家哪一个产品，我们推广的是一种合作模式。我也在努力学中文。与其竞争，不如合作。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 II

市场变化、监管改革与交易所创新

主持人：



中国证监会国际顾问委员会委员、芝加哥期权交易所 (CBOE) 董事总经理 **郑学勤**

讨论嘉宾：



黄红元
上海证券交易所总经理



陆肖马
深圳证券交易所副总经理



刘能元
上海期货交易所总经理



张 静
郑州商品交易所副总经理



刘兴强
大连商品交易所总经理



张慎峰
中国金融期货交易所总经理



李小加
香港交易所总裁

郑学勤：

每年各地的大会，各交易所老总进场都是会议的亮点，美国期货大会也一样。与往年情况不同，今年有四位大陆交易所老总是新就任的。我想在论坛开始之前请他们自我介绍一下。

黄红元：

谢谢主持人。我9月份接任上交所总经理一职，到现在有两个多月了，之前长期在资本市场从事机构监管工作，交易所工作对我来说是新的挑战，希望大家多多指导和支持。

刘能元：

我来上期所工作之前，在中国证监会天津证监局任局长。在北大完成学业，北大之前下过乡、当过兵，这段经历对我增加责任感非常有意义。

张慎峰：

我是这里最新的新兵，9月11日上任，到现在不够3个月，原来长期做稽查，希望各位对我今后的工作大力支持。

陆肖马：

我是最近证监会招聘进来，在深交所做副总经理。我的经历和各位不一样，曾经在美国商业银行做了10年，2010年加入中央汇金投资公司，今年11月份正式加入深交所。我是真正的新兵，希望大家多关照。

张静：

张凡同志今天没有到场，委托我来，因为今天玻璃期货上市交易。我想给大家一个最新的消息，截止到10时15分，玻璃期货平稳上市，成交量达到单边15万手，双边30万手，持仓量达双边6.4万手，单边3.2万手。

中金所：确保国债期货稳妥推出

郑学勤：

2013年对中国期货市场来说很可能是一个转折点，其中最主要的原因是我们将推出国债期货和原油期货。为什么这两个期货品种会带来一个根本性的变化呢？这两个期货品种在国际上也是最难的，因为涉及到很多部门，比如国债涉及到央行、财政部等。有的小产品可以允许失败，而比较大的产品在稳妥推出方面则需要花更大的力气。中金所在稳妥推出国债期货方面有什么准备？对期货公司有什么期望？

张慎峰：

在大会前几个议程中，几位领导都谈到了国债期货的筹备步伐大大加快，可以说“呼之欲出”。国债期货在国际上是使用最广、风险最低的一个衍生品种和

风险管理工具，20年前就曾在国内推出过，有广泛的交易群体和悠久的交易历史。当前，期货市场基础、市场环境、监管水平、运作机制等都发生了巨大变化，重推国债期货的条件是非常成熟的。

目前，全球20多个国家、27个市场推出了国债期货，“金砖五国”中只有中国没有国债期货，GDP排名前20位的国家除中国外也都有国债期货。正是基于此，社会各方对国债期货的推出非常重视，各方认识高度一致。

在此背景下，中金所以对国债期货重新上市做了大量论证研究工作，总的原则就是要本着“服务实体经济，贴近现货市场，发挥市场功能，防范金融风险”的思路选择最合适的品种上市。目前选择的合约品种是体量最大、交易最广、最容易开发其他衍生工具的5年期国债。我们从以下几个方面进行了筹备。

第一，加强与现货市场的联络协调。目前，国债总规模是7.3万亿，银行间市场托管的量大概占到了70%以上，三分之二以上的国债都被银行持有，银行间市场是我们现在最主要的市场，当然两个证券交易所也有。

我们首先要在银行间市场、交易所市场，以及托管机构——中债登、中证登之间，搭建桥梁，实现债券市场的转托管，并在未来交割环节形成一个有力的协调机制。现在各有关管理部门，包括人民银行、财政部、银监会，对推动国债期货上市的意见非常统一，并责成相关部门形成联合监控机制。中金所、中债登、中证登和外汇交易中心已经就信息交换、联合监管、跨市场托管，以及未来的交割业务形成广泛共识。在业务运作环节上没有任何问题。

第二，为了防范风险，我们做了非常细致的技术准备。现在使用的交易系统的性能非常稳定，处理能力非常强大。目前，国债期货交易峰值达到每秒300笔，而系统的处理能力达到每秒两万笔，也就是说系统对风险的覆盖包容达到70倍，在技术上没有任何问题。

第三，为了提升市场认知和运作水平，我们广泛开展了深入持续的市场宣传教育以及仿真交易工作。所有期货公司会员以及十几家银行参与了仿真交易，仿



真交易客户达到一万多家，每天大致成交四万到五万手，最高持仓达到十几万，数据比较合理，性能比较稳定，价格收敛也比较好。

另外，大家可能关心流动性。七万多亿国债中，银行持债三分之二，接近5万亿，证券公司、基金公司、信托公司和其他金融主体大致持债三分之一，未来流动性怎么样？通过走访各类主体，我们感觉到这个市场初期可能是一个相对比较理性、小众参与的市场，不会过分火爆，不会出现高高低低的情况。

尽管证券公司、基金公司持债4%左右，但他们

在银行间交易的数量却能够占到全部交易数量的五分之一以上。先实现平稳运行，然后逐步培育并实现长期稳定发展。由于我们制定了一系列严格的监管措施，这个市场短时间内也不会过度火爆。

上期所：通过原油期货提供更多衍生工具

郑学勤：

中国期货市场和美国相比，对实体经济服务功能确实强调得非常有效。国债期货是一个重要部分，原油期货是另外一个重要部分。国际原油定价机制存在

一个很大欠缺，就是来自中国的需求信息。美国到了2020年将是石油和天然气的最大生产国，需求大量转移到中国，如果国际原油定价机制中没有中国的需求信息，将对国民经济产生重大影响。这个重任就落到了上期所身上。

刚才提到申请上市一个普通品种有多困难，可以想见原油期货上市将更加困难。上期所能不能介绍一下原油期货的准备情况？原油期货推出后将会为期货公司和交易人员提供什么样的机会？

刘能元：

今年年初的全国金融工作会议提出了稳妥推出原油期货的要求，这是国家战略，上期所正全力以赴地做好原油期货成功上市的各项准备。原油期货在我国有非常现实和强烈的市场需求，这是其能够成功上市的基础性条件。同时，上期所近几年来和相关部委形成了非常好的合作关系，在原油期货方案设计过程中得到了他们的大力支持和帮助。

我们在设计方案过程中还大力加强了市场调研，和国内四大石油公司、国际跨国石油集团、消费者、金融机构，进行了广泛的座谈和反复的论证。目前，我们提出了“国际平台、竞价交易、保税交割”的原油期货基本方案。我们在海内外，比如伦敦、纽约、新加坡、香港，和贸易商、金融机构等主要原油期货参与者座谈，反复征求他们的意见，我们从中获益很多，学到很多东西。

上期所是在1999年由三家期货交易所合并而来的，即上海金属交易所、上海石油交易所、上海粮油交易所。其中，上海石油交易所在1993年就推出了原油期货，当时有一定的影响力，最关键的是积累了宝贵经验，同时留下了一批宝贵人才。

在具体的业务细节上，目前围绕原油期货上市的法律法规等配套制度的修订工作进展顺利，12月1日开始执行的新的《期货交易管理条例》使境外投资者参与原油期货交易得到了制度上的保障。同时，交易所内部关于原油期货的合约设计、交易规则、技术系统、风险控制等都已经基本完成。

下一个阶段，我们将对原油期货方案进行更深、更精、更专业的论证。此外，我们将争取在条件成熟时进行原油期货上市的模拟测试，检验硬件、软件是否符合要求，从而发现问题、解决问题。在测试过程中，市场参与者也可以熟悉开户、交易、结算、交割、结收费等业务流程。我们希望通过我们的工作确保原油期货的顺利上市。

原油期货是重要的大宗商品，也是重要的基础性商品。我们相信，通过原油期货的上市，我们将能够为市场提供更多衍生品。WTI有原油期货基础性产品，围绕着这个产品衍生出20-30个品种，给市场创新提供更多活力，给市场带来“N”种衍生品创新工具。我们希望和在座的各位，和期货公司共同努力，让原油期货成功上市。

大商所：积极推进OTC市场建设

郑学勤：

此次大会的很多论坛和材料都谈到OTC的问题，国内也在整理场外市场，场外市场能够存在就说明其有一定的经济基础。怎么样把这些业务转化成产能，变成合规合法、公平公正的市场交易？大商所在这方面有没有什么想法？

刘兴强：

本届国际期货大会让我感慨良多，我连续七年参会，跟在座的都是好朋友。说心里话，七八年来我们经历了很多。此次会议给我最深的感受是什么？改革的呼声非常强，创新的氛围非常浓。看到这种局面，我感到很振奋，尤其是很多期货公司跃跃欲试地准备在创新、改革方面干出一番新天地来。这是第一个感受。

第二，刚才听了几位老领导，包括现任证监会副主席姜洋的讲话，我也很振奋。姜主席提出了一系列改革创新的新举措、新想法，三位证监会老领导也都抓住当前改革中的攻关难点做出了一些呼吁。我觉得，如果这些任务、这些呼吁能够落到实处，将对中国期货市场开创新局面起到里程碑式作用。

第三，多层次市场怎么建立？OTC市场怎么发

展？中国地大物博，是人口大国，也是商品生产和消费大国。中国必将成为全球最重要的商品期货交易场所，这是毋庸置疑的。现在市场有需求，期货公司也在想办法开展这方面业务。交易所怎么办？我跟大家报告一下，大商所正在积极准备和推进与改革创新潮流相适应的举措，包括对 OTC 市场的推动，以及多层次市场的建立。

发展多层次资本市场被写进“十八大”报告，给大家带来很大鼓舞，也给交易所的改革提供了一个正确的方向。除了把现有品种做细、做深，提高品种服务功能外，在拓展市场空间，包括与会员单位合作方面，交易所还有很多事情可以做。我们也想把建设 OTC 市场和多层次市场作为 2013 年的一个工作重点。

郑商所：袖子外面的“拳头产品”

郑学勤：

郑商所是中国第一个期货交易所，最近刚刚上市了玻璃期货。郑商所在过去几年发展出了“拳头产品”，像棉花、白糖，改变了交易所的面貌。郑商所有没有藏在袖子里而没有拿出来的“拳头产品”？科学发展不是摸着石头过河，总有设想——怎么开发产品，怎么抓住市场机遇，怎么服务实体经济？即使没有新产品，有没有一些设想和思路？

张静：

郑商所是一个小所，跟各位老大哥比，我们是中部地区唯一一家商品期货交易所。我们确实在开发品种方面有一些想法，比如今天上市的玻璃。全球范围内没有人做过玻璃，这不仅是一个品种的创新，也是一个理论的创新。像玻璃这种产品，用过去的一些期货理论不太好解释，期货几大要素、几个条件等，对玻璃并不一定适应。我们首先要开展理论上的创新、品种的创新、规则机制的创新，比如玻璃的交割方式和现有的所有品种都不一样，还有各项技术手段的创新等等。没有创新就没有发展。

下一步，郑商所也有一些品种创新，并不藏在袖

子里面，在袖子外面。我们正在研究土豆期货，国外交易所短期上过，但没有成功。我们在研究的基础上会有创新，甚至想把合约按不同地域区分，一个品种两个合约，比如内蒙古的“蒙薯”、甘肃的“陇薯”，并在交易制度上有所创新。

我们还在研究动力煤，最大的能源，我国是一个以煤炭能源为基础的国家；还有最后一个大宗粮食品种——粳稻。通过对创新更深层次的理解，我们会在各方面工作上取得进一步发展。

港交所：入主LME后的机遇和挑战

郑学勤：

港交所做了一个大手笔，买了 LME。收购以后，对市场参与者的交易行为会产生什么影响？

在收购以前，港交所没有商品期货业务，现在有了商品期货业务，与上期所直接处于竞争的状态；最近港交所也在和深交所、上证所合作。港交所怎么保持与内地交易所既竞争又合作的关系？

对 LME 的收购是国际公认的大手笔，CME、ICE 都在中途退出了。港交所是对股东负责的公司，这么大手笔的交易一定有大预期在后面。港交所将采取什么策略，推出什么产品，有什么远期规划，从而使得投资者的这笔钱能够价有所值？

李小加：

在收购 LME 的竞价过程中，我一直在跟跑，从来没有领跑，每一次加价都是第二名，但最后冲刺是第一名。没有竞争也许会比现在便宜 1 亿英镑？也就是如此。从价值来看，LME 是会员制的，不应该赚钱，或者从另外一个角度，想让它赚多少钱就赚多少钱，这和商业运作是两回事。如果开展商业化运作，LME 市场实际上是 OTC 市场，是水面上大冰山，其他更大的价值在 OTC 市场上。所以做好会员服务，将来潜力巨大。这并不是说 LME 不如我们赚钱，我们更加有效率。我们对于去伦敦管理这家公司没有任何兴趣，也没有这个能力，没有这样的人员。我们收购的目的不是为了入

主 LME，而是为了提高本身战略发展的延伸力。

这取决于我们对整体市场的大判断，国际期货市场和期货市场之间到底是一个什么样的关系？欧洲时区和美洲时区有巨大的市场，石油、金融、金属，但整个亚洲时区只有中国市场，其他市场都不足为道。然而，中国市场本身又是相对封闭的，并开始从相对封闭走向大规模国际化。这七年的成就使中国成为世界巨人，但仍然是没有完全走出国门的巨人。

如果市场足够大而且基本供需平衡，那么期货市场的国际化压力和需求就不是很大。但是，中国在很多大宗商品上，包括有色金属、黑金属、焦煤、铁矿石、橡胶、农产品，都是大规模的净进口。在净进口的情况下，期货市场就必须国际化，并且不是简简单单的交易所国际化、期货公司国际化。

期货市场是一个风险管理的市场，是一个价格影响的市 场。既然我们是巨大的“volume taker”，所以不应该是“price taker”，而应该是“price maker”。在这种情况下，我们发展期货市场实际上是为了通过期货市场的国际化延伸自身影响力，最终能够影响价格、影响规则、影响标准，甚至影响整个游戏链的设定。

收购 LME 是一个百年不遇的机会，收购以后做什么呢？我们做简单的三件事。

第一，中国市场国际化过程中有很多壁垒必须要降下来，通过降低现存的壁垒做强做大 LME 现有产品。比如：在仓储方面，针对交易进出口控制、资本项下进出口管制，引入亚洲时区的清算，引入人民币的清算，甚至最终在现有产品上引入人民币的计价。这一系列手段都用于降低壁垒，把 LME 现有产品做强做大。

第二，在 LME 世界有色金属领导地位的基础上做一个延伸。在有色金属以外的黑金属，包括铁矿石、焦煤，甚至运输指数等等，做一个延伸。

第三，把 LME 商业化、现代化、电子化，未来产品合同尽可能简单化。

这三件事做完后，并不简单地到此结束。我们最终有一个大的判断，中国正处于由资本进口向资本出口大规模转型的过程中。资本出口不是简单的对外投

资，更重要的是怎么把力量延伸出去，把标准制定的影响力和与第二大经济体相符的影响力延伸出去。我们希望能够通过收购 LME，让我们摸着“熟悉的石头”过河。

谈到与内地交易所的竞争与合作，客观的竞争永远都存在，在座的各位之间都在竞争，在证监会的统一管理下都有竞争，更别说我们之间了。我们最关心的是能不能通过香港的独特地理位置，通过收购 LME 的独特影响力，和在座的各位老总合作。

我们和深交所、上证所已经做了接力，为什么不能与其他交易所延续这种成功模式呢？我们在座的一起，有没有可能在资本项下开放这一改革开放的最大深水区，通过商品期货，利用收购 LME 契机，寻求突破口。这是我们非常关心的一个问题。

回过头来谈第一个问题。各位朋友都在 LME 交易，有没有影响？今天的业务模式是建立在壁垒众多的基础上的，大家在壁垒之间，只有你能穿越于壁垒，那么你的影响力肯定会减少，我们在购买 LME 之后会把各方面的壁垒逐渐消除。如果业务量建立在市场越做越大、产品越做越多、流量越来越活的基础上，那么对你来说肯定有很大的益处。

证交所：推动证券期货市场合作与创新

郑学勤：

从国外看中国的资本市场，明显感觉到一个缺陷或者不同，中国资本市场波动率实在太大了。在现代金融理论里面，同样的回报，波动率高一倍，风险就高一倍。风险提高就会降低信心，降低信心就会降低市场价值，从而进入恶性循环。

国外资产一方面会有所谓的造市，看到相对合适的资产后能够把得住，但前提是风险可以转嫁出去。我们设计一个产品不是看其是不是可以交易，而是看持有产品的人有没有方法把风险转嫁掉。在中国股市上，交易者单纯地炒价差，没有风险转嫁机制。

国际上几乎所有交易所都在成为一个交易集团，这不是为了纯粹地做大业务，而是为了能够有一个对冲平台。中国的股市在这方面有没有什么思路？有没有

在现有股市中配置对冲工具从而减小波动性的设想？

黄红元：

现货市场为衍生品市场提供基础产品和服务，良好的现货市场对于期货市场的发展非常重要。上证所这些年致力于推进上市公司完善治理结构、提高透明度、健全分红制度，出发点也是为了让基础产品发展得更好。另一方面，期货市场如果发展得好，对现货市场风险管理也是有帮助的。

我接任上证所总经理以来做过一些国际推介，在国内也开展了一些调研，很多专家说他们其实很看好中国当下的 A 股蓝筹市场，认为市场比较低迷。我和他们讨论这个问题，形成一些共识。

第一，大多数中国老百姓喜欢低风险产品，如果老百姓在银行柜台拿到年化收益 5% 的理财产品，那么基本上是“秒杀”。从中国未来 3-5 年来看，上证所蓝筹市场收益率非常可观，比如：上证 50 的市盈率是 8.6 倍，股息率是 3.6%，上证 180 的市盈率大概是 9 倍，股息率大概是 3.3%。

“十八大”以后全国人民对未来充满信心，改革开放、创新发展是主旋律，整个中国经济的发展前景很好，增速怎么也应该在 7%-8% 之间吧？为什么基金公司、证券公司、资产管理机构，甚至保险公司，不能给老百姓提供一些保底的结构化产品，让他们分享股票市场，特别是蓝筹股市场未来 3-5 年的收益空间呢？

理论上所有上市公司发利率 3% 的可转债，对老百姓来讲就有一个保底的收益，同时可转债还可以让老百姓享受到未来公司成长的收益。如果衍生品市场能够提供更多的风险管理工具，中国的财富管理机构就能制造出大量的准固定收益产品，既能分享当下蓝筹股公司较高的现金红利，又可分享未来蓝筹股市场较好的成长空间。中国老百姓应该非常喜欢这类产品。

现货市场和期货市场，证券市场的财富管理机构 and 期货市场的专业机构，未来会有很多的合作空间，共同为老百姓打造更好的理财工具，同时也能够服务实体经济。

陆肖马：

中国经济发展这么好，全世界都非常看好。资本市场总体来讲波动性很强，总是令人失望，但这也不是一个临时的现象。我觉得恐怕是有深层次的原因，不是简单的技术手段就能够解决得了的。“十八大”以来，改革创新不但在“上面”得到肯定，而且在“底下”也达成非常强的共识，大家都坚信只有通过创新发展才能改变这个局面。

下一步需要探讨怎么创新。这个市场是相当复杂的市场，各种角色，监管部门、交易所、中介机构、投资者，各有各的事情要做，也要思考到底该怎么做。“十八大”报告中的一句话我体会很深刻，“社会和谐人人有责，和谐社会人人共享”。所有人都有一份责任，然后才强调权利。

老百姓希望相对安全的投资，也需要回报，但是风险和收益是相匹配的。从理财角度讲，银行是在通过证券投资行业帮助老百姓做有一定保障的产品，风险需要由投资者承担。但是，如果理财产品出问题，银行就要兜底。投资者也需要反省，不仅仅是交易所、监管部门的责任，大家都有责任。

交易所全球集团化，通过产品、规模，一方面提高竞争实力，另一方面服务实体经济。国内交易所还有大致的分工，尽管有竞争，但基本是互补的。深交所内部已经有一个金融创新团队，很长时间以来一直跟踪金融界的创新，也在做技术支撑的储备。在当前形势下，我们不能掉队。

积极改善交易所和经纪公司关系

郑学勤：

境外大部分金融创新产品不是交易所想出来的，而是机构想出来的。机构有很多需要，促使交易所上市这些产品。最近有人说，这一两年来交易所和期货公司渐行渐远，合作没有以前那么紧密。交易所将来怎么依靠中介机构发展新的产品，推广作业，同时照顾到各方利益？中介机构是要赚钱的，如果完全不赚钱他们就没有做中介的意愿；他们也需要新产品，否则就不能满足客户的需要。在改善期货公司

和交易所之间关系方面，各交易所是不是有些想法？

刘能元：

我自己总结期货市场目前有三大特点：一是机构投资者未来是期货市场发展的主要方向；二是绝对收益产品是期货市场未来发展的主要趋势；三是期货市场从现在开始要进入一个真正的专家理财时代。

面对这种创新发展形势，交易所应该怎么办？面对期货公司、机构投资者的套保、套利，甚至投机需求，以及他们的量化产品、结构化产品、套利产品，期货交易所要提供的就是基础性产品和工具。

现在市场人士提到无风险收益曲线，如果达到这种境界，我想将来很多大基金，包括老百姓的储蓄都能转化成投资，比如社保、基金、银行等就可以比较顺利地进入股票市场。期货市场的管理价值、管理财富、管理风险的功能就能得到进一步有效发挥。

刚才主持人说交易所和中介机构渐行渐远，我倒没有这种感觉。当然，未来市场的发展方向肯定是市场化、国际化，市场化的核心就是竞争。我个人是比较崇尚竞争的，面对这种竞争形势，交易所一定要跟上。2013年1月我们要在全国七个区域，由所领导带队进行调研，走访期货公司，跟他们座谈，充分听取市场意见，一起为期货市场的明天做出贡献。

刘兴强：

市场在发展变化，现在已经到了一个非常重要的时期，一个大转折的时期。交易所和期货公司之间的关系一定要变，趋向就是越来越市场化。交易所正在酝酿改革，会员制交易所实际上是有名无实，会员不满意，交易所也不满意。怎样做到更加适应市场需求？交易所要改革，这是我们正在做的一项非常重要的工作。这是第一个想法。

第二个想法，现在的条件和形势发生了很大变化。我讲一个数字，今年大商所的交易量到目前为止从三个商品交易所的比例来说占到了47.8%，曾经最高时占到过50%多。但那是什么时代？当时有一种说法——“一豆独大”，一个大豆产品占了半壁天

下。今年我们是47.8%，但整个市场不一样了。现在在有20多个产品，当年除了大豆、玉米，没有其他。证监会的改革思路，包括上市审批机制改革，如果能够落实，整个期货市场的发展将会大大超出大家的预期。只有少数品种，期货公司依赖一些品种的局面要彻底改变。

还有一条，期货公司创新步伐的加快，以及OTC市场的建立，将带来什么结果呢？过去期货市场创新很多依赖于交易所，交易所是产品的提供者。现在假如期货公司能够推出OTC市场，那么期货公司就不仅仅是中介机构，因为它也可以提供交易品种或金融工具。也就是说，OTC市场一建立，期货公司也就成为金融产品的提供者。原来金融产品的提供者只有交易所，现在期货公司也是金融产品的提供者。在这种情况下，交易所和期货公司之间的关系会发生很大变化。

说实在话，境外期货市场是不是都围着交易所转？不见得。其实期货公司提供的产品要比交易所快得多、活跃得多。从这个意义来说，由单一中心到多中心，由一个业点到多个业点的转变是一个趋势，也是市场化的必然结果。因此，再用传统的方式来评价交易所和期货公司之间的关系就不合适了。

大家很关注手续费返还问题，我觉得交易所把手续费返还作为市场化运作的工具，或者作为一种满足市场需求的手段是可以的，但完全像过去那样，实际上条件也改变了。另外，期货公司和交易所的合作范围越来越宽，机会越来越多，交易所发挥的作用越来越大。随着这种形势的发展我们会迎来新局面，会在交易所和期货公司之间建立一种全新的关系。假如交易所是股份制的，整个运行机制就会有根本的不同。我觉得这是趋势，也是一个好的趋势。

张慎峰：

“十八大”报告围绕金融体系创新，提出深化金融体制改革，加快金融创新，加强金融监管，防范金融风险，加快多层次资本市场建设。其中，在防范金融风险方面，我们始终将其放在重要位置。加快金融体

系改革和创新是市场的主题，中金所这段时间也在加强对十八大精神的学习和理解，制定新的规划。其中，在加快金融创新、降低行政审批、提高市场效率、让利市场主体等方面，我们一直在进行深入探讨。如何在金融创新的大背景下，开发出更多适合实体经济发展和广大金融主体需求的产品，提供开发其他衍生工具的基础产品，是我们努力的方向。

防范金融风险对我们来讲还有一个特殊意义。在市场交易中，中小散户做的贡献最大。为了防范风险，我们确立了立所的职责，首先就是社会责任至上，最终将中金所打造成社会责任至上、市场功能完备、治理管控科学、运行安全高效的交易所。

对于国债期货，我还想跟大家说一句话——国债期货意义重大，风险可控，准备充分，只欠东风，希望市场主体继续支持我们。

郑学勤：

对于国内交易所的发展方向，风险控制也好，投资者和交易所关系也好，港交所能不能提一些经验、教训、建议？

李小加：

我觉得中国资本市场的风险控制在全世界都是做得最好的，现在的问题不是控制，而是“水至清则无鱼”了。在风险控制方面，中国没有大问题，资本市场建设具有后发优势。其他市场都是从券商、期货商、经纪商发展起来的，在他们之上产生了交易所，他们下面就是客户，整个监管和风险控制都是在这个层面上设计出来的，中间地带非常大。

经过国债危机后，中国在交易所和投资者之间建立了直接而清晰的通道，从而形成了世界唯一的结构，风险控制非常清晰，是国家金融安全的强大后盾。

现在的问题在于，中国资本市场已经发展到必须走出去的地步。经过 30 年的资本积累，我们消费着世界上大量的大宗商品，却没有途径管理国际风险。我们所说的风险不是经纪商破产的风险，在某种意义上讲是简单的政治风险。中国的风险是，作为世界上最

大的“volume taker”，风险却没有真正通过期货市场规避掉。在没有完全国际化的情况下，这个风险是无法杜绝的，我们收购 LME 就是这个原因。

郑学勤：

郑商所能不能也谈一谈怎么支持期货公司在期货市场中发挥更大的作用？

张静：

交易所和经纪公司的关系非常重要，也非常密切，应该是一个良性的生态链。现在，我们的交易所和经纪公司之间还没有形成良性生态链。交易所强，经纪公司弱，某种意义上讲有些错位。创新发展需要钱，没有钱怎么样搞投资者教育、基础设施建设？国外大型经纪公司的实力比交易所不差，至少在经济地位上处于同一水平。

国内大部分经纪公司实力较弱，郑商所也在积极思考如何支持期货公司做大做强。第一，通过商业活动投入大量人力、物力，帮助经纪公司培养客户，特别是产业客户；第二，降低交易成本，优化制度，提高效率；第三，在技术保障上给予经纪公司更多支持。

投资者教育，包括机构客户的教育和培养，在国外一般都是经纪公司的事，但是在国内交易所应该站出来，跟经纪公司一起做这些事情。单纯让经纪公司来做，一些公司未必有这个能力。交易所还帮助经纪公司培养专业人才，比如分析师、营业部经理。

另外，还要在经纪公司那里放下身段，多多学习。我们在设计产品的时候，过去是交易所自己搞，站在自己的立场上设计合约；现在我们把经纪公司请进来，甚至把项目分包给他们，让经纪公司站在自己的位置上，站在客户的位置上，从设计阶段就对合约进行参与。

怎么比喻经纪公司和交易所之间的关系？我认为应该是一个非常良好的、互动的，相互学习、相互支持、共同发展的关系。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

全球市场投资中的风险控制

■ 新际集团全球期货业务总裁 约翰·费



我想跟大家回忆一下美国上世纪 60 年代的历史，时任总统肯尼迪用一个词描述当时遇到的机会，这个词叫做“New Edge”（新前沿），“前沿”在美国历史上有非常特殊的地位，即建立新规则，打破旧秩序，涌现出很多机会。我想引用他的话，1960 年 7 月 15 日他说：“我们今天站在了新的前沿，在前沿上充满了未知的机会，也充满了未知的危险。”

我觉得今天中国的期货业务也站在了新的前沿，随着市场的不断演进，出现了很多机会，也充满了各种风险。我们在全球做业务，今天我将会给大家讲解全球市场投资中的风险，帮助大家寻找海外交易伙伴，降低风险。

我们怎么帮助大家成功在海外开展业务？需要注意避免什么风险？怎么管理这些风险？在进入海外市场时，我们有一个庞大的网络，在新市场有子公司，这样进入全球市场就会非常方便。客户选择跟我们合作，

也是因为新际集团是家具有全球网络的公司。本地企业进入国际市场时通常没有这样的跨国网络，从而必须寻找一个当地经纪商，这会带来很多问题。

中介机构和司法管辖区

在选择经纪商时，首先要考虑他在哪些市场营业，这个问题听起来非常简单，但回答起来，却需要做一些准备调查工作。其中，最重要的一个问题是当地国家的破产法对经纪商的约束力。评估该地区如何保护客户资金，了解如果经纪商破产了，客户应该负哪些法律责任。此外，如果经纪商不是交易所清算会员，则需要了解其如何进入市场——是否借助其他附属或独立的经纪商？

我们看一下 MF Global 事件，很多人通过 MF Global 事件第一次了解了全球市场之间的复杂关系。由于各国破产法案之间的影响，一个美国客户很有可能

需要经过十分漫长的程序才能追溯到其在美国以外的交易资金。

例如，一个美国客户通过 MF Global 在新加坡的附属公司进行交易，这个附属公司必须遵守新加坡的法律；通过 MF Global 的内部组织，新加坡附属公司须和英国附属公司建立联系，英国附属公司又要遵守英国的法律；非美国地区的附属公司和美国附属公司之间也有联系，美国附属公司又要遵守美国的法律。

大家可以看到，不同相关方必须遵守当地不同的客户资金保护法律，这就解释了为什么需要经过漫长程序才能追溯到交易资金。因此，和非中国市场的经纪商打交道，一定要知道他在哪些市场营业，那些市场有哪些法律，以及这些法律有哪些保护客户资金安全的要求。

经纪商的资本金要求

选择海外经纪商的第二个问题是其资本实力如何。资本金是否能够支持客户交易？惠誉、穆迪、标普评级是什么？一定要了解信用评级。在各司法管辖区中，虽然客户资金都有法律保护，中国也有保护客户资金的法律，但如果出了问题，客户资金并不能全部得到保护。就像 MF Global、百利金融等事件，内控出了大问题，还

有欺诈现象。资本金实际上是一个缓冲，能够保证在出现问题时客户资金得到全额支付。

资本金越多越好吗？其实不一定如此，这要看资本金所支持的业务活动。比如，经纪商虽然资金雄厚，但有大量自营业务，这样的资本金也有很大风险。实际上，这正是 MF Global 当时的情况，在做自营业务时挪用分离存放的客户资金去缴纳自营盘的保证金。因此，自营交易在期货经纪商中必须予以警惕。

中国期货保证金监控制度是非常好的制度，每天都检查，期货经纪商也会报告客户保证金的情况。自从 MF Global 破产以来，我们向美国监管部门发出了强烈建议，倡导在美国采取类似中国期货保证金监控的制度。2012年3月我们给 CFTC 的意见书中就提到了这一点，希望能够有 24 小时的监控制度。在中国，我们可以学到很多新制度，并把这些制度带到西方加以发扬，帮助西方金融产业重建信心。

经纪商的内部控制

在选择经纪商时，我们还要了解他是怎么控制风险的。一是评估其他客户带来的风险。有多少客户占了经纪商 20% 的资金总量？有多少客户占了 50%？如果小部





分客户占了经纪商总资金量较大比例，达到 20%-50%，风险就比较大了。这是因为，如果他们出了问题就会影响到经纪商的经营。二是了解经纪商内部控制的第三方审计。三是通过浏览 NFA 网站了解经纪商如何投资客户资金以及其他重要信息。四是直接询问经纪商在监管调查中出现负面内容。五是调查经纪商涉及到的任何处罚、制裁或者公开的法律诉讼。六是了解经纪商主要高管的背景。

经纪商的合规文化

合规文化是新际集团商业模式的核心部分之一，通过经常性的培训、奖励和惩罚机制，以及由内部稽核、风险管理和合规部门组织的常规监督活动，不断壮大我们的合规文化。我们拥有多年的良好信誉，这些都非常来之不易，也是非常重要的一项资产，虽然不在资产负债表之上。

我们不断地监控内部审查、合规、运营风险，并通

过每天的业务活动监控确保合规。但是，我想在座的伙伴也会同意，合规无论怎样做都没办法达到完美。会有一些公司出问题，事实上也有一些公司已经出了问题，我们要确保客户意识到这个问题的重要性。

大家在选择海外经纪商时应该考虑到其对内部合规是什么样的态度。此外，客户进行衍生品交易，不管是在中国，还是在美国、欧洲或者亚洲其他国家，实际上都要承担价格上升或下跌的风险。

最后，经纪商的风险是不容忽视的，如果所选择的经纪商出了问题，那么在市场上承担的任何风险都不值一提。所以，我们在开展跨地区业务过程中，要不断强调经纪商合规的重要性，因为这对客户安全性非常重要，要确保客户随时知晓会面临哪些风险。

今天，我们都站在了新的前沿，面对新的疆界，新际对未来发展充满信心。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

小贴士

新际集团概况

2008 年，中信期货引入境外战略合作伙伴、全球经纪业务的领先者新际集团，成为中国三家中外合资期货公司之一，也是上海唯一一家中外合资期货公司。中信新际期货具有国内三家商品期货交易所及中金所的会员资格，能够代理国内上市的全部期货品种。

新际集团是世界上最大的多资产的经纪公司之一，总部在巴黎，业务遍及世界各地，在美国、亚太地区、欧洲和中东的 15 个国家约有 2800 名员工受雇于新际集团。新际集团由 Crédit Agricole 和 Société Générale 两个著名金融集团以 50/50 的出资比例合资而成。新际集团是公认的全球性多资产经纪商，在上市交易衍生品操作和结算方面处于领先地位。

2011 年，新际集团执行和结算超过 35 亿份（使用新际集团内部方法计算）合约，大约占场内衍生产品全球市场份额中结算的 11.0% 和执行的 12%。2011 年，新际集团总收入为 9.13 亿欧元，全球管理超过 415 亿欧元客户资产。新际集团在 16 个国家或地区有 20 多个办事机构，60 多个衍生品交易所会员资格，超过 25 个证券交易所会员资格。

新际集团是交易量和市场份额领先的期货经纪商，上市交易衍生品的全球市场份额，金融衍生品达到 10.7%，大宗商品达到 15.4%（新际集团内部方法计算，截至 2011 年 12 月 31 日）；是客户资金排名领先的期货经纪商，在美国排名第三，在美国以外地区排名第二；是负责任的企业领袖，有独特的经营模式，不做自营交易，只帮助客户交易，是一个中介经纪中心。



圆桌论坛 III

期货市场发展与期货公司业务创新

主持人：



永安期货总经理 施建军

讨论嘉宾：

汤姆·卡德莱茨
亚达盟(美国)公司(ADM)总裁帕特里克·布朗
杰夫瑞(Jefferies)期货公司总裁康纳·坎宁安
花旗集团(Citi Group)期货
及OTC清算亚太区总裁杰里米·埃米阿斯
Marex Spectron亚洲区总裁马文胜
新湖期货董事长袁小文
中证期货执行副董事长

施建军：

我们从三个方面谈今天的话题，一关于经营，第二个方面关于管理，三关于创新。从国内来看，期货公司收入来源比较单一，除了佣金以外利息收入也还可以。第一个问题，国外同行的收入是怎么构成的？根据 CFTC 公布的客户分离资产，客户资产 100 亿以上的美国 FCM 只有 7 家，10 亿至 100 亿的大概有 16 家，1 亿至 10 亿的有 24 家，1 亿以下的有 23 家；第二个问题，国际同行在经营上有什么特点？

国外期货公司的收入结构变化

帕特里克·布朗：

我们期货公司的收入结构，在 2009 年发生了很大

变化。2009 年以前，收入包括三部分，首先是佣金，第二是交割费，第三是客户资金的利息，有时利息收入甚至高达 40%-50%。2009 年以后，金融危机发生了，利率几乎降为 0，到目前为止还是这样，期货公司收入受到很大影响。

我们现在的收入基本来源于两方面，一是交割费，二是佣金。MF Global 倒闭的一个因素就是他们失去了大量的利息收入，从而想通过自营交易来弥补，这是非常糟糕的想法。

康纳·坎宁安：

我同意帕特里克·布朗的说法。收入来源由于两个原因发生了很大变化：首先是利率，几乎为“0”的利率；

其次是交易所新的保证金制度。这两个变化让我们的收入来源变得非常单一。展望未来,我们希望只通过佣金就能维持公司的运营。

提到客户资金的问题,在国际模式下分离账户的客户资金量确实非常大,花旗集团也采用这个模式。随着 OTC 交易的清算转入场内,我觉得未来期货公司掌握的分离账户的客户资金量将越来越大,会有越来越多的掉期交易活动。我们认为总的分离账户的客户资金量会达到 1 万亿 -2 万亿,其中大部分集中在少数几个大型期货经纪公司那里。

施建军:

OTC 收入占的比重有多大?

康纳·坎宁安:

到目前为止,场外交易的清算情况还在不断变化。G20 集团刚刚推出了新的规定,到 2014 年随着新规定的逐步实施,我们将看到强制性的场内清算,场外交易清算转到场内。2013 年 3 月,我们会获得第一笔场外交易清算收入。由于规则的变化,我们对于场外清算收入还不很清楚,但随着时间的推移,它将会占到较大比例。

杰里米·埃米亚斯:

前面同行的观点我都同意,他们讲了我想讲的。2009 年之前的收入架构使得期货公司可以依赖利息收入,并形成了一些坏习惯,现在这种情况难以为继。幸运的是,我们公司的固定收入比例较少,交割费占总收入的比例非常大。

总的来说,我们的收入一半来自于 OTC 业务,一半来自于交易所清算,是一个相对平衡的模式。我们是一家业务量较小的公司,客户数量比较少,但是清算业务带来的是非常忠诚的客户。通过清算,我们和客户建立了非常好的、长久的业务关系,并可以获得一定的收入。

资管业务撬动战略转型

施建军:

国外和我们不太一样,交割费用和 OTC 业务收入

占有较大份额。我国也开放了期货公司资产管理业务,国内期货公司在资产管理业务上怎么考虑?

袁小文:

我谈谈关于资管业务的一点看法。

第一,资管业务是整个行业的战略转型。20 年来,国内期货公司基本上只有一项业务——经纪业务,前几天 18 家期货公司获批资产管理业务,从而产生了本质上的区别——从卖方业务转向买方业务。经纪业务是卖方业务,简单来说就是卖工具;资管业务是买方业务,利用工具来“挖金子”。有铁锹不一定就可以挖出金子。

第二,关于牌照红利。有人认为资管业务的推出是很好的政策红利、牌照红利,我个人认为在做单纯经纪业务时我们也有牌照红利,毕竟整个中国只有 160 多家期货公司,对于资管业务来说,基本上只有 20 多家期货公司能够获得牌照红利。我认为牌照红利不是根本性的问题,最终要看有没有思路、有没有布局,思路决定出路,布局决定结局。

第三,关于能力和运气。拿到牌照后,我们有没有能力把资管业务做好?靠什么挣钱?挣谁的钱?自身能力够不够?只有我们的行为、知识、能力,才能体现最后的结果。当然也有运气成分,但运气是短暂的,能力则是长期的。中证期货对资管业务提出了“稳起步,高起点”的要求,充分积累经验后再逐步扩张。大家对创新牌照寄予厚望,我觉得收益需要时间,需要总结经验,毕竟这是我们的第一次,不要把预期定得太高。

施建军:

国外同行服务过很多 CTA、对冲基金,对于中国开展资管业务有什么建议?

帕特里克·布朗:

在西方,这项业务显然是非常有益的,CTA 的活动也受到很严格的监管。一般来说,CTA 和自营业务,要把两个职能做一个清晰的区分。在实际实施过程中,美国大型投行的自营业务会向 CTA 寻求做对冲基金的

建议。在美国，两者要做明确的区分，不会把两个混为一谈。

杰里米·埃米阿斯：

资产管理业务对大家来说是很利好的，CTA 会使得对冲基金业务进一步增长，因为他们在客户资源、流动性、透明度、可交易性等方面，具有很多优点。我们要提供流动性和直接市场准入等便利条件，这都是市场所欢迎的，并且还会进一步发展。虽然现在自营业务还承受一定压力，但是我觉得以后的发展空间很大。

汤姆·卡德莱茨：

对于 CTA 和对冲基金，我们提供现金管理、交易分配服务，我们把他们当成合作伙伴，他们也是我们很忠诚的客户，我们和他们之间可以建立很长期的合作关系。

康纳·坎宁安：

我接着帕特里克·布朗的话题讲。在西方，自营业

务、代理业务、经纪业务之间有清晰的区分，我相信以后的监管还会在这方面进一步加强。有一点必须要谈，从定义和风险状况来看，CTA 业务和经纪业务是不同的，如果经纪业务出了问题，关键是保护客户资产，但 CTA 业务的风险性质不同，风险暴露也不一样，所以，把这两个层面结合在一起时，就要考虑客户会不会因此承担不必要的风险。

如何保持从业的青春和活力？

施建军：

看来还是要加强与客户资产的分离，防止与客户利益的冲突，在这方面我们有很多工作要做。

今天，在座很多人都已进入期货行业 10-20 年，我当了差不多 20 年老总，有点厌倦了。我想问问国外的同行，你们如何保持青春和活力？在你们的从业生涯中有什么绝招？

汤姆·卡德莱茨：

我从小在农场长大，天不亮我父亲就把我叫起来，到现在我还一直保持早起的习惯。期货是风险业务，面对各种问题和风险，需要承担很重要的责任。虽然



ADM 投资服务公司有很多客户，但是把顾客了解透并建立良好关系才是我每天工作的动力。这是我们的责任，我们把公司看成家，把客户当成亲人。我们服务很多客户，我们拥有 50 亿客户资产。我的动力就是维持和客户的良好关系。

帕特里克·布朗：

我做这一行也有 28 年了，比您刚才讲的 20 年还要久。让我保持兴趣的动力，特别是在过去的 2-3 年，就是世界发生重大改变，行业走向转折点——期货行业会有 3-5 年的大变革，5 年之后的样子和今天相比可能是不一样的。美国多德·法兰克法案的实施，会完全让这个行业改观。

这显然是一个很有意思的时代，出现了这么多新业务，包括中国市场的崛起，我们自己也发生了很多改变。改变过程中，世界已经开始从西向东转移。我们面对着一个新的前沿，看到一个新的疆界，未来会有很多困难，但这却让我非常兴奋。

康纳·坎宁安：

我早上能够起床的原因是每天都是新的开始。我做了 20 年期货，这段时间期货市场的变革非常显著，市场不断得到大幅改观。我刚入行时，公开喊价是最常见的方法，今天所有市场已经完全电子化了。技术的发展和进步在过去 10 年当中非常惊人，完全改变了不同参与者的参与方法，高频交易、CTA 逐渐兴起。我们遇到了立法与监管环境的变化，每天都有做业务的新点子，行业面貌也会因此而改观。系统性的变化，行业不断演变和发展，让我十分兴奋。

杰里米·埃米亚斯：

过去几年我们所面临的挑战——雷曼兄弟、MF Global、多德·法兰克法案，显然促使这个行业做得更大、更强了。中央清算更加壮大，更清晰的执行、更透明的定价，我们进入这个行业是正确的，而且时间也选择得特别好。很多人都非常需要我们的产品，期货市场发展得非常快，很多业务根本没有开展，还有很多产品

等待我们去开拓，期货市场的潜力是无可限量的。

Marex Spectron 是最大的私营期货经纪商，但我们还有 50% 的期货市场份额无法进入，市场发展空间无比巨大。进入这个行业，我非常兴奋，因为可以看到这么多机会。

国外同行发展的启示

施建军：

国外同行的发展对中国期货公司有哪些启发？

马文胜：

记得十几年前做期货时，接触了很多海外期货公司，当时感觉他们的规模也不是很大。但十几年后的今天，海外很多期货公司已经变成了很大的“个头儿”。与海外接触的十几年中，我有这么几个体会。

第一个体会，海外期货公司的两个门槛提高了。一是 IT 技术门槛。全球已经基本形成五大技术垄断商，大公司可能都用这些系统，同时他们还有适应自身客户需求的系统。很多公司的 IT 人员数量已经占到相当比例，韩国公司 IT 人员占到 40%-50%；另一个是清算门槛。全球现在基本形成了 20 多家大型期货公司，他们拥有全球清算会员席位。此时中国“走出去”，确实很难赶超，因为需要投入的资本金会更大，从而会找这些清算商清算。今后，我们无论是在国内发展，还是在海外发展，都要重视这两个门槛的影响。

第二个体会，差异化越来越明显。刚才几位海外老总讲到，海外机构没有完全突破手续费、利息为主的收入结构。我感到现在已经在转化，比如海外是不是在形成三种类型的公司？

第一种类型，全球通道、全球清算的大型期货经纪商。他们拥有先进的 IT 技术，任何 IB、客户都可以通过各种方式连接到他们的技术平台，在全球交易所进行交易。刚才谈到 CTA，我在这里也补充一点看法。在中国开展资产管理业务，有一个细节要小心。我们面对的市场，单就期货来说，十几个品种，虽然上市二十多个，但真正活跃的只有十几个。但海外的 CTA 由于

全球清算通道的形成，通过一个期货商可以交易全球 200 多个品种。基础产品不一样，策略也是完全不一样的，做国内 CTA 业务时要考虑到国内的特点。

第二种类型，产品设计、交易型的期货公司。比如，做一对一的清算产品，将以对冲为主、以管理风险为主的产品卖给市场。此外，随着经纪业务的退化，开始资产管理、投资咨询等交易型业务。

第三种类型，以大宗商品和产业链客户为主，以期货市场标准化产品为基础设计一对一的 OTC 产品的期货公司。我在新加坡见到好几家这样的期货公司，发展也很好。

全球期货公司的发展理念正在从“做规模”转向“做优”。现在证监会给了我们业务平台，也逐渐国际化了，国际上大型期货公司所拥有的平台都逐渐批给了我们，是不是在引导期货公司发展上，特别是在分类监管上，也要转向？比如，现在的分类监管就是一条路，共同的指标，必须要有一定的规模才能评到 A。引导是不是也要随之发生变化？合规达到一定层级就是好公司，鼓励大家按照自己的特点去做优。

第三个体会，国内期货公司要把握好期货市场发展的两大特点。一是产品金融化。金融产品不断上市，以大宗商品为基础标的物的理财产品，机构投资者设计的产品，今后会大规模进入市场，比如基金公司、保险、信托，这是期货公司面临的一个非常大的机遇。

二是市场国际化。市场的国际化不是我们“走出去”，也不是我们“引进来”，而是中国投资者水平国际化、企业风险管理水平国际化、期货公司研究水平国际化、期货公司技术水平国际化。在国际化过程中，中介机构的职能要进一步提升。

提升的“天花板”是交易所基础产品，交易所基础产品一定要开放；“封底”是期货公司经营上的自主权，比如允许到伦敦、美国、欧洲设立子公司，拿清算会员席位，从而迅速进入海外市场。现在，大型期货公司都是十几个亿的净资产，今后还会进一步增多。我们能不能代表中国的中介机构迅速国际化，从而带领中国企业在全球风险管理中做一点事情？

袁小文：

我们为什么要在这个行业里干这么长时间？我从第一家期货公司到现在，已入行 20 多年，对这个问题考虑得不多。最近中信证券到中证期货做干部考核，他们异口同声问了一个问题，“期货行业这么多年发展得这么慢，为什么你们在行业里干了 20 年，动都不动？”我也在考虑这个问题，分享一下我从第一家期货公司坚守到今天的感受。

这种坚守很大程度受国际市场的影响。1994 年 8 月 23 日，我们全家第一次到 CBOT，是到场内参观的第一个中国家庭。当时，为了欢迎国际友人，他们突然放起了日本国歌，以为我们是日本人。中国期货市场那时候才刚刚开始，没有很多人认识。美国期货市场有一百多年历史，是四代人守下来的行业。英文“Futures”是“未来”的意思，未来总是充满希望的。因为简单的道理我选择了这个行业，也走到了今天。

期货行业的国际化程度很高。我们的交易规则，基本上所有产品，包括交易市场的运作模式，都是复制了国际期货市场，特别是美国市场的做法。我们半夜里看伦敦、美国的盘，早上看中国的盘，国际化程度非常高。走到今天，国际化道路越来越近了。在 WTO 框架下，我们对除期货市场外所有金融机构都做出了开放承诺，当时可能是因为期货市场太小了。

我们要做到三件事情。第一，进一步加强国际视野，不光看国际市场行情，还要看国际同行在干什么、想什么、怎么干；第二，建立国际交易通道，没有国际市场的通道，肯定是实现不了国际化的；第三，储备国际人才。无论是国际业务，还是国内业务，都面临两大问题——人才、钱财。如果没有钱，就无法获得国际交易席位；如果没有席位，就不能吸引国际人才；如果没有人才，就不能赚到钱。这是一个互相循环的问题，一定要有“人”才能有“钱”，在国际人员储备上要下工夫。

国外同行的经营优势

施建军：

刚才马总讲到国外经验对国内的启示，其实期货

公司分类和客户类型有很大关系。从 CFTC 公布的持仓情况看,大概 30% 的持仓来自生产、加工、贸易企业,属于对冲风险的实体;差不多 30% 的持仓是互换持仓,这些持仓我估计是从 OTC 市场到场内市场锁定风险的持仓;第三大部分持仓是基金持仓,即对冲基金、CTA、指数基金持仓;剩下大概 10% 是其他投资者的持仓,美国其他投资者也发生了很大变化,很多自营公司不拉客户,这种新兴的形态这几年表现得非常突出。

作为 FCM,每个公司都有自己客户服务的重点,比如 ADM 是全世界最大的粮商,在服务大豆、玉米、小麦等粮食企业方面有什么独特的优势和做法?请各位结合公司情况谈谈。

汤姆·卡德莱茨:

我们确实有很多优势,其一就是我们的母公司是世界上最大的粮食生产企业。我们充分利用了这一优势,我们的客户群非常大,很多客户都通过我们来做交易。

我想补充一点,客户服务非常重要。我们提供的客户服务十分优秀,我们非常自律,我们会和客户分享回报,我们会提供清晰的报表、量身订作的对冲策略。我们为各种不同的客户提供各种不同的优质服务,这也是我们的优势之一。

随着全球业务的发展,我们还积极延伸 ADM 的全球网络优势。20 世纪 80 年代,我们建立了亚洲合资公司,1993 年进入台湾,我们还进入了欧洲市场。接下来,我会和母公司考虑在中国的业务。

帕特里克·布朗:

我们关注大宗商品,就是要做一个专业的大宗商品 FCM。对我们来说,杰夫瑞就是要不断地做大做强,保持专业的水准,拥有专业的队伍,并将我们的能力发挥在大宗商品上,特别是谷物、软产品、有色金属、贵金属、能源产品。因此,我们的大部分客户是套保商、厂商,我们没有太多,也不愿意服务对冲基金或高频交易客户。在中国,我们的策略

是一样的,主要提供服务,提供研究,提供期货报价,提供期权意向。

康纳·坎宁安:

花旗是为数不多的全能银行之一。全能银行有两个好处。一是全球覆盖和本地智慧。任何一个地区都有花旗的存在,我们在零售银行、商业银行和投资银行等方面都有所建树;二是通过技术手段处理各地区交易所间差异,进行跨区域的正常化处理。我们有这种规模和能力,可以进行资本投资,进行技术和人员升级,从而提供一个全球化平台,消除市场与市场之间的差别。通过技术手段,客户面对的是一个一体化的全球市场。这是花旗最主要的实力。

杰里米·埃米阿斯:

我们是一个特别的经纪商,必须尽量差异化,从地域、客户和产品等方面进行多元化。当然,分散是一个降低风险的方法。我们希望能够期货和大宗商品方面做大。我们有很多专业交易商,给他们提供专业的资讯服务。我们不做自营交易。我们希望成功结合场内和场外交易,一年前我们收购了最大的 OTC 交易商。我们的模式是不同的,这就是我们特别的地方。

期货公司该不该做自营?

施建军:

新际强调不做自营,Marex Spectron 也说不做自营。FCM 天天和客户打交道,告诉客户要注重风险管理。FCM 说做自营,就管理不好自己的资金,管理不好自己的风险?这个问题你们怎么看?

汤姆·卡德莱茨:

对我们来说,这是一个文化。我们从来不做自营,这是我们有意而为之的选择。我们多年以前就做了这个决定,不管好坏,这是母公司为我们定的一个方向。我们也会有一些大客户做自营交易,我们帮他们管理,但这是独立的、实时的,可以均衡交易对手风险。MF



Global 就失去了这种均衡，他们的失败就是因为平衡被打破了。哪个更重要呢？自己的业务重要，还是自营重要？大家要小心。

杰里米·埃米阿斯：

期货业务利润率很低，要考虑系统、文化、人员，不犯错才能赚一点小钱。期货业务不好做，就会想到别的业务。做别的业务能够赚更多的钱吗？做自营业务时，就会忘记做期货业务时的种种小心和谨慎。

帕特里克·布朗：

我非常认同，这一点非常对。我再补充一点，这是两个不同的职业。做经纪就是要理解汽车是怎样运转的，要知道车坏了怎么修，但不是司机，交易员是司机。我们要确保汽车运行状况良好，管理汽车的风险，确保不出问题。要管理系统风险、运营风险，一切都要管起来，但不是自己开车，这是很专业的，工作性质非常不一样。

康纳·坎宁安：

花旗就不太一样了。花旗是全能性银行，有很多投行业务，主要提供流动性以满足客户需求。市场流动性不高时，我们就利用专业知识为市场提供流动性。我觉得这是一个很重要的区别，对我们来说是独特的优势。小型期货公司未必有我们这样的能力来提供市场流动性，这是全能银行的能力，为不流动的市场提供流动性。

施建军：

OTC 市场业务也有很大风险，我们要为客户提供个性化的风险管理和服务，也就是说我们要做他们的对手。其实 OTC 市场业务的持仓，不能完全在场内对冲，这个风险和自营的差异有多大？

杰里米·埃米阿斯：

我们只做 OTC 市场业务的经纪，不做交易，所以我们没有这样的风险。

寻找中国合作伙伴

施建军：

中国国际期货大会开了八年，八年来国外的朋友对我们很支持，但是除了花旗集团在中国有业务外，很多其他国外同行在中国都没有业务。中国期货市场将进一步对外开放，在座的同行，如果你们要合作的话，想找怎样的中国合作伙伴？想在哪个领域开展合作？想在哪个重点领域取得突破？

汤姆·卡德莱茨：

在选择合作伙伴时，我们会对文化做一个比较。投资节奏是不是合拍？管理体制能不能达到一致？如果这一点做到了，就要比较两家公司的强势和弱势。是不是有技术优势？是不是有交易平台优势？有没有信息研究能力？双方是不是能够融合起来？

任何合作都有风险，所以需要有一个管理团队做出很好的决策，而且能够迅速做出决策，从而在业务发展过程中及时响应。怎么管理这样的团队？管理团队的沟通、交流，以及专业的工作方法，很重要。

帕特里克·布朗：

我们要找一个志同道合的伙伴，业务经营手法、经营理念要共通，策略也要能够相符合。我们很专注于大宗商品，如果要到中国内地开展业务，我们希望能够帮助大宗商品进口商进行套保，无论是期货、期权，并向他们提供信息流。从这个角度来说，我们带来西方市场的知识，同时又要结合中国本地的知识。

康纳·坎宁安：

花旗 200 年历史中，有 100 年都在中国营业，我们和中国企业之间有长久、有效的合作，未来也会继续合作。随着中国进一步开放门户，中国企业也会进一步走出国门。我相信一个重要的原则——与任何企业合作都要有一个共同的愿景，策略性的愿景。比如，我们和中国企业有很多共同愿景，中

国企业想走向国际，我们的想法是一致的。

杰里米·埃米阿斯：

我同意他们所说的，在文化上要有契合度，合作伙伴应该与我们互补。我们从外面带进一些东西，他们也要相应地带给我们一些东西，不应该是单向的，而应该是互惠的。根据以往经验，一些国家对我们设置了限制，而我们通过合作伙伴克服了这些障碍。有些情况下，我们只想找个合作伙伴绕过监管限制。我们希望合作伙伴具有更多的互惠性。

马文胜：

在选择国际合作伙伴时，双方的做事方式和方法要相近或一致。对期货公司来说，更加重要的是 IT 技术的互补。至于其他方面，在合作中都会逐渐融合的。

袁小文：

如果中证期货选择合作伙伴，肯定选择“强强联合”，有共同的行业地位，同时能够实现互补，在这种情况下进行合作是非常有必要的。当然，我们吸收合并国内公司后，深深感受到合作过程中的最大障碍还是文化。大家理念要相通，文化要融合，要有一个共同的目标，要形成共识。如果共识不能达成，那就形同虚设，而且是同床异梦。

施建军：

从技术层面讲，我感觉中国和国外期货界有很多领域可以合作，只是目前很多东西我们还搞得不清楚。

第一，资管业务的合作。资管业务到底怎么做？有很多技术方面、策略方面的问题；第二，OTC 市场的合作。中国还没有 OTC 市场，合约标准化和客户个性化需求之间的矛盾解决不了，法人客户的参与面比较窄。如果期货公司风险管理子公司做起来了，这一领域的合作会很大；第三，技术方面的合作。IT 技术已经成为期货公司的重要环节。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

机构投资者对衍生品市场的运用

■ 高盛公司亚洲期货总裁 保罗·戴维斯



非常高兴看到这么多人，这实际上是一个非常清晰的信号，说明中国资本市场正在发生很大变化，尤其是在衍生品市场方面。接下来的几个月、几年时间里，我们将会看到持续的变化和增长。同时，也非常高兴看到来自海外的老朋友，他们积极参加此次会议，他们跟我一样相信中国的潜力。

机构投资者如何在每天的工作中利用期货市场？他们的需求是什么？我希望通过三个部分的讲解，帮助大家思考机构投资者的重要性，以及如何培育机构投资者市场。

机构投资者类型

对全球大部分经纪商来说，客户大部分是机构投资者；而对中国期货公司来说，现在可能还更多依赖于散

户。一般来说，机构客户包括银行、主权财富基金、资产管理、养老基金、企业、商品交易公司、自营机构、做市商和证券公司等。

相对于散户，机构客户的账户结构有较大不同，也更加复杂。包括两种情况，受益人自主进行交易和受益人授权其他实体对投资进行管理。其中，前者的机构客户包括银行、主权财富基金、企业、证券公司等。他们会直接跟经纪商签订合同，同时，为方便不同投资组合的结算，经纪商需要为他们设立子账户。

受益人授权其他实体对投资进行管理的机构客户包括资产管理、对冲基金等。资产管理会收取佣金来进行资金管理，受益人结构类型包括共同基金 / 信托、私营对冲基金 / 信托、机构投资者。养老基金、银行等，有时需要其他资产管理帮助他们管理资产。



与此类机构客户合作时，需要考虑的因素包括：交易授权、为每一受益人开立单独期货账户、直接与投资经理沟通等。

如何为机构客户开户？

我们需要了解自己的客户，了解机构客户比了解散户更难、更复杂。在为机构客户开户前，我们需要了解以下几个方面。

首先，机构客户会与哪个经纪商签订合同？影响的因素包括机构客户和经纪商所在地、交易对象、开户所在地司法状况。

其次，交易对手是谁？明确机构客户的账户结构，受益人是否制定了某个实体作为投资顾问或交易员，以及受益人是否自行交易。

第三，谁会使开户合同生效？此时有三种情况，即受益人、投资顾问或交易员、开户简易程序——开户所需主协议的生效。

第四，反洗钱程序。在开户过程中，经纪商需要对客户背景进行严格审查。证实客户背景所需的信息包括，客户是否被控制、合宪文件、投资管理协议、基金来源。

最后，信用复核。在信用复核过程中，评估客户的财务状况很重要。根据信用复核状况，经纪商可以提出额外的保证金要求。

根据交易所和交易规则的不同，经纪商会为客户建立不同的账户。在 ID 市场机构中，经纪商在交易所为每一位客户开立单独的账户，客户和账户之间是一对一的关系。这种结构通常适用于 ID 市场中的交易所，例如：中国金融期货交易所、印度国家政权交易所、台湾期货交易所。

在综合账户结构中，经纪商在交易所为所有客户开立一个综合账户。这种结构通常适用于非 ID 市场中的交易所，例如：芝加哥商业交易所、新加坡交易所、洲际交易所。

期货市场的优势

机构投资者为什么要使用衍生品市场，而不是直接进行标的物交易？很明显，利用衍生品有很多优势。

一是交易所承担了交易对手风险。交易所的角色消除了交易双方对对手信用和身份确认的不必要关注，交易所是任何一个卖方的买方，也是任何一个买方的卖方。

二是高流动性。在大多数国家，期货交易的名义价值大于股票交易的价值，全球期货与期权成交量在 2011 年达到了 249 亿手（比 2010 年增长了 11.4%）。

三是低交易费用。从每次交易的角度看，期货交易的成本大概比交易标的物要便宜 80%-90%。

四是杠杆作用。期货合约的初始保证金是实际价值的一个百分比（通常是 1%-10%）。例如，一手 CME 集团 WTI 原油期货合约的保证金为 5100 美元，这只是其实际价值的 5.27%。

五是价格透明。当前的交易价格对所有市场参与者公开，全球电子化交易的发展也进一步促进了价格信息的传播，报价、询价、交易价格（电子化、实时化）都可以通过交易所传递给市场参与者。

六是简化。投资者不必担心操作层面的问题，诸如如何处理股息或者债息。

七是匿名化。在以交易所为中介的交易环境下，交易双方的身份可以实现匿名化。

八是全球化。全球范围内有大量的流动性期货合约供投资者选择，仅通过一种金融工具就可以获得不同类型的头寸。

九是高流动性期权。这为投资者提供了在市场变动时盈利的机会，也提供了完美对冲风险的工具。

机构客户如何使用期货市场？

第一，股权化。

基于现金的期货头寸可以帮助基金经理最小化交易成本，从而提高资金操作效率。现金股权化主要是通过股指类期货，利用闲置现金获得股票类资产敞口。现金股权化使得投资者能够灵活利用现金，从而达到投资策略的最终目标。虽然投资者都希望尽可能多地将资金投入股票中，但他们却时常要持有相当一部分现金来获得具体操作的灵活性。通常来说，投资者会持有总资金规模 3%-5% 的货币市场类现金，用于支持多头头寸的建立。



比如，以标普 500 为标的的基金经理将组合中的 1000 万美元作为现金持有，同时标普 500 收益为 15%。如果基金经理将该 1000 万美元现金投资于 2% 左右回报率的货币市场，那么就拖累了整个组合的回报。为避免这种情况发生，基金经理一般会将现金投入到标普 500 的期指合约，从而更加贴切地跟踪这一指数。

第二，头寸管理。

基于对市场的期望，基金经理一般会暂时性地改变资产组合中各资产类别的权重。实际上，他们很少直接进行股票交易来改变各资产类别的权重，因为这样会带来很多不必要的交易成本和税收。在这种情况下，基金经理就可以通过期货合约来改变投资组合的权重，从而达到类似的改变敞口的效果。这一交易策略往往需要投资者密切关注组合中各资产类别的连续变化情况。

比如，一个基金经理持有一份分散化的 60:40 的英国股票和固定收益类的投资组合，同时，他预期短期内股票类资产相对于固定收益类资产会呈现弱势，因此他计划将投资组合的配置比例改为 50:50。此时，比较合适的操作方式就是以投资组合 10% 的市值卖出 FTSE 期货合约，并以类似市值买入英国国债期货。

此外，通过买卖期货合约获得某些行业资产的头寸，从而实现在不同行业改变资产配置的要求。对于一些重大事件，像地震，市场价格会随之出现大幅波动，为了保持市场头寸，基金经理可能没有时间在现货市场操作，至少在短期内没有，此时就可以在期货市场上进行定价和买卖。

第三，套期保值。

许多期货市场的参与者都是套期保值者，他们使用期货的目的是抵消风险敞口，以及控制价格的不利变动。



套期保值通常是在期货市场交易一个与标的资产方向相反、数量相同的头寸，这样一个市场的损失就可以被另一个市场的盈利抵消。

套期保值是一种能在不确定环境下保护投资组合的策略。当风险、收益被抵消后，在市场表现较好的情况下只有少量盈利，也会在标的资产亏损时降低损失。其中，空头对冲是使用期货空头来对冲的方式。在已持有标的资产并计划在未来某个时间卖出的情况下，空头对冲是合适的交易方式。同时，空头对冲也可以在投资者尚未获得某类资产但在未来某天会获得该资产的情况下使用。多头对冲是使用期货多头来对冲的方式。明确在未来某个时刻购置资产，并且想现在就锁定价格的情况下，多头对冲是理智的。

第四，固定收益期货。

一是匹配久期。一个公司如果有久期较大的债务，而其拥有的债券组合却有相对较小的久期，就可以利用期货市场有效提高多头债券组合的久期（即，债券现货+期货合约多头），而不需要直接交易债券，从而避免了交易成本。

二是针对收益率曲线预期进行交易。基金经理如果认为收益率曲线会陡峭化，就可以在做多2年期合约的同时做空10年期合约，从而使得整个债券组合的久期为零（即，久期中性）。如果收益率曲线确实变得更加陡峭的话，这种组合的价值会升高（反之亦然）。

三是用来捕捉市场的不合理价格。相对于标的债券的价格，期货价格偏高或者偏低，能够进行债券交割的投资者可以通过期货合约来捕捉这种不合理的价格现象进行套利。

四是用来获得利率风险敞口。基金经理可以利用期货合约来获取固定收益类资产的风险敞口，而不需要占用过多的资金（与直接购买债券相比），从而可以将闲置出来的现金投向可以获得更好收益的资产。

五是针对利率的预望进行交易。基金经理如果相信利率已经处于较高位置，并且很有可能回落，那么一个简单的期货交易方式就是做多10年期的期货。

服务机构客户时其他注意事项

在为机构客户提供服务时，特别是在执行订单和结算时，还需要考虑什么事项？

第一，交割方式。现金交割还是实物交割？

第二，算法运用。对于交易，机构客户会要求精度更高、效率更高，显然计算机算法程序是有帮助的，它完全避免了人为干预和出错的情况。

第三，与第三方经纪商交割。机构客户可以通过不同地区的经纪商执行交易，也许找一家清算所或者几个不同的清算会员，甚至可能在多地进行交割。

第四，大指令管理。在处理大订单时，要注意市场价格已经发生波动却还没有执行订单的问题。此外，很多地区可以进行大宗交易，能够用同一个价格获得较大头寸，却不会对市场价格造成太大冲击。在这种情况下，需要考虑交易所是否允许大宗交易，避免通过多次小宗交易建仓。

第五，交易指令预约。在帮助机构客户执行交易指令时，要考虑到他们同时在多个市场进行操作的需求。

第六，技术手段。IT支出已经成为大部分期货经纪商总支出中很重要的一部分。技术可以为机构客户带来更高的效率，并且节省成本。

第七，报告。需要注意发送报告的时机把握及模式、报告的格式、根据适应客户需求灵活定制报告、客户对账平台等内容。

第八，保证金。单一币种保证金，客户用合约规定的货币缴纳保证金；多币种保证金，客户用多种货币为不同国家或地区产品缴纳保证金。考虑机构客户的想法，允许他们在交易前后缴纳保证金。在场外交易清算时，要确保担保品的使用是灵活的，现金、政府债券、国债、股票都可以作为担保品。此外，还要考虑运作效率，包括支付工具的选用、保证金门槛报告等。

我做这一行有24年了，每天都有新鲜事物涌现，不同的衍生工具，不断地蓬勃发展。我们要不断地前进，以迎合新产品以及新市场的发展。我们会对此保持开放态度，一起推动和塑造衍生品市场的发展。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛IV

财富保值与资产管理

主持人：



南华期货总经理 **罗旭峰**

讨论嘉宾：



凌献革

中国投资有限责任公司
股权策略投资部副总监



姚嘉仁

北京高华证券首席运营官



贝瑞·古德曼

Millburn Ridgefield执行副总裁



史蒂文·迈克尔

Stonehenge Capital创始人



黄辉

中粮期货总经理

机构投资者参与衍生品市场现状

罗旭峰：

作为国有控股大型投资机构，中投这几年在海外投资中获得了不俗的业绩。作为一家投资海外市场的国有机构，想必在风险控制方面有着非常严格的规范，中投是否在衍生品投资领域有着自己的规则 and 标准？

凌献革：

中投和其他多数机构投资者一样，有着相对完备的风险管理框架和谨慎的态度。具体到衍生品，除了

在从交易对手到各产品本身交易特点等方面十分规范外，中投在衍生品投资方面的指导思想也发挥了重要作用。

总体来说，中投是一个长期的机构投资者，驱动投资活动的是战略目标和战术目标，具体来讲就是战略资产配置和战术资产配置，对于衍生品的使用和管理都是在这两个目标下面进行的。也就是说，对于每一个衍生品，小到具体的组合，大到资产配置的不同层次，我们都会问一个问题——在实现不同层次资产配置方面，我们想让它起到什么作用？第

二个問題，如果最壞的形勢發生了，它會不會在各個層面上損害整體目標？這是我們要問的兩個最重要的問題。

在具體管理上，我們也有一些主要的思路，實際上是要我們在大框架下更多地問自己。如果是 OTC 產品，我們會問自己——對方為什麼要做這個交易，他做這個交易的得與失在哪裡？在這種情況下做這個交易，我們的得與失在哪裡？只有在充分了解了以上問題的基礎上，我們才會繼續。這是第一點。

第二點，我們對抵押品管理有相當嚴格的要求，不只在於流動性的好壞，更在於產品本身的價值以及抵押品本身的風險特點和交易本身的特点是不是高度相關。我們更注重的是這方面的問題。

如果還有最後一點的話，我想再重複一下，我們會在不同層次上看衍生品對總體的風險，風險驅動因子在哪裡，最壞的情形發生時我們能不能承受。我們是在不同層次、不同基礎上使用和管理衍生品的。

羅旭峰：

在全球金融風險不斷加劇的背景之下，我們如何通過利率衍生品交易來幫助機構投資者提升資產配置效率？

姚嘉仁：

在金融市場波動較大的情況下，風險管理是首要的考慮。將衍生品作為避險工具，我們的考慮是多樣的。

比如利率，有短期利率、長期利率，要根據不同利率的宏觀影響因素，才能在避險方面得到一個有效的方案。在海外市場，可以通過很多不同的利率交易避險，比如利率互換、期貨，期貨包括了債券期貨、利率期貨，每種產品都有一些特征。如果在國內市場，有些機構投資者對短期利率波動性的反應，與對長期利率波動性的反應本質上會有不同，我們在制定避險方案時要考慮到這一點。這是第一點。

第二點，市場流動性。不是每個金融工具在市場上都有同樣的流動性，作為避險工具，最重要的是避

險，而不是被套住。市場參與者要充分、快速地考慮市場帶來的機會或挑戰，要有快速操控能力。

相對於國內市場，我們處在一個比較大、比較好的環境下。國內期貨品種也越來越多，以後在豐富不同金融衍生品種類方面，可以包含兩方面，一是場內金融衍生品的发展，包括國債期貨、短期利率期貨，二是場外衍生品的发展。根據海外市場經驗，良好的場外和場內市場互動結構會大大優化衍生品市場，無論是場內市場還是場外市場，會有相輔相成的作用。這些對我們來講都是好事，豐富了避險手段，在幫助不同機構投資者有效分散自身風險方面，起到很好、很積極的作用。

羅旭峰：

作為機構投資者，如何在產品開發時把衍生品融入設計方案？衍生品工具在產品當中能發揮怎樣的 effects？

貝瑞·古德曼：

我們在 20 世紀 70 年代就開始用衍生工具了。1971 年開業後，我們用的最早的是期貨市場，即農產品期貨；在 80 年代，我們可以進入金融市場，開始用股指期貨、利率期貨等衍生工具。衍生工具是我們的核心理組成構件，可以讓我們非常順暢地進入多種市場。目前，我們在全世界 130 多個市場中進行交易，其中 30% 是商品期貨，70% 分布在多種不同的金融期貨、外匯期貨上。這是市場上流動性最好的產品，能讓我們快速地進出，而且價格合理，我們還可以表達對市場的看法，不管是看空還是看跌，我們都可以很快地做出反應。

衍生工具的運用體現出不同的策略。可以在 130 個市場中交易，而且可以將多種不相關的策略分別用於不同的市場，所有這些都要有很強的執行能力，能夠快速交易各種衍生工具。衍生工具確實能夠讓我們快速進出，並反映出我們的立場，帶來非常有效的風險管理。

風險管理是我們業務的核心。對於組合中的風

险，比如 100 多个市场都有各自的风险，每个市场有 1% 的权重，我们希望能够将风险进行标准化调整，按照波动性对风险的权重进行调整，按照个别市场的相应情况进行有效配置。我们通过衍生工具可以有效、方便地调整权重，也可以非常准确地瞄准某一种投资策略。

资产管理业务的国际经验和中国机会

罗旭峰：

美国是衍生品市场最发达的国家，投资策略非常专业化，如何看待美国期货基金市场？

史蒂文·迈克尔：

美国期货市场是最发达的，历史也非常长，20 世纪 70 年代就已经出现了。但是在过去的 18 个月中，美国期货业非常困难，这也是我 26 年从业生涯中最困难的一年半。市场需要经历一些阵痛和转折，目前也发生了一些重大改变，包括高频算法交易的出现、交易所响应延迟速度的降低、商品之间关联度的变化，这些改变给美国期货市场带来了很大影响。

我们做短期交易，过去几年高频算法交易刺激了交易量，但真正的流动性却没有增加太多，特别是对于基金经理、CTA 来说，并没有太大改善。很多基金经理都想进一步分散化投资，要么提出新的策略，要么进入新的市场。

中国恰恰是一个绝佳的新市场，对我们来说前景非常好。越来越多的美国基金经理，像我本人，希望能够进一步分散化投资，进入新的市场，建立新的关系，因为只有这样才能进一步落实交易多元化和分散化的目标。

现在的市场关联度可能缓慢地回归正常，由于激烈的竞争，基金公司数量越来越少，而这样的变化也会使环境在短期内回归正常，CTA 也可以考虑一些短期策略。

我认为对于传统基金经理来说 2013 年会是很好的一年，不会受到之前的冲击。之前几年产品的关联已被打破，欧洲也不稳定，未来一年可能会好点，市场确实发生了很多改变，特别是美国市场。而且我认为，

亚洲特别是中国市场的开放，也会推动一些新的多样化、分散化策略，美国期货业非常期待能够在中国进行分散投资。

罗旭峰：

过去一年半时间当中，美国期货业经历了一个非常痛苦的过程，形成这一状况的原因是什么？

史蒂文·迈克尔：

在美国进行期货基金管理，在我看来有两件大事：一是期货市场和商品市场之间的相关性很高；二是没有流动性，虽然交易量增加了，但是流动性本身在下降，原因是高频算法交易。

罗旭峰：

中粮集团是一家国有大型粮食企业，在衍生品运用方面有着非常悠久的历史，并且取得了非常好的效果。作为中粮集团子公司，中粮期货对期货市场如何服务国民经济和大型企业有很深的体会，期货如何提升企业竞争力？

黄辉：

期货如何提升企业竞争力？我想中粮就是一个比较好的例子。中粮是国内最大的粮油食品加工企业，每年粮食经营量在四五千万吨，所以价格波动 100 块钱，就是几十亿影响。利用期货管理好价格波动风险，管理好了，企业就经营好了，对国家、企业的作用非常大。市场的最终目的还是希望大型企业能够利用期货管理好风险。

这么多年来，中粮能做得好的一个原因是建立了从上到下的风险管理文化和体系，另一个是良好的专业团队，真正管理好风险，国内外两个市场，原料市场和产品市场都管理好。

对于中国市场的产业、企业来讲，难处在哪儿呢？我们面临着巨大的负基差。国外买原料，国内加工成产品，这种风险管理在过去很容易，现在看来越来越困难了，这是一个挑战。我希望国内能有更多的产品或工

具,从而更有利于产业、企业管理好产品和原料的风险。

罗旭峰:

中粮期货是第一批 18 家可以开展资产管理业务的期货公司之一,对中国期货公司开展资产管理业务有什么建设性思路?期货公司相对于其他资产管理公司有什么优势?

黄辉:

我觉得资产管理业务是一步步做出来的,我们还是脚踏实地一点。对期货行业、期货公司来讲,先把一对一的资产管理业务做好,然后把一对多的资产管理业务做好。下一步,我们发行自己的基金,成立自己的基金管理公司或对冲基金,再去做更大的管理基金,我想每个期货公司都有做这个业务的梦想。

期货公司做资产管理业务有什么优势?二十多年来,期货行业人才对期货市场的运用,包括风险文化,都有很深的理解,这是期货公司专业团队的优势。我想期货公司做资产管理业务的优势应该体现在这儿。换句话讲,我们应该依靠这种优势,再加上公司背景,比如中粮期货有农产品背景,有些公司有金属背景,有些公司有金融背景,形成具有不同特色的产品。

对于期货公司来说,重要的是要形成自己的风格,风格很重要。如果每个公司都做一样的产品,恐怕将来很难让基金选择我们做配置。对于国内同行,我有一个建议,从现在开始希望每家公司都能做出自己的特色。我倒不是非常关心收益率,关键要体现自己的特色和风格。

罗旭峰:

期货公司要做出自己的特色,要有自己的梦想。对于期货公司资产管理业务,你有什么期待?

黄辉:

什么时候中国的期货公司下面有一批成功的对冲基金,那我们的努力就没有白费。

机构投资者风险管理模式与业务创新

罗旭峰:

Millburn Ridgefield 在衍生品风险管理方面,有什么样的模式可以供大家参考?

贝瑞·古德曼:

对于 20 世纪 70、80 年代的期货业,人们没有什么风险管理概念,有一些资产就交易,没有想到波动性等问题。但是到了 20 世纪 80 年代中期,大量金融期货产品在全世界涌现,很多期货基金经理的风险敞口变大了。由于风险敞口的变化,我们就开始思考一个持续的方法去应对,实事求是地了解每一个市场、每一个产品的风险敞口。

我们提出一个非常基本的概念,我想在这里跟大家分享,即,将头寸变化和本地波动性进行比较,发现交易合约数量和波动性之间的相关度。市场波动水平如果发生了变化,那么合约交易数量就需要做出调整。比如,一夜之间玉米价格翻倍,就需要考虑玉米合约的风险敞口是不是会加倍,是不是需要把玉米合约的头寸做相应的调整?

这是一个非常简单的规则,市场的实际风险如果超过了可以预期的风险门槛,那么就通过调整合约交易数量拉低风险敞口。这种做法经历了一定的发展和变化,但最基本的理念是每天都关注风险,我们会做一些更加复杂的对于波动性的计算,将组合的风险变化水平和交易数量进行关联。

另外,我们吸取到一个历史教训,价值风险模型经证明是没有用的。价值风险模型的理论很好,但在压力较大的历史期间,市场相关度会发生变化,这种相关性模型经常会失效。在构建组合时,希望能够尽量利用资源,不能光靠理论,还要靠直觉、经验。理论的基础是市场之间有一定关联,但是市场一旦崩盘,关联度还会不会保持?如果不会的话,就要考虑其他风险模型。

罗旭峰:

中金所目前正在准备国债期货上市,作为一家中



外合资券商，高华证券对中国利率期货的发展前景怎么看的？会不会参与交易？

姚嘉仁：

国内衍生品市场还有很多发展空间，国债期货有机会上市是很值得鼓舞的一件事。国内债券市场过去几年的发展是有目共睹的，国债期货上市恰逢时宜。

另外，要丰富其他金融品种，包括短期利率期货、场外金融衍生品。这些产品可以让从事金融业和非金融业的经济实体，在未来五年、十年的路线里，个性化、差异化发展，做优做强。

高华证券会非常积极地参与国内期货市场，也希望可以为多层次资本市场建设多做贡献。

罗旭峰：

相比于海外市场，中国衍生品市场刚刚起步，能不能从投资机构的角度，谈一谈对中国衍生品市场的发展有怎样的期待？

凌献革：

国外和国内衍生品市场发展有些差异，国内起步慢一

些，品种少一些。我理解，尤其是2007年金融危机后，有一段时间放慢了步伐，但是最近证监会、保监会都在推出新的措施。从一个机构投资者的角度来看，衍生品不是“洪水猛兽”，而且很多行业，比如保险公司，有实际的需求，如果没有适当的衍生品工具，他们本身的风险反而更加难以管理。从为实体经济，包括金融企业，提供管理风险的工具讲，加快衍生品市场发展步伐还是很有必要的。

作为一个机构投资人，如何选择资产管理公司？配置永远是一个驱动因素。我们很希望看到，无论是对于期货产品还是其他产品，在做资产管理业务时要有特色，有明显的风险回报特点。机构投资人更希望选择适应自身资产配置框架的资产管理公司。如果没有特色，或者一直随着各种不确定因素变换产品，对机构投资者来讲是比较可怕的。

罗旭峰：

在运作期货基金方面，有什么经验和体会可以与我们分享？

史蒂文·迈克尔：

管理一个基金，要迎合中国市场客户的需求，要

照顾到中国期货市场的发展现状。美国基金管理的历史就是一个很好的学习资源，可以在美国的发展历程中求师。我很兴奋地看到期货公司可以做资产管理业务，这有利于促进期货及衍生工具的发展，也有利于促进新产品、新工具的诞生。期货是风险管理必不可少的工具，我们不能只用一个长期利率期货，要实现利率曲线上的多元化发展，以及收益率上的多元化发展。只有丰富的产品才能迎合市场的需求，才能使资产管理业务进一步壮大。这是一个充满机遇的时代，不只是对于国内的基金经理，也包括海外的基金经理。

早期美国期货基金的发展是非常快的，中国今后五年的发展也会像美国当年一样。对回报的期望值可能会带来麻烦，对回报的期望值总的来说是由散户带动的。随着市场的不断成熟，对回报的期望值会更加符合全球市场的回报趋势，会更加融合。中国的利率水平与其他大部分国家的利率水平差别很大，这就带来了对回报期待的问题，但我相信整个行业会进一步发展，而且是突破性发展。这确实是一个非常令人鼓舞的时期，我们也非常高兴能够有机会进一步参与。

罗旭峰：

资产管理业务会给中国衍生品市场带来怎样的变化？

姚嘉仁：

对于资产管理业务，如何通过金融衍生品优化资管内涵十分重要。这包括几个方面：一是如何利用这些工具有效减少风险；二是如何利用流动性较高的工具创造有特色的资产管理计划。中国对于资产管理的需求十分庞大，但现在的投资标的还相对集中，因为国内金融工具不够丰富。今后，交易工具会更加丰富，要针对不同客户需求量身订制相匹配的资管计划，最大化满足他们的需求。这是今后战略性竞争的考虑点，而不是单纯的通道业务模式。

核心在三个方面。一是IT投入。IT投入会直接影响到公司的整体运行、执行能力和风险控制。二是

人才。人才是需要长期培养的，培养优秀人才很重要。三是风控文化。我强调的是“文化”，而不是“系统”，系统是死的，人是活的。如果风控人员能够有良好的风控文化，那么对于优化资管计划、做优做强就会有很大贡献，对整个资本市场的发展也会有很大贡献。

现场提问：

在CTA人才培养方面，如何管理人才架构？如何留住优秀人才？

贝瑞·古德曼：

第一，实习文化。在顶尖的中国大学寻找顶尖的毕业生，甚至国外大学的毕业生也可以，让他们实习。通过实习可以建立一个人才的“期权”，亲眼见证优秀人才的成长。有时候IQ很高的人并不意味着会变成明星，我们需要找到一个既聪明又能适应公司文化的人，而这只能通过实习来发现。不是让实习生做一些端茶送水的工作，而是让他们参与真正的项目。

第二，导师文化。这是我们公司40年历史中一直贯彻的文化，我们希望从内部提拔培育人才，让内部员工知道他们有机会从事自己感兴趣的不同的工作。我们会指派一些高级管理人员来对他们进行培育，做他们的导师，了解他们的想法。

我们需要把年轻人看作是我们的未来，也需要把年轻人看作是我们的“工具箱”，因为他们带来了一些新的工具，从而对原有工具进行了革新。这种文化建立在经验的基础上，引进人才并利用他们的技巧和工具，但也不要忽视自身基金管理的实际业务经验。不能从理论的层面去操作，不要忘记历史，对于成功的基金公司来说，历史很重要。

所以，引进顶尖人才，给他们机会去真正了解业务流程，对他们进行培育，给他们安排导师，让他们积累经验，最终让他们担任主角。但是，管理层不要忘记历史，在新人和历史之间要建立一个平衡，有新陈代谢的良性循环。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛 I： 国债期货与利率风险管理论坛

【编者按】

12月2日上午，由中证期货承办的“国债期货与利率风险管理论坛”在五洲宾馆深圳厅成功举行。来自证券、期货、基金等金融机构的代表，以及中国金融期货交易所国债期货负责人，就国债期货产品与制度设计、国债期货应用策略等具体问题发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就机构投资者在金融衍生品市场中的主导作用等议题进行了深入探讨。

国债期货促进期货市场创新发展

■ 中国期货业协会副会长 侯苏庆



经过七年的不懈努力，中国国际期货大会正日益成为全球中外期货及衍生品行业的重要盛会，对于加强行业交流、促进市场发展起到了积极作用。

经过 30 多年的发展，国债期货在国际衍生品市场上已经成为全球最主要的金融期货品种之一，并且是成熟的利率风险管理工具，占全球交易量的 14% 左右。但是，由于我国期货市场建立初期市场制度不完善，风险事件频发，“3·27 事件”导致了我国第一个金融期货品种——国债期货的天折。

经过多年的发展，特别是在 2004 年党中央、国务院《关于稳步发展期货市场》政策的指引下，我国期货市场获得了稳步、健康的发展，各项制度不断完善，重新推出国债期货的条件不断成熟。今年恰逢我国期货市场改革与创新的关键时期，我们应当正视历史的失败与教训，以更大的勇气和智慧积极探索和推动国债期货，进一步促进期货市场的产品创新。

国债期货的推出是我国期货市场发展的重大历史机遇，股指期货推出两年多来，交易额占整个市场交易总量的 40% 左右，已成为重要的期货品种之一，对于资本市场和期货市场健康发展起到了重要的推动作用。适时推出国债期货，将有利于推动我国利率市场化的发展进程，有利于吸引银行、保险、信托等更多机构投资者参与期货市场，有利于金融机构资产配置的多元化与合理化，有利于更好地服务于我国国民经济转型与改革发展。

本届论坛特别邀请了国内期货交易所、银行、证券、基金以及期货等有关债券方面的机构专家及高层，就国债期货产品制度设计、国债期货推出对现货市场的影响，以及利率产品的期现对接为主题发表专题演讲和进行专题讨论，我们衷心希望在座各位嘉宾充分利用这次机会多交流、多了解、多合作，为国债期货的推出和发展献计献策，进一步促进我国期货市场的创新发展。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

打造综合管理平台 提升公司服务能力

■ 中证期货公司总经理 严金明



中证期货作为中信证券的全资子公司，近几年实现了跨越式发展。首先，成功完成了对浙江新华期货的吸收合并，实现了公司经纪业务的战略布局，在全行业期货公司分类监管评级中获得了最高等级——AA级。

经过证监会批准，公司的注册资本金已经增加到15亿，成为行业内资本实力最强的期货公司。同时，公司的客户保证金规模超越了100亿元，公司客户服务职能进一步增强。

中证期货依托中信集团的雄厚实力，以打造金融综合服务平台为核心，立足管理创新、技术创新、产品创新，为客户提供一流的财富保值增值服务。中证期货将坚持大项目、大网络、大平台的“三大”构想，创建综合管理平台、综合金融平台、综合专业平台，促进公司经营管理的规范化、专业化和国际化，实现与客户共赢，与客户共同成长。

近年来，中国期货市场的创新步伐不断加快，期货市场服务实体经济的功能定位更加明确，与国民经济密切相关的原油期货、国债期货正在紧锣密鼓地筹备。随着国债规模的增长以及银行间债券交易市场的发展，国债现货交易规模大幅度增长，到去年底国债的存量已经达到6.4万亿。

随着现货市场规模的扩大、机构投资者大量参与，市场的避险需求日益提升，在期货市场法律法规更加健全、风险控制制度日益成熟的背景下，国债期货重新推出的呼声日益高涨。2012年2月，中金所推出了国债期货仿真交易，中国第一个利率期货产品重启已指日可待。这次论坛主题将围绕我国国债期货制度设计、推动国债期货对现货市场的影响、利率走势分析、利率产品的期现货对接等问题进行深入的探讨。^[1]

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



国债期货产品及制度设计

■ 中国金融期货交易所国债小组组长、高级副总监 李慕春



国债期货是非常成熟的衍生产品，已经有 30 多年发展历史，比股指期货还要悠久。从国内来看，随着利率市场化程度不断加快、机构持债规模不断增加，市场对国债的避险需求也越来越强烈。两年前推出股指期货后，中金所在国债期货的开发和研究上投入了大量精力，国债期货成为了中金所第一个储备品种。目前，中金所国债期货合约、规则都已经设计完毕，系统也已经准备完成，仿真交易已经顺利推出。

海外国债期货品种发展现状

1976 年 1 月，美国 CME 推出历史上第一个国债期货产品——91 天期的国库券期货合约，此后 10 年期、30 年期、5 年期等国债期货陆续推出。

从国债期货在全球范围内的发展现状和趋势来看，国债期货作为成熟、稳健的期货产品，在各国际金融中心中扮演着十分重要的角色，债券市场较发达的国家，债券回报比较大的国家全部都把国债期货作为配套和支撑，“金砖五国”中目前只有中国没有推出国债或其他利率期货产品。

从全球规模来看，国债期货是仅次于股指期货的一个重要品种，欧美规模最大，代表就是 CME、Eurex、Liffe 等等，亚洲国家目前也开始快速发展，像韩国、日本的国债规模发展越来越快。

中金所国债期货合约介绍

中金所推出的是 5 年期国债期货合约条款，合约标的是面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的中期国债，这是一个标准券，可交割国债是一揽子债券，即在交割月首日剩余期限为 4 年 -7 年的固定利率国债。

报价方式是百元净价报价，即扣除应计利息的净价，这跟现货市场的报价习惯比较相近。最少的变动价位是 0.002 元，合约月份是最近的三个季月，跟国际市场惯例比较相似。交易时间和股指期货比较相似，上午为 9:15-11:30、下午为 13:00-15:15。最后交易日遵守国际惯例，只有上午进行交易。

涨跌停板为上一交易日结算价 2%；保证金比例为 2%，最后交易日是到期月的第二个星期五，与股指期货最后交易日第三个星期五错开。交割方式采用国际通行的实物交割方式，最后交割日是最后交易日之后的第三个交易日，也就是交割日期整个流程是 3 天时间，合约代码是 TF。

名义标准券与转换因子

国债期货的合约标的和其他期货产品不同，还是比较特殊的，不是采用某一债券种作为交易标的，而是采用“名义标准券”的概念，即采用现实中不一定存在的3%的债券作为交易标的，实际发行的各种债券可以用转换因子折算成名义标准债券进行交割。

因为国债支付的付息是确定的，本金支付也是确定的，把确定的现金流折算到现在，这个数值也是确定的，所以各个国债间的内在价值存在一个比例关系。

剩余年限在一定范围内的国债都可以参与交割，可以扩大交割量，有效防范交割风险。

卖方有权选择最便宜债券进行交割，卖方在一揽子中找一个对自己最有利的债券进行交割，买方没有选择权，此设计与国际上所有国债期货设计的惯例都是一致的。但是各个券种的内在价格不一样，有些券种利率是5%，每年要给5元的利息；有些债券利率2%，每年给2元的利息，不同的债券价值不一样，价格体现也应该不一样。

这里引入一个转换因子的概念。转换因子是交易所公布的，交易所也会把转换因子的计算公式公布给大家，每个债券都有不同的转换因子，算法大家都可以去验证，不同债券的转换因子不同，价值比较高的债券转换因子比较高，未来买方交割的货款也会更多一些。转换因子的计算方法是期货合约票面利率3%作为贴现率，把每支债券未来的现金流用3%贴现到最后交割日的净价，转换因子实际上是一个比例。

国债期货标的选择

选择合约标的主要有几项基本原则：一是市场具有代表性，二是抗操纵性，三是具有避险需求的广泛性。国际上成功产品都是5年期和10年期的国债期货，我们也对国内的情况进行过考察，5年、7年、10年都是财政部关键期限国债，关键期限国债是每年年底会公布明年的发行计划，每一期什么时候发行，哪一天发行，发行多少量，这对市场是一个可靠的预期。

2012年5年和7年的国债共发行了13期，大概4000亿元，可交割国债为30支左右，超过1万亿元，

抗操纵性较强，交易比较活跃，流动性相对较好。其年限与信用债期限比较匹配，而公司债、中期票据等年限也都在3-5年，银行的久期也在5年左右，避险需求也比较强烈。

国债期货合约面额与月份

从全球来看，各国国债期货合约面值约为60至130万元人民币。国内现货市场情况，银行间现货市场交易金额比较大，每笔都在1亿-2亿元，而交易所是100万元面额，综合考虑机构投资者的套保、套利需求，确定面额为100万元。

票面利率是用来计算转换因子的参数，即计算转换因子时的贴现率，所以票面利率的设定应该跟市场的利率水平比较相似、比较贴近。通过对五年期国债的收益率水平进行统计，大概在3%，所以贴现利率也设为3%。交割月份采取季月形式，采用国际惯例为邻近的三个月份。

报价方式则依据国际惯例采用百元报价。最小价格变动最初设立为0.01元，但0.01元上下堆积大量买单和卖单，我们把价格调为0.002元之后市场活跃性也有所提高。

国债期货风险管理制度设计

期货市场经过多年发展，已经形成了一套比较完善的风险管理体系，包括交易保证金制度、持仓限额制度、强行平仓制度、涨跌停板制度、大户持仓报告制度、强行减仓制度等等。

涨跌停板方面，国际市场上大部分的国家都不设涨跌停板。我们出于谨慎性的考虑，把涨跌停板范围设定为2%。

通过数字测算，我们发现5年期国债价格日波动率超过1%的概念只有0.3%，99.7%都在1%的波动范围内，2%足以覆盖日内的波动。国际市场保证金基本在1%左右，因为波动性比较小，出于谨慎性考虑，我们把国债期货保证金设为2%，覆盖一个涨跌停板。

持仓限制制度也是中国期货市场通用的制度，限仓包括几个方面：会员限仓、客户限仓。会员限仓是单个



期货公司最大的持仓范围，客户限仓是指每一个客户最大的建仓量，当然对大的机构投资者，像银行或证券公司等持仓量比较大，可以申请套保或套利，给予一定的持仓豁免。随着交割月的临近限仓会逐渐缩小，促进市场机构逐渐向下一个合约转移，有效降低实物交割的逼仓风险。

国债期货的交割方案

交割有两种，一种是实物交割，一种是现金交割。从国际经验看，债券市场发展比较好的国家都采用实物交割制度，像美国、德国，包括英国都采用实物交割，只有澳大利亚、韩国这种债券规模比较小，采用实物交割比较困难的国家采用了现金交割制度。

从国内情况考虑，我国的债券规模比较大，同时债券的买卖量不断提高，建议采用国际通行的实物交割制度。实物交割有两种制度，一种是集中交割，一种是滚动交割。上海期货交易所采用集中交割，郑州和大连一部分是集中交割，一部分是滚动交割。国际上，欧洲期货交易所（EUREX）采用集中交割，而美国 CME 和英国 Liffe 都采用滚动交割，国际上国债期货有两大不同的流派。

集中交割的好处之一是操作比较简单，管理比较便捷，大家都在一天进行过券、过钱；另外是市场预期比较准确，买卖双方都能准确预期自己的交割时间，卖方可以充足的进行筹券，买方也有充裕的时间进行筹钱，准备比较充分。

滚动交割的几大好处：一是能够增加买方多逼空的成本和难度，因为交割期比较长，如果买方采用多逼空，需要控制时间会更长；二是防止集中买入和卖出现券，减轻交割对现货市场的冲击。如果集中交割，最后一天大家会集中买券，交割以后会集中卖出，对现货市场影响比较大。滚动交割当中这一天的买卖券时间变成一段时期，可平缓市场波动。

交割债券期限是在交割月首日剩余期限为 4-7 年的固定利率记账式国债，付息债不能进入交割，储蓄性国债不能进行交割。记账式国债有三个托管方：银行间市场中央国债登记公司托管；二是交易所市场，

上海证券交易所、深圳证券交易所交易的债券由中国证券登记公司托管；三是柜台市场，由银行对客户的债券买卖市场，这部分规模比较小，可把可交割国债的范围定在银行间市场和交易所市场托管的债券，即中央国债登记公司和中国证券登记公司，柜台市场债券暂时不列入范围之内。

由于我国有两个托管机构，既有中债登和中证登，两个托管机构投资者不同，同时两个托管机构都有债券进入交割，这时候我们在交割制度设计上采用了中金所开户的模式，即中金所在两家托管机构都开设一个账户，作为过桥账户，卖方要把券付到中金所账户中，中金所再把券过户到买方账户中。跨市场交割实现方式是：中金所在两家都开设了账户，卖方把券过户到中金所的中债登账户中，中金所通过转托管业务把券过户到中金所在中证登的账户中，然后再转入到卖方账户中。

交割过程中尽量采用同市场优先配置原则，即卖方和买方都要向交易所申报，所在哪个市场中，托管机构是哪个，选择哪个托管机构。同时，我们还会采用最小配对数的方法，尽量保证买方和卖方的配对数量最少，减少过户成本。具体流程是这样的，由于是滚动交割，自交割月第一个交易日至最后交易日的每一个交易日都可以采用滚动交割，买卖双方都可以提出交割申请，按照申报时间优先的原则选取买方和卖方进行交割。最后交割日就采用集中交割，最后没有平仓的合约不用申报，自动进入交割程序，交易所会对所有未平仓的进行配对。

滚动交割第一天是意向申报，买卖双方向交易所申报交割意愿，交易所选取买卖双方，第二天把买方的债券过户到交易所账户中。T+2 原则是对需进入交割的买卖双方进行债券过户的配对，同时把货款划到卖方的账户中。第三天把债券从中金所账户中划给买方。

集中交割也是这样，最后交易日半天结束，下午卖方进行融券，买方筹集资金，T+1 日卖方要把券交到交易所账户中，第二天交易所对买卖双方的债券进行配对，然后对买方收款，把款项支付给卖方；第三天交易所把债券过户给买方账户。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

国债期货推出对现货市场的影响

■ 中证期货高级研究员 龚涛



国债期货推出之后的运行路径是怎样的，会带来什么样的影响？国债期货作为套保工具，仿真合约中能看到哪些交易性的机会？期货合约和现货之间是否能很好的贴合？收益率曲线的不平行移动能否带来基差交易的机会？

带着这些问题，下文将针对国债期货推出之后的影响进行分析，然后从仿真交易中挖掘交易性机会，最后就中证期货研究部在国债期货方面的研究去向进行简短的说明。

国债期货推出可能的影响

国债期货推出的影响大致归纳为两个方面。第一，国债期货上市后短期内是否会对市场走势产生影响？第二是上市后是否会改变利率市场的基本面分析逻辑。我们从国际经验、基本面分析以及资产保值三个方面对以上问题进行评估。

美国是国债期货的起源地，最早可以追溯到 1976 年的 90 天国库券期货，但对资本市场影响更大的是长期国债期货，例如 1982 年推出的 10 年期国债期货。

1977 年长期国债期货推出，国债收益率上涨强劲，期货价格下跌。当时美国的通胀率很高，因此美联储实行了非常严格的货币紧缩政策。在这种历史背景下，国债期货产品得到了热捧。但在 10 年期国债期货推出后，国债收益率进入了比较明显的下跌轨道，债券价格体现了上涨轨迹。

如果我们观察 1953 年到 2012 年将近 60 年、更为广泛的时间跨度中美国国债收益率的变化，我们可以看到，美国历史上最大的一波熊市当中，长期国债期货起到了推波助澜的作用。

1977 年长期国债期货推出后，收益率一度达到 16% 的高位。但 10 年期的国债期货推出后，收益率却出现了明显回落。对比来看呈现出如下特点，10 年期国债期货推出时点晚于长期国债期货，因此 1982 年之前，套保机构客户的做空需求已经在之前的长期国债期货中得到满足。

第二点特征是，直至 2002 年，长期国债期货比 10 年期国债期货的交易量的深度和广度更大，即为市场的主力交易品种。所以 10 年期国债期货推出的影响以及对市场做空需求的释放没有长期国债期货强。在 10 年期国债期货推出后的国债收益率有一个下降，并且是曲线陡峭化的过程。

沿着这个思路可以认为，10 年期国债期货的推出促使了部分 10 年期附近收益率的上扬，因次它比较有效地缩小了 20 年和 10 年期的利差，而且间接地放大了 10 年与 5 年的利差。

总之，美国市场在 1997 年推出长期国债期货之后，国债收益率确实走出了较为强劲的走势；从更大的尺度上观察，国债期货推出不会影响现货的中长期走势。

德国国债期货的具体情况：首先，德国的国债期货在 1989 年推出的时候是以德国马克计价，1998 年进入欧元时代后，又以欧元计价，而且交易所也有所变更；

第二，1989年推出德国国债期货后，德国10年期的国债收益率同样出现了攀升；但其第二只国债期货，即5年期的国债期货推出的时候，收益率并没有表现出明显上行。

日本在1985年推出第一只国债期货，推出后出现了为期一个月的回撤幅度超过10%的下跌。当时正值广场协议的签订，之后的货币升值给日本的出口经济带来了影响，客观上存在着日本政府为了刺激经济而压低市场收益率的行为。这种背景下，国债市场的价格出现了明显下跌，然后才出现上涨。

韩国情况稍有不同。韩国3年期国债期货推出之后，并没有出现市场价格偏弱的格局，而是先有一个拉升过程，而后才逐渐回落，这也使得韩国成为少数的国债期货推出之后价格在短期内上涨的国家。

以上我们针对四个国家在推出国债期货后的市场形态进行了比较，可以看到在大概率的情况下，做空机制的引入会促使短期做空需求的集中释放，进而影响短期

内现货投资者的心理预期。但归根结底，国债期货受到现货基本面左右，从过往10年我国国债收益率的情况来看，国债资产大多跟随着通胀和经济增长两大主题在运行。而近几年，我们的机构投资者也更多地开始关注经济增长预期相关的经济指标。

2013年推出国债期货是一个相对较大概率的事件。2013年宏观经济发展路径将会是判断期债上市后影响的重要考量因素。

这里针对短期宏观发展路径进行简单分析：第一种情况，市场运行状况出现类滞胀的结果怎样？根据目前数据分析，经济触底预期已相对明朗，但未来经济增长路径难以确定。在全球量化宽松大背景下以及国内新政策的启动下，我国的CPI可能会由低位开始攀升。长期利率可能在经济增长和CPI焦点切换中不断摆动，对应的利率市场基本面将在较为宽幅的区间多空均势，在这个基础上再叠加由于国债期货推出造成的空方优势。

第二种情况，“十八大”召开之后，一些行业层面的



表1 TF1212合约CTD现券历史变化

日期	国债品种	票面利率	到期日	价格	到期收益率	修正久期	净基差	隐含回购利率 扣除质押回购利率
2012/9/13	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.5340	3.44%	6.0699	(0.3835)	1.50%
2012/9/14	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.2278	3.48%	6.0628	(0.4399)	1.73%
2012/9/17	09 附息国债 23	3.44%	2019/9/17	99.5904	3.51%	6.0685	(0.4342)	8.76%
2012/9/18	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.4182	3.45%	6.0550	(0.1593)	0.71%
2012/9/19	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.4555	3.45%	6.0529	(0.0637)	0.34%
2012/9/20	08 国债 03	4.07%	2018/3/20	103.7834	3.31%	4.8303	1.2692	3.21%
2012/9/21	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.5796	3.43%	6.0494	(0.0025)	0.11%
2012/9/24	07 特别国债 03	4.46%	2017/9/24	105.3581	3.29%	4.4084	1.4218	3.51%
2012/9/25	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.8314	3.39%	6.0425	0.1672	-0.59%
2012/9/26	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	102.0042	3.36%	6.0424	(0.0943)	0.51%
2012/9/27	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.8808	3.38%	6.0379	(0.3667)	1.68%
2012/9/28	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.8446	3.39%	6.0348	(0.5391)	2.44%
2012/10/8	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.6186	3.42%	6.0051	(0.4965)	2.59%
2012/10/9	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.5548	3.43%	6.0015	(0.6484)	3.39%
2012/10/10	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.5239	3.44%	5.9984	(0.8653)	4.55%
2012/10/11	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.5355	3.43%	5.9960	(0.8419)	4.49%
2012/10/23	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.3002	3.47%	5.9608	0.0492	-0.16%
2012/10/24	03 国债 09	4.18%	2018/10/24	104.4185	3.36%	5.2125	1.9045	1.31%
2012/10/25	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.2479	3.48%	5.9548	0.7326	-4.62%
2012/10/26	09 附息国债 27	3.68%	2019/11/5	101.2353	3.48%	5.9520	0.9226	-5.97%

措施可能推动经济增长,在这种基本面背景下,市场会看淡债券市场,因此国债期货的推出也会为此添砖加瓦。

第三种情况,在国债期货推出期间如果国债资产反而受到追捧,则意味着国债收益率还要进一步下行,这种情形难度较大,而且从最近几年的CPI的走势来看,如果延续这种缓慢抬升的过程,则可能为10年期收益率形成托底的情形。

最近几年我国期货市场上市了很多新的品种,包括白银、焦炭等。一般新品种上市时,现货普遍存在调整压力。因此很多投资者疑惑新的期货品种推出会不会对标的资产价值造成影响。这里需要强调的是,期货工具不会从根本上改变标的基本面运行的逻辑,而是交易模式上的改变。

类似的结论可以延伸到国债期货对国债资产价值上。投资者可以通过套保来进行资产保值,并且寻求其他的交易性机会来增强收益。

仿真交易中的交易性机会

交易性机会主要集中在以下几点:一是期货仿真和

现货是否能够很好的贴合,二是非CTD现券和期货价格是否可以做套利操作,三是国际市场的操作经验是否有可借鉴之处。

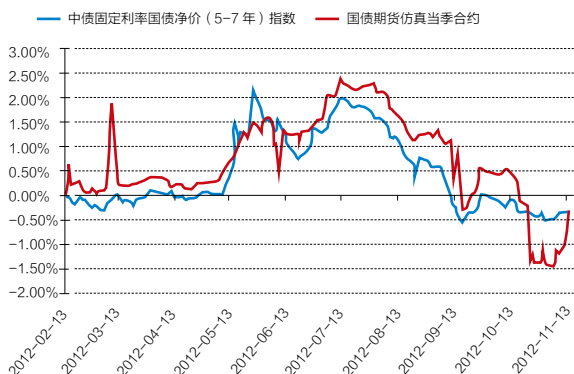
首先,在这里呈现出的是2012年2月13日,也就是国债期货仿真推出以来的走势情况。这里的现货走势是中债固定利率国债净价指数。整体上看,走势并不是特别的贴合,这样就带来了期现套利的可能性。

在做国债期现套利时,一般是用CTD和期货进行多空配对交易。这里呈现的是TF1212合约的历史变化情况,我们没有针对可交割债券的流动性进行筛选,假设所有的可交割现券在市场上都可以得到。

在这里09付息国债27作为久期最长的可交割现券,长期以来一直占据着TF1212的CTD的位置。其在隐含回购利率扣除掉质押回购利率之后,在9月份出现了大量正值(比如在9月17日出现了8.76%的正值)。在这些时间点上如果购买现货、做空期货的话,即使在扣除掉机会成本之后,你还能获得8.76%的年化收益。在10月底时出现了一些负值,相反在这些情况下,也提供了反向操作的可能性(见表1)。



图1 国债期货仿真当季合约走势



当然，因为买方机构的资金成本不太一样，所以在具体操作效果上会有一定区别。还有一个特殊的考虑是买方是否可以拿到现券，在这些情形下往往会涉及到CTD溢价的概念。由于我国可交割现券之间的久期差别非常小，CTD的溢价也会导致CTD与第二CTD之间的收益曲线变得平坦化。

基差当中要充分考虑久期的影响，当利率曲线平行移动时，利用高久期的现券与期货进行基差交易，类似于国债看涨期权。反之，当用低久期现券与期货进行基差交易时，则类似于国债的看跌期权。如果进一步考虑凸性的影响，国债期货在CTD切换区域，天然地会对买入基差有利。因为在CTD切换区域国债期货表现出一种负凸性而国债现券表现出一种正凸性。但是由于我们国家的期货合约设定导致这种切换不太频繁，因此这方面的影响可以淡化。

以上是我们针对教科书的理解。在实际交易当中，比如从仿真交易来看，并没有呈现出这种特点。5月中旬时，收益率的明显下行反映了较好的系统性机会。然而，高久期现券的基差涨幅反而不如低久期现券的基差涨幅。这主要归因于5月份低久期现券收益率下降的幅度高于高久期现券收益率的下降幅度，所以在基差交易当中要充分地考虑利率曲线的不平行移动。

另一个案例是TF1209在8月中旬时也出现了曲线平

坦化的情形，即短期收益率上行大于远端的收益率上行幅度。低久期的代表11付息国债22，相对于其他现券出现了基差下行的情况。这也就促使我们在研究基差变化的时候需要多一个维度的判断，不仅仅是收益率水平，而且包括收益率曲线的分析。进而给出净基差的在各个情形下的模拟，最终给出统计后的理论净基差。

国际上的基差交易主要存在以下几个特点：一个是期权性风险的国债期货定价；二是基于短期和长期收益率曲线变化的交易方式；还有就是收益率利差波动性的交易方式。

整体上来看，美国国债期货的期权性风险在这些年来逐渐降低。美国10年期的国债收益率曲线是在持续走下坡路。2000年之前，10年期国债期货合约的基准利率锚定在8%的水平。而在2000年后降到了6%。即使到6%，国债收益率也远在基准利率之下，这也导致了CTD比较集中在低久期这个情形。

就我国来说，因为基准利率设在3%，使得CTD比较明显地向高久期贴近。如果假设我们的仿真合约在2008年就推出，那么我们测算3个月和6个月之前的CTD和交割时的CTD比较所体现的溢价就是相应的期权性风险。但这种溢价其实非常低，期权性风险大概是在目前期货价格外加0.1%。

在整体期权性风险比较低的前提下，基差交易更多地集中在对收益率曲线的模拟上进行接近来获得。这是一种有风险的基差交易，而不是期权定价不匹配的时候进行的风险较低的权利性基差交易。

另外考虑其他因素的话，也就是短期资金成本的利率和长期债券的收益率还是会出现倒挂的情况。这里可以参考固定利率国债收益率和回购定盘利率，我们发现7天质押性回购定盘利率波动性相对较大，有时会对国债到期收益率形成倒挂的情形，这会对基差交易构成一定的影响。而美国10年期国债收益率波动下降很大，使得当前基差交易显得不是很受追捧。

未来研究的展望主要集中在以下三个方面，即期货端数据特性的挖掘，利率模型的构建，以及基差路径的模拟，然后深入到套保策略以及资产配置的研究和分析。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

金融深化与开放背景下的利率波动

■ 中信证券固定收益部副总裁 傅雄广

回顾 2012 年国债利率的基本走势情况，年初时整个基本面企稳和通胀上升的预期都逐步增强，所以年初国债收益率小幅上行。

4 月份，基本上所有的机构都认为经济在二季度或三季度见底，后面会逐渐小幅走高，但 5 月份央行决定降准，导致 5 月份利率市场收益大幅下行，到 6 月、7 月央行进一步采取非政策降息的政策，之后，收益率没有明显下行，走出了震荡的底部，7 月以后随着通胀见底预期逐步增长，8 月份海外对美联储 QE3、欧央行政策预期的逐步增强，国内 5 年期和 10 年期的收益率逐步走高，9 月份、10 月份 10 年期国债的收益率基本上到达 3.6 的高点，9 月到 12 月为止国债收益率基本上呈窄幅震荡的走势。

短期与长期利率变化

从 2012 年国债利率走势来看，国债走势的决定因素是多方面的，一方面是基本面的经营增长和通胀预期。另外，资金面以及货币政策对走势的影响也非常大。还有一个比较重要的因素是海外风险情绪的变化。未来国债利率会在内外交织的多重因素主导下呈现波动。

从收益率曲线形态来看，2012 年初时基本资金面对偏紧，整个收益率曲线呈现平坦上行趋势，5 月份随着央行降准，整个收益率曲线呈现陡峭下行趋势，到 7、8 月份随着整个资金面进一步收紧，整个国债收益率曲线呈现平坦化上行走势，曲线的平坦程度基本上和年初水平差不多。从平坦化走势来看，也说明整个资金面偏紧，经济增长的预期并不是特别强烈。

以上是对短期利率市场走势的简短回顾，长期需要关注以下几个特征。

首先，2011 年至 2012 年，全球债券市场走势出现了明显分化，走势分化以发展中国家和发达国家的国债利



差大幅度扩大为表现特征。美国在金融危机以后随着去杠杆化程度逐步加深，整个经济下滑程度比较明显，发达国家都有一个显著的特征，就是呈现“日本化”的趋势，即凯恩斯的“流动性陷阱”。

衡量流动性陷阱最重要的特征就是基准利率接近为零利率，这时利率向下调整的空间已经没有。长期利率以短期利率的预期为基准，一旦预期短期基准利率长期在零附近，长期利率也会逐渐往零附近靠拢。预计 3—5 年的时间之内，美国的 10 年期国债都会在零利率附近。中国和美国的利率走势的分化，预计会在较长时间内维持。

金融开放导致资产泡沫

在这样的背景下，我们需要关注的问题是，在金融开放大背景下，中国和美国的利差不断扩大，会不会随着资本流入的加深导致中国国债收益率下降？

另外，全球债市分化的主要特征是欧元区内部核心国家和边缘国家收益率的大幅度扩张，欧元一体化进程之前，边缘国家与核心国家的收益率差异是比较大的，边缘国家的融资成本非常高。但欧元一体化进程之后，核心

国家和边缘国家的融资成本基本一致，导致了边缘国家大量资本流入，产生了很大的房地产泡沫，并导致最后的金融崩溃。

金融崩溃后我们看到了边缘国家和核心国家的收益率大幅拉大，边缘国家经济增长率其实处于衰退，在衰退情况下名义融资成本非常高。名义经济增长低于名义利率，导致债务占 GDP 的比重不断上升。

在欧央行的操作之下，边缘国家和核心国家的融资成本有一定的缩窄，从较长时间来看，缩窄会遇到一定的障碍，会使得边缘国家的经济增长很难维持到正增长的情况，债务占 GDP 的比重不断上升的情况还会持续一段时间，所以欧元区核心国家和边缘国家收益率分化还会维持较长一段时间。

利率波动逐年减小

从我国利率走势波动来看，可以明显看到 2010 年、2011 年、2012 年，收益率波动明显收窄。2004 年、2005 年 10 年期国债收益最高上行到 5.0% 左右，2008 年最高上行到 4.5% 左右，2011 年最高点为 4.1% 左右，2012 年整个 10 年期国债最高点为 3.6%。

10 年期国债收益最高点越来越低，底部从 2009 年以后越来越高，2012 年 10 年期国债收益底部大概在 3.3%，这些特征都表明整个影响利率市场的特征发生了一些变化。

从长期视角以 IRS 来看，衍生品的推出对利率风险管理有积极意义，5 年期的 repo IRS 和 5 年期金融债的相关性非常强，特别是 2009 年整个债市呈现熊市的情况下，还有 2010 年下半年整个基本面处于加息周期的情况下，利率产品的收益

率明显大幅上行，如果这段时间采用 IRS 对冲利率风险会取得非常好的效果。

影响利率变化的新因素

另外需要关注一些新的变化，从 2012 年走势来看，我们觉得长期利率对宏观经济的波动出现了一些钝化，以 CPI 和 10 年期国债相关性来看，可以发现两个明显的变化。

首先从 CPI 同比和 10 年期国债的走势来看，2002 年至 2008 年，CPI 同比和 10 年期国债收益率相关性非常好，我们预测好下个月或者未来半年 CPI 同比的趋势，就能够准确把握 10 年期国债的走势。但 2009 年之后，CPI 同比和 10 年期国债相关性已明显变差，这里我们给出一个解释，市场对 CPI 的预期提前性越来越强，如果我们看同比会有一些滞后性，很多市场机构做预测时都会预测半年甚至一年以后的 CPI，所以影响利率市场波动的主要因素不是 CPI 同比，而是对 CPI 的预期。

2009 年以后明显可以看到 10 年期国债走势领先于 CPI 同比的走势。另外一个变化，10 年期国债走势和 CPI 同比的波动幅度也明显在收窄，如果以 2006 年来看，CPI 可能在 1% 左右，10 年期国债下降到 3.0% 以下，今年 CPI 同比降到 1.7 的情况下，10 年期国债处于 3.5%、3.6 的 % 区间，可以明显看到长期利率对整个宏观经济的波动反应明显钝化（如图 1）。

另外需要关注的新变化是利率市场化对利率波动的影响。2012 年随着经济的逐步下滑，央行采取了降准降息的政策，但整个降息的幅度比较小。全年一年期定存只下降 50bp 左右，另外 7 天回购利率比历史水平

图1 10年期国债与CPI同比增长率对比

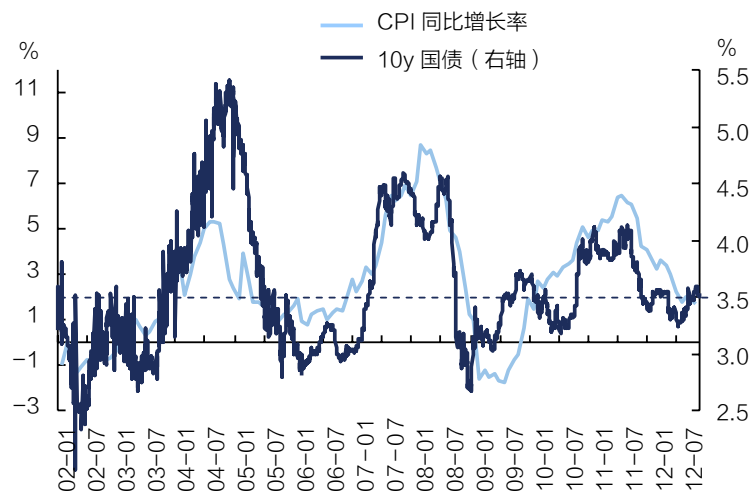
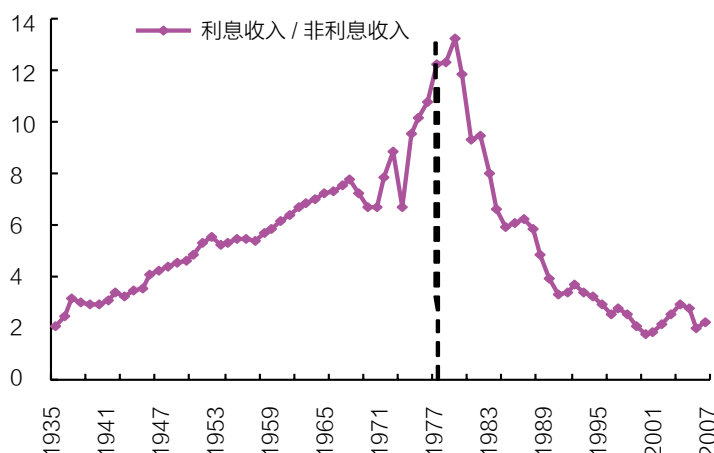


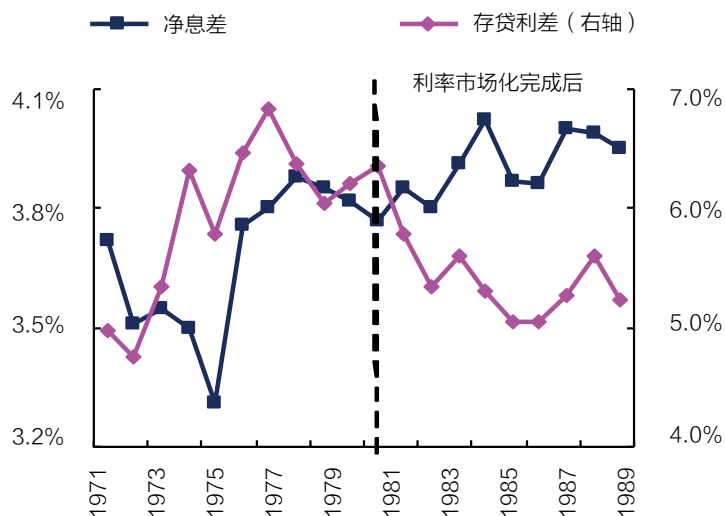
图2 1935年以来美国利息收入/非利息收入变化



偏高一些，整个资金面中枢上移使得10年期国债中枢逐步的抬升。

随着金融脱媒和利率市场化进程加快，很多商业银行的融资成本逐步上升，因为银行贷存比约束比较强，很多银行通过理财补充贷存比，理财的资金成本明显高于活期存款的利率，所以商业银行的资金成本上升，也导致整体资金成本中枢上升，导致10年期国债的底部有一定的抬升。

图3 利率市场化前、后净息差与存贷差变化



从美国的经验来看，美国10年期国债波动幅度明显要大于中国；从基本面情况来看，国内10年期国债对CPI反应有一定的钝化，从CPI同比比较来看，美国10年期国债波动明显小于中国。这里面造成一个悖论，中国的CPI波动比美国大，但10年期国债波动比美国小，为什么导致这样的差距？

我们认为主要是货币政策操作方式的不同。美国货币市场操作主要遵循泰勒规则，泰勒规则的首要要求就是货币市场利率波动要大于CPI，也就是说一旦CPI超过5%，联邦基金利率要上调至6%-7%左右，这样才能抑制经济过热。中国采用多种调控方式，既采取数量化调控方式，也采取价格调控方式，我们可以明显看到一年期定存，包括7年回购的波动明显小于CPI同比的波动。更多是采取信贷控制的政策，这样的调控方式也导致我国利率波动明显小于美国。

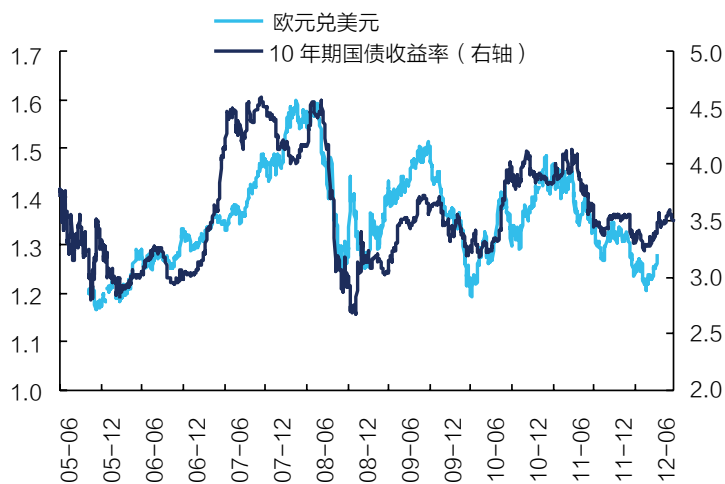
未来随着利率市场化进程的加速，我国的宏观调控方式也会逐渐从直接调控转向间接调控为主，我们国家的基准利率波动也会逐步扩大。预计利率市场化完成后，我国10年期国债收益率波动可能也会进一步加大。

利率市场化以后还有一个需要关注的，整个银行的行为也会对利率市场波动造成一定的影响。以美国的经验来看，利率市场化完成之后存贷差有明显的收窄，净息差并没有收窄（如图2）。利率市场化完成之后利息逐步下降，更多的业务都是靠中间业务收入来支撑整个银行的利润。这样的前提是银行风险偏好大幅度上升，银行对利率产品的配置会有逐步的下降（如图3）。

我国很多国债、金融债都配置在银行，



图4 欧元兑美元汇率指标与10年期国债收益率



未来可能随着利率市场化完成之后，银行对利率产品的配置会下降，这样的机构行为也会导致利率市场的波动会大幅增加。

最后，我们需要关注的变化是全球风险偏好对利率走势的影响。从最近几年来看，我们可以明显看到整个利率市场波动对外资影响非常大。从欧元兑美元汇率和中国10年期国债收益率走势比较，我们用欧元兑美元的汇率指标来刻画全球风险偏好的变化（如图4）。美元作为一种避险货币，欧元现在更多成为风险货币。如果欧元兑美元的汇率上升，表明全球的风险偏好有一定的上升，意味着我国的国内收益率会有较大幅度的上行。

2012年5、6月我们可以明显看到全球风险形势明显的下降，带动国内10年期国债收益率大幅度上行。7、8月份以后全球的股指，以及欧元兑美元的汇率有明显的上升，带动10年期国债收益率明显上移。未来随着全球化以及金融开放程度的加深，需要更加关注全球风险偏好对利率市场化的影响。

最近几年风险偏好主要来自于情绪上的影响，未来随着RQFII以及QFII额度的逐步扩大，更多的资金会进入我国银行间市场进行交易，这些会对国内的利率走势造成直接的影响。

预计2013年经济温和增长

2013年的情况从几个角度来分析：一是基本面，二是资金面，三是海外风险情绪。

从基本面看，经济增长呈小幅上移的预期，从9、10月份来看，可以看到整个工业增加值环比明显上行，环比大概上行14%，比5、6、7、8月份在7%-8%的幅度有明显上行。预计四季度GDP同比上行到7.5%-7.6%，明年一季度会跳升到8%，明年全年稳定在8%左右，这样的经济增长相对来说是比较温和的。

我国“稳增长”的政策主要体现在整个基建投资大幅度扩张，但是房地产投资以及制造业的投资相对来说比较缓慢，整个经济增长还是缺乏内生的驱动力，主要依靠政策支持。从通胀来看，10月份1.7%的CPI同比是未来一两年的底部，明年CPI同比大概率的运行区间是2.5-3.5%附近，上半年还会持续维持在2.5%附近波动，上半年经济增长超越我们的预期会上行至3%左右，经济增长和通胀都会有小幅的上移。

资金面方面，央行会维持相对稳定的资金面，资金回购维持在3.35%的水平，基本面和资金面都不会对利率市场造成很大的冲击，我们觉得10年期国债运行中枢会小幅度上行10-20个基点左右，但不会有大幅波动，主要的运行模式还是区间震荡。不确定性因素是海外风险情绪的变化。

总结有以下几个基本判断：一是危机之后，全球市场走势出现分化，除了政策性因素外，风险情绪也是主要的因素，这些因素导致了我国利率对宏观因素反应明显迟钝；二是我们处于利率、汇率市场化，以及金融脱媒、资本开放的新时期，未来利率波动有望加大；三是市场深度、广度的变化，需要有更多的衍生工具来对冲利率风险，衍生产品的推出对于风险管理、风险定价、金融安全具有重要意义。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

国债期货应用策略

■ 兴业银行资金营运中心交易员 叶予璋

国债期货在中国尽管比较新，但却是未来规模较大的利率风险管理工具。我主要从三方面给大家介绍一下国债期货产品：一是比较一下国内利率风险管理工具；二是从交易员角度看国债期货，在交易、风险管理与机构交易策略中的地位；三是国债期货和现货的交易模式。

国债是一个非常重要的产品，将成为国内所有债券市场的基准性曲线，无风险的曲线，总的目的是构建一个无风险金融曲线。既然是无风险曲线，就应具有一定的市场深度和广度，也一定会成为其他债券市场定价的“矛”，且有非常活跃的基础。

目前这样一个定价基准性受一定因素的制约，首先债券市场是一个单边交易的市场，我们只可以买涨，只能先买再卖，在市场债券属于熊市时必将是亏损的。而国债期货推出以后，在市场熊市和牛市之中都有一定的交易策略，保证获得一定的利润。第二点，国债期货对机构本身来说是利率风险的管理工具，也是交易策略工具，能提升交易的能力、交易的策略，提高金融机构的利润。

利率期货及参与者

利率期货主要包含以利率作为标的的期货，主要是 LIBOR 这种期货。另一种产品是以债券作为标的的期货，即国债期货。可以看到国债期货在主流国家发展已经有 30-40 年的历史，国内从 1992 年始有国债期货，但当时国债期货的标的资产是单券，很容易被打通，所以风险非常大。目前中金所构建的国债期货相对来说是非常稳健的产品，基本上不会有这样的现象产生。

利率期货是所有金融产品期货中最重要的产品，基本上交易量占 90%，交易量占比较大是因为利率期货讲究名义本金，实际成交是利率差产品，成交量占 40%，总体来说利率期货是最重要的产品。国内产品主要分为汇率、利率、商品和信用，总体来说利率和汇率是一个



国家金融机构，或者金融产品比较核心的品种。

海外国债期货市场有三种参与者，非常大一块是对冲基金，可以在快速市场中运用策略进行参与，使市场更加频繁化和有效化。为什么提到对冲基金？首先对冲基金来自于海外，大的对冲基金基本上都来自于海外，国内也有小的对冲基金，但规模相对海外是不一样的，一旦市场有对冲基金的加入，市场的观点一定是全球化的观点。国内的利率产品如果是国债，如果没有对冲基金参与，走势一定是国内交易的观点。

国债期货的产品特点

首先，国债期货是一种利率风险管理工具。目前市场上利率风险管理工具不多，且很多产品属于 OTC，参与者非常有限，需要一定的授信。从产品上来说，主要分为国债期货、债券远期、远期利率协议和利率互换。

国债期货是标准化产品，在交易所有保证金制度和逐日盯市制度，而其他所有产品都属于 OTC 产品。利率互换期限相对来说比较长，最短可以 1 个月，甚至是 7 天，最长可以到 10 年。

债券远期非常不活跃，主要是由于目前债券远期的交易模式不太成熟，是属于单券模式，市场在没有办法做空的情况下不太愿意成交债券远期。当然，债券远期可能也会成为未来利率风险的管理工具，因为债券远期可



以产生标准化的交割模式，债券远期定价的基准可以采用未来新发券的票面利率或者未来某个中债标准期限的估值。所以，债券远期和利率互换对国债期货来说是一个比较有竞争力的产品。

国债期货相对利率互换、债券远期的优势。首先国债期货在场内交易，没有交易对手信用风险。金融危机之前市场认识不深，因为全球市场觉得全球的金融衍生产品有 CSA 协议，并且有其他的保证金模式，或者授信的模式。

在完备的金融体制下信用风险是可以控制的，并且是相互性的模式。但是金融危机出现以后，当一个交易对手信用发生危机的时候会传导至所有的交易对手，从交易者来说自身敞口非常有限。如果其中一端交易对手违约必然会产生非常大的净敞口，导致金融市场发生急剧的变化。国债期货是场内交易中央结算，没有这样的风险。其次，国债期货是一个标准化产品，参与者可以更多，流动性相对来说更好。三是国债期货和债券产品的相关性更高。

交易层面的国债期货产品

国债期货产品采用名义券形式，使用实物交割而不是现金交割。在名义券交割和一揽子交割的模式下，要有公平交割的规则，即转换因子。二是发票价格，发票价格就是债券全价，隐含的利息因素也包含在里面；第二，卖方有选择权，卖方一是核实交割，一是交割合同国债。交割合同国债属于寻找 CTD 债券。最便宜交割券即从市场上买入现券，卖出国债期货进行交割，收益最大的就是最便宜交割券。期货交割全价为期货价格加上应计利息。

转换因子。假设进入国债期货市场，市场所有利率到期收益都是 3%，由于现券收益率不同、价格不同，如果券的收益率大于 3%，价格一定是大于 1 元，因为市场券所有收益是 3% 的债券面值是 1 元，转换因子一定大于 1，反之转换因子小于 1。

第二种，不同的交割月转换因子会慢慢趋向于 1，交割月越远，越有趋向于 1 的可能性。确定的交割月、确定国债转换因子是唯一不变的，转换因子其实就是对未来票面利率的现金贴现，按照 3% 的收益率进行贴现。

最便宜交割券选择是用无套利的公式把市场上能买到

的现券，乘以滚动利率。首先，要考虑能否以 $S(t)$ （现券 t 时价格）价格买所有的券。 $S(t)$ 在市场上隐含自由券选择的时候可能是按照中债估值来计算，但中债估值不代表市场可得性和市场成交水平，所以要估计得到老券，得到非流动性券成本是多少，拿到价格是多少，即真正的 $S(t)$ 。

第二个考虑因素是无风险利率，我们看到市场无风险利率是不一样的。因为无风险利率就是银行资金成本，银行资金成本可能是回购的利率，也可能是某个比较高的利率，所以无风险利率很难确定，要根据市场来判断。目前国债市场上大家对无风险利率的考量是隔夜利率加上 10-20 个基点作为无风险利率。 $F(t)$ （国债期货 t 时价格）是全价，全价包含转换因子和应计利息，国债应计利息应该是票面利率。不同机构利率是不一样的，免税的情况下实际利率大于票面利率。

国债期货应用策略

一级市场新老券会有跳跃，但有期货后跳跃可能性比较小。基差交易常见的是 CTD 交易，但不是一定要去做基差，因为要考虑资金成本，包括融资成本和利差收入。最简单方法是买国债，随着时间的推移，10 年期国债收益率下降，CTD 的价格改变，买入 7 年期国债赚钱，久期是 7 年，同时期货久期是 5 年，损失非常小。做多差是做多期权，做多市场的大幅波动，市场有前瞻性预期。

信用利差即发行信用风险可以通过 CRM 进行对冲，严格来说可以设计完美的套利组合。国债期货有利于投资账户：一是做投资时，假设预期收益率水平下跌，这时会买入国债期货锁定未来的投资收益，有现金流时可通过国债期货交割买入对应国债；二是改变久期，目前投资部位没法改变久期，通过国债期货可以改变部位久期。国债期货无论买和卖对投资账户都有非常大的作用。

国债期货的跨市场套利。利率产品可以对冲股市的风险，同时利率产品可以对冲汇率的风险。从国内视野来看，股市和汇率相关性比较高，所以通过利率产品可以实现跨市场进行套利或投资的策略，这有非常大的帮助，国债期货就是这样的利率风险管理工具。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛：机构投资者与金融衍生品市场

主持人：



NYSE LIFFE 大中华区总裁 仲伟声

讨论嘉宾：



李慕春
中国金融期货交易所高级副总监



叶予璋
兴业银行资金营运中心交易员



王咏辉
鹏华基金量化投资总监



章强
博时基金固定收益部副总经理



傅雄广
中信证券固定收益部副总裁



赖科
中证期货研究部研究员

李慕春：

国债期货在 17 年前就已经推出，当时的市场环境和现在市场环境不一样。经过 17 年的发展，无论是宏观环境还是期货市场环境都明显改善。利率市场化方面，1997 年利率市场化启动，目前国债市场利率完全市场化了，无论国债发行利率、交易利率、回购利率都是市场化的。唯一没有放开的是银行存贷款利率。

无论是美国或日本市场，只要实现利率市场化，推出国债期货的条件已经具备了。第二，目前国债存量 6.8 万亿，是 17 年前推出时的 60 倍，现货市场规模已经具备了。中国期货市场经过 20 多年的发展，已

经形成了一套非常完整的风险管理机制，股指期货为我们积累了管理金融期货的经验。目前无论产品设计、规则设计已经准备完成，仿真交易也已经进行。

傅雄广：

利率市场化和不完全市场化可能对利率风险、国债期货对冲风险没有特别大的影响，只要债券的组合久期和国债期货的久期比较匹配，只要匹配得比较好，利率风险能比较好的规避风险。

利率市场化没全完成时，风险对冲不完全。从国外经验来看，信用风险导致信用利差波动。中国的信



用利差都是流动性风险，因为国内现在的信用债没有违约，包括高等级的信用债。很大部分信用利差和国债利差由于流动性风险导致，所以国债期货推出以后能很好对冲风险。

赖科：

国债期货是机构投资人占主导作用的交易品种。中证期货研究部对接投资者需求的方式大致可以总结为两点：一是向券商、基金和银行学习，积累现货分析和基本面分析经验；二是立足期货市场上的交易模式和市场结构，例如服务机构客户的股指期货套保方案、风险管理模块设计。

叶予璋：

银行间交易产品在场外市场运作。2008年金融危机后有两个趋势：一是所有的OTC产品都有场内化的趋势，二是场内产品不一定上市，但经过中央清算，进而规避风险。产品上市有两个方面，一是产品上市后采取现金交割还是实物交割，实物交割的基础产品需要授信，实物交割一旦要授信就会非常狭窄，

如果进行现金交割有比较好的定盘利率，国内产品的定盘利率比较缺失，人民币互换也没有很好的定盘价。

王咏辉：

最近几年国际金融市场变化非常深刻。在金融危机时，工具非常关键。中国利率市场化不断加速，推出新工具后，加速会更迅速。通过沪深300股指期货可以看出，对冲产品推出之后投资可以用到更多的策略和更复杂的对冲工具规避市场风险。

第二，2008年之前我们利用股票、股指期货、国债期货、大宗商品期货进行全球资产配置量化对冲产品，可以做到全球24小时按周、按约进行资产配置。以前A股市场以股票市场为特征，股票市场下跌债券市场投资加大。经过这一轮配置后，投资人很快进入到除了股票还有债券型产品。国债期货产品提供了一个桥梁，捆绑住债券期货市场。

第三，国际化。现货市场上，成本、速度、监管等因素会造成很大的交易成本。当期货出现之后，QFII可以做到快进快出，引来大量的长期投资者，通过投资品种降低成本和风险。

仲伟声：

金融衍生品在金融市场、现货市场以及期货市场起到了桥梁的作用，国债期货推出后，桥梁作用将来会很快展现出来。国债市场推出后，机构投资者的参与非常重要。国债现货有三分之二在商业银行的手中，如果将来国债期货推出，推动性非常大。

章强：

国外机构投资者参与利率期货有一个较长的过程，从机构投资者需求的角度，为什么要用利率期货？第一，无论是商业银行还是保险公司，机构投资者考虑使用这个工具一定要提高各自的投资效率。第二，产品推出的时间点很重要。全球第一个外汇期货在1972年推出，是布雷顿森林体系刚要结束的时候。后面大发展的时期在70年代末80年代初，通胀高，利率也很高，债券下跌时，如果不能做空，不能套保风险就很大，那时正好推出了10年期国债期货，大熊市不但能套保，还能从中获利。第三，做市商的作用。国债期货推出以后是否要考虑引入做市商的制度？这是一个长期的过程。最好找最著名的机构来做市，证明衍生品可以降低风险。

最后一点，涉及利率期货，有些设计成线性的，有些是非线性的。设计的时候一定要把非线性的东西保留下来，这样才能给机构投资者做长期期限套利的机会，吸引长期机构投资者参与。

李慕春：

我稍微回顾一下股指期货，虽然机构投资者数量比较少，但从持仓量看，机构占总持仓量的40%左右，虽然数量很少，但交易规模很高，大部分进行套保，中金所一直非常鼓励，期货产品本身就要为机构投资者服务，我们非常欢迎机构参与，目前证券、基金、QFII、信托都陆续参加。

国债期货是一个更加专业性的市场，是更加以机构投资者为主的市场。首先在合约设计方面我们广泛征求银行、基金公司的意见，未来希望他们都能够参与市场。成本问题是一个大问题，一是因为保证金问题，保证金

比国际市场高一些，出于风险控制的考虑，目前我们的法律制度还有一定的制约，也是我们研究比较重要的地方。

赖科：

中证期货研究部工作集中在两个方面：一是学习银行机构现券的基本面分析和投资分析的经验；另外集中在期货端。我们研究部里有量化研究团队，注重挖掘期货端的市场结构。市场结构包括展期交易问题，会涉及到历史数据，从历史数据挖掘当中可以看到到底采取怎样的时点、算法和交易模式去交易，使得利益最大化。

银行的准备方面，一方面可以更多的在现货上提供交流，在量化期货端可以展开密切的合作，包括把产品模块化，模块化之后机构投资者可以非常快的运用这些工具，而且可以针对某一些特别的需求嵌入到模块当中，以便更好的使用。

王咏辉：

海外市场过去几年市场利率很低，大量的金融衍生品设计涌现出来，金融危机之后去复杂化，很多投资品从原来复杂的结构逐渐恢复到现货市场、ETF市场标准的产品，直接投资的金融债，尤其CTO市场非常小，大量的参与者都退出来了。现在国内市场衍生品处于不发达阶段，不用担心去复杂化的事情。实际上每个产品的深度要达到一定程度之后，做市商可以提供复杂交易，同时现券和期货多个时间都可以做交易，而且立刻就能实现。

李慕春：

期货行业跟金融机构比是最弱小的，股指期货推出以后，实现了证券公司和期货市场的结合，国债期货推出以后会实现银行业和期货业的结合，这种结合对期货公司的发展有历史性机遇，期货公司的优胜劣汰、竞争会有一个重新的大洗牌过程，当然对期货公司也提出更高的要求，期货公司不能只满足于原来的通道业务，国债期货在国内是一个新东西，银行懂债券但不懂期货，期货公司懂期货但不懂债券，懂债券期货的人很少。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛 II： OTC 市场发展论坛

【编者按】

12月2日上午，由永安期货和银河期货共同承办的“OTC 市场发展论坛”在五洲宾馆长江厅成功举行。来自交易所、银行、大型贸易和投资公司的代表，就境外 OTC 市场现状与发展趋势、中介机构如何运用 OTC 市场为客户服务等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就 OTC 市场制度设计和产品策略等话题展开了热烈讨论。

强化中介机构体系 推动场外市场发展

■ 中国期货业协会副会长 彭刚



我首先代表第八届国际期货大会的主办方中国期货业协会欢迎大家的到来，同时感谢本次分论坛的承办方永安期货、银河期货为这次分论坛所做的精心准备。

OTC 市场这些年发展虽然很快，但很不平坦。OTC 在全球范围内受到的争议很大，2008 年的国际金融危机就是场外市场的 CDS 所导致。但即使争议很大，即使发展不平坦，发展的规模和速度还是非常快。跟国外比起来，中国的 OTC 市场才刚刚起步，创新也还不足。所以希望通过这一次论坛交流研究，以推动中国场外市场的发展。

场外市场和场内市场实际上是一种互相竞争、唇齿相依的关系。从国外情况看，场外市场是要远远大于场内市场，这是我的第一个认识。

第二个认识，场内市场创新的核心应该是交易所，而场外市场创新的主体是中介机构，从期货行业来讲应该就是期货公司。从未来看，将来中介机构特别是期货公司，随着场外市场的发展和自身产品创新能力的提升，期货公司的收入结构会有好的扭转，期货公司在国内甚至在全球的地位也会进一步提升。希望三年、五年以后，

我们自己的期货公司也能像高盛、美林、摩根士丹利一样，能够创造自己的有效的为实体经济服务的个性化产品，我们的市场特别是中介机构的发展就会壮大起来。

所以我们希望中介机构、期货公司能够在未来下足工夫，加强研究和人才的储备，对我们国家的场外市场发展做出贡献，从而更好地实现期货市场服务实体经济的功能。

我的第三个认识，一个强大的衍生品市场应该具备三个条件。有影响的市场、强大的市场的标志是什么？就是我们应该有自己的定价权。

第一个条件是我们应该要有一个强大的交易所；第二是要有一个支持交易所的强大的中介体系，也是场外市场的创新主体；第三个是应有一大批合格的有竞争力的机构投资者。这三个条件，特别是后两个在国内还比较薄弱，我们要大力发展。

最后，预祝本次分论坛能够圆满成功，为中国场外市场发展的良好起步开一个好头！

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



境外 OTC 市场现状与发展趋势

■ 芝加哥商业交易所集团亚洲清算系统高级总监 张英华



OTC市场的转变过程

CME 在期货方面已有 100 多年历史，在 OTC 方面我们也有将近超过 10 年的发展经验。在此跟大家分享一下我们这几年在 OTC 市场发展的经验。

首先是 Clear Port 的诞生。在 2001 年、2002 年一个很大的能源集团——安然公司倒闭了。安然本身是个很大的 OTC 能源市场交易的主体。当时，如果要做 OTC 交易，第一部分要做的工作就是去每家不同的公司访问，你的律师、公司负责交易规则的人员需要花大量的时间、精力去商议一个交易的协议文件。我们跟 OTC 的交易商做交易，交易对手和信贷风险对手就是交易对方。如果交易对手出现了违约或者倒闭的情况，那我们就会承受这个损失，就是有直接的信贷风险。

2002 年安然公司倒闭后，因为缺少一个庞大的做市商和清算对手方，整个 OTC 市场产生了很大停顿。NYMEX 看到这个机会，推出了 Clear Port 清算平台。有了 Clear Port 之后，对不同的公司最大的好处是不需要再花很多时间做单方面的交易协议。你可以直接找你的清算会员，然后在 Clear Port 上面开一个户，就可以

进行直接交易。交易的平台本身更加的透明化，且有匿名功能，所以更加鼓励很多不同的参与者，包括能源公司、对冲基金或者一些商业银行，都加入能源的交易市场。

Clear Port 2002 年推出后，现在已有超过 10 万的用户直接在 Clear Port 开户，并在此平台上进行交易。而合约品种上面，从开始的几百张合约到现在已超 1700 张合约，现在每日结算的大概数量是 50 万手 / 天。

2008 年金融危机之后，雷曼倒闭对 OTC 特别是金融合约市场造成很大的冲击，所以那时美国政府推出了多德·弗兰克法案，针对 OTC 的利率掉期市场和信贷掉期市场从 2008 年开始发展 OTC 金融产品的清算。我们在 2009 年推出了信用违约互换掉期的 OTC 清算服务，2010 年推出了利率掉期的清算服务。政府规定今后标准化合约必须要进行终端清算，但在法律生效前，我们在利率上已经有 9 千亿美元的清算额度，在信贷违约方面基本上有 2 千亿美元。

OTC与期货清算服务的差别

期货交易最大的特色，特别是在交易和执行上就是

中央竞价的行为，不管是非洲还是澳洲，在任何国家的一个角落上做交易，交易者都是面对同一个市场，大家看到的价格都一样。而 OTC 市场的交易方是分散的，你可以通过不同的交易平台进行交易。

以前大家会用电话、传真的交易询价模式，现在很多做能源的交易者选择用即时通讯工具进行询价和成交的模式，我觉得中国以后会用微信，这也是询价合约交易的平台。但不管是从任何交易平台接入，他们最后都会有一个交易的确认平台，我们 CME 的 Clear Port 系统就是连接了所有在市场上具有领导地位的交易平台，直接接入 CME 的结算系统里。

在 Clear Port 电子平台，首先你可以通过不同的方法进行询价和磋商交易，当双方交易后，你就要把交易后的信息输进 Clear Port 平台里。然后我们会提供三种不同的方法，你可以通过一个网站式的电子平台，把交易成交后的细节输进去。

或者，我们有一个服务中心，你可以直接打电话跟我们的服务台说你交易的合约细节，他们会把你输进我们的系统里面。你也可以应用程序界面的方法，直接把交易平台的交易结果输进 Clear Port 电子平台直接进行结算。

这中间很重要的一点是风控，因为交易平台分散在不同的地方，所以每个交易者都必须要在 Clear Port 注册一个户口，且必须找一个清算公司，清算公司会根据每个户口、每张合约提供一个交易额给你。这个交易额基本上是清算公司决定的，而他们有能力去调动。如果一张合约成交了，输进我们的系统里，但交易的额度超过了他的户口拥有的风险交易限额，他可以跟清算公司去磋商是否可以提升交易限额。所有交易必须要在交易额的额度允许之下，才可以进行最后的结算，结算成功之后我们会把结算之后的信息发放给清算会员和交易者。

在这 10 年的 OTC 市场发展里，CME 很重视两方面给顾客提供的价值。一方面是作业的效率，我们做了很多系统的改善去提升整个顾客的作业效率性。比如 ConfirmHub，很多时候交易信息的返回达不到实时性，而 ConfirmHub 的主要作用是交易者的前台可以直接做

一个 API 连接我们的系统，实时把成交的信息反映在交易者的前台上，让他们可以很准确地了解到最新的风险承受率而做出交易的调整。期货市场和 OTC 市场之间有很高的相连性，所以我们也推出了一个 CME Direct 交易平台，它的最大作用是把期货市场和 OTC 市场二合一，用户可以通过同一个平台同时进行交易和观察两个不同的市场。

OTC市场的风险管理

OTC 市场本身的产品特色和产品基础跟期货市场很不一样，所以我们针对 OTC 市场做了一系列的风险管理措施。这是财务的安全保障。

首先是清算所，CME 清算所是一个整合的清算所，负责清算 CME、CDOT、COMEX、NYMEX，我们现在有第五个就是 KBOT，都是在一个清算所下进行清算的。虽然在一个清算所下清算，但我们本身对风险管理是分开的，期货产品和 OTC 产品是完全分开的。利率掉期有自己安全保障的措施，信用违约产品有自己安全保障的措施，每个安全保障措施的设立必须要经过一个独立的风险管理委员会去批准，我们才可以做修改。这个风险管理委员会的组成并不是只有 CME 的人，也有业界不同的参与者或风险管理方面的专家。

一个明显的特征是流动性方面，大部分 OTC Clear Port 产品的流动性并没有期货的流动性这么好。我们根据 OTC 的流动性做出保证金的调整。每天的成交量大过 2 万手的，我们会对保证金有额外 10% 的增长，以此类推。另外最重要的是违约管理的程序，OTC 产品有很多独特的价值评估和风险的管理，所以我们也成立一个违约管理小组。为了避免任何违约情况发生，每个独立的违约管理小组会在短时间内去决定一个避险的策略。在整个过程之后，CME 会提供便利，协助未违约公司把头寸从一家公司转到另外一家。

另一方面是抵押品，我们对 OTC 的风险管理十分重视，但另一方面我们也很关心客户资金运用的效率，所以我们尽量在抵押品上提供一些便利。在我们的 OTC 抵押品清单里有一系列的产品，在美国目前的情况是很少人给交易所现金，现金占不到 1%，而大部分清算公司



都会选择给美国债券或者一些货币市场的共同基金，这占的比例很大。而且我们会根据抵押品的流动性分成不同的种类，在不同种类上应用不同的限制。我们通过增加抵押品的接受能力去给最终的清算会员和交易者提供更大的资金运用效率。

金融法规改革进度: Dodd-Frank法案

美国的金融法规改革进度充满了很大的争议性，这是一个不断沟通情况下产生的结果。整个 Dodd-Frank 法案的主要目的是如何把整个 OTC 柜台式的交易变得更加透明化，另一个目的是想减轻整个系统的风险，这是它首要的两个目的。

最重要的是跟 OTC 市场有关系的三方面：第一方面是交易资料的申报，关于 SDR 的一些设定；另外是清算，所有标准化的 OTC 产品必须要进行中央清算，上周三 CFTC 投票 5 : 0 通过了关于中央清算的一系列法令，预计 3 月份会进行第一批的中央清算；最后一方面是交易，今后任何一个交易平台必须要注册，只有通过注册后的交易平台才可以进行 OTC 的产品交易。交易信息的申报必须要有即时性。CME 经过一些曲折，最终在上周拿到了 SDR 的牌照。我们可以向我们的客户提供一个成本更低和更有效的系统去协助他们，把他们的交易资料申报给监管机构。所以 CME 也是从客户角度出发，积极地向美国政府申请 SDR 的牌照经营。

另外是强制集中清算流程，现在已经定下来 OTC 的利率掉期和 CDS 必须要向交易所进行中央清算，这会根据客户的种类分配成不同的时间。第一类是交易掉期商或者主要的掉期参与者，他们第一批向中央清算所清算 OTC 的利率掉期产品和 OTC 的 CDS 产品。很有争议性的是关于掉期交易商的定义和主要掉期参与者的定义，如果你被规定成为这两个类别的交易参与者的话，你会面临一系列的报告规定，另一方面也会对你的资本要求进一步提高。所以也有很多交易的个体或者交易参与者会改变他们的交易行为，而避免被定义为这两类。这是暂时的提案。

对保证金的计算方面也有新的一些要求，比如现在金融期货市场的参与者，对他们的保证金要求基本上需

要覆盖一天的风险范围，当然现在也有一些新的规定，可能会变成两天，因为这些还在不断的进化当中。

另一方面，金融掉期合约必须要覆盖 5 天，因为掉期的流动性相对较低，如果在违约的情况下可能需要更长的时间才可以把己方头寸进一步处理掉。如果持续有一些产品不做中央清算的话，监管机构就会要求继续增加保证金，可能要达到 10 天的覆盖范围。在什么样的平台上进行掉期的交易和掉期的磋商，现在基本上定义还没有出来，我们预计在这两个月会有进一步的细节，但最后注册的要求至少会延后到 2030 年。

展望未来，最近美国方面已经出台了很很多方案的具体规则，另一方面也是 CPSS 对清算所清算的一些要求，现在有很多对巴塞尔 III 协议的争议。这些新的政策对整个 OTC 市场都会造成很大的影响，而这些政策都会在一段时间陆续出台落地，欧盟相对会比美国稍晚一点。从交易所的角度来说，我们希望所有的监管机构可以进一步把这些政策协调一致，而不是每个国家有自己的政策，这样会让市场运行成本上升，整个市场也会因为交易规则的不一致而造成效率严重降低，甚至有一些违规的情况出现。

要创新，更要根据市场需求创新

最后从 CME 在 OTC 整个市场的发展经验来说，我们深深领会到一定要创新，但创新的大前提是要根据顾客的需求。我们在 2006 年、2007 年已经推出了一系列的 OTC 产品，但基本上是两个失败的项目，因为那时候市场客户的需求并没有产生。而在 2008 年的雷曼事件之后，因为政策的改变和整个交易习惯、交易规则的改变，我们推出 OTC 的清算服务得到了非常好的回应和成功。

另一方面，因为 OTC 交易的规则要求越来越严谨，成本越来越高，很多以前在做 OTC 市场的交易者现在考虑不做 OTC，而是主力去做期货产品。因此我们也推出了 OTC 的一个期货，这个产品推出之后受到了很多顾客的欢迎。所以针对顾客的需求而提供创新的服务，这才是整个 OTC 市场最重要的。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

新加坡 OTC 市场交易清算及监管规则

■ 新加坡交易所助理副总裁、大中华区总监 林琦



为什么选择新加坡交易所？

在众多交易所中，中国的投资者或全球投资者之所以会选择新加坡交易所的平台，主要有三点比较重要的因素。

首先是安全性。新加坡素以常务评级和非常严格的法律监管为投资者所青睐；其次是产品的创新和国际性，新加坡作为一个比较小的市场，在开发和创新产品的过程中不断地吸取全球一些优秀产品，比如在期货品种上，有交易非常活跃的产品标的，全都来自海外。再如在 OTC 市场上交易非常活跃的铁矿石等，也都不是新加坡本土品种。新加坡交易所通过这样的平台为全球投资者投资亚洲市场提供了一个统一、简单但多元化的渠道；最后比较关键的是便利性，新加坡处于亚洲，与中国没

有任何时差，所以中国投资者在投资这个市场的过程中会感受非常亲切。

今年我们在 OTC 市场的交易量迅猛增加。在金融危机之后出现大面积违约的情况下，大家越来越意识到需要一个中央的结算所作为清算方，来做对手方信用的管理和对冲。新加坡交易所的场外 OTC 市场清算行在 2006 年就已经推出，现在我们平台上主要的 OTC 清算业务，包括运费、集装箱、油品、大宗商品、橡胶等合约。现在 60% 的铁矿石、动力煤、运费和油品掉期和场外的橡胶合约交易比较活跃。

大家越来越意识到金融工具对冲风险的重要性。我们在 2009 年推出 SGX 铁矿石掉期，至今交易量有非常迅猛的增加。参与的交易对手也从几百家增长到现在的



1000 多家。现在每个月 1 千多万吨的交易量中有 35% 到 40% 的交易量来自中国客户，其中主要是贸易商和民营钢厂，经纪商也从 5 家增长到 30 多家。

创造符合客户需求的产品通俗讲，掉期就是一个没有实物交割的期货合约。比如，在铁矿石掉期结算日结算时，并没有发生实物铁矿石的交割，而用的是一个指数价格的月度平均值来做结算价。因为在交易时，买卖远期的掉期价格是固定的，但最终结算的月度平均价是浮动的。这就是掉期的基本理解。

我们所用的钢铁指数选用的是 TSI，除 TSI 之外，现在铁矿石交易有些是用普氏的结算，但有一个相关性，1—2 美元的差价，客户因此可以用 TSI 来做一些对冲交易。8 月份每天钢铁指数 TSI 都会发布一个相关价格，我们采用的最后掉期结算价就是这个月度价格的简单平均。

当较为基础的产品达到了一定交易量时，我们在今年又推出了场外期权的交易，目前品种有铁矿石和运费，采用欧式期权。现在交易时段是从早上 8 点到晚上 8 点，8 点以后再到凌晨 4 点是所谓的 T+1 时段，也就是交易在当天发生，但清算是按照第二天的结算价来进行。

影响期权价格的因素包括标的的价格、波动率、行使价、时间和无风险利率。最基本的期权有看涨期权和看跌期权，但通过不同期权的组合，使得一些比较成熟的投资者可以在这个市场上获得交易的需求，来规划更加多元化的策略。比如钢厂采购，当觉得原材料价格会上升，对自己的价格上限的设定是 125，现在只要通过保证金的交易买掉期，同时选择支付一小笔的权利金去把交易上限设定在 125 的价位，超过这个价格就可以行权，这样就可以锁定采购成本的上限。

所以，运用期权的交易可以用更小的成本来进行现货的产品对冲。期货公司参与这个市场以后，需要着重注意客户在保证金计算方面设置的一些内容。

我们致力于结合客户的需求，在 OTC 市场不断创造新的符合客户需求的产品，特别是身为一个在亚洲的交易所，我们对中国的策略非常积极，经常跟中国的一些期货公司和交易所沟通，寻找互相之间合作的机会，

努力设计出更多符合中国客户需求的产品。

OTC清算流程和环节设计

整个环节设计的参与主体包括新加坡交易所、清算会员和 OTC 的经纪商。我们本身是作为中央的清算方，对于撮合成功的客户交易进行清算；清算会员主要负责客户每天的头寸的定式；还有 OTC 的经纪商 IDB，它需要的牌照和一般的期货交易商不一样，主要是负责帮助客户撮合价格，在全球寻找交易对手。

整个交易的流程，首先客户在交易前必须在新加坡交易所的清算会员开一个清算账户。因为暂时还没有一个非常成功的电子报价系统，现在基本上大多数交易还是通过电话磋商来形成，所以客户一般会打电话给 IDB 来询价。

IDB 在磋商好价格以后会将具体的交易细节登录到 OTC 的 TRS 中，这是一个清算的交易登记系统，它拿到信息以后会检查这些客户的头寸保证金有没有超过交易上限，一切稳妥以后会在这个系统中配对交易，然后输入到新加坡交易所的清算系统中进行清算。交易所会向各自客户的清算会员发确认函，确认头寸建立，然后根据每日的结算价进行保证金的收取。

OTC 方面的监管和期货方面相对都在一个平台上进行，因为新加坡交易所本身是一个集证券、期货和大宗商品交易为一体的交易所，所以我们执行的监管系统也是保证金交易的系统。当清算系统发生违约以后，新加坡交易所会对在交易所清算的安全账户进行风险的管控。

OTC 保证金制度跟期货交易保证金制度是一样的，这和国内的情况不太一样，国内保证金按百分比收，而我们是根据所出的数额和市场的波动率，每两个星期进行一次调整。我们平台上所有的产品之间、跨产品的交易之间的保证金允许互相冲销，比如你有一手多头的铁矿石掉期，会有一手空头的运费掉期，手续费冲销之后可以使客户资本利润最大化，这也是许多国际投资者愿意用这个平台来交易全球产品的原因。与其去各个市场的不同交易所分别开户交易，不如通过新加坡交易所这一个平台，就可以投资到全球所有资产类别的重要市场上。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

境外 OTC 市场中介机构的客户风险管理

■ 寰宇福四通贸易有限公司上海分公司总经理 吉姆·兰伯特

如何利用场外交易为客户进行风险管理，首先需要根据不同的客户类型和客户的需求来确定。这有必要先介绍一下我们公司的背景，特别是我们的交易部门。

我们的首席操盘手兼业务主管帮助建立整个场外交易的框架结构。交易品种包括交易所的期货和期权以及 OTC 市场的企业机构产品。交易运作模式非常完善，通常会为客户设计出一系列的综合产品和风险管理服务，帮助客户最大限度地降低市场风险，为客户提供指导性、专业性和经验性等方面的咨询服务。

OTC 市场客户风险管理机制

我们场外交易的产品第一类是农产品。我们是最大的农产品场外交易商，应用的衍生工具包括掉期合约、远期合约等，目前我们的 OTC 正在做软商品、贵金属、外汇等。

我们选择 OTC 产品有三个原因，也是 OTC 产品的三个作用。第一是灵活性，OTC 产品能够提供灵活的风险管理方案，而交易所合约比较标准化；第二是创新性，我们的操盘手和金融工程师都会集中研发最佳效果的 OTC 工具，这一点对我们的客户非常重要；第三是组成的结构，进行风险管理最重要的是如何区分不同的风险敞口，这需要通过金融工程师和操盘手进行分析，然后制定一个综合的风险管理策略。

我公司运用 OTC 产品的自身优势。第一，了解全球趋势，我们的商业和投行业务经纪人分布在世界各个地区，所以我们有非常多的市场信息渠道，这样可以帮助客户更好地控制商品现货市场的价格风险；第二，创新



性风险管理方案，我们在 OTC 发展和关联运作方面具有很丰富的经验，可以针对客户的不同需要专门研发特定的结构化产品；第三，综合性团队，我们与公司内部其他的团队合作，共同解决客户在现货市场和金融市场的风险管理问题。

美国 OTC 市场法案概览

最后我快速提及一下美国法律流程上相关的执行情况。OTC 衍生产品的实施法则将从根本上改变行业。此项法案虽然现在仅是对监管制度提出了一些挑战，但其原则是健全的。

这个法案主要有四个原则：第一是市场参与者的注册条件，在此项法案出台前许多市场参与者不能注册登记，但现在所有从事业务的机构都需要登记；第二是 OTC 产品的清算要求，除了一些上游的最终用户有清算的豁免权，其他所有需要清算的衍生品都要经过中央清算；第三是规定的商业模式，目前已经没有相关政策和监管流程的限制要求；第四是对净资本的要求，这在过去是规定经纪公司必须要满足净资本的要求，而现在是公司自己需要满足净资本的要求。^[1]

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



银行间利率互换市场现状及前景分析

■ 国家开发银行资金局交易处副处长 丁洁



我国银行间市场整个人民币金融衍生品的群体，包括三大类：一是利率类，包括债券远期、远期利率协议、利率互换；第二类是信用类的，CRMA；第三类是外汇类，包括外汇远期、外汇掉期、货币互换、外汇期权。

在境外也有相似或相同的标的，但是属于用美元来结算的，包括NDRIS、NDF和信用违约互换产品。这是人民币金融衍生品的整体概况。

回顾人民币衍生品的发展历程，都是以人民银行下发的一系列文件为基础开展的。比如人民币利率互换就是以《关于人民币利率互换市场的通知》为开始。

整个人民币衍生品市场的总体结构以两类产品为主，从交易量和交易活跃程度来看，第一类是人民币利率互换，这类产品发展比较迅速，2011年规模达到2.7万亿美元；再有一类是外汇掉期，2011年交易量也达到1.5万亿美元。

人民币衍生产品市场的产品特点是以规范和发展并重。交易环节有几点需要注意：首先，交易前交易商们必须要取得监管机构的审批资格，比如银行首先要取得银监会衍生产品牌照，交易之前交易双方要达成

NAFMII协议，还要完成交易对手授信，这样才可以进行交易。

这些年来在交易中心的大力支持下，设施建设取得了非常明显的进步，比如利率掉期已经实现了在交易中心的电子化平台交易，由此监管部门可以对交易进行实时监控。

其次，衍生品发展场内化的监管趋势，明年会推出利率互换的清算功能，也就是中央清算安排。

第三，是交易后交易商备案制度。

利率市场化与利率互换

就市场深度和广度而言，在人民币利率方面，人民币利率互换是交易规模最大、最活跃的工具。利率市场化，是利率互换的发展动力和必要条件。在银行间市场的货币和债券市场，先后实现了市场化定价的行为。2005年人民银行提出，尽快推出人民币利率互换等利率衍生工具。2006年2月22日经人民银行批准，由外汇交易中心发布了以隔夜、七天回购利率为基础设计的回购定盘利率。

我们知道在人民币利率互换市场和银行间货币市场，回购利率是一个非常重要的指标。

利率互换市场的主要参与群体，基本覆盖了在银行间市场主要交易机构。在交易类型方面主要以银行为主，其中，中资银行有 32 家，外资银行 32 家，证券公司是另一大类群体，有 19 家，保险公司有 1 家。其中，国内市场上主要的参与群体是银行、券商和保险公司，海外市场上主要是以外资银行和对冲基金为主，对比而言，国内利率互换市场企业终端客户参与程度还有待提高。

目前利率互换市场的产品主要有三大类的产品指标，一类是期权回购，以回购利率为基准的利率互换；还有一类是 Shibor，其中，3 月 Shibor 本身就是整个货币市场的基准利率，这两年发展非常迅速，隔夜 Shibor 也在快速发展；另外，以一年定存基准为代表的互换反映了终端客户的避险需求。

利率互换产品策略

目前利率互换产品之间的策略主要有几种：一类是在银行间市场，像债券交易者用来做债券的资金成本对冲或对冲市场风险；一类是利率互换本身的策略，包括方向性的交易和曲线形状的交易，以及在此基础上的交易；还有一类是前述三类不同基准之间的交易。

利率互换市场已经成为中国利率市场领先的风向标，它的特点是对市场预期的反映比较快，一般先于债券市场而动，而且调整的时间也比债券市场快一些，这也对未来的经济基本面和货币政策有比较及时的反映。从市场波动性来看，利率互换市场比债券市场的波动性也高，这也是衍生品市场的一些明显特点。

在债券和掉期之间，有一个天然的转换关系。比如从一个发行人发行的固定利率产品和浮动利率产品，还有利率互换产品之间。

举个例子，一家发行人发行的以 Shibor 为基础的浮动利息债、固定利息债和三个月 Shibor 的利率互换，加上一个浮息债会转换成一个固息债。目前同债券市场相比，利率市场互换的参与者较少，并且这两个市场经常出现一些预期不太一致的情况，存在着套利的机会。

利率互换发展瓶颈与空间

与欧美发达的利率互换市场相比，国内利率互换市场的发展瓶颈，主要表现为公司类的客户参与程度不够，这有待于利率市场化的进程和有赖于公司客户风险管理意识的不断提高。

另外，金融机构的参与受到一些限制，一个是牌照的获得性，另一个是授信的制约。对于净资本较小的机构而言，它去获得大的交易商的授信比较困难。未来上海清算所的推出会缓解这方面的制约。第三是系统支持，不管是从监管机构的要求还是从风险敞口管理来看，都需要有一定的系统支持。第四点是会计规则，有些银行开设自己的投资债券，需要实施套期会计规则，但套期会计在国内的推广还面临困难，目前的实施范围比较狭窄。

就市场发展的量而言，利率互换市场有很大的发展空间。比如债券托管去年是 20 万亿，而对冲风险的回购利率掉期只有 1.3 万亿。从 2008 年金融危机以后，国外衍生品市场的发展步伐大大放缓了，但从国内利率互换市场的创新程度来看，有很大发展空间，且呈持续发展势头。

从数据上看，利率互换市场在初期只有四五千亿，2010 年就达到了 1.5 万亿，去年是 2.7 万亿，整个市场的发展速度非常快。这个市场发展的目的最终是要服务于实体经济，服务于客户，为客户规避风险。利率互换的投资者群体目前以银行间市场一些大的交易商为主体，今年推出了一些新政，像券商资管也可以做利率互换，基金和期货公司也可以做利率互换，未来的投资者群体还会进一步丰富。

国债期货即将推出，利率互换市场和国债期货市场目前还存在着一定的区别，主要是因为这两个市场的投资者群体不一样。国债期货的投资者群体未来将更广泛，不仅机构投资者，还有个人投资者。

由于两个市场的投资者群体不一样，一方面，这两个市场符合多层次市场建立的趋势，会进一步提高市场未来价格发现的效率；第二方面，这两个市场之间还会存在着套利的机会。总体来讲，这两个市场在将来的发展具有很强的互补关系。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



利用 OTC 市场规避石化产品风险

■ 中国石化集团化工品期货业务运作负责人 于淼

能源化工领域适合 OTC 市场

能源市场的汽煤油方面，从交易到平台的发展都比较成熟，包括 OTC 市场，而化工市场却有待开掘。

化工领域规模很大，是一块蓝海，国内这两年陆续开发了一些很不错的品种，包括 PTA、塑料、甲醇。现行交易的主要品种年贸易额超过 1 千万吨的品种有 20 多个，材料群从服装到工业、农业、建筑材料化工产品的全面扩张，传统的能源化工一体化的格局也比较明显，过去 5 到 10 年下游细分的化工企业蓬勃地发展，带来了大量的贸易扩张。化工类产品交易从过去的封闭体系慢慢变成敞口交易，高度适合期货和 OTC 市场。

规模比较大的能源化工品种，从原油到天然气、煤炭，无论在期货市场和 OTC 市场都非常发达和活跃。包括成品油、期权煤、石脑油、合成纤维、合成橡胶、合成树脂，这些品种从期货领域都会有非常好的前景。

大量的单体品种非常适合做 OTC 市场的交易，原因第一是交易量足够大；第二，石化产品的交易同质化程度高的特点适合开发期货 OTC 市场，另外，石化产业链上下游均是大型企业，对整个供应链的稳定性、风险管理要求比较高。近几年整个产业链的价格波动比较大，导致价格波动风险增大。同时，石化产品横向、纵向的网络比较丰富，从交易角度来说可以提供很多的组合。

石化产品进入 OTC 市场意义重大

第一是定价，需要有一个整合统一的定价平台；第二是销售链条风险的管理，目前没有特别有效的对冲工具，包括国内上的体系和品种；第三是体系结构，石化品种需要体系式的扩张，产品丰富之后会带来很多投资交易的机会；第四是现货层面更丰富和完善会带来新的套利机会，现在亚洲市场区域间流动性的问题导致价差经常出现一些



不合理的波动，这种波动远高于运费，现货 OTC 交易可以提供更有效的套保策略。

举两个例子，天然胶和合成胶之间有很多组合的套利机会，典型的是合成胶的上游丁二烯和天然胶的组合。丁二烯低温灌熔有限，特别是在价格下挫的节点，对于国内很多橡胶的贸易商，除可在天然胶上做套保外，在丁二烯上做一些套保更有可能有超额收益，尤其是国内这段时间，橡胶市场有很多非市场化的因素干扰，但外盘的市场处于压制状态，相对来说价格走势是比较流畅的。

海外投资者常做的能源化工的热值投资，在整个化工市场有很多类似这样的组合，像乙烯的下游、苯的下游都有这样类型结构的品种组号。根据多种品种不同的效益值，在整个原料体系下做组合式的套保。

比较典型的是跟 PTA 行业相关的 PX- 乙二醇的套保，PX 一年的进口量超过 7 百亿吨，过去的价格一直处于联动共振的情况，现在实际上单独从聚酯生产过程看成本全部是 PX 和乙二醇的原料成本，没有加工利润，这变成了两个品种之间的交易价格是跷跷板的关系。

这是一个典型的交易模式，如果未来整个 OTC 市场进一步丰富的话，实际上可以和国内期货市场有很好的联动和配合。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛：完善顶层设计 实现良性互动

主持人：



永安期货股份有限公司副总经理 **王中伟**

讨论嘉宾：



张英华
芝加哥商业交易所集团
亚洲清算系统高级总监



林琦
新加坡交易所助理副总裁
兼大中华区总监



佟强
银河期货有限公司首席风险官



裘一平
大地期货有限公司总经理



詹益青
台湾期货业同业公会副秘书长

实现市场间良性互动的制度设计

王中伟：

市场之间的互动，除民间竞争的需求投资之外，更主要的是在市场监管的顶层架构设计。多德·弗兰克法案出台后，美国的 OTC 市场跟期货市场的制度结合点产生在统一清算上。监管发展到今天，期货公司跟现货市场应该是共同发展的。

这两年探讨比较多的是学习美国的交易清算担保方的问题，解决了监管的一些协议。这种方式非常重要，它从制度上、技术上产生一种联动的方向。如果用统一清算的方式，技术层面上现货交易所和期货交易所之间的一些产

品之间的联动，会使得客户之间联动起来。

所以，更值得期待的是通过客户的需求去推动两个层面，一个是期货公司，一个是现货公司，进而推动监管方面对这些问题的解决，找到关键点。市场之间的联动最终还是要通过监管政策方面来确定。

张英华：

关于合约的问题，有两方面，我们很多时候提供的服务和产品是根据客户的需求，我们在全世界大概有四五十个团队，他们很多时间都在拜访客户，了解客户的需求。中国是一个能源大国，而且是一个大宗商品销售大国，所

以很多国外客户也很有兴趣去参与国内的一些大宗商品交易，整个大宗商品更加趋向国际化。

CME 十分有兴趣跟不同的公司合作，推出可以协助顾客在国内大宗商品询价或风险管理的产品。当然我们也有监管的限制，比如实物交割，很多产品涉及外汇管制的问题，在现在监管约束下不可能推出任何的实物交割的产品，所以我们更倾向于推出指数方面的产品。另一方面从风险因素的考虑，现金交易的风险相对小一点。

完整监管机制是创新保障

王中伟：

资管业务开放以来，现货子公司业务也将马上获牌发放，所以我们跟现货市场之间，尤其是客户之间，可以联合设计一些规避风险或者管理财富的产品。请问银河期货的首风佟总对于期货公司创新业务有什么看法？

佟强：

涉及 OTC 的一些产品服务，从期货公司的角度讲比较微观。比如合同怎么签是一个问题，现在我们定位了第三方的清算机制，但没有做尽职调查和管理框架，这首先要通过银监会的批准才可以做交易。按证监会的要求是直接去发展一个创新，去服务市场经济，这是我們想做的事情。

做投资商业务相对简单，但如果做服务业务，只要你跟对手合同一签就存在着怎么做抵押、怎么去认证额度，以及怎样监管等等一系列问题。

所以开放给期货公司一个期现结合子公司的试点，需要监管层面建立完整的配套机制，包括结算和风险管理、授信框架的管理机制。这个机制没有建立起来创新就无法进行。

王中伟：

期货行业内的每一个创新都比较艰难。请大地期货的裘总谈一点观点。

裘一平：

今年以来整个期货市场的创新发展非常快，国际化的进程也在进一步加快。同时，国内很多银行体系下的 OTC 市场发展也非常快。国外 OTC 市场和期货市场是基于统

一清算下的互动发展，但国内在这方面制度建设、监管理念还有很长的路要走。

目前要把 OTC 市场和期货公司的境外业务挂起钩来，比较可行的是国内期货行业更多地去参与国际 OTC 市场，因为国际市场相对比较成熟，法规体系建立也比较完善，尤其是经过 2008 年的金融风暴以后各国普遍对 OTC 市场进一步加强了监管。

中央结算的OTC市场

詹益青：

我想请教，国内银行参与 OTC 市场的意愿是高还是低？

张英华：

2008 年以前和以后完全是不一样的，我们现在有 23 家 OTC 的利率掉期和 CDS 的会员，基本上都是银行。以前银行交易的经纪商已经是我们的会员，现在清算平台打开之后，不只是以前主要的 OTC 做市商，很多商业银行也加入了这个新的业务领域，这是明显的趋势。包括一些新进期货商也成为了我们 OTC 的会员。

詹益青：

所以美国银行是有很高的意愿申请成为结算会员？

张英华：

法律规定标准产品必须要通过中央清算，所以他们也没有选择。

詹益青：

2012 年汇率方面的 OTC 商品将来在结算时怎样使用结算价和取用什么样的样本？

张英华：

首先我们用不一样的清算系统去执行，结算价是不一样的。我们有一个 OTC 市场的软件提供商，我们通过他们的技术结合我们自己本身的系统，推出每天根据 ROS 的结算价。目前我们只是负责清算标准化程度比较高的 OTCROS 产品，所以市场本身的流动性还足够得到一个公



正的结算价。而自从采用了中央清算的模式，我们每天都会公布一个结算价，对整个市场增加透明度，拿到结算价之后可以重新评估整个风险、价值，这很重要。

詹益青：

关于结算价，你们推出来的 OTC 产品合约是不是有某一种规格？

林琦：

我们的掉期合约都是标准化的合约，但是客户可以根据这个标准化合约和现货方面的需求进行不同的月度或季度交易。比如采购方采购可能是用月度或者季度的价格定价，它可以通过跨期或者不同的配置来做对冲，但它交易的合约一定是标准化的。

詹益青：

那就表示这个合约的大小已经被限制在某一范畴？

林琦：

可以对冲多少就可以买不同手数的合约。

詹益青：

OTC 市场一个很大的特色就是根据不同客户量身订

作，这是关键，中小企业、大型企业都可以通过这样的机制去做套期保值。如果变成一个规格化的现货市场，跟期货市场有什么差别？

林琦：

在 OTC 市场合约的价值和定价，双方都可以在场外磋商。但在期货市场必须按电子牌的报价进行买卖，所以 OTC 市场的灵活性和变动性在于，你可以根据需求在场外询价，然后去和交易对手配不同的量、不同的规格和价格。

詹益青：

期货市场和现货市场就 OTC 的部分，只是价格发现的不同，其他是一样的。这个 OTC 市场的价值会在哪里展现出来？

张英华：

OTC 产品不是中央竞价，而是询价的行为，这是最明显的区别。另外从清算所的角度来考虑，我们并不赞成所有的 OTC 产品都进行中央清算。因为有些产品确实有特殊性，不应该强逼清算所去接受不能承担的风险。但我们要把一些产品适当地标准化，最后做清算。^[4]

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛Ⅲ： 中外期货行业高峰论坛

【编者按】

12月2日下午，由中国期货业协会自主承办的“中外期货行业高峰论坛”在五洲宾馆黄河厅成功举行。来自境内外交易所、中介机构和监管部门的代表，以“期货市场国际化与中外期货行业合作”为主题，分别就未来衍生品市场发展的新趋势、境外衍生品创新对中国的启示和跨境业务合作模式及合规等议题进行了深入探讨。

稳妥推进国际化战略 不断提升国际竞争实力

■ 中国证监会国际部副主任 韩萍



非常高兴能受邀参加第八届中国（深圳）国际期货大会，特别是参加今天的“期货市场国际化与中外期货行业合作”分论坛。首先，我对大会主办方的热情邀请表示衷心的感谢！对论坛的顺利召开表示热烈的祝贺！

坚持稳步推进对外开放是我国的一项基本国策，是加快推进我国社会主义现代化建设的迫切需要，也是促进我国资本市场健康发展的重要推动力之一。根据国家对外开放的总体战略部署，我国资本市场一直积极稳妥地推进国际化创新发展，通过一系列“走出去”和“引进来”开放政策的有益尝试，积极汲取国际先进经验，不断拓宽国际视野，有力提升了国际竞争力，取得了不俗的成就，对于更好地服务国民经济的对外开放与改革发展发挥了积极重要的作用。

根据党的“十八大”报告对经济发展提出的“全面提高开放型经济水平”的总体要求，中国证监会将会继续循序渐进、积极稳妥地推进资本市场的国际化发展战略，有序地扩大对外开放范畴，不断提升市场国际化水平，大力支持证券期货等中介机构的国际化发展，积极营造互利共赢、合作发展的良好氛围。

与银行、证券、基金等行业相比，由于受自身发展阶段的影响，中国期货业的对外开放步伐在整个资本市

场中相对较慢，国际化进程相对落后。但是，随着世界经济全球化和一体化程度的进一步加强，中国改革开放的不断深化，实体经济对于在全球范围内多样化的风险管理、财富管理以及市场化的资源配置的需求日益迫切，客观上要求我国期货市场和期货行业加快改革开放与创新步伐，进一步提升国际竞争力和获得国际话语权。

根据市场发展的需要和行业的承受能力，积极稳妥地统筹考虑“引进来”与“走出去”的对外开放步伐，对于全面提升期货市场服务实体经济的能力和国际竞争力具有重要意义，对于实现金融强国战略和取得国际竞争优势具有重要价值。

中国期货市场具有巨大的发展潜力和广阔的市场需求，对于促进国际期货及衍生品市场以及金融机构的发展来讲，也是重要机遇。互惠互利、共赢发展符合各国期货及衍生品市场的根本利益。

今天，中国期货业协会精心安排了本场中外期货行业合作论坛，对于加强中外交流、增进中外了解，推动中外合作创造了良好的条件。我衷心地希望各位嘉宾、中外朋友们，充分利用本次面对面的机会，加强交流，增进友谊，寻求合作的切入点，促进大家共同发展。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌讨论 I : 未来衍生品交易发展趋势

主持人：



中国期货业协会副会长 **侯苏庆**

讨论嘉宾：



朱利安·诺贝尔
芝加哥商业交易所亚洲区总裁



曹汝明
深圳证监局原巡视员
前海期货交易平台建设课题组长



沙 石
巴克莱资本主经纪业务部
中国区负责人



姚 广
银河期货总经理

侯苏庆：

当前，我国期货市场正处于创新发展的关键阶段，如何进一步加强中外期货行业合作，推动期货市场的国际化对于促进我国期货市场的健康发展具有重要意义。今天，我们特意邀请了来自境内外监管部门、自律组织、期货交易所以及期货中介机构的高层与专家围绕“期货市场国际化与中外期货行业合作”展开讨论，进行广泛交流。

期货市场国际化趋势仍将持续

朱利安·诺贝尔：

从历史的角度可以更好地理解中国目前衍生品市场发展以及未来的发展趋势，特别是未来十年的

发展趋势。期货行业是在几个世纪之前产生的，目前已有相当长的历史。在如此漫长的发展历史中，各国期货市场积累了不同的发展经验。这些经验不仅会影响当下的市场，也会在未来进一步影响期货行业的演化。

过去二十年或者三十年金融衍生品的交易发展，对当下市场的影响是巨大的。这一影响尤其体现在 CME 在 1972 年宣布推出第一个外汇衍生品合约，并在 1978 年开始推出欧元、美元的衍生品合约之后。此后，出现了更多类型的跨境金融衍生品交易，支撑实体经济的发展。货币产品、短期固定收益产品、权益产品等都是在 70 年代晚期和 80 年代早期发展出来的。

在商品期货和金融衍生品发展起来后，市场步入

了第二个发展期。这一发展期经历了金融危机，全世界无论欧洲、美国还是亚太地区都受到一定影响。其后，金融市场进一步全球化，同时出现了迄今仍在发展的电子化交易趋势。在全球化和电子化的过程中，市场中出现了更多的金融衍生品。

2000年之后，衍生品市场出现整合。2002年安然公司倒闭后，CME推出了衍生品交易风险控制系统，在更好的披露风险的同时，管理交易对手风险。2008年金融危机后，在G20会议上，来自全球的监管者进一步就风险控制问题进行了交流，并且推动了场外衍生品监管制度的发展。

未来十年有什么发展趋势？趋势之一是场外衍生品交易的集中清算。目前，场外合约的集中清算制度刚刚起步。在今年，美国的很多金融机构都在努力工作，以力争在明年初达到美国政府的监管要求。在接下来的两年，欧洲也会发展场外衍生品集中清算交易制度。在亚洲，日本已经开始场外市场实施强制性清算。

在集中清算制度的发展过程中，CME更多关注的是如何降低对手方信用风险，以及提高资金的使用效率，因为许多投资者到CME交易就是为了规避对手方信用风险，以及提高资金的使用效率。

双边交易中，交易双方必须提供抵押品，计算抵押品的基础就是测算的风险因素。而在集中清算交易中，CCP要求的保证金是按照5天的风险敞口计算的。如果使用期货工具进行风险管理，5天的风险敞口就降为1天，保证金计算也会发生变化。这就是场内与场外交易清算的区别，也是未来发展的趋势。

具体而言，这一发展趋势体现在两个方面：第一，交易所和清算所，有能力通过组合保证金提高保证金效益。比如最近CME设立了全面客户账户，赋予客户在组合中加入不同工具的权利，并通过该账户完成场外市场还是场内市场清算。清算所也可以计算账户最佳持有人的最佳组合是多少，降低保证金的支付要求。目前，通过CME平台，一些保险公司、资产管理经理减少了保证金支付。当下金融市场的资金十分

稀缺，这恰恰是CCP参与各方所努力寻求的。

第二，市场“期货化”的发展趋势。通过“期货化”，交易所能够为市场参与各方提供服务，满足市场参与者在追求资本效益的同时减少信用风险敞口的需求。芝加哥期货集团所要推出的一个利率掉期期货合同的交易方式和清算方式非常简单。当期货到期时，市场参与者既可以通过场外清算，也可以利用场内平台交割，这就是所谓的利率掉期“期货化”的趋势。

期货市场的国际化已经成为一种趋势。在未来，这一趋势仍将延续，特别会体现在亚太地区以及拉美地区。亚太地区拥有非常重要的地区发展或者国际发展驱动力。在亚洲，中国期货市场的对外开放，金融市场管制的放松，以及货币市场的改革，都会驱动中国的期货及衍生品市场持续发展。

从这个角度分析，无论是亚太地区，还是中国的发展，都将决定衍生品市场未来的发展面貌。由此带来的进一步结果是，一些市场基准将区域化。目前不是所有的基准都是全球化的，但随着不同地区新兴市场的出现以及期货市场的成熟，衍生品市场将出现市场基准全球化的发展趋势。

过去几年，我们曾与客户、合作方讨论过非洲市场发展的影响。这个问题很有趣。非洲未来的发展会怎样，最终是否会发展成为一个经济大联盟？如果非洲经济发展，那么非洲庞大的大陆、庞大的人口，将对未来的金融服务带来怎样的影响？我们已经注意到一些先锋的思想家，开始关注这个问题。我想把这个问题留给大家思考。

创新发展SPIF, 为实体经济服务

曹汝明：

我要探讨一下如何通过期货创新来为实体经济服务的问题，特别是中国作为一个产业大国，如何更好地利用期货这个工具的问题。

150多年来，农产品的生产中心芝加哥、金属生产中心和金融中心伦敦分别推出农产品期货、金属期货和金融期货。今天，作为全球具有举足轻重地位的



电子产品产销中心的深圳开始开展对电子市场价格指数期货的研究。我认为这与前三个例子有很多共性，值得深思。

在一段时期内，经济学界谈到中国经济状况时，常会提到一个词“巨婴症”——巨大的小孩。据我理解，巨婴症不是说经济体一开始就有巨大规模，而是指产能发展过快凸显了很多问题，包括系统不完善、配套产业发展滞后，特别是金融市场的服务功能在短时期内没有跟上市场发展等。为了给电子科技行业发展提供配套金融服务，我们在 2012 年 6 月开展了相关研究。

在中国，推动产品创新特别需要政策环境。中国的政府是一个非常强势的政府，在中国干大事没有政府的政策支持绝不可能。推动发展商品指数期货，已经列入了国家的“十二五”金融改革规划，前一段时间中国证监会主席郭树清也提到过，创新不足是中国金

融体系的最大问题。这些政策和认识是推动期货产品创新最有力的保障。

从产业环境层面上分析，以电子产品普及为基础的信息化是现代社会的标志。在电子信息产品中大宗原料产品占比逐渐降低，而知识产品占比越来越高，这对期货市场提出功能拓展的要求。于是我们开始研究现货交易指数期货，叫 SPIF。

SPIF 的理论基础是什么？一个基本认识就是期货市场植根于实体经济，必须通过不断创新满足实体经济发展的需要。服务实体经济是期货市场的立命之本，所以一切创新都应以此为基础。

以美国为例，美国在不同的经济发展阶段推出了农产品期货、工业品期货和金融期货。但步入信息化时代后，美国没有对信息产品风险对冲需求作出反应，其中的原因我们正在研究。不过既然美国没有作出反应，我们问自己，中国为什么不能一试呢？中国是一个举世闻名的产业大国。

下面介绍一下具体想法。我们认为，可以将期货市场发展分为三个阶段：1.0、2.0、3.0 阶段。这三个阶段反映了实体经济发展与期货市场创新的因果关系，为期货市场在更高层面服务实体经济提供理论依据。如果这一思路是正确的，我认为就有可能在目前格局下找到虚拟市场为实体经济服务的突破口。下面简单概括一下这三个时代。

1.0 时代，是商品期货市场。商品期货市场主要涉及农产品期货、金融期货和能源期货品种。在这一阶段，期货品种直接服务于实体经济，价格发现功能和风险管理功能显著，实行实物交割。

2.0 时代，当布雷顿森林体系瓦解，利率、汇率波动日益加剧的时候，金融期货就诞生了。金融期货的出现丰富了期货产品品种，大大扩展了期货市场的整体功能，使期货从小众舞台登上更大舞台。金融期货间接服务实体经济，风险管理功能明显，价格发现功能不明显，实行现金交割。

在 2.0 时代和 3.0 时代中间还有一个 2.5 时代，即商品价格指数期货引领创新发展的时代。上世纪 80 年代商品价格指数期货走上舞台，1986 年美国正式推出 CRB，但由于没有明确产业需求，这个产品只能成为炒作的工具，不可避免走上萎缩的道路，交易量很低。

CME 还推出过罗杰斯国际商品指数期货，不过后来退市了。长期以来，CRB、标普高盛指数发展得不好。将这一阶段定义为 2.5 时代，是因为在这一时代推出了一系列过渡性产品，成为开启新阶段创新的一把钥匙。

当下的时代，是一个现货价格指数期货引领期货创新的时期。我们看到现有期货品种基本没有办法满足电子信息市场风险管理的需求。以手机为例，手机中的各种基本原料生产成本占比还不足 5%，所以原料价格涨跌对价格基本没有什么影响，也没有什么关联度，很难利用现有的期货产品风险管理。将电子信息产品价格指数作为标的，成为产业升级与期货市场自身进化共同作用的结果。

在中国，我认为发展电子信息产品价格指数有四项非常有利的条件。第一，中国有相当庞大的现

货市场及巨大的风险管理需求；第二，中国的期货市场运作以及监管机制日益成熟，有条件承受较大力度的市场创新；第三，信息技术的进步，已经使现货市场价格指数基础数据的收集、采集、编制成为可能；第四，各类专业市场的价格指数不断涌现，其标尺性的作用已被广泛接受。

SPIF 最主要特征是：直接服务于实体经济，价格发现功能比较明显，风险管理模型化、实行现金交割。这一发展有可能扩展到其他专业市场，成为意义重大的功能上的突破。

下面谈一下 SPIF 的市场基础。首先，电子信息行业发展具有基础性、可渗透性和可持续性等特征。尽管经历了金融危机，5 年来全球的信息产业产值仍然稳步上升，在未来更可能再次步入高速增长期。目前，中国电子信息产业的世界地位逐年提高，产值在全球占比已达 20%，仅次于第一名美国。

第二，电子信息行业具有重要地位。近年来，中国在该产业销售额年均增速达到 20%，2011 年达到 7.5 万亿人民币，出口额占全国的比重为 30% 左右。电子信息行业是中国工业增加值主要贡献部分，2006 年以来增速除金融危机期间低于 20%，其余年份都超过 20%。

第三，行业固定资产投资快速增长。除金融危机时期以外，自 2005 年，行业固定资产投资的增速始终维持在 20% 以上，过去 6 年复合增长率在 33% 以上。

第四，虽然近年来行业利润下滑，但税收仍然以 30% 的速度增长，是政府的主要纳税行业。

第五，2001 年，电子信息企业从业人数达到了 940 万，同时该产业也是小微企业的重要领域，深圳市 80% 以上小微企业从事的都是与该产业有关的研发生产。这些企业的生产成本大致由原材料、加工运输、劳动力、管理费、税收、知识成本构成，其中主要部分都将面临科技创新和市场变化带来的附加值变动风险。因此，我们认为存在风险管理的需求，需要使用 SPIF 对冲。

在中国，深圳电子信息市场具有明显的比较优势。

11 月份我看到英国 BBC 的一个报道，说深圳是全球最大的电子产品生产基地。对这一结论我还稍微有点怀疑，说是中国最大的我相信，真的是全球最大的吗？目前我还缺乏这方面数据的验证。不过这从另一个角度说明，深圳发展电子信息产业的条件确实很好。

我的结论是：全球电子信息产业发展空间巨大，中国电子信息产业在国民经济中占据重要地位，在世界的比重不断提高，影响力与日俱增。庞大的电子信息产业的高速发展带来了巨大的风险管理需求，成为中国孕育 SPIF 的肥沃土壤。由此看来，现在研究并推出 SPIF 恰逢其时。

要从狭义的“期货”向广义的“衍生品”转变

姚广：

中国市场既与国际市场有联系，也有自身特点。从中国市场本身来看，未来发展的核心是要提升中国期货市场，服务经济社会发展全局的能力。具体而言，就是要从狭义的“期货”向广义的“衍生品”转变。

可以从两个角度理解其中的内涵。第一，产品合约或者说市场要从“期货”向“衍生品”转变。在过去十年甚至更长的时间里，中国只有期货市场，交易的都是标准化合约。业界一般提到的也只是期货，不太涉及衍生品。当然标准化合约体现了过去若干年发展的要求，也就是以合约的标准化，即标准化的交易规则、标准化的交割规则等实现市场的公开、公平、公正。

从历史角度分析，这是值得肯定的。但是随着实体经济的发展，标准化合约越来越难以满足服务实体经济的需要。举一个简单的例子。现在钢铁的合约品种有螺纹钢、线材，但是有很多企业生产的是板材，比如管材，很难通过期货市场直接套保。这就需要计算该类合约品种与期货市场已有合约品种之间的相关性，通过测算实现风险对冲。

前不久，证监会主席助理张育军提出要“去四化”：即“去通道化”、“去低端化”、“去单一化”和“去中介化”。同时，中国证监会会同很多国家部委对《期货交易管理条例》进行了修改。修订的条文为在未来构建由期

货市场、远期市场和现有的批发市场组成的一个具有梯次的多层次市场预留了法律空间。

未来从事的交易可能会从期货向衍生品过渡，需要中介机构有效运用好期货市场、电子市场和批发市场等各类品种，为企业定制设计一些对冲风险产品。也就是说，过去需要企业自己参照期货市场的标准化合约设计具备相关性的产品对冲风险。在未来，如果形成一个具备梯次的多层次市场，就需要期货公司设计贯穿多个市场的衍生品合约，满足企业对冲风险的需求。这是从狭义的“期货”走向广义的“衍生品”的第一个概念。

第二个概念，市场参与者也从狭义的“期货”向广义的“衍生品”发展。2012 年之前，从事期货业务的机构只有期货公司。但从 2012 年年初至 6 月 30 日，已经有 112 家国内各类银行发售理财产品接近 14,000 款，募集资金超过 9.35 万亿，其中利率型产品占 57.34%，票据信贷型产品占 4.86%，商品证券类产品占 4.57%。

这说明商业银行在理财产品设计中更加注重资本的安全性，开始利用衍生品对冲风险。信托公司的一些信托项目，也在一些产品中引入了衍生品概念。证券公司和基金公司专业化能力相对较强，衍生品设计优势也比较明显。

这里还有一组数据。截至 2012 年 9 月 30 日，基金公司发售的各类基金产品中股票类基金有 82 个，募集资金 1039 亿元，证券公司发行的集合理财产品有 78 个，发行份额共计 395 亿，对冲策略混合型产品有 45 个。

从这些数据可以发现，未来从事或者使用衍生品对冲风险的中介机构不再只是期货公司了，包括银行、基金公司、信托公司等金融机构都已经开始关注这一领域，并且进行了很多积极尝试。

总之，国内衍生品市场的未来发展趋势，是从狭义的“期货”向广义的“衍生品”发展。这意味着期货公司在未来将面临着更大的挑战和发展机遇。在这一发展机遇期，希望业界各显其能，好好把握。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 II: 境外衍生品创新对中国的启示

主持人：



中国期货业协会副会长 **彭刚**

讨论嘉宾：



黄杰夫
洲际交易所大中华区执行总裁



罗兰·施温
欧洲期货交易所亚洲区总裁



仲伟声
NYSE LIFFE大中华区总裁



王宇锦
香港商品交易所联席总裁



简佩玉
新加坡交易所衍生品部
高级副总裁



肖 成
广发期货总经理

彭刚：

中国衍生品市场发展已有二十年了，但目前场外衍生品市场的发展才刚刚起步。如果说很多国家的场外衍生品市场是创新过度，导致了金融危机，那么中国可能恰恰相反，创新还远远不足。下面请各位嘉宾主要从境外衍生品市场发展对中国启示的角度来谈谈自己的想法。

中国碳交易市场建设要充分借鉴美国经验

黄杰夫：

过去几年，随着欧盟、美国、韩国、日本、中国台湾、中国大陆在碳交易市场的创新和努力，碳排放交易权

从一个小众产品逐步发展，得到越来越多的专家讨论。在上个月，中国证监会副主席姜洋先生在北京的一个金融高层论坛上从监管层的高度对碳市场、碳期货、碳交易进行了分析阐述。

今天主要探讨一下境外碳期货发展对中国的启示，尤其是中国在开展七家碳交易试点的过程中能否吸取一些境外的经验教训。ICE 在纽交所上市，是美国第二大上市的交易所，市值接近 100 亿美金。除二氧化碳期货品种外，ICE 是全球最大的能源期货和 OTC 市场。目前，二氧化碳在全球最大的市场是欧盟碳交易体系，即所谓的 EUETS。二氧化碳从 2005 年开始在上市交易。

ICE 的二氧化碳期货合约也是自七年前上市交易，从每年 9400 万吨交易量发展到今年的 80 亿吨。该产品的持仓量已经首次突破了 200 万手。200 万手是什么概念？1 手是 1 吨二氧化碳，这说明持仓量已经超过 20 亿吨。

金融产品离不开清算会员，无论是场外市场还是场内市场，未来中国发展碳交易，必须构建良好的交易基础设施，吸引一流的金融企业参与其中。所以我认为，期货公司等金融机构的对外开放，治理结构的完善都是未来中国发展碳交易市场的前提条件。

目前在欧洲除了 ICE 之外，还有其他几家交易所推出二氧化碳合约，总的市场份额占 95%。在中国有七家碳交易试点，主要是在北京、天津、上海、重庆、湖北、广东、深圳。在广东省有 827 家企业参与，来自 9 个行业。碳交易的出现，说明在中国第一次出现了二氧化碳排放稀缺性。以前排碳，不排白不排，现在有了稀缺性了，就需要中外同行考虑为稀缺性定价，构建一个富有流动性的市场。明年要在广东省试点碳交易。

美国的广东省是哪里呢？是加州，是全美 GDP 最高的州。加州将在下个月正式开始按照该州法律推出碳交易市场。中国的七家碳交易试点可以关注一下加州的运作情况。

下面介绍一下加州的经验。碳交易将于明年在加州正式启动，但是在 2011 年 8 月 29 日，ICE 在碳交易正式推出一年多以前，就根据实体经济需要，按照电厂排放企业的需求推出了三个场外合约，帮助企业套期保值。在正式推出场内合约之前的十几个月间，这三个合约的交易量、持仓量稳步增长。

由此分析，如果广东省的碳交易明年上线，是否也应考虑在上线前，在证监会等政府机构的指导下，在交易所的参与下，由期货及衍生品行业专家、中外碳交易专家等对于碳价格信号体系的构建形成一个长期的金融计划？最终目的是在中国形成碳交易价格的信号，指导广东电厂、水泥厂、钢铁厂套期保值，同时提升碳交易市场，包括场内和场外市场的流动性。

从这个角度分析，无论是场内还是场外市场，都

只是手段，不是目的。目的是要使衍生品行业贴近实体经济，帮助有排放义务的企业进行风险管理。

上个月 14 日加州政府第一次拍卖了 2500 万吨排放权合约，通过一级市场拍卖指标形成参考价格。很多企业通过参与一级市场拍卖和二级市场套期保值最后锁定了风险。这是一个鲜活的例子。通过一系列的机制构建，形成了富有流动性的碳交易市场，形成了碳价格信号，实实在在地服务实体经济。

我认为，在一个充分开放的市场中，中国的衍生品市场人才应当充分吸取国外市场先进经验和教训，以此来指导广东以及其他六个碳交易试点的构建，最终建立一个体现中国特色、服务实体经济的碳交易衍生品市场。

积极构建合作创新平台

罗兰·施温：

欧洲期货交易所计划在明年推出一个新平台。这是 1988 年以来，欧洲期货交易所推出的一个全新交易系统架构，将在其中嵌入更多的风险管控功能。它与老系统有怎样的区别？肯定运行更快、灵活性更高。灵活性更高是指能够向不同的交易对手提供不同的交易模式。同时，新平台还极大地缩短了开发周期，提升了更新信息或开发新策略的速度，并在清算环节进行了创新。

几周之前，一个新的场外清算平台上线。该平台的上线是为了满足欧洲即将推出的一些新政策，以更好地监控欧洲银行固定收益产品交易。该平台一个非常重要的创新，是风险控制创新。新方法不仅能够管控场内交易风险，也能管控场外交易风险，包括测算客户需要支付多少保证金，提供多少抵押物等。

另外一个重要的创新是客户资产保护创新。这是 2008 年雷曼事件推动的创新。客户的资产包括抵押物、保证金、隔离的资金账户等。通过签订第三方托管协议，新平台能够完全隔离资产账户。如果出现较大违约风险，客户可以在一周之内非常灵活地将其资产转移到另外的清算方。

有关合作，我为大家提供一个非常成功的案

例——韩国交易所与欧洲交易所的合作。韩国的货币监管非常严格，同时该市场的基础设施和交易制度都非常复杂，所以很多客户无法直接进入韩国，成为交易所会员。相比而言，欧洲交易所有一个全球会员制的系统，有 334 名会员，全球有 1000 多个交易员，形成了富有流动性的全球网络。

以韩国交易所与欧洲交易所的合作平台为基础，通过利用欧洲期货交易所的网络，客户可以间接地参与韩国市场交易。具体如何操作呢？当韩国市场结束交易一个多小时之后，欧洲市场开始交易，投资者可以在欧洲交易所全球会员交易系统中看到韩国市场的交易信息，以此为基础在欧洲交易所调整头寸。通过这一机制设置，投资者间接地参与了韩国期货市场交易，能够更好地将资本投向流动性最高的资产。

目前来看这一合作非常成功，成为合作创新的一个好例子。

合作的另外一个重要领域是教育培训。目前欧洲交易所与中国乃至亚洲的一些国家和地区交易所开展了教育培训合作。这一合作最早在 2010 年启动，第一个试点在台湾地区，培训的对象主要是台湾交易所的会员和客户。其后，欧洲交易所逐步将培训项目拓展到中国大陆、香港地区、印度、马来西亚、迪拜等。

同时，欧洲期货交易所还与一些大学确立了合作关系。比如与香港理工大学、新加坡期货交易所分别合作建立了实时的交易实验室。此外，欧洲期货交易所还与上海交通大学合作，选拔十多个学生参加夏令营，学习欧洲市场交易实务以及合规政策等。

交易所创新的动力来自竞争

仲伟声：

欧美交易所员工的职责主要是按照产品类型划分的。比如 LIFFE 有三类产品：固定收益类、股权类、商品类，LIFFE 的产品部门就据此划分为三类。LIFFE 没有专职研发人员，而是要求所有的员工，负责合约设计、市场推广、合约签订、客户服务等一系列事宜。这并不意味着 LIFFE 分工不明。这样的做法

有一个好处：就是能够确保研发人员适时与市场保持紧密的联系。

结合中国市场监管现状，我主要提出以下建议：

第一，要适当放松监管。适当放松并不意味着完全放松，而是要给予市场，包括交易所和市场参与者（尤其是机构），更多的自由。自由是指缩短创新时间，包括从新产品研发到投入市场的时间都要缩短，而不是几年甚至十年才推出一个新品种，这样才能鼓励市场主体更好地运用人力资源，更好地把握市场时机。

举一个例子。比如 LIFFE 在去年年初推出了一个啤酒大麦的期货合约。坦率地讲，大麦合约推出后很不活跃。LIFFE 在之前也预料到大麦不活跃是有可能的，但考虑到澳大利亚，以及欧美有将近十家从事国际贸易的啤酒大麦或者燕麦的厂商非常需要一个期货合约套期保值，还是推出了这一合约。

通过与研发人员、市场参与者的讨论，LIFFE 测算推出大麦期货合约需要六个月的时间，这六个月已经涵盖英国监管部门的批复。通过这一案例我要说明的是，交易所要切实满足市场需求，对于新品种则要注重时机的选择，与机构参与者等保持紧密的联系。

再举一个例子。比如今天上午，举办了一个有关国债期货、利率衍生品的论坛。在这个论坛上，中国期货交易所的同事介绍了多年研究国债期货的成果。考虑到中国在过去推出国债期货并积累了相当丰富的经验，我们相信再次推出一定会非常成功。

LIFFE 也曾国债产品方面进行了很多尝试。LIFFE 曾经推出过长期国债，交易量非常大。随着市场条件的变化，包括英国央行利率政策、货币政策变化，LIFFE 根据市场需求不断推出各类国债期货，包括短期国债、中期国债。LIFFE 的经验是，只要市场有需求，就会有真实的交易量，就会获得客户的好评，因为客户能够更好地控制风险。

现在大部分欧美交易所都是公司制。从 1982 年开始，LIFFE 发展了三十年，其中十年是会员制。被泛欧交易所收购后，LIFFE 转制为公司。虽然 LIFFE 从



会员制走向公司制经历了一个很复杂的过程，但是回顾来看，经历这个过程是正确的。目前，作为纽约泛欧交易所集团的一部分，LIFFE 与 ICE、CME、欧洲交易所等一样，都是上市公司。

无论是公司化，还是公司上市，实际上都是鼓励竞争。竞争要求交易所成为最好，会促进员工更加努力工作，产品创新的程序也由此变得简单。

希望未来在亚洲、在中国能出现一个 LIFFE 的全面结算会员，在中国出现一个亚洲的高盛。实际上，目前中国有很多机构的注册资本金都达到了几百亿、几千亿，具有很强的资本实力。在曼氏事件发生后，境外机构也逐渐认识到中国机构投资者的庞大。中国的机构投资者长大了，需要走出去，需要中国的监管者构建配套的监管体制。

很多交易所同行都在讨论技术创新。我认为，技术创新非常重要。在交易所国际化程度日益提升的今天，投资者不仅要参与本国市场，更要参与 24 小时交易的全球市场。

期货市场的技术如何创新？不只要最快，而且用最稳、最好。从 LIFFE 的角度来看，最基本的是市场数据。为什么提到市场数据？因为目前市场的交易

模式发生了很大变化。LIFFE 在前 15 年的交易一直都是公开喊价，那个时候只要嗓门高、脑子快就能赚钱。在电子交易平台推出后，交易者要坐在电脑面前，比的是谁的速度快。目前，美国的高频交易达到 60%，英国达到 30%。无论是高频还是算法交易，对市场数据的要求都非常严格。目前，各交易所提供的市场数据都是真正的实时数据，纽交所的数据可以达到微秒级。

LIFFE 目前有超过 43 个国家的近 500 名会员。通过不同时区、不同地点的交易网络和总部的网络平台直连，LIFFE 构建了全球的交易网络。在上个星期，香港的交易平台刚刚实现了与 LIFFE 的直连。网络直连非常重要，其能够接收实时数据，缩短交易延时，提升效率并创造利润。

随着欧美场外衍生品市场监管环境的改变，交易所与监管机构形成了一种互相学习的关系。监管者处于市场的后端而非市场的前沿。交易所处于市场的前沿，而在交易所的前方，还有机构参与者。在这样的条件下，交易所不断通过客户反馈获得市场信息，并及时与监管机构共享信息。

我认为国内要开展期权产品创新，首先要考虑期

权和期货在性质上和交易策略上的差异性。LIFFE 设计期权产品的经验是通过单一的交易指令来执行一个很复杂的交易策略。

随着资产管理业务的推出，国内期货公司的业务范围将逐步拓宽。期待未来在监管环境允许的条件下，我国的期货公司通过业务发展和产品创新为客户提供更好的服务。

长期与短期的创新要统筹兼顾

王宇锦：

香港商品交易所是一家非常年轻的交易所，请不要将其混淆于刚刚收购了 LME 的香港交易所。香港商品交易所，是一家专注于销售商品期货的机构。

香港是国际金融中心，其商业基础设施、法律环境、贸易配套设施都非常成熟。不过截至目前，香港的商品期货尚未获得长足发展。在这一背景下，自 2008 年，一些金融界的有识之士开始筹备香港商品交易所，并推动该交易所在 2011 年 5 月 18 日正式上市。交易所在上市之后推出了两个贵金属产品：黄金、白银。经过一年多各方面的测试，产品交易的运行较为平稳。

在未来，交易所的发展面临很大挑战。哪些方面应当成为香港商品交易所创新发展的重点？面对各国、各地区历史悠久的交易所，香港商品交易所感到了压力。

香港商品交易所创新依赖于两大路径：即产品创新和技术创新。在技术层面，作为一家新成立的交易所，香港商品交易所在硬件、软件系统等方面都采用了国际最先进的系统，是全球最快的交易所之一。但是技术好本身并不代表创新。比如 CME 可以率先推出升级系统，其升级系统可以以香港商品交易所现有硬件系统为基础，只是进行一些思路上的调整。

在产品层面，目前香港商品交易所的产品创新包括两大块。一块是短期的产品创新，一块是长期的产品创新。

那么如何将产品创新放到一个长期的思路上去呢？是要为创新发展创造外部条件。从产品层面来看，

万变不离其宗。在进行产品设计时，要考虑到任何一个产品，包括从所有商品衍生出来的期货，都应当有一个标的物，都要回归到商品本身供求关系，基本面上来。

同时还要考虑技术能力的问题。在此给大家举一个例子。在香港商品交易所的两类美元贵金属产品上市后，国内很多客户表现积极。有些客户提出要成为香港商品交易所的做市商。虽然这些客户往往是高频交易、程序化交易者，但是与欧美机构相比，它们的技术能力较为薄弱。

具体体现在懂交易的人缺乏程序员训练，而很多所谓的程序化交易者，又基本不懂交易，在交易策略方面非常僵化。目前香港商品交易所所有 30 多家会员，可以明显感觉到有大陆背景的会员，在技术方面远远落后于国际的经纪公司。

创新是一个思路。要真正付诸实施，需要一定的内部和外部条件。我们贯彻的一个原则是，创新要在短期内可实现。如果创新不付诸实施，就永远只是一种说法。此外，香港商品期货交易所与大部分国际上交易所的发展思路不同。大部分国际上的交易所都希望进入中国市场，向国内投资者提供金融服务。而香港商品交易所在成立之初就要走国际化道路。就是吸引境内的交易所、境内的产品、境内的期货经纪公司、境内的投资者，到香港这样一个特殊的地方交易。

虽然中国是很多大宗商品最大的消费国和进口国，在国内有广大投资者，同时国内几家期货交易所的产品在境内已非常成熟，但还没有一个产品能走出境外，与国际参与者“对话”。除了增加商品的交易量和流动性，香港商品交易所觉得有一种义务，帮助中国在大宗商品方面确立定价权和话语权。

在设计国内产品的时候，香港商品交易所与国内一线的交易者、期货公司，以及既懂市场，又懂技术的专家们就应当在香港交易哪些产品，应当采用哪类交易模式，应当以何种方式结算，如何设计 CCP 制度等进行了深入沟通。

最后，香港人民币离岸中心的地位将日益重要。

随着央行货币政策的日益宽松，境内产品逐步向香港开放，香港将成为一个非常特殊的地方，成为国际和国内金融市场融通和交流的桥梁。

最后介绍一下香港商品交易所短期内推出的一些创新产品。第一，香港商品交易所将推出由单个品种构成的商品指数期货。这些商品品种的选择，借鉴了国内三大期货交易所目前比较成熟，交易量、流动性比较好的产品。香港商品交易所的这一平台，可以利用一些国内商品现货市场的价格，最终完成现金交割。

如果能够顺利推出商品指数期货，在此基础上，交易所下一步很有可能要推出套利指数期货。套利在国内有肥沃的土壤，如有针对有色金属的套利，有针对 COMEX 的贵金属套利，有针对 CBOT 的大连大豆套利等。在套利方面，中国的投资者也积累了丰富的经验。

在推出套利指数期货之后，交易所有可能像路透一样推出综合性商品指数期货，针对中国的大宗商品，包括农产品、有色金属等，分别推出商品指数期货。

香港商品交易所在创新方面的第二个思路就是人民币报价和结算。这一思路是逐步产生的。最初，为了与国内市场更好对接，商品交易所直接用商品本身在国内的币种报价，同时鉴于外汇政策管制，采用了美元结算的方式。到了 2012 年一季度，香港交易所推出了人民币外汇期货。

目前，考虑到货币政策进一步放开的机会，香港商品期货交易所正考虑是否直接进行人民币报价和结算。当然具体实施还要进行技术和政策上的考量。同时，对于人民币报价和结算问题，我们还有疑虑。虽然到目前为止，人民币在香港的流动性还比较平稳，但是也未经受过灾难考验。那么，当市场发生极端情况，出现极端行情时，或在等待人民币债券突然发行等类似商业操作时，人民币在香港的流动性会不会出现一些问题？

目前，香港商品交易所正与人民银行、几家主要的中资银行和香港银行沟通，测试市场极限。当然，这是与市场容量有直接关系的。

第三，在境内上市期权需要满足一定条件。如果将国内成熟商品期货交易的场外市场落户香港，是否有特别的优势？举个例子，2011 年由于经济危机，市场环境不好，黄金在 CME 的持仓量有一定下滑，波动性很大。但是在香港，期权每个月合约的持仓量显示的都是上升的态势。由此分析，将目前国内一些成熟的商品品种落户香港，发展期权交易，将是一件非常好的事情。

在期货交易方面，香港商品交易所将引入国际做市商机制。在 2008 年次贷危机发生后，很多监管机构都对场外衍生品市场进行了重新整肃和清理，而在香港，场外衍生品市场制度恰恰是成熟的。此外，在期权交易方面，香港商品期货交易所希望能够吸引国际上一些比较成熟的投资者来带动国内比较成熟的投资者参与市场交易。

最后要再次强调的是，香港商品交易所是一家专注发展商品期货的交易所。今后，香港商品交易所要将境内相关的产品、投资者、期货公司、交易所等，良性地引入香港市场，实现国内外市场对接，实现更深层次的交易者对话。

“互利共存”是新交所创新原则

简佩玉：

我在新加坡交易所负责产品开发以及管理业务，工作了二十年，目睹了各类产品的开发过程。有些产品在发售后得到了市场的关注和接受，也有些产品最后不了了之，交易量微小。

结合二十年的工作经验，我重点围绕三个主题探讨一下境外衍生品创新对中国的启示，包括：第一，国家经济规模；第二，交易所经营模式；第三，产品开发过程及其成果。

中国是全世界第二大经济体，仅次于美国，大于排名第三的日本。庞大的经济体自然对衍生品产品有许多需求。既然中国的经济规模与日本比较接近，我就比较一下日本和中国的衍生品产品。总体来看，在日本上市的产品比较全面和丰富，涵盖日经 225 期货、期权，日本国债期货、期权，股息期货、外汇利率期

货、期权，商品期货等。相比之下，中国大宗商品期货的历史比较悠久，发展得非常好。刚刚推出的金融衍生品——沪深 300 期货也得到了市场的关注和接受。

接下来，作为如此庞大的经济体，中国可以发展什么品种呢？通过与一些国内交易所同行交流，我发现国内正研究国债期货以及股指期货。我认为这一发展方向是正确的，因为符合经济体发展需求。

第二点，新加坡交易所多年的经验以及操作模式。新加坡是全球的金融中心，是一个开放的城市。新加坡交易所设立于新加坡，有 75% 的会员来自海外。较为特殊的是，新加坡交易所推出的许多金融衍生品覆盖了亚洲 80% 的经济体市场，包括中国大陆、印度、日本、中国台湾地区、印度尼西亚、新加坡等。为什么新加坡交易所需要以这样的方式发行不同国家的产品呢？因为新加坡有特殊性，它是一个小国家，人口只有 500 万，如果仅发展本地产品将无法实现规模效益。

新加坡交易所在一个金融中心运作，其客户涵盖许多跨境的对冲基金、资产管理基金、银行和其他类型的机构投资者等。参与交易所交易的还有一群套利者，就是针对相同或者相关性高的产品从事套利活动的市场参与者。新加坡交易所通过推出不同国家产品，以境外市场配合在岸市场，提升了一些在岸市场产品的流动性。

新加坡交易所坚信互利共存的道理。悉尼大学资本市场研究中心曾经对同时在新加坡交易所、大阪交易所上市的日经股指期货合约进行了研究。根据 5 年的数据，新加坡交易所的交易额增长 10%，就会正面影响大阪日经股指期货交易量增长 6.6%，日经股指成分股交易额增长 3%。我认为中国的交易所也可以在互利共存原则的基础上与境外交易所加强一些跨境合作。

第三，产品开发过程及其成果。包括新加坡交易所所在在内的很多交易所都常常遇到鸡和蛋的问题。好不容易推出一个产品，交易量低或者没有交易量。有些参与者觉得流动性还不够，就不会参与这个产品。就像“鸡生蛋”还是“蛋生鸡”，究竟谁会将新产品的流动性慢慢建立起来呢？

这是一个很难解决的问题。截至目前，所有交易所都遇到这一问题，在推出新产品的时候都要尽量争取不同的参与者参与交易新产品，增加交易量。而中国两年前推出的沪深 300 指数，恰恰没有遇到这个问题。这是因为中国有庞大的内需，而该产品也是针对市场需求设计的。

再加上推出之前也进行了一些深入研究，完成了一系列的研讨、测试、教育活动，沪深 300 一上市就取得了好成绩，受到全球瞩目。这一点还没有其他交易所能够做到。所以我认为中国应该更大胆地尝试开发新产品。因为中国本身就有资源，有市场，也有能力确保新上市产品的流动性。

最后要强调的是，欧美国家正推出场外交易结算制度改革，这一改革将会影响中国，乃至整个亚洲衍生品市场。在未来，交易所每研发一个新产品，都要考虑欧美国家的政策将如何影响该产品的清算环节，并要考虑依据欧美国家政策要求，该国客户能否参与新产品交易等。

境内外创新差异源于“路径依赖”

肖成：

我主要讲四点：第一，境外创新的启示；第二，中国和境外创新存在差异性的深层次原因；第三，中国创新的特点；第四，从明年开始，中国的期货市场会有哪些创新动态。

第一，通过赴美考察，我总结境外市场创新有五点启示：市场成熟、竞争充分、体系完整、工具丰富、特色明显。市场成熟的第一个表现是境外市场法治环境好，特别利于创新。交易所对于上市品种的选择，上市时间的确定有自主权；第二个表现是期货公司的设立、存续、经营比较市场化。相比之下，在中国要设立一家期货机构很难，要关闭一家期货公司更难；第三个表现是客户结构成熟。美国衍生品市场的机构客户占比达 70%-80%，我国目前还是以散户为主。

第二，竞争充分是指交易所之间的竞争充分，期货中介机构的竞争也充分。今年赴美之行，考察团



对于三个交易所的印象尤为深刻。第一，CME 集团拥有四个交易所，综合实力很强，在美国，乃至全球都有突出的竞争优势。CBOE 的产品研发能力极强，主要是通过产品创新与其他交易所竞争。ICE 擅长找准创新点，这也是为什么 ICE 自 2000 年成立之日起就能够在与其他大型交易所的竞争中立于不败之地的原因。

ICE 第一个推出波动率指数，将场外合约推广到场内。同时，ICE 也考虑如何将场内合约（如期权）推广到场外。市场发展呼唤“电子化”，ICE 就根据市场需求“电子化”，并不断地提升自身的技术水平。

本次赴美之行，我们发现美国期货中介机构日子也“不好过”。为什么？与中国期货公司一样，美国期货公司的主要收入来源也是佣金加利息。由于美国市场竞争激烈，期货公司的佣金收入很少。而在美国经济不景气的条件下，期货公司的利息收入也很少。再加上期货公司的人力资源成本比重很大，所以每当一个机构处于困境的时候，它的第一个措施就是裁员。

哪些公司日子相对“好过”呢？大型金融集团，或者具有现货背景的期货公司的日子好过，比如高盛、摩根士丹利等，因为这些公司除了佣金利息收入，还有结算收入、场外衍生品市场业务收入等其他收入来源。

第三个特点，体系完整。欧美的衍生品市场是期现之间，境内与境外之间，场内与场外之间市场的结合。这样的发展体系打通了各个市场的发展环节，为市场的中介机构创造了发展空间。比如美国芝加哥的一家咨询交易公司，是交易所的会员，也是期权合约的做市商。它凭借什么获利？在交易所内，它通过会员的身份获得期权合约的竞价优惠。在场外，它一边做市，一边将场内合约的风险敞口对冲。通过场内场外市场的贯通，市场提升了流动性，期货中介机构也拓展了盈利空间。

我认为，未来中国的期货市场的发展方向应当以构建完整的市场体系为目标，而不是像现在只盯着场内交易所。

第四个特点，工具丰富。美国各家期货交易所的产品品种都十分丰富，产品类别涵盖商品期货、金融

期货、期权等多类衍生品工具，产品的数量达一千多种。丰富的品种赋予了期货公司更大的发展空间。在美国，各家期货公司都能够结合自身的背景发挥特长。中国的期货公司应当向这些公司学习，学习它们的产品设计、技术开发、风险控制等。

第二，美国和中国的创新为什么不同？因为美国的创新是“自下而上”的，而中国是从计划经济走到市场经济，所以创新都是在政府指导下完成的，是“自上而下”的。由此看来，两者的路径依赖不同，也导致创新的结果不同。

第三，相比于境外期货市场，中国的期货市场也有自身的优势。在本次考察过程中，美国同行一致赞扬中国的保证金监控制度。为什么美国的雷曼兄弟、曼氏金融会破产？因为它们无法像中国一样监控每个客户的保证金。

我和美国同行说：“你们永远学不到中国的这个特色。”为什么？因为制度文化不同。美国是一个非常注重保护个人隐私的国家，如果它们要监控每一个客户的资金，就达不到隐私保护的要求。

最后，中国正处于创新发展新时期，在 2013 年至少可以期待以下十项变化：一是中国期货市场由以发展商品期货为主，到商品期货和金融期货并存，再到以发展金融期货为主；二是期货公司业务以经纪业务为基础，向业务多元化方向发展；三是中国的期货市场由以政府为主导，向交易所和期货公司自主发展；四是投资者以散户为主，向机构化方向发展。这将突出地体现在金融期货领域；五是交易所由会员制向公司制和股份制发展；六是期货品种的国际化发展。比如原油，如果有国际投资者参与竞价，一定会发展成为具有国际影响力的品种；七是监管由以审批代替检查，到包容试错方向发展；八是期货公司资产管理业务放开之后，财富管理市场由过去的“五强争霸”发展到“六方争多”；九是自律监管组织由过去的保护行业、保护公司向保护竞争、保护投资者方向发展；十是期货市场的功能由期货公司提供通道服务，转变为国家战略风险管理工具。■

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 III：跨境业务合作模式及合规探讨

主持人：



中国期货业协会副会长 **彭刚**

讨论嘉宾：



约翰·布兰德
美国国家期货协会合规部主任



加里·德瓦尔
新际集团前全球法务总监、特别顾问



俞泰硕
香港交易所平台发展及企业策略部高级总监



杰里米·戈尔德温
苏克敦金融有限公司总监



张明华
中国国际期货董事总经理

彭刚：

在本论坛环节，我们主要邀请各位嘉宾就“跨境业务合作模式及合规”问题进行重点研讨。

技术和市场创新是各国监管合作驱动力

约翰·布兰德：

首先介绍一下NFA。NFA在三十年前成立，作为一家独立的自律监管机构，它不是政府机构，不是交易集团，与任何市场、交易所和清算所都没有直接的联系。NFA不花美国纳税人的钱，其资金来源主要是会员费和期货市场交易提成费用。

依托IT技术等手段，NFA维持市场秩序、保护投资者、履行相应的自律监管职责。会员对NFA而言非常重要。NFA向会员提供服务，并且保护会员，这

是美国期货市场非常重要的一条规则。

NFA的职责范围包括：1、监管方面的咨询。2、全面合规的条例。3、对于会员的执法和惩戒。4、市场监管和交易实践的服务。

下面介绍一下金融危机后美国以及国际期货市场面临的挑战，主要包括两个方面。首先是海外期货市场监管的挑战。CFTC条例要求监管客户保证金。在过去的几十年间，NFA通过审计等方法，成功地保护了客户资金。在近期美国出现了两次重大事故，使客户遭受了重大损失。NFA推出了两项举措，以在未来防范类似事故，提升公众对客户资金保护的信心。

第二个挑战，期货行业不断发展带来的挑战。最近出现了历史上最大一轮金融监管改革，为NFA带来了重大影响。首先是NFA职责范围的延伸。一是要处理

一些掉期交易商的申请并对其监控。二是要监控非掉期企业在参与掉期交易时是否注册，是否满足合规要求，特别是有关资金管理的要求。此外，掉期交割条例实施后，一些掉期监控机构会将其工作外包给 NFA。

今年年初，NFA 进行了一些内部培训，学习了其他国家的客户资金保护制度，完善了相关的规则和程序。NFA 认为中国保证金监控中心对客户资金的监控十分有效，因为监管者能够根据经纪公司的报告接进实时的监控客户资金。NFA 借鉴了这一做法，要求期货公司委托银行或者资金托管机构向 NFA 报告客户的每日资金变化（根据美国法律，NFA 对银行或者资金托管机构没有自律监管权），以对隔离账户进行有效监控。

第三个挑战，金融改革对 NFA 角色的挑战。改革后，期货公司的 CFO 需要对客户资金的调用进行审批，同时要通知 NFA。此外，期货公司的客户也可以直接登录 NFA 的网站，了解在美国注册的经纪公司的资金水平以及相关具体信息。这是 NFA 通过信息披露保护客户的一种方法。

在未来，技术和市场创新将成为各国监管机构实现跨境监管合作的两大驱动力。NFA 希望在未来与中国的监管机构互相学习，相互协作，以更加强有力的监管体制有效保护维护衍生品市场秩序和保护投资者。

从境外失败案例中吸取教训

加里·德瓦尔：

我认为在未来几年，全球衍生品经纪人面临的挑战会越来越多。

一是利润不足。过去几年，美国、欧洲都是零利率环境，经纪人很难获得高额的佣金，成本也没有显著降低。这对经纪人的收益造成了灾难性的影响。

刚才布兰德先生提到了美国面临很多挑战。可以说在金融危机之前很多国家对客户资金的保护都是不足的，这也导致很多客户从市场中撤回资金或不再投资，进一步影响了期货公司的收入。为什么很多美国金融机构经营失败了？因为危机前美国的金融监管部门工作不完善，很多监管政策的执行不一致。相比而言，中国建立的客户资产保护监管模式非常好，处于监管

前沿，无论是美国还是欧洲，都需要向中国学习。

在 2009 年 G20 会议上，包括中国在内的各国监管部门都谈到了掉期交易的新政策——主要通过增大掉期市场的透明度，来加强掉期交易场外市场的风险控制。在 CFTC 的领导下，美国的期货公司实施了新政策，从目前来看实施状况良好。在巴塞尔协议 III 发布后，银行有义务持有更加充足的资本，这将对金融环境造成一定影响。

总体来看，各项新政策的推出使期货公司的利润受到多方面夹击，增大了佣金压力。从未来发展来看，如果期货公司无法增加佣金，至少应当确保运营的稳定性。

应当如何应对新的监管要求以及利润空间压缩带来的挑战？显然，不能再沿用以前发展业务的模式了。经纪商必须夯实基础，了解自身的相对优势，目标并不是做得最大，不是不惜代价追求利润，而是要做得更好。所有经纪商必须考虑它们能够提供哪些与竞争对手不同的特色服务。比如考虑外包清算服务，进一步改善内部机制设置，向客户提供便利的咨询建议等附加值服务等。

监管环境变化是挑战也是机遇

俞泰硕：

在“一国两制”的框架下，香港特区有着非常特殊的地位。结合考虑全球市场的未来发展趋势，中国内地的制度特色，以及中国在未来面临的挑战和机遇，我认为中国内地在未来几年可以考虑实施以下策略。

首先，要考虑美国与欧洲的监管制度变化，尤其是客户保证金监管制度变化对中国内地市场的影响。为什么未来商品期货市场国际化很重要？因为需要通过境外市场筹集资金，从那里获得保证金。而要从境外获得保证金，无论采用何种途径，关键是如何满足境外的保证金要求。

在美国和欧洲，银行和期货公司将面临两个挑战。第一，资本充足率要求。依据新的监管制度，尤其是巴塞尔协议 III，外资银行之间的资金借贷将面临更多管制，银行之间的资金借贷程序将更加复杂，金融市场上的资金将更加稀缺。

第二，期货公司管理客户资金的要求。来自 NFA 的嘉宾介绍了美国的一些情况。需要注意的是，中国内地和香港地区以及亚洲的很多国家的监管制度都与美国、欧洲的制度存在差异性，所以必须了解各国监管制度变化的影响。

其次，我认为目前有三个方面的变化可能会对中国市场的国际化带来积极影响。

第一，实体经济价值链的国际化。企业在实体经济中的价值链如何国际化，将会影响期货市场。这是因为期货市场实际上反映着实体经济的需求，如果没有实体市场的国际化，期货市场的国际化就不存在。目前来看，实体经济的国际化已经走在期货市场的国际化之前。

第二，风险管理价值链国际化。这是指内地的期货公司和交易所如何参与国际市场，如何进行内控管理，如何应对境外监管机构和交易所的监管。风险管理价值链的国际化需要通过合资、合作、联盟、并购等方式实现。目前香港交易所收购了伦敦的金属交易所，也有越来越多的亚洲公司准备扩大国际市场份额，这一发展趋势在未来的二至三年内仍将持续。

第三，融资价值链的国际化。融资主要包括以下几个方面：一是商品市场融资。商品市场要通过银行融资，就需要银行监管的国际化，通过大陆与国际银行监管机构的合作，监管大陆在岸银行以及离岸交易活动。

二是保证金融资。一方面要了解客户获得保证金的资金来源，另外还要管理客户缴存的保证金。目前，美国的保证金管理制度已经发生了变化，欧洲的制度即将发生变化。在未来，这些变化将会影响期货市场的交易模式，期货公司对交易方的了解将不断加深。

业界一方面要加强研究和学习，另一方面要做好准备，以应对即将发生的变化。变化意味着机会的产生，包括合作的机会、合资的机会、收购的机会等。

适应境外监管环境，寻求创新合作模式

杰里米·格尔德温：

在去年的国际期货大会上，与会者都在讨论曼氏金融到底发生了什么，以及它的后果。今天下午也有

发言人提到了一些监管要求的变化。无论国内还是国外的变化，其实都是一年前曼氏金融事件的后果。

过去的一年，中国大陆的期货经纪业务没有什么变化，很多人对于该项业务的停滞不前感到失望。但与此同时，很多与大陆有关联的期货经纪商获得了香港的新执照。这似乎表明，大陆的业务趋于停滞，香港地区的业务扩展了。

在 2012 年，LME 被香港交易所收购，伦敦金属交易所的主人发生了变化。收购发生后，LME 的一些主要会员退出，另外一些主要会员比如巴克莱的地位发生了变化。很有意思的是，LME 吸纳了第一家来自中国的会员。

过去十年以来，中国的客户要进入国际市场参与境外交易，主要有两个选择：即通过总部位于香港地区的 FCM 交易，或者通过离岸市场交易。

在接下来的几年，中国客户参与国际市场交易的方式可能会发生变化。在未来的二至五年，随着越来越多的期货公司成为国际交易所会员，期货公司与客户之间的关系模式很可能发生变化，两者不再是经纪人和客户之间的关系，而变成交易对手的关系。

目前来看，中国客户要通过成为境外交易所会员的期货公司参与期货市场，还不太现实。在相当一段时期内，中国客户仍将延续传统模式。这一方面是因为在各个国际交易所进行交易的技巧各异，要获得所有的技能非常昂贵，所需的交易系统也不同。另一方面是因为各个交易所的监管环境也日益复杂。

所以我认为很多的客户仍然会采用现有模式，即通过成为国际经纪公司客户，而不是成为其专业交易对手的方式，参与国际市场交易。具体的合作方式有三类。第一，客户直接与国际经纪公司合作；第二，国内的经纪公司在海外建立分支机构；第三，通过离岸机构合作。

刚才有一位嘉宾提到了海外期货经纪商在过去五年经历的坎坷历程。虽然历程坎坷，但是作为一家期货经纪商，仍然可以盈利。在去年的论坛上，我提出经纪中介公司必须发掘自身优势，并以此为基础重点突破。虽然我们没有遍布全世界的办公室，只在香港和伦敦分设了两个办公室，但是我们选择市场重点，

不断提升竞争力。中国就是我们的一个业务重点。中国有其自身独特的发展需求，通过提升竞争力，我们将为满足中国自己独特的发展需求提供服务。

境内外监管机构应建立有效的合作机制

张明华：

当前，中国期货行业快速发展，一些新产品迅速推出。在这一背景下，我认为探讨期货行业的跨境合作模式以及合规问题，非常重要也很有意义。

首先，要在发展过程中，特别是在国际化过程中，逐步适应境外的监管体制，适应不同的监管理念和监管方式。一般而言，监管有原则性的监管，也有规则性的监管。原则性的监管旨在把握总体方向，比较强调结果，鼓励创新，但是也容易积累金融风险，形成金融泡沫。规则性监管，比较注重设定明确的标准或规则（如规定五个工作日或者营业额达到5000万等），虽然能够避免重大风险，但也容易导致监管延迟、效率不高等问题。

在发展的过程中，期货公司要充分认识境内外监管的差异性，而监管者也通过多种方式推动国际期货市场的监管合作，比如与境外监管机构签订监管合作备忘录等。截至目前，中国已与近60个国家签订了备忘录，并在跨境调查协作方面完成了一定的筹备工作。而全球证监会组织则有90个国家签订了1000份备忘录，在金融市场全球化的过程中不断推动跨境监管合作。

同时，我建议境内外的监管机构建立一个常态化的沟通机制，为期货公司提供跨境服务，了解监管动态提供窗口。

此外，还应重点加强投资者保护方面的监管合作。目前，各国的投资者保护制度之间存在差异性，中国内地和香港都设立了投资者保护基金，而美国则确立了优先赔偿本土投资者的投资者保护制度。在发展的过程中，要特别关注各国投资者保护政策的差异性，确保对我国投资者的有效保护。

其次，还要关注境内外交易所产品品种的差异性。近十年来，从CME集团的形成，到LIFFE的发展，境外的交易所不断延伸产品线，并且十分积极地通过

并购实现规模化的经营与管理。中国目前有四个期货交易所，但只有三十个期货品种。以现有的平台，如何与跨境的期货公司和金融集团展开竞争？

我的观点是必须考虑客户的现实需求。理想的状态是等体制改革完成后市场发展成熟了再开放，但是现实的情况是必须要考虑是否有足够的时间完成改革再开放。

同时，要考虑与境外期货公司的合作问题。在开放境外业务的筹备阶段，期货公司在没有成为国际会员的条件下，很可能需要与境外国际会员合作，实现境外代理。境外代理很可能以互为代理为起点，比如国内期货公司利用境外机构代理结算。

如果国内推出原油期货，或者未来中国市场对外开放，中国期货公司为境外投资者或者期货公司提供代理服务，可以考虑采用设立集合账户的方式合作。集合账户是国外期货市场的一种成熟的代理模式，具有便利性和保密性等特点。

资产管理业务的合作模式则可以考虑通过设立境内外CTA机构、设立合资或合作基金等方式，借鉴境外成熟管理经验，在全球市场配置产品，完成投资组合设计。通过加强境内外合作，资产管理业务将真正成为期货公司新的收入渠道，投资者也有望获得更好的服务。

最后要强调的是，在境内外合作的过程中，关键要解决人才问题。人才不仅指行业专家，还涵盖提供产品研发、资产管理、客户服务、技术支持等多方面服务的人才。我认为在人才发展的过程中，首先要解决境内外从业资格的互认问题。目前，各国家和地区分别建立了不同的期货行业从业资格认证制度。通过设计一种综合性考试作为考核评价，或者通过签署谅解备忘录等形式，构建境内外从业资格互认机制，各国家和地区期货市场的专业人才能够提供跨境服务。在现实中，已经出现了很多这方面的需求。

总之，在未来国际化的过程中，如何走进境外市场或者吸引境外投资者参与中国市场，如何为其提供服务，尚有许多问题需要探讨。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛Ⅳ： 金融衍生品与金融机构财富管理论坛

【编者按】

12月2日下午，由交通银行承办的“金融衍生品与金融机构财富管理论坛”在五洲宾院长江厅成功举行。来自交易所、银行、证券公司、期货公司、基金公司等的代表，就财富管理与金融衍生品市场发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还就金融衍生工具在财富管理中的运用等议题展开了热烈讨论。

以产品拓宽平台 以合作实现共赢

■ 中国期货业协会会长 刘志超



首先我代表大会的主办方对大家参加本次论坛表示衷心的感谢和热烈的欢迎！同时，我们要对交通银行这么多年来为国际期货大会所做的工作表示感谢，特别是对本次论坛所做出的努力表示诚挚的谢意！

当前，随着我国国民经济的持续发展，人民生活水平不断提高，国民对财富管理的要求也日趋凸显。作为一类具有特殊金融属性的工具——期货市场将会发挥越来越重大的作用。它不仅能够为投资者分散和管理风险提供有利的帮助，同时也可以更多地满足人们多元化的财富管理需求，并在很大程度上拓展人们对财富积累和资产增值需要的空间。

在过去的一段时间里，期货市场发生了非常大的变化。各类金融机构都对通过期货市场来规避客户的风险管理进行了积极有益的探讨，在客户的平台、产品以及金融机构的品牌等各方面都做了一些实践，同时，也和一些期货公司开展了多方面的合作，对于金融机构如何进一步通过衍生品市场更好地为客户进行财富管理提供

了非常有益的探索，也为金融机构进一步在财富管理方面拓宽渠道提供了一种尝试。

特别是今年以来，中国证监会批准了期货公司资产管理业务，这个业务的推出，进一步拓宽了财富管理和风险管理的平台，使金融机构与期货机构可以更有效、更充分地发挥双方之间的优势互补，同时又通过金融衍生品市场，为用户提供了更丰富的财富管理方式。

在这种背景下，今天由交通银行来承办的金融衍生品与金融机构财富管理论坛，是一个非常好的时机。而且通过我们邀请到的中外嘉宾的探讨，会对今后金融机构和期货公司更好地在金融衍生品市场的发展过程当中利用好期货市场风险管理工具，以及为财富管理方面提供更多有益的经验借鉴。

在此，我希望通过这次论坛，大家可以充分利用好这个机会，深入的交流，深入的探讨，通过我们的交流和探讨达成进一步的深化合作。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

借助期货市场发展 丰富银行财富管理内涵

■ 交通银行副行长 于亚利



党的“十八大”报告和我国金融业发展改革“十二五”规划明确指出，要推动发展金融衍生品市场，疏通投资渠道，提高金融投资安全性、流动性和盈利性，增加居民的财产性收入。各类金融机构在财富管理方面各有所长，在此，我以交通银行为蓝本，探讨如何打造“财富管理银行”以及通过金融衍生品丰富财富管理的内涵。

一、交通银行致力于打造财富管理特色银行

（一）交通银行在财富管理方面具有一定的优势

交通银行拥有庞大的客户群、众多的网络渠道、良好的品牌、丰富的人力资源、种类齐全的产品和强大稳定的信息技术系统。作为大型商业银行，交行综合实力强大，风险管理的控制力也比较强，信用度也很高，具有国际化、综合化的经营平台，能够为客户提供优质、高效、全面的财富管理服务。

欧美发达国家的很多大型银行，如汇丰、花旗、德意志银行在财富管理方面都有很好的优势条件，建立了良好的财富管理品牌形象，赢得了市场和客户的高度赞誉。相比而言，目前国内商业银行还具备一定的政策优势。

另外，近年来我行在私人银行建设方面也投入了很大的资源，私人银行的品牌认可度、可信度在不断提升，已经在国内财富管理市场上占据了比较强的市场地位。

（二）交通银行在财富管理方面具有鲜明的特色和较强的竞争优势

交通银行目前在财富管理业务上的六个要素方面——客户、平台、产品、队伍、品牌、渠道已经形成了比较鲜明的特色和先发优势。

交行在业内率先建立起对个人和企业财富管理的客户

分层服务体系，率先搭建起了跨境、跨市场的全球综合财富管理平台，拥有丰富的产品线，能够提供包括投行、资产管理、信托、租赁、供应链金融服务、托管、理财、贵金属销售等在内的多元化金融服务体系。

在人才队伍建设方面，到今年6月末交通银行境内个人客户经理总数已经超过了1万人，AFP、CFP、EFP等执业人员也达到了1500人；在品牌培育方面，交行树立了比较高的品牌认知度和美誉度，形成了包括私人银行、沃德财富、交银理财和快捷理财在内的多层次个人金融服务品牌，“交通银行——你的财富管理银行”这一形象已经深入人心；在渠道建设方面，交通银行也独家提出了“三位一体”的服务模式，最近我行推出全国首台iTM远程智能柜员机，积极探索无人银行、有人服务的新模式。

（三）交通银行致力于提供跨境、跨市场的平台

实践证明，伴随着市场的发展，现有的理财产品已经不能完全满足客户财富管理的需要，财富管理的内容需要不断丰富和充实。客户的需求是多元的，比如有些客户不仅需要银行的专业服务，还有租赁、信托、保险等方面的综合业务需求；有些客户不仅有境内金融需求，还有海外业务的需求；有些客户不仅有财富保值增值的需求，更有规避财富缩水风险的需求。为了能够为高净值客户提供跨境、跨业的服务，交通银行提出打造一个跨境、跨业财富管理平台的目标。

在跨境服务方面，目前，交行已经在香港建立了私人银



行平台,并实现了与内地机构的有效对接,内地的私人银行客户可以直接享受香港分行私人银行平台服务的产品和服务。

此外,交行还不断加快离岸业务的发展,为境外客户提供全方位的财富管理服务。在跨市场服务方面,交行加强境内外机构、母子公司之间的协同联动,实现了包括银行、基金、保险、信托、租赁、投行、证券等各业务领域的全牌照服务,为客户提供跨市场、一体化的财富管理服务。

二、交通银行的银企合作业务具有先发优势和比较强的市场竞争力

(一) 安全高效的结算系统

安全高效的结算系统是金融机构提供完善的资金结算存管服务的基本保障。交通银行是最早参与期货保证金存管结算的银行,在国内期货市场发展的20多年里,始终与期货交易所、期货公司以及期货投资者等市场主体风雨同舟、相伴成长。

在2006年全行实现核心系统数据大集中基础上,交通银行在业内首家推出了真正意义上的全国集中式的银企转账服务系统,能够为期货投资者与期货公司提供资金会话的实施双向通道。后来,又将转账功能自个人投资者延伸到机构投资者,从柜面、网银、电话银行延伸到期货端,交行的“交E通”更开创性地打通银企转账。同时,交行还率先为期货交易所提供期货资金结算系统服务,开辟期货公司与期货交易所资金划转的特色电子金融服务通道,积极参与特殊法人机构投资股指期货的结算、账户开立、转账平台搭建、产品净值测算等制度流程的设计工作。

交通银行最早参与期货保证金安全存管体系的搭建,是期货投资者保障基金的唯一存管银行,凭借多年来在存管和客户基础沉淀,签约客户已经超过了14万户,连续42个月位居五家结算银行首位。

交通银行密切关注、积极参与期货交易所国际结算场外市场结算等方面的探索和研究,前期配合在香港设有分支机构的期货公司开展开户、签证工作,同时还参与了国际结算场外市场结算的课题研究,针对筹划中的原油期货品种,在业务模式、账户开立、资金汇换等汇率风险上进行深入的探讨和系统支持,积极探索境外投资者顺利参与境内期货市场的有效途径。

(二) 通过自营业务积极参与期货市场,促进国内市场投资者结构完善

交通银行自身作为机构投资者,也积极参与期货市场以合理、有效规避风险。2009年交通银行成为上海期货交易所有黄金期货自营银行首批会员之一,参与黄金期货的自营盘交易和套期保值交易。

交行的北京市、上海市、深圳、云南省、湖南省、广西区分行先后成为上海交易所指定的黄金交割库,提供黄金交割品的仓单注册、储运等服务。另外,交行从2011年起积极参与到国债期货的准备工作中,与中国金融期货交易所联合完成风险防控有关的研究课题,派员全程参与国债期货前期的制度准备工作,合约设计、仿真交易等多方面的准备工作。

三、运用金融衍生工具加深与金融机构合作,丰富财富管理内涵

(一) 顺应市场发展变化拓展结算功能,通过优化结算系统服务,进一步提高投资者使用财富管理平台的便捷度

传统的银行存管模式提供了转账平台,打通了资本市场间的资本会话通道,保证了期货保证金的安全。随着国内期货市场参与主体范围的扩展,期货交易时间的延长,期货品种的增多,交行将进一步优化系统相关功能,使得期货市场投资者可以更加便捷地使用交行的财富管理平台。

一是交行可以提供7×24小时不间断的银企转账服务,满足投资者实时的资金会话要求。

二是在符合监管相关政策的前提下,配合原油期货品种上市,提供美元等多币种银企转账及一站式结售汇,方便境内外投资者参与原油期货投资。

三是发挥国内分行与境外分行7×24小时不间断国际结算,国内五大保证金存管行中唯一拥有离岸牌照的优势,积极配合国内期货公司发展外盘的代理业务。

四是开创特殊法人机构参与期货市场的便捷途径,支持特殊法人机构委托合作银行批量向交行申请开户,缩短操作流程,提升开户效率,并为合作银行提供账户统一管理的便捷途径。

(二) 突破传统融资方式局限, 探索仓单质押业务新方式, 进一步提升企业财富管理能力, 助力实体经济发展

1. 突破仓单质押业务瓶颈, 实现标准与非标准仓单转换质押

就国外市场的发展经验而言, 场内交易与场外交易规模各占一半, 而国内长期以来由于受政策监管限制, 只是以传统场内标准仓单质押业务信贷模式提供的融资服务难以适应市场发展的需求。同时, 目前国内商品期货品种还未能完全满足实体经济对冲风险需要, 非标准仓单质押融资规模更加庞大。

对此, 交行已经开展了动产质押融资业务, 但在实际操作中仍存在公允现货价格认定难和质押物价格大幅波动、风险难以控制等问题, 下一步我们将携手期货市场积极探索, 将非标准仓单与标准仓单对应的期货品种价格相关联, 以某种相关系数建立起对应关系的方式, 更好地满足实体经济企业的融资需要。

2. 做深做透期货品种产业链服务

期货品种在设计推广时会充分分析市场需求程度, 覆盖投资者范围、价格波动趋势等等因素, 引导投资者参与, 而银行在信贷投向决策时也会充分分析产业政策导向、行业发展事态、风险判断评估两者在业务开展上相互借鉴、关联之处, 为此交行将探索以上市期货品种为切入点, 借鉴期货市场对相关品种涉及行业的分析进行信贷政策调整, 拓展上下游企业客户融资业务, 结合期货市场做好风险对冲, 在保障信贷资金获得收益的同时, 将系统性风险降到最低。

3. 利用期货市场创新, 探索期、现结合融资方式

近期部分期货公司积极筹备设立现货子公司, 利用其在期货市场的投资经验, 结合现货市场规避风险需求, 开辟通过金融工具承担风险获取收益的新模式。对于这些业务, 交行也可以尝试在满足正常规定的前提下, 为期货公司提供融资支持, 又可以发挥此类现货公司专业优势, 将风险进行有效地转移。

(三) 提升自营能力, 积极参与期货市场投资, 对冲自有资金风险, 丰富财富管理产品, 增强创新能力

1. 巩固黄金等贵金属期货业务

交行已经成为上海期货交易所黄金期货自营会员, 可

投资黄金期货品种, 同时也是上海黄金交易所综合的会员, 可参与黄金现货和 T+D 交易, 交行拥有人民银行批准的黄金进出口权资格, 可受托在国际市场上进行黄金投资, 可代理个人黄金买卖业务, 并即将推出企业黄金租赁业务, 至此交行在黄金业务领域的全方位多层次投资模式框架已经基本形成。

今年, 交行还专门成立了贵金属业务部, 将进一步充分发挥跨市场、跨期限投资渠道的优势, 丰富银行黄金品种的产品设计和创新。

2. 积极参与即将推出的国债期货业务

作为一种简单、成熟的利率风险管理工具, 国债期货对商业银行控制利率风险, 完善债券市场组成都有重大意义。

一是有利于丰富金融市场业务品种, 增加新的投资品种, 由于引入了便利的债券双向盈利机制, 使商业银行在利率上升周期时有机会实现盈利, 改变了现货市场只有多方可以获利的模式。

二是可以丰富利率风险管理工具, 提升收益水平和利率风险管理能力, 作为国债的最大持有人, 商业银行目前在现货市场只能通过资产结构调整来管控风险, 操作通常受到市场容量限制, 通过持有国债期货合约, 商业银行可以用比较低成本实现既不影响资产负债结构, 又能够调整利率风险头寸的目的, 实现套期保值和对冲利率风险。

三是可以促进商业银行业务模式转型, 提高商业银行综合盈利能力。国债期货的推出能促使国内商业银行加快金融衍生品业务的经验积累和技术创新, 有效提升商业银行的产品设计能力和风险定价能力, 强化财富管理产品的投资盈利能力。

3. 创新合作模式, 加强与各类金融机构合作互补, 推动金融衍生品的创新和销售, 满足各类投资者财富管理的需要

目前, 证券公司、证券投资基金公司、QFII、信托公司、保险公司参与股指期货的交易指引管理规定陆续出台, 刚刚颁布的期货交易管理条例也已经正式实施, 为包括银行在内的各类金融机构参与股指期货、商品期货以及即将推出的国债期货、期权交易提供了政策支持和具体指导。^[4]

(本文根据作者演讲记录整理, 略有删改, 未经本人审阅)



金融期货助力财富管理

■ 中国金融期货交易所总经理 张慎峰



从国际市场经验看，金融期货与财富管理是相互促进、共同推动、共同发展的，期货市场可以为财富管理提供一系列重要的基础性工具，丰富商业银行的财富管理模式。同时，金融期货的发展也离不开市场各方，尤其是商业银行等财富管理机构的积极参与和鼎力支持。

我国财富管理行业发展现状

根据瑞士银行发布的 2012 全球财富管理状况报告，我国是财富增长最快的国家。自 2000 年起我国家庭财富的年均增长率为 13%，较全球平均 5.8% 的财富增长率超出 1 倍以上。2012 年我国家庭财富净值高达 20.2 万亿美元，占世界家庭财富净资产 227 万亿美元的 9.1%，仅次于美国和日本，排名世界第三位。这标志着我国财富管理的蛋糕正在逐步做大，整个金融行业有了新的发展机遇。

从 1998 年第一只基金诞生以来，各类银行理财产品、基金和信托计划等财富管理产品种类不断丰富。随着财富管理行业的蓬勃发展，市场对产品体系的细化和资产的风险管理要求也不断提高，此时，金融衍生品市场尤

其是金融期货市场的魅力也逐渐体现出来。

从国际经验看，金融期货的推出将直接改善金融产品创新的市场环境，在设计、发行和避险等方面为金融产品创新提供便利条件，可以说金融期货是当前全球金融市场创新的主要领域，也是财富管理行业发展的着力点。

金融期货助力财富管理的国际经验

美国在 1972 年—1982 年的 10 年间进行金融衍生品的创新，奠定了金融期货在外汇、利率、指数等三大产品体系的基础。随后的金融市场创新基本上都是在该体系下基于不同标的进行的细分市场。

根据美国期货业协会的统计，截至 2010 年末，全球交易所、金融期货成交总量为 221 亿张，同比增长 14%。其中股指类、股权类等期货期权交易量分别为 84 亿张、71 亿张。从金融期货的产品数量来看，以芝加哥商业交易所为例，当前上市交易的金融期货产品达到 182 只，其中仅利率类就有 50 只，包括 7 只短期利率期货、7 只短期利率期权，12 只收益率价差期货、9 只美国国债期货、5 只美国国债期权。因此 1990 年诺贝尔经济奖得主米勒

曾经把金融期货作为 21 世纪以来最重要的金融创新。

金融期货的创新大大加快了金融衍生品的发展步伐,根据国际清算银行的统计,积极发展金融期货市场已经成为完善本土金融市场结构、积极应对全球化趋势的战略举措。金融期货市场具有运行规范、价格透明、流动性强、集中清算、监管严格等优点,得到了财富管理机构的广泛参与,目前已成为各类管理机构丰富产品线和优化资产配置的重要场所。

国际财富管理的经验表明,金融期货市场主要从三个方面助力财富管理行业发展,提供财富管理手段,协助拓宽财富管理渠道。

其一是当大型客户需要个性化理财服务时,资产管理机构可能需要对这些个性化产品进行风险对冲,比如一些客户需要将资产价格的波动锁定在一个区间,那么财富管理机构就要对区间外的价格波动风险进行对冲。统计显示,绩效排名前 10 位的基金都在期货市场进行避险操作。基金使用股指期货避险的覆盖面高达 65%。

其二是金融期货为财富管理机构带来新的投资策略,如套利交易、算法交易、对冲交易、数量化交易等。在海外的指数增强型基金中,利用股指期货杠杆作用能够在指数不断波动过程中获得超额收益。国债期货也有提高收益的机会,比如国外的财富管理机构常通过构造国债期货与货币市场的组合,替代相应的债券现货资产,提高组合收益率。根据历史数据,同等组合的收益率往往高于国债现货 5 点多个基点。

其三是金融期货可以促进财富管理机构的产品创新,金融机构可以根据客户的风险承受能力利用股指期货等工具对股票、债券等传统投资品种进行分解组合,形成特点各异的投资产品,增强产品的多样性与灵活性,使产品收益和风险特性与客户收益预期和风险偏好相适应,为客户提供完整的个性化金融创新服务。

金融期货助力财富管理行业新发展

根据国际经验,一个成熟的金融衍生品市场必须有完整的产品体系和丰富的产品和合约,很多策略都是需要建立在较为完整的金融产品体系后才能实现。目前我国期货市场迎来了难得的发展机遇。

首先,当前我国金融衍生品市场的发展面临有利的政策环境,“十八大”明确提出要深化金融体制改革,改善金融监管,推动金融创新,维护金融稳定,加快发展多层次资本市场。金融业发展和改革“十二五”规划也明确提出,要推动期货市场由数量扩张向质量提升转变,继续加强金融期货市场建设,在确保股指期货平稳运行的基础上适时推出国债期货,积极稳妥发展其他权益类金融期货期权产品以及利率外汇期货期权产品等金融衍生品。

其次,我国当前的宏观经济状况也对金融衍生品创新提出了迫切要求。短短的 30 年改革开放我国已经成为全球第二大经济体,然而世界经济发展史告诉我们,发展经济不仅要学会如何创造财富,更要学会如何管理财富,特别是对财富的风险管理,否则我们已经创造的财富将会蒙受巨大的损失。

伴随着我国一系列金融体制改革,包括利率市场化的推进、外汇管理体制的改革以及汇率市场化的改革,庞大的市场风险越来越大。因此,中国金融期货市场也将迎来持续健康快速的发展新阶段,更好地助力我国财富管理行业的发展。

中金所股指期货上市已有两年多,从前期应用来看已经收到了积极的市场效果。一是避险保值功能发挥良好,两年来凡是业绩表现突出的机构,基本都是因为运用了股指期货进行风险管理;二是推进产品创新的个性化发展,目前市场已开始运用股指期货合成指数基金、指数增强基金、绝对化保本产品、绝对化收益产品以及创新性 ETF 等种类繁多、品类丰富的工具,私募基金也逐渐向真正的对冲基金方向发展;三是促进机构业务创新,上市的证券公司 2011 年以后新发行的产品绝大多数均把股指期货列入投资范围,股指期货上市之后,证券公司资产管理和基金专户等增长呈明显趋势。

接下来,面对当前我国的财富管理行业与金融期货行业重要的发展机遇期,中金所将充分运用国家推动发展期货和衍生品的战略政策,逐步建立健全金融期货的三大体系,包括股票指数的期货期权、利率产品的期货期权,诸多产品的推出对财富管理机构的提升能力将更为明显。■

(本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅)



期货市场丰富财富管理内涵

■ 永安期货总经理 施建军



衍生品在财富管理中的作用

首先，衍生品的第一个作用就是风险管理。金融危机以来，中国的股票长期低迷，好多机构先知先觉地参与了风险管理。多年以前期货行业讲风险管理可能体会不深，现在确实实实在在地感受到风险管理的作用。比如，股票市场尽管现在市值蒸发了很多，但至少还有 20 万亿，流通市值 16 万亿左右，还有庞大的现货市场。

我们搞市场经济，价格肯定要波动，今年有的钢铁公司半年亏损 20 亿。这方面民营企业先行了一步，民营企业第一天就开始做期货来管理它的风险。风险管理越来越深入人心，没有衍生品，你无法管理风险，这是在我们实际工作当中深刻体会到的，所以大力发展权益类的风险管理工具很有必要。

第二，衍生品丰富了理财产品体系，为理财产品的多样性提供了有效的工具。衍生品工具在国内现在只有期货，如果以后工具多了以后，会有很多符合个性化需求的产品。风险对冲需要多种工具，只有期货不行，要

有一个风险衍生品市场体系才能解决风险管理问题。下一步我们设计产品核心是要有期权，没有期权好多非线性的东西解决不了。

第三，衍生品提高了市场流动性。股票市场的流动性，特别是股指期货的流动性很好，流动性很宝贵，西方人最怕的就是没有流动性。我们现在讲流动性和过度投机联系在一起，过度投机和价格扭曲有关系，和大小没有关系。

第四，作为一种金融衍生工具，特别是商品作为一种独立的资产配置，商品资产相对来讲比较特殊，它的配置效率可能会更好。

发展期货市场不只是中期协的责任，而是银行、保险、证券等金融行业共同的责任，我们共同去创造、共同去分享、共同去运用。

现在，我们迎来了大好的时机，期货公司准备上市、风险管理服务子公司马上要推出、期货公司资产管理业务下一步还要放开，境外期货业务通过两年的筹备也已取得一定的进展。

所以，这是我们共同的责任。首先我们要有一个共识，一个庞大的经济体需要风险管理的工具，有些东西是在现货市场里面根本没有办法解决的。只有衍生品市场、只有做空的市场才能找到答案。我在这里大声疾呼，下一步中国股票市场发展的核心动力是大力发展衍生品市场，我们要适应市场经济发展的需要，规避单头风险，不是为了期货发展而发展。

推进财富管理业务的建议

交通银行远见卓识地提出了口号“你的财富管理银行”，并在财富管理方面做了很多的工作，也有很先进的



经验。我在此基础上有几个方面的建议：

第一，真正打造财富管理的服务平台。交通银行在理财方面也有突出的优势，无论是货币市场、债券市场，他们的产品都很有优势，还有自己生产产品的能力。但是其他金融机构也有很强的创新能力，中国的财富管理机构、投资管理、私募几千家都会出来，这么庞大的一个队伍，作为银行来讲，如何提供服务？

交通银行在六个要素上面还是很有优势的。但是银行大了以后，有时候效率有问题。这个效率如何提高？把要素如何整合起来？因为这里面有很多的问题，有销售、技术、账户管理的问题，我觉得交通银行走这条路是对的，交通银行财富管理搞得很好，如果效率再提高了，投资人就都只需把投资做好，其他事情都交给交通银行服务，必能实现良好共赢。

第二，要提高系统内管理效率。从区域来讲，交行

的上海、深圳、北京，杭州等四五个地方的分行要自主权，要通过试点设置直通车这样的管理体系。我们也有中小企业投融资中心的建设，还有财富管理中心的建设，浙江具备试点先行的条件。

第三，建议合理收费，该收的钱要收，不该收的钱不要收。比如资管费是否不够合理，银行收托管费、发行费是理所应当的，但是资管费不能去收了。

第四，建议依靠社会力量来发展财富管理银行。中国有很多的优秀投资管理业务，不输西方，我们目前囿于政策限制，但水平不差。所以如何建立一个机制，凝聚交通银行这批优秀的管理人，面临很多具体的问题。比方技术的问题、账户的问题，这方面建议交通银行可以每年开几次专题会议，讨论技术问题、销售问题等等。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛：金融衍生工具在财富管理中的运用

主持人：



交通银行金融机构部总经理 **童学卫**

讨论嘉宾：



杨 龙
广发证券总裁助理



刘晓艳
易方达基金总裁



施建军
永安期货总经理



宋子洲
国寿资产管理公司首席风险执行官



李依贫
交银国信副总经理



史蒂文·迈克尔
Stonehenge Capital创始人



涂 宏
交通银行金融市场部总经理



周昆平
交通银行发展研究部副总经理

财富管理未来增量分配

童学卫：

目前国内财富管理的蛋糕很大，中国 GDP 连续 10 年呈 10% 的速度增长，国民储蓄率又高，积累了大量财富。这块蛋糕很大，并且会越来越大。之前，面对这个蛋糕，有的机构可以拼命地吃，吃得饱，有的机构只能在边上看，不允许他们去吃。现在政策放宽了，各类金融机构允许通过做期货来丰富他们的财富管理手段。

今年以来推出了一系列的改革举措，银监会推出了金

融衍生品的办法，证监会也有创新大会，保监会保险投资新政，国务院又批准了“一行三会”共同编制金融业发展规划。这是松绑和鼓励创新，为客户实现资产保值增值，通过管理客户资产体现业务价值和收益。随着金融市场的创新进一步加快，金融衍生工具规避风险的作用也愈发重要。接下来围绕金融衍生工具在财富管理应用中的主题，请各个行业的嘉宾预测未来 3 年银行、证券、期货、信托、基金、保险等各家金融机构财富管理的增量会是什么样的排序。

宋子洲：

未来中国经济发展确实给各个行业提供了机会，金融行业过去几年在财富管理方面的发展，无论是银行、基金，还是保险，都是这一轮发展的受益者，也是参与者，未来还继续会有这样的机遇。至于增量谁先谁后，依据过去几年的发展趋势看，谁更好地抓住这个机遇，谁就会在整个财富管理分配过程中发挥得更充分一些。

银行将保持绝对增量领先

杨龙：

如果增量指的是绝对量，则只能推断还是银行的增量最大，因为银行基数大。信托目前不像原来的增速那么快，应该是在一个相对收紧的状态。证券应该是在放松、加快增速，但它的总额并不是很大，毕竟它现在是释放政策红利的过程当中，有可能在排序上比较靠前。保险存量也是比较大的，并且政策也没有往收紧的方向走，所以他们还能维持比较快的增量。

刘晓艳：

金融业都会孕育着一个很大的发展机遇，不管是证券、保险还是银行、信托，都会有一个很大的发展。基金行业的发展机遇也很大，基金行业之前都是一条腿走路，主要是做股票，特别是二级市场的股票。这样能走到3万亿已经很不容易了，接下来另外一条腿——固定收益——会有一个很大的发展，公募基金总的规模会有大幅上升，会走得更快一些。

如果再加上金融衍生工具的出现，我们能够通过金融衍生产品来做好风控，提供一些能够回避风险的产品，相当于除了长了两条腿之外还长了两只胳膊，从这个角度来讲基金行业应该会有比较大的发展。

期货与信托发展之辩

施建军：

期货行业会增长最快，因为期货的分母是零，无穷大。但期货毕竟还是小，CTA在全球只有3000亿，而共同基金有几十万亿。期货行业单独从财富管理方面讲不具有优势，但每个行业都会运用期货作为工具，从这个角度来讲，金

融业理财产品会非常多。我比较看好证券行业、基金公司和保险行业，增长潜力很大，而信托业目前不太有竞争优势，各家机构都可以有类似的信托产品发行。

李依贫：

我跟施总观点有点不一致。第一，从总体上来说，随着国家的经济发展和市场体制的竞争、市场化的改革，金融的各个行业都有很大的发展，总量上不太好比。从发展速度来比，有的行业在一个周期当中会快一点，有的行业在一个周期当中会慢一点，但总量真不好说，因为中国的东西和国外还不能完全去类比，因为它的道路等各方面的情况、历史条件还不一样。

第二，关于信托业的发展。信托业有点特别，信托一般都是被打压的，很少被赞扬，它的生存环境本来就不是很好，这么多年挣扎着走过来。2012年三季度又有这么多竞争对手进入到资管领域里，而信托本身的优势在于制度，它可以横跨几个市场，在各个市场当中进行搭桥，在各个市场之间进行资产或财富的配置，这是它的特点。我总体感觉各个行业都会得到很好的发展，信托也会有一个很好的发展，我们希望能够保持在业界各个行业里面的发展速度。

证券业将快速发展

周昆平：

“十八大”前后中国经济都在一个十字路口上，现在以投资为主的经济模式要不要走下去？这种高消耗、低产出的模式是难以为继的。所以未来政府不会像过往换届以后大量投资，因此未来三年经济增长会在7%—8%之间，而银行跟经济增长是紧密相关的，所有的金融行业基本上都是有经济周期性的，除了保险业。

如果GDP是7%到8%的话，银行的信贷增长就是1.8倍，按照这样来测算，银行的规模增长也就是13%左右。这个速度是银行这三年的平均增长速度。

相比来讲，证券会得到快速的发展，第一，郭树清主席大力推进金融创新，现在证券公司的活跃度比银行都要高；第二，未来金融机构结构发生很大的变化，要进行结构调整，肯定会大力发展证券市场，改变以间接融资为主的融资模式，所以证券市场会非常快。



我也看好保险，中国人的保险，一个人持有多少产品呢？0.25 个保险产品，香港大概是 1%，在美国是一个人买两个保险产品，所以中国的保险市场空间特别大，而中国恰恰需要保险市场。所以我的排序是证券、保险、银行。

共享财富管理盛宴

史蒂文·迈克尔：

我相信中国的金融市场在今后的三年中会有长足的增长。在美国的 80 年代和 90 年代，我自己亲身经历而且目睹了所有快速增长的发生，在中国这个增长只会更加快、更加高效。中国期货行业的发展以及经济增长对期货行业发展所产生的影响是跨行业的，在金融行业产生的影响也会扩展到其他行业，比如农业行业，通过更多的工具、更好的风险管理以及更加有效的市场，这样能够使农业发生很多的变化，同样也使得金融行业发生很多的积极变化。

如果农夫能够更加高效地进行种植的话，银行也更加乐意贷款给农夫，他们彼此都良性的发展，农夫的业务增长了，银行的业务也增长了，农产品的价格反而下降了，这是一个非常良性的循环。

如果我们再回过头来看竞争层面的影响，随着这些良性的循环，就会产生越来越好的风险管理。所以说，现在仅仅是所有美好的开始，接下来一定会发展到更美好的未来。

童学卫：

谢谢各位嘉宾，一个话题引来大家热烈的讨论。大家共同的观点对未来的财富管理前景非常看好，总体感觉道路是曲折的，但前途是光明的。党的“十八大”报告提出未来 2020 年 GDP 城乡居民收入比 2010 年要翻一番，投资者也期盼着一些功能齐全又高效的财富管理工具，金融衍生品正是提供这样功能的一个非常好的工具，有助于居民收入的增长、创富、保富、增富以及传承。

这是一个处在发展战略机遇期、财富积聚增长的时代；这是一个变革创新的时代，又是一个需要稳健把控的时代。

冬天来了，相信春天也不会远。让我们各类金融机构携起手来，抓住机遇，联手展业，把控风险，创新发展，携手共享财富管理的盛宴。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛 V： IT 技术与量化交易论坛

【编者按】

12月2日下午，由南华期货、中大期货和大连飞创共同承办的“IT 技术与量化交易论坛”在五洲宾馆深圳厅成功举行。来自国内外知名中介机构和 IT 公司的代表，就境外中介机构 IT 发展战略、机构时代的 IT 系统建设、量化交易对 IT 技术的挑战与对策等内容发表了主题演讲。此外，参会嘉宾还分别就 IT 技术与期货公司的差异化发展、IT 技术与量化交易等话题展开了热烈讨论。

信息技术引领业务专业发展之路

■ 中国期货业协会副会长 彭刚

首先我代表大会主办方——中国期货业协会，向到访嘉宾表示热烈的欢迎和衷心的感谢！同时也要感谢今天分论坛的承办方——南华期货、中大期货和大连飞创公司，感谢你们所做的大量工作和精心准备。

过去 20 年，全球期货衍生品市场获得了巨大的发展，一个很重要的因素就是这 20 年间信息技术、通讯技术的快速发展，给期货市场带来了日新月异的变化和支持。我们现在看到的电子化交易系统、量化交易、算法交易等等，都是 IT 技术与期货市场结合的典型代表。

正是技术的快速发展使得期货市场突破了地域、时间、空间的限制。但是，技术的发展就像水能载舟，亦能覆舟一样，如果过于冒进，或者技术系统不成熟，仍然有可能给这个市场带来冲击，也有可能给投资人带来损失。今年 8 月初我到美国去访问，正好碰到骑士资本因为程序出现问题给投资者造成了 4 亿美元的损失，这个教训我们要牢记，并认真分析原因。

从中国期货市场的情况来看，交易所层面我们是全球最早执行电子化交易的市场，20 年前中国有期货交易所就开始电子化的交易平台，在全球来说也是做得不错的。从中介机构层面，跟国内外大的金融机构相比，特别是期货公司的差距还非常之大。当然，从 2009 年中国期货业协会颁布了《期货公司信息技术管理指引》之后，期货公司在这方面的投入、管理、人才培养都得到了提升，但差距仍然很大。每年信息技术投入就在 10 亿元人民币左右，不到 2 亿元美金，跟全球优秀的中介机构比起来我们还差得很远。



但是，我们跟自身比有了很大提高，以前信息技术这一块，电脑部、技术部仅仅对业务是支撑作用，现在我们不光有了支撑技术，在信息安全上这几年也有了很大的提升。

更进一步的技术提升应该做到什么？让技术引领业务的发展！这一点国内的期货经营机构未来应该要加大力度。只有信息技术对期货公司的业务支撑、技术安全保障和引领业务发展全面推进以后，才能使期货公司变得更加强大，也才能够真正成为我们金融机构的核心竞争力。这是我们希望看到的，也只有这样期货市场功能才能得到真正的发挥，市场和中介机构的风险才能更好地控制，从而更好地为国民经济、为实体经济服务。

所以，我们今天在这里召开 IT 技术发展与量化交易论坛是一个好的开始！这是一个专业的论坛，在此我们希望国内中介机构能够从国外先进机构引进经验，加以适当的吸收、消化并且再创新，为国内期货市场服务提供更加有力的支持。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

境外期货公司的 IT 发展战略框架

■ Advantage Futures首席技术总监 Tom Guinan

过去 15 年间，我们看到很多变化，如技术上实现了电子订单，从而能够更快进行交易。现在大多数的交易量都是以电子方式，这覆盖全球，只要有电脑就可以交易，是通用的，你不知道和谁做交易，这样的效率会更高。

利用技术、系统和算法交易等帮助，无需人为的干预进行交易，我们需要技术不断地跟进。期货行业变化的速度越来越快，因为技术有越来越快的发展，我们有越来越强有力的计算机、手持设备，新想法都可以通过新技术得以实现。而且技术不断地提升也增加了交易参与人员的数量，这也增加了交易量。还有风险的因素，比如说不同区域可能会对全球交易基础架构产生影响，包括宏观和微观、行业和从业人员都需要去应对技术的发展。

监管对交易商IT战略的影响

当然还有监管方面的影响，我们可以远程进行交易，如果有监管的控制，存在过多规则，这时候交易就会在其他地方进行，所以我们必须要和监管层一起合作，做出合理的指南，帮助交易商可以在监管的框架下进行交易。

交易商怎么获得竞争优势？我们考虑交易链的元素，像黑盒子，里边有很多厂商可以提供，还有非常专业、复杂到非常简单的交易方式，从简单的订单数到动态的交易，这是前端。还有网络的组成，交易的节点可能对交易商产生负面的影响，所以公司或者服务提供商一定要确保有非常好的支持，有前端，有网络节点、数据中心的管理。

还有交易所物理的连接，要获得相关的信息，还有报表生成和交易对账，需要交易所确保及时准确的信息。其他还有灾难的恢复，业务的连续性，这都是当考虑到交易商的时候需要考虑的元素和要点。

交易商需要的支持

随着时间的推移，交易策略会决定哪个交易商能够获胜。



Advantage Futures 怎么做呢？有哪些是专营、专有的交易逻辑？我们提供很多支持，可以帮助客户变得更成功，包括网络工程、软件支持、服务与执行等等。这是我们的战略选择。

还有实体的连接，我们有非常大的带宽，当我们把数据引入给客户的时候要考虑规模经济，我们可以针对几百个客户而不只是单个来做。对交易商来说可以用最低的成本聚焦他们的精力放在交易本身上。

另外关于报表，能够确保一切正确而且准确的反应，而且要及时地获取这样的报表，对我们来说非常重要。还有灾难恢复，我们要保持设备总是处于觉醒的状态，第一个服务器宕机的时候第二个服务器马上能够工作，我们会保证你在场内交易到电子交易平滑的过渡。

未来我不能保证完全是完美的，但我们很有优势。很多电子交易以前是几分钟完成一笔，现在是几秒钟，有些交易所每 2 秒就完成一笔交易，我们是 2-4 秒完成一笔交易，现在几毫秒就完成了，可以达到非常小的延迟。我们通过增加使用者的数量分摊了成本，技术能够帮助远程用户在地球上任何一个地方进行交易。我们快速的信息发布，能够继续开发潜在的交易者，相信未来我们在中国的市场也会很大。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



境外软件公司如何助推 期货公司业务发展

■ Trading Technologies亚洲区销售总监 Roy Tan



90年代早期，当美国把一些合约放在电子平台上进行交易时，他们比较喜欢打电话给经纪人；90年代后期，客户自己开始执行电子交易，人们已从传统的场内交易转化成电子交易，市场也得到了增长，电子交易的需求变得非常大。组合订单、VWAP的订单都可以做到。还有通过电子交易平台做套利交易，这样可以减少成本，这在能源期货方面的交易非常流行。

我们提供全策略的服务，有全自动的算法交易，帮助改善服务器执行者的工作。我们是独立的软件公司，有专业的IT人员去负责为客户的需求开发软件。在服务器方面TT有一个策略引擎家族，有全球服务器网络。

要帮助经纪商改善服务，关键要提供客户需要的东西。首先是功能，我们的软件非常先进，比如一个软件叫做自动套利器，让交易变得很简单，我们可以做组合订单，我们的软件让你的操作变得很简单，你只要定义要求、套利规则，软件会根据你的规则自动操作。

我们帮助客户进行自动的交易，比如客户可以写一些代码，写一些指令，让软件自己发生交易，客户可能从不同的地方提取数据，他可以对数据进行整合，得出结论。

还有Algo Design，下一代交易软件，不需要输入密码，是图形化操作，交易者不需要懂得编程语言，这是个可视化的软件操作界面。我们的交易速度很快，我们有一些服务器应用，服务器里面的数据运输是几毫秒之内完成的，非常快，使得客户可以毫秒为单位快速制定交易策略。

我们开发的TT策略家族，比如说之前你要等数据来，把它存到服务器中，现在速度非常快，你可以定义组合订单是什么，在服务器上操作一下，服务器就会为你记录下来。

另外我们有全球的数据中心。大家看到网上有各种不同的数据，包括新加坡、悉尼、东京等地之间的数据传输量是很大的，新加坡和东京之间是1G，芝加哥和东京之间是2.5G。让非常大的数据可以进行快速传递，这样有更多的数据量进出，至于传输速度则主要取决于他们的距离有多短。他们所想要的工具是由我们提供的。当然需要更好的用户体验，宕机时间更短，有更容易使用的界面接口，有全方位的支持。我们系统的稳定性，让他们的精力投入在其他方面，而不是解决软件问题。

未来市场趋势上，IT技术的进步是永无止境的，越来越多的自动化发展，近距离和同类托管也变得越来越大。同时由于监管的变化，对于风险的监控也会越来越严格。2012年TT取得了里程碑式发展，我们相信未来通过TT策略家族全套解决方案，我们会帮助越来越多的经纪商提供更优质的服务。

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

机构时代的 IT 系统建设

■ 恒生电子股份有限公司副总经理 牟建峰



最近期货市场对于机构客户的关注很高，现在行业的机构投资者占比不足 3%，远低于成熟市场的比例。另外，国内 1.1 万多个金融机构里，参与期货市场的只是极少数。

我们可以看到中国期货市场在机构客户培育方面和成熟市场还有差距。当然，期货市场从散户时代到机构时代是一步步发展来的。从 2008 年、2009 年早期的产业客户，到 2010 年基金公司、证券公司被允许投资股指期货，再到 2011 年 QFII、信托公司被允许入市，2012 年 9 月 1 日得到期货公司资产管理的牌照，期货公司在机构客户方面在逐渐积累。

尽管机构客户数量不足 3%，但持仓比例接近 40%，有些公司的客户保证金有 50% 是来自机构客户，机构客户初具规模。且当下，很多公司已经因为机构客户获益匪浅，比如 AA 类四家公司因为机构客户加分，

加到 4.5 分以上；再比如在手续费持平的市场竞争中，机构客户保证金多、利息多，利息就是净利润。当然，一个机构客户贡献的不只是手续费，机构客户带来的边际贡献更大。

机构时代的业务转向

如此背景之下，期货公司要大力发展机构客户，进一步实现期货行业为实体经济和国民经济服务的作用。实际上，期货公司已经在朝机构时代去走。麦肯锡有一个证券市场报告，我们可以借鉴到期货市场。

麦肯锡认为，未来 10 年证券行业必须要转型，转型的目标是提高差异化能力，提供差异化的产品和服务。他们依据国外成熟市场经验，认为公司必须选择一个侧重点，比如在零售经纪、机构经纪、资产管理、投资银行、私募股权中必然要有所侧重，不可能样样做。



期货公司虽然只有前面三项业务，也应该每个公司有所侧重，或者侧重零售经纪、机构经纪，或者侧重资产管理。未来是转型的十年，现在是十年之初，从 2013 年开始第一年，现在已经转向，尚未开始转型。还没有哪家公司真正转型为资产管理为主的公司，机构经纪也是刚刚开始。

每一个有志于成为行业领袖的公司未来必须做出业务和行业上的艰难抉择，现在开始必须有所侧重。机构客户显然为未来提供了一个很好的机会。我们看到 AA 类公司非常受益，因为他们机构经纪业务做得规模最大。有些虽然不是最大，但旗帜最鲜明，比如说摩根大通和中金，规模不大，却是纯粹的机构经纪。

现在资管业务推出了，以后机构客户也会越来越多，都会变成资管客户，机构客户的比例很快会好起来。还有期货公司设立子公司开展风险管理试点业务，更能体现出通道之外期货公司作为一个专业风险管理机构的特色。

机构时代的IT系统建设

现在我们有这么多方向转型，转型时期 IT 系统建设也要跟上。期货公司的 IT 系统已经“相当差异化”。

零售经纪已从早期的炒手系统，五花八门的多样客户端到现在各种各样的程序化交易，有些期货公司的网站上可供下载的交易软件有几十种。但是，期货公司现在的系统前端多样化，后端跟着多样化，后端交易系统有的公司有 4-5 种，有的公司即将有 4-5 种，这其实是一个问题。

未来，我们认为前端系统将会继续发扬多样化的趋势，涌现越来越多的客户端，且前端会越来越细化和专业化，不仅仅是客户端的概念，将会有前端系统的出现。但后端系统不一样，将来要慢慢统一整合，没必要在中后台投入太多资源重复浪费，这也是未来的一个趋势。

当然，这种趋势发生的路径肯定是百花齐放，客户端最终都能接入统一、稳定、快速的后台里面来，从而把前端多元化和后台统一化相统一起来。显然，前端将会是我们加强客户服务的重要阵地，在这个阵

地里面差异化、专业化的分工将会越来越明显。

今后，机构用的前端系统未必就是简单的交易终端，比如我们 2012 年卖得非常好的产品——VIP 机构版，就是给机构投资者做机构经纪时，用一个系统为机构提供多账号、子账号，资产管理多交易员服务，这是一个系统，并非是一款客户端就能解决的问题。包括资产管理业务也是一样，这些都会以系统的形式呈现。

机构版现在主要是提供子账号资产单元，当资产管理业务来临时，我们可能要做的系统更多。系统化其实不只是一个系统，要把资产管理业务做起来，首先就是投资管理系统，从投资决策到实施的风险审批，因为我们是团队运作，不是个人敲单，我们有一系列的订单管理等处理的东西。同时，资产管理业务最注重口碑，风险管理要管好，我们有很多的风险管理和绩效评估系统。另外，当我们涉及一对多，或者是集合、大集合的时候涉及估值核算，我们有申购赎回，这时候就需要估值和会计核算的后台系统。

另外，程序化交易、数量化投资的发展也会日益兴盛，他们对后端系统都提出了即时要求。前端多样化是一个复杂的系统，不是个简单的终端。客户来了要把资产投资好，可能涉及的领域很多，股票、国债期货、银行间市场和交易所市场债券等都要做，甚至票据业务、境外业务，包括艺术品也可以做，这都是资产管理系统的投资范围。而数量化投资现在是万马奔腾，其中有一匹马是我们恒生推出来的，恒生的数量化投资平台，我们正在跟领先的厂商合作。简单讲分为两方面，一部分是开发，一部分是运行，我们提供平台和函数，客户写策略，我们执行。数量化投资和程序化交易对期货公司后台带来很多速度和信任上的要求。

我们自己的后台确实应该把速度提上去，比如 2006 年版基于数据库交易的，我们推出一个 UFT，基于内存交易的，订单在 UFT 里面 1 毫秒处理完，我们提供的客户端有非常快的执行速度，从而让大家有动力最终都使用我们的产品，而不是去建立每家公司的后台。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 I：信息技术与期货公司的差异化发展

主持人：



浙江中期货副总经理 **楼明**

讨论嘉宾：



刘铁斌

中国期货业协会信息技术部主任



Tom Guinan

Advantage Futures 首席技术总监



Roy Tan

Trading Technologies 亚洲区销售总监



杨勇

上海锐至信息技术有限公司总经理



牟建峰

恒生电子股份有限公司副总经理

楼明：

首先请中国期货业协会的刘铁斌主任讲一讲中期协关于技术发展的举措和进一步的打算，刘主任是行业资深的技术专家，同时也是行业很多信息技术方面政策的制定者，有请刘主任。

信息技术在行业转型期的重要性

刘铁斌：

期货行业的业务发展现在处于创新、转型的关键时期，信息技术对于期货行业未来的发展非常重要。期货公司以前专注于运维管理，专注于对整个交易系统、机房等基础设施的维护管理，以后希望能够逐步转向为技术、为业务发展提供更好的服务，甚至技术引领业务的发展。

首先，就行业而言，整个期货公司信息技术领域要不断地应用新技术，比如说产业化交易、数据仓库、数据挖掘、云计算技术、虚拟化技术，航油异构系统的互为备份、双核的异构系统，还有建设统一的结算平台、统一的风控平台。

大家知道，现在我们的系统越来越多，前台有各种交易系统，我们如何能够做到统一风控、统一结算？这是期货公司未来发展一个关键的基础性工作。另外，我们将来能够建设全球化的交易平台，多交易所、多地、多中心的交易平台，这些技术是未来发展的趋势。

第二个方面，基础设施的建设近几年成本非常高，从 2009 年颁布《期货公司新技术管理指引》以后，各家公司每年在这方面的投入也很大，少的几百万，多的上千万，将来我们能不能共享资源？灾备机房的建设，能

不能建立行业统一的灾备基地? 像几个交易所建设的灾备中心, 大家可以共建灾备机房, 共享灾备资源, 共享运维。

运维也可以外包, 除了主交易系统以外。主交易系统还是以自用为主, 因为这是整个交易、业务的关键, 但是二席、灾备系统, 大家能不能节约成本, 或者考虑租用设备、租用服务器, 大家共享资源、共享服务器, 降低成本。

第三是人员建设问题。人员建设是新技术发展的重中之重, 是关键的问题, 现在整个行业人才匮乏, 不但是信息技术这一块, 包括业务方面也是人员缺乏。

信息技术人员建设可以有几个渠道: 一是积极引进优秀的专业人才, 比如说境外人才, 还有国内的一些优秀的毕业生等等。今年有很多期货公司的总经理、董事长出国培训以后认识到信息技术非常重要, 大家发现国外技术发展引领业务发展占据主要地位, 技术人才占比高达30%-50%, 有的交易所50%以上都是技术人员。比如, 盈透是美国做得非常好的公司, 它的董事长都说自己是一个程序员。

我们要注重内部人员的培训, 行业的培训也一定要跟上, 我们希望将来建立行业培训中心, 包括和几家交易所的技术公司合作。

怎么能够实现更好的合作? 我们2013年已计划组织IT的管理者出国培训考察, 希望大家积极支持。我们一定要把整个IT人员队伍的水平提升上去, 从简单的运维管理提升到可以进行研发和技术上的创新。希望整个IT能够为业务和期货公司做出更大的贡献。

IT公司解决方案助推期货行业转型

楼明:

谢谢刘主任, 刘主任作为行业信息技术的主管, 讲出了很多行业IT人员的心声。接下来请问锐至信息技术有限公司的杨总, 锐至公司在推动整个期货公司信息化发展方面有什么进一步的打算?

杨勇:

现在整个期货行业都处于转型阶段, 转型目标和思路

依据每家公司的实际状况会有所不同, 但有一点是肯定的, 大家都希望摆脱目前单一通道的业务模式。

转型过程当中我们认为几个点非常关键, 一是资源整合, 二是业务需要的支撑, 三是服务创新。资源整合的目的是架构统一的基础平台, 为后续的产品管理和技术服务提供原材料的收入; 业务支撑的目的是能够提供一系列的平台建设; 服务创新很重要, 要提供相对精准、高效的客户服务, 实现真正的个性化服务。

要做到这几项, 关键是要有IT系统进行支撑。IT发展对业务支撑的快速发展非常重要, 以前5、6年才能做到的变化, 现在的技术半年、一年就达到了。锐至以前一直在证券行业, 帮助券商建设财富管理支撑系统相关的IT解决方案, 随着期货业务的发展, 我们将基于券商比较成熟稳定的解决方案引入了期货行业, 同时基于期货行业本身的技术特性, 里面涵盖了资源整合平台, 以数据为核心基础, 还有业务支撑平台, 主要体现以完整的产品生命周期为管理的核心。

我们也涵盖从PC客户端到邮件、短信的电子渠道服务, 以及和国外知名厂商合作交易平台。从资源整合到产品的管理, 再到后续的营销分析, 为产品提供基础依据。

我们希望通过平台的建设, 对内帮助期货公司进行有效的管理, 以缓解由于人员的流动对期货公司可能的业务发展带来的影响, 对外能够实现精准而高效的个性化客户服务。我们和客户合作从两方面进行, 一是帮客户进行总体的IT规划, 目的是避免比较单一的业务需求驱动建设模式; 另一方面我们选择适合的产品提供给期货公司使用, 实现通过IT技术的发展引导、推动甚至引领业务的发展。

提问:

请问 Mr.Guinan, 大量的资料测试预算是否有可能成为未来在量化交易上的趋势? 服务器会不会有问题?

Tom Guinan:

当然现在是向这个方向发展, 服务器端的测试在有些系统里已有, 我们合作的交易所允许进行后端测试, 他们



有实时数据。现在计算机服务器的能力和几年前相比有很大发展，芯片处理速度的发展非常快。每一个系统都应该有冗余，应该有超过一个的系统提供相同的功能，一旦这一套系统有问题还能够支持。

Roy Tan :

补充一下，如果面临一些问题的话，你可以看另外一个软件，服务器端目前我们看到很多的发展，后端的测试也和其他方联系在一起。我们公司有一个前端的测试，利用交易所的数据在服务器端部署策略之前做测试，没有遇到任何的问题，我们相信肯定可以做得更好，找到合适的软件就可以处理服务器端大量的数据。

期货行业IT人员的管理

楼明 :

请教 Tom，在美国像您这样的公司怎样招聘、管

理 IT 人员，并且充分发挥他们的积极主动性？

Tom Guinan :

IT 人才对于公司来讲非常重要，要找到好的人才很难。面试时我们先要看态度，如果态度不积极，不愿意为客户做事情就有问题，那个人就不适合我们的团队。比如凌晨 3 点钟我们遇到问题，你必须要有这样的态度，愿意做任何事情，以便让客户能够满意，即使是凌晨 3 点钟。

另外 IT 计划是重要的一个部分，要尽可能有非常好的计划，有很好的运行，很多时候发生没有办法预见到的事情怎么反应？我们看应聘人员对客户的态度是否一样，无论大小问题你是否能够解决，这是最重要的。当然，技能也是非常重要的，网络工程师、编程人员等等，必须具有所需要的技能，这是我们期待的。

(本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅)



算法交易： 中国及全球交易趋势

■ RTS中国区负责人 陈肯

我们公司这几年在国内做了很多不同类型的算法交易平台，推广给不同的券商和期货商，都遇到同样的问题，就是有个平台之后做策略是不是真的可以赚钱，这个问题很重要。

做电子化交易和算法交易，不同种类的货品里面算法交易和电子交易越来越多，比如黑箱策略，在系统里面你不能修改、增加，只能加一点参数而已，现在已经有不同的白箱海外平台进来。这在股票也好，期货也好，甚至在外汇也可以看到有很多算法交易里出来的东西。

同时，在每一个市场里都有交易平台的增长，可以看到新加坡、香港、印度、澳洲、日本，有这么多不同类型的平台，券商和期货商是不是就可以帮助客户赚钱？如果不能，他要这个平台干什么？

策略需要系统和通道配合

做真正的算法交易一定要有一个有效策略，CME、LME 都可以做不同的套利，外汇市场、利率市场、期货市场都可以做，只要你有一个很好的金融团队。所以，今天如果讲算法交易平台只能做一样的话就是有问题。

客户今天要做股指期货，明天问你能做别的吗，你怎么办？是不是要重新买一套。就算重新买，没有一年的时间也是不行的。市场上都在追求低延误，如果你不能比别人快，算法交易再好也没用。

除了算法交易多好，平台多好，还有一个很重要的就是跑道好不好。最近看到很多不同的投资公司，专门帮人家做算法交易，他们希望客户从多方面市场来做套利，不只是股指上，还有外汇和期货很多，这是非常重要的，跑道好、系统好，策略好才能做到。



合作伙伴是有力保障

同样的，需要找到一个很好的合作伙伴，比如做外盘会有清算公司帮你做风险管理，风险管理系统要能配合你们公司自己的系统。举一个例子，上海的公司做境外业务，如果把伺服器全部放在上海，是最好的吗？不是。一个伺服器放在上海，而另一个放在 CME、LME，这样才会更快、更有效率。

RTS 是一家很特别的公司，大部分客户不是花旗银行、JP 等出名的大型公司，他们不要出名，他们只要快，下单快。

不同的算法交易要有不同的关系图，交易商和 CME 的接口怎么样，和 LME 接口怎么样，不同交易所连接方式不同，是直连还是用某一个经纪商的网路间接连接，这个区别很大，因为就算是几毫秒都会影响到策略的实盘情况。系统供应商、网络供应商，再有服务供应商，都要选择好的合作伙伴。

全世界有不同的数据中心，有不同的涵盖，还有系统连接性、稳定性，选择算法交易、平台都会遇到同样的问题。大部分不成熟的市场才是最好的赚钱机会，只有在成熟与不成熟的市场之间才有套利的机会。供应商能不能给你提供 24 小时的交易维护，这个非常重要。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

量化交易对 IT 技术的挑战与对策

■ 大连飞创信息技术有限公司总经理 胥海涛

传统交易有非常大的劣势。一是传统交易大部分通过交易分析师、交易员来做，初期人力成本比较低，到后期，像在华尔街金融领域的分析师、交易员成本非常高，且随着年限的不断增加，成本会越来越高，这也是为什么量化交易出来以后，国外各个机构大量投入量化交易里面，不断弱化减少在传统投入的根本原因。

二是传统交易中大资金难以有效利用，靠人做交易，一个团队能够研究、熟识的领域有限，欠缺会导致团队在交易时有局限性。今后在行业里边投资方向也会出现分散化，像债券、股票、衍生品领域各种期货期权都会展开，单独的小团队有效性会非常有限。

三是传统交易易受非理性情绪的影响，我们都知道，过去几年有多少百年老店因为一个交易员不理性的交易行为而轰然倒塌。在传统交易方式中，迄今为止大家做了很多风险控制，但风险控制的严和松都由人来控制，相对有限。

四是复杂的业务难以适应，比如期权靠人没法做，人眼睛看不出来，稍微波动会衍生无数个变化，所以，随着衍生品复杂度不断提高，靠人有所滞后、有所影响，这是传统投资非常大的局限性。

量化交易概念厘清

关于量化投资国内名词叫得比较乱，国内对高频交易、算法交易、量化交易其实很混乱。简单说，量化交易是通过量化分析的手段，通过计算机数学计算和数据分析寻找交易的机会。

量化交易分几种。一是高频交易，国外叫高频或超高频；二是算法交易，像移动平均线等技术面分析的，都算进算法交易类。还有统计套利，客户用我们的平台做套利，他们套利不是统计套利的范畴内，比如说跨合约的，大豆和豆粕，以前还有做大豆和豆油，大豆和玉米，这是非常确定性的，不同的月份之间差



异是确定的，这不在我所说的量化交易之内。

统计套利是这样，你的眼睛和日常知识发现不了，举一个不一定确切的例子，聚乙烯和大豆，所有曲线里面经过统计发现它们之间有某种联系，在一定区间里可以利用，如果是确定性的，可以把某几个表面看起来不相关的品种联合来做，这是靠历史统计数据进行套利操作，我定义这一类叫做程序化交易，这是第三种。

量化交易的优势

量化交易这几年在国外风起云涌，发展变化非常快，国内发展相对滞后。号称“量化投资之父”的詹姆斯·西蒙斯先生，他的公司有 200 名员工，将近一半是学数学的，其他有理论物理学、量子物理学和统计学，很多是技术人员，这部分人员构成了投资团队，这跟以前的传统投资团队有着非常大的区别。

量化投资的优点，跟前面讲到的传统投资是相对应的。首先是成本，初期成本比较高，但维护成本较低。程序员每天把报表定期归拢，没有变化就让它跑着，有变化赶紧调整，后期成本比较低；其次是理性决策，这是机器在做，不是人在做，计算机到时候自己进行操作，投资逻辑规范化，并且在算法不断丰富过程中，公司在这方面会逐渐形成自己的算法库，让投资方法规范化。



如何开展量化交易？

只有计算机可以进行海量数据处理。比如彭博在这方面投入较大，也有很多专利，他们甚至把所有的信息都进行了规范化，有利于做量化交易，通过这种方式会发现投资的手段更加多元化。

量化投资有五个步骤，首先是计划，也就是规划做什么市场，做什么品种；二是分析，通过计量经济学的模型，分析各种历史数据；三是设计，模型做完之后肯定要数据模拟，用历史数据或实时数据试跑，同时实时监控，看盈利指标和预设指标怎么样，不断去调整；四是实施，这里面一定要有快速部署，非常小的延时、快速的交易系统，实时管理风险非常重要，这也是监管手段原来对高频交易、量化交易一直有所顾及的原因。程序错误、算法错误实时风险的控制，这非常关键；五是运行与维护，维护过程当中要实时去看运行状况、风险控制，甚至参数的调整。

高频交易这几年发展最快，现在国内各交易所也在做技术竞赛，2001年初CME报单反馈可以低于1秒，大概2007年、2008年所有公司已说可低于1毫秒，去年和今年更快了，有些说0.5毫秒，前段时间又说到0.3了，最新可以低到了100微秒。这是国际的竞赛，都是为了高频交易高速发展的要求。

国内在这方面相对滞后。高频交易的特点，一是要求系统延时非常低；二是要求模型支撑速度比较快，因为分析报单需要非常快，分析慢了，当时的行情就过去了；三是持仓时间非常短；四是效果，高频交易的每笔收益率很低，总体收益比较稳定，这是高频交易的特点。

国内量化交易现状

国际上高频交易的发展比例，美国、欧洲到了60%，这非常高，亚洲低一些，这也是为什么这几年国外交易所都在进行技术竞赛的推动力。

国内各个交易所对程序化交易、量化交易进行了统计，数据大概占到20%，和国际差距很大。这里面有很多原因，国内算法交易较多，这是由于目前技术局限造成的，很多量化交易平台速度不够快，在策略分析执行的速度不够快。另外，历史分析的东西跟现实行情分析不相符。

国内的客户套利做得比较多，特别是确定性的套利做

得非常多，这是国内量化交易的特点。而国内高频交易绝大部分还是靠人来操作，这是一个瓶颈。从另一个数字也能看到，国内机构投资客户不到2万，这是活跃的，登记客户是69万，比例相差非常大。国内量化交易逐渐往机构在转，说明我们发展潜力非常大。

量化交易在国内存在什么问题？一是证券市场目前做量化交易的基本没有，因为证券交易市场交易反馈速度和行情速度跟不上，这是做量化交易最忌讳的事。期货市场什么情况？交易所公布的行情速度是2次/秒，这对行情质量和有效性来说有很大的限制。目前各交易所的交易反馈速度是10毫秒至20毫秒之间，这个反馈速度也有很大的局限性。

另外，量化投资教育培养国内这方面不成系统，在行业里还是要多一些扶持。还有，高频交易的技术瓶颈，目前存在一个是行情信息质量的问题，二是技术系统质量问题。

量化平台解决方案

首先量化平台必须非常丰富，能够自己建策略，建策略能够实时模拟、实时部署、实时测试。作为一个交易所下的公司，我们从几个方面提供好的量化平台。

一是我们正在开发新的交易系统，目标非常明确，至少达到国际先进水平，要低于1毫秒，这是交易所的交易平台。

二是交易通道，交易所的交易系统是我们开发的，能够做到速度更好是我们的优势。我并不赞同形成统一化的交易后台，因为虽然从国外的发展趋势来讲大家都是抢速度，但不同的交易所还是有不同的特点，后台的差异化、个性化必然存在。

三是市场行情，要有慧眼，没有好信息，你的策略是有限的，还是摆脱不了同质化的竞争。

四是推出能够负荷高频交易的量化平台。这是我们的优势，作为交易所管理商，现货数据、期货数据都可以进行研究开发。现在交易所正在开发舆情系统，对新闻的数据进行分析，我们可以把交易所已经形成的产品和技术用到市场上来。

五是量化策略平台，不再赘述。

最后，我们正初步从传统交易时代迈进高速交易时代，未来云技术也将成为一个趋势，希望大家关注。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 II : IT 技术与量化交易

主持人 :



南华期货副总经理 **朱斌**

讨论嘉宾 :



丁 鹏
方正富邦资深策略师



夏小涛
PROGRESS中国高级业务顾问



朱 平
SunGard中国区首席运营官



邝俊雄
SAP/Sybase亚太区技术总监



胥海涛
大连飞创信息技术有限公司总经理

量化交易系统构建的难点

朱斌 :

IT 技术的核心是为期货公司服务的, 请夏小涛介绍一下量化交易平台构建应该注意哪些?

夏小涛 :

首先是定位你的客户群体。量化交易平台是蛮复杂的一件事, 在短时间内提供一揽子方法是不可能的, 要分清楚为谁服务, 是高净值人士, 还是很多散户。

如果是机构客户, 在构建量化交易平台的时候首先不要想着为他们提供策略, 没有大的机构客户愿意

采取证券公司、期货公司的服务, 简单说这个产品是做一级市场、二级市场还是对冲基金? 他们需要一些算法, 但我们在这方面如何加大是一个问题。

另外一种服务, 针对一些高净值的客户, 他们的需求是不一样的, 他们的特点一是没有很大的单子, 再就是与时俱进, 有些个人投资者很灵活, 他们不再做股指期货套利, 而是做一级市场、二级市场套利, 期货市场长期放空单, 在现货市场做波段。

第二, 量力而行。不要盲目攀比, 不能因为中信或者南华花了 1000 万建了一个平台, 作为市场参与者我也要花 1000 万建一个平台。倒不如买一些他们的服

务，一些私募客户说买一个我们的产品，我不建议这样做，倒是南华期货有我们的服务，我建议可以纳入。客户想去做验证策略的东西，不需要花那么多钱。

第三，正确评估自身能力。我们经常做策略，每年都在写策略，但自己却不是一个市场参与者，而只是工具的提供商。很多证券公司的想法是要为客户提供挣钱的策略，但真能保证做到吗？因为策略面临失效的问题，可能面对不同的市场，熊市、牛市、震荡市，很难确保在不同市场上策略都能有效。

给客户一个算法交易的平台

朱斌：

接下来请邝俊雄谈一谈。

邝俊雄：

Sybase 今年和 SAP 合并之后，通过和亚太地区多做交流，推广算法交易平台的方案，包括在香港、新加坡、韩国几个地方都有机会做客户实施或推广。算法交易也好，量化交易也好，最重要就是怎么做差异化的功能，不只是做菜单，不只是做高频，而是希望找一个平台，在平台层面把整个算法交易不同的应用都统一实施，这是第一点比较深的体会。且在平台层面上怎样快速把这个系统部署出来很重要，这确实是其中一个很重要的需求。要给客户一个这样的平台，让他上面可以发展算法交易。

第二点，平台层面如何提供企业家功能。比如说，提供给客户一个备份，这是客户希望的重点。还有安全性，比如私募客户的一些算法和模型，交给 IT 部门做运营，要保障这一类的算法在平台可以加密。差异化的算法是客户的资产，所以企业家的平台很重要。

量化交易风险控制

朱斌：

请朱平谈一谈量化交易风险怎么控制？

朱平：

从经验来说，只要有一个比较好的风险管理措施，

量化交易的风险并不大，这可以从三个方面考虑。第一，是交易前风险。客户分析，不只是分析客户，对客户交易分析也要清楚，对客户交易的习惯、交易量、每一次下单动作怎么样都要有所了解。可以和客户协商配合，每个客户准备做什么，让我们的 IT 技术人员在现场观察，随时做出决定，这是对客户的了解。

第二，团队的培养很重要。做量化交易之前一定要有一个有效的团队，期货公司的人才培养处于很关键的时刻，要把量化交易从 2% 做到 60% 的阶段需要培养人才。人才不只是对业务有所了解，更要对技术有所了解，对风险有敏感度，有这样的团队才能够把这个事做好。

第三，后台支持。交易做了以后需要怎样的后台支持，这是风险控制的最后一道防线。上边三点都做到了，量化交易就是机会，而不是风险。在这样一个市场，每一天的环境在改变，信息在改变，因为你的系统跟不同的系统连接，不同的连接都在改变，怎样在改变过程中应变不仅是给量化程序提供商的一个挑战，也是给所有希望能做量化交易的期货公司一个很大的挑战。我们首先要把制度措施做好。

使用方的真正需要

朱斌：

丁鹏博士是方正富邦资深策略师，请从使用方角度谈谈对 IT 技术的发展，或者 IT 跟量化策略之间的关系。

丁鹏：

作为专业的基金公司，我们一般不需要 IT 给我们公司提供策略，我们需要的是更快的速度、更好的数据。

一是正确的数据。现在国内的数据不管是第三方提供的，还是交易所提供的，里面都有很多缺失，我们往往要购买 2-3 份数据，请 IT 人员做校对，自己才敢相信这些数据，这是一个问题。

第二，系统要快，能够快速地响应，特别是线路。交易中更多不是 IT 系统问题，而是线路问题，要撤单没撤掉，又发出去了，迅速造成很多敞口，真正交易

中发现以前没注意到的这个问题，反而是一个巨大的风险，这是我们更关心的。交易的时候会发现原来有那么多陷阱在里面，对风控要求非常高。

朱斌：

请胥总谈一下大连飞创如何在市场中获得竞争优势？

胥海涛：

我们作为大商所的全资子公司有几个特点：一是跟商业公司之间有非常大的出入，我们做的事情不完全从利润出发，这是交易所下属子公司本身的特点。因为我们首先想到行业进步，为了行业做贡献发挥最大的功能；第二，飞创拥有交易所从前到后完备的系统，包括交易、行情、风控、清算、监察所有系统，还有快速的链路和自己的计算机房；三是交易所行情信息的研究和发布由我们做；四是我们也在推出有特点的产品。高频交易目前没有太多好产品，我们在尝试做。另外作为交易所层面的子公司，我们也为监管层考虑，帮助交易所控制量化交易风险。

量化交易成功的因素

朱斌：

量化交易在中国兴起跟西蒙斯密不可分。目前芝加哥真正量化交易能成功的也不是大部分，现在很多人做量化交易还是亏钱，请问夏小涛和丁鹏两位，你们认为量化交易要成功的因素是什么？

丁鹏：

量化投资要成功，关键就是要对市场有了充分的理解之后，把交易的行为固定成一个程序。西蒙斯最初 10 年也亏钱，有一天顿悟了才很厉害，50 岁以后才成功的。量化交易大概是 70% 还是亏钱的，量化不是万能，市场肯定是少数人赚钱。亏很多年才知道怎么做量化，好的策略一定是亏出来的。

朱斌：

问题是亏自己的钱还是亏别人的钱。

夏小涛：

一是风控一定要好，而且风控要先行，所有订单不管谁发出来必须要穿透。刚刚过去的瑞典交易所的事情，他发出去单子的大小是瑞典 GDP 的 113 倍，并且被交易所接受了，很多人看了以后觉得特别震惊，量化交易是有威力的。风控要体现在每一个环节，在真正的市场来讲，风控和想像的又不太一样，人会担心策略被偷学，计算机虽然聪明，能够重复做一些事情，但也是最愚蠢的，没有告诉它就做。

比如做一个套利，交易第一次不成交，10 秒钟后撤单，又买入，但是很不幸，那时候出现了涨停，套利策略当中没有控制这个情况，买的时候取值到 0，本来只有很少的钱，但 0 在计算机不是真正的 0，是 0.0000000001，只有 50 万的钱，结果一除得出 42 亿的买单。但是我的风控非常好，看到这么多的买单，价格却接近于 0，就会被风控系统拒绝。

所以，量化交易第一个优先要做的，从 IT 的观点，从避免误发出去大单的角度来讲，就是要做好风控。这个抉择是更高的经理人定的，或者更高的投资人员定的。

另外，更重要的是策略要足够健全。策略必须足够健壮，不是简单的止损或者止盈策略就能帮助你，最危险的时候健壮的策略可以拯救你。有做交易很厉害的人，他们自己写策略，简单的策略也要考虑得非常周到。有的客户又希望写策略非常简单，这要求我们建系统的时候易用性很强，但我觉得易用性和复杂度是一对矛盾，不可能摆脱 IT 的束缚。所以量化交易当中不要奢求很简单的策略，你想要更复杂，策略也要更复杂。

量化交易发展趋势

朱斌：

最后请问邝俊雄和朱平两位认为量化交易发展趋势有什么特点？你们觉得未来会向什么方向发展？

邝俊雄：

这要先探讨一下做算法交易里需要多少的历史数据做研究。市场上大概有 60% 的客户说需要三年以上



的数据。有的客户提到希望做产品的测试，要做一个更长时间的历史数据回放，可能一两个小时以内，要把5年的历史数据做模型的测试。这么大数据怎么处理？这是客户最明显的一个需求。那些客户还要看能不能在大数据处理上有效提升速度，这个层面我们不能使用一些技术，比如说内存的技术来实现？如果做一个纯内存的技术，整个系统的架构应该怎么配合？这都要认真考虑。

朱平：

我补充一点，关于测试的环境。做量化程序的时候最困惑的是怎样做测试，这是一个很大的挑战。国外的做法，交易所有一些实际的测试环境，会让你拿到实际的数据，这个数据是实时的数据，让测试的平台去测试。国内行业要把量化交易推上去，中国所有交易所提供这样的平台很重要。因为每一个期货公司、

证券公司很难提供这样的平台。SunGard把五年的交易数据都记录下来，在系统里都会有这些资源，但还不够，因为数据每年成倍增加，需要跟以前的数据做连接。这是整个行业的挑战。

另外非常重要的一点，量化交易是一个趋势，这是每一位在今后几年都会去做的一件事，我们可以和交易所合作，风险管理一是在买方。交易所也可以做好风控把关，我相信在中国这个市场量化交易在接下来几年会有一个很好的开展。

胥海涛：

谢谢朱总的良好建议，交易所也在考虑进行一些对算法交易的控制，如果识别是错单就终止，这相当于在交易所加一个阀门，以尽量减少错单和错的算法导致的风险。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



分论坛VI： 国际原油市场与中国原油期货展望论坛

【编者按】

12月2日下午，由中信新际期货承办的“国际原油市场与中国原油期货展望论坛”在五洲宾馆国际厅成功举行。来自上海期货交易所、中外能源贸易商和咨询机构的代表，就国内外原油期货市场现状、能源衍生品服务等内容发表了主题演讲，并就相互关心的话题进行了深入研讨。

积极把握原油期货上市的历史机遇

■ 中国期货业协会副会长 李强



在此，我谨代表中国期货业协会对各位嘉宾的到来表示热烈的欢迎和衷心的感谢！同时，对于承办方中信新际期货有限公司为本次分论坛所做的工作和大力支持表示诚挚的谢意！

加快原油期货市场建设是党中央、国务院在全球经济发展格局大调整 and 我国加快转变经济发展方式的新形势下采取的一项重大战略决策。原油期货品种的上市对于我国期货市场的发展具有重大的意义，不仅事关国家能源市场改革、经济安全和定价话语权，同时也将极大地推动我国期货行业的改革开放和创新发展。原油期货上市所涉及的许多政策制度也将会对其他期货品种的发展起到重要的引领和示范作用。

不久前，经国务院修改颁布的新版《期货交易管理条例》正式施行。条例新修订的一个重要方面，就是为

适应推出原油期货的需要，为境外投资者直接进入期货交易所进行原油期货交易预留空间。这正是考虑到建设一个国际性的原油期货市场，需要引入全球投资者和中介机构的积极参与。条例的再次修订实施，标志着中国期货市场新一轮创新发展浪潮的到来。

各位同仁，各位嘉宾，值此难得的发展机遇，今天我们在这个分论坛上探讨国际原油市场和中国原油期货的推出，具有非常重要的价值和现实意义。我们由衷地希望市场各方能够各抒己见、出谋划策、凝聚共识，共同推动原油期货的尽快推出，为我国原油市场的健康发展和建立国际话语权作出努力。

最后，我衷心地祝愿本次论坛圆满成功，祝大家与会期间身体健康，生活愉快！

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

原油期货推动中国期货市场国际化新进程

■ 中信新际期货董事长 赵磊



中国期货行业的传统盛会，第八届中国（深圳）国际期货大会在中国资本市场创新发展的大背景下隆重拉开盛幕，又一次迎来了各界新老朋友。非常欢迎大家在百忙之中能抽出时间参加今天的论坛，本次论坛的主题是“国际原油市场与中国原油期货展望论坛”，由中信新际期货有限公司、新际集团联合承办。

中信新际是国内目前唯一仅有的三家中外合资期货公司之一，中方股东中信集团是中国最大的金融和实业并举的跨国集团，外方股东新际集团是全球规模最大的衍生品经纪商。新际集团长期以专注经纪业著称，包括能源产品在内的大宗商品衍生品业务居全球衍生品经纪行业的领先地位。

中信新际凭借中信集团卓越品牌影响力以及全面的金融服务优势和新际集团在运营、渠道资源、IT 技术、风险管理等行业领先的经验，共同为国内外投资者提供全球范围技术领先的衍生品交易以及差异化风险管理服务。

请允许我向出席本次论坛的各位演讲嘉宾表示衷心的感谢，也感谢出席本次论坛的各界媒体朋友们，正是因为你们的大力宣传和支持，推动了中国期货业健康发

展。本次大会主题是“中国期货市场的变革和创新”。作为中国第一个国际化期货品种，上海期货交易所原油期货准备上市也引起了全球投资者广泛关注。

近年来，我国原油需求量、进口量、原油对外依存度都在不断增长和提高，但是中国在全球原油定价体系中仍然处于比较被动的地位，尽快建立完善原油期货市场对于我国建立新的原油定价体系有着至关重要的战略意义。原油期货作为第一个国际化拟上市品种，将为中国期货市场带来一场全新的变革，推动中国期货市场国际化发展进程。

今天，我们相聚在充满创新活力的深圳，将从不同的角度就共同关心的问题探讨，展望中国原油期货市场的未来。我相信本次论坛将会增进大家深层次、宽视野的信息交流，为中国期货市场未来发展提供宝贵的建设性意见。

最后，我代表承办方中信新际期货有限公司和新际集团再次欢迎各位嘉宾到来，并预祝论坛取得圆满成功。谢谢大家！

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



中国原油期货市场发展展望

■ 上海期货交易所能源化工部高级总监 陆丰

原油期货，是中国期货市场对外开放的标志性产品。随着原油期货的推出，中国期货市场的国际化进程将进一步推进，逐步融入全球大宗商品定价体系当中。原油本身相对复杂，包含很多政治因素。境外很早就说全球冲突与原油相关，原油价格有 90% 受到政治因素影响。

原油期货推动中国期货市场国际化

在过去的十年间，中国经济在全球经济中的份额不断提升，由占比 3.7% 提高到接近 10%。目前，中国经济排名从世界第六上升到世界第二。有人预测到了 2020 年左右，中国有可能超过美国，成为世界第一大经济体。这一发展速度是惊人的，使中国对全球能源的需求不断攀升。

另外一个比较重要的因素是 OECD 国家和非 OECD 国家力量角逐的此消彼长。在发展过程中，欧美发达国家遇到了瓶颈，总体的经济规模保持相对稳定。非 OECD 以金砖四国为代表，经济保持高速增长。2000 年到 2010 年间，OECD 的增长率从 26.1% 下降到 25.5%。非 OECD 的增长率从 37.9% 上升到 47.5%。按照这个速度，非 OECD 国家有可能在未来十年内超过 OECD 国家的水平。

亚太石油的消费逐步超过北美。之所以要在亚太地区建立一个原油期货市场，是因为全球原油贸易都是以原油期货市场为基准，通过升贴水计算得成。而在石油消费的核心地区——亚洲，却缺乏原油市场。可以看到，在十年之间，亚太地区的石油消费从世界的 21% 上升到 31.5%。同期，北美地区的份额持续下降，欧洲地区的下降更加明显。可以说，石油市场全球贸易格局发生了根本性的变化，客观上需要亚太地区的经济力量在石油市场价格的形成过程中发挥更大的作用。以现有 WTI 和布伦特价格为基准为亚太地区原油贸易定价存在缺陷。按照品质来讲，WTI



的质量要好于布伦特，价格略高于布伦特。而随着这几年市场格局的变化，WTI 与布伦特价格倒挂二十多美元的情况已经成为一种常态。这是否反映全球贸易定价，受到各方的质疑。从根本上说，无论布伦特和 WTI 都不能反映远东地区、中国地区的实际贸易需求。在实际应用中，局部地区冲突与亚洲本来没有关系，但亚洲市场却承担相应风险。对于远东地区贸易的参与者而言，这无疑增大了风险，带来了不确定性。

中国具备推出原油期货的需求和条件

中国应当牢牢把握构建亚太地区原油基准价市场的契机。DME 逐步兴起，并发挥了一定作用。但迪拜原油贸易占全球贸易率的比例较低，该市场价格是否能够成为亚太地区基准价尚待检验。在这一时期，如果中国不把握机会，很可能在将来丧失获得市场定价权的机会。

在过去的十年间，中国的原油消费份额从 3.6% 上升到 10.6%。2011 年，中国生产原油 2.04 亿吨，中国消费能源 4.54 亿吨，进口了 2.53 亿吨。这意味着中国已经超过日本，成为第二大石油消费国。随着国民经济总量的持续发展，中国的经济总量已经在原油消费方面得

到充分体现。中国石油消费增长速度非常快,年均增长7.3%,接近中国的GDP水平。在二十年间,中国原油消费量增长了近2.8亿吨,占亚太地区石油消费年增长量的50%。也就是说,世界上每年新增的原油需求有1/3以上来自于中国,这是推动我国地区建立原油基准价市场的重要支撑点。

在中国建立原油期货市场,有助于国家石油战略储备,关乎国家战略安全。在二战以后,所有OECD成员国只要有原油消费和进口就必须建立自己的储备。开始是90天的储备量,现在大多数国家已经达到220天至2080天的水平。即使全球贸易停滞,没有原油进出口实际贸易量的发生,OECD的内部原油供应都能够坚持3至6个月。这是最起码的要求。中国有多少?根据公开的数据,中国不超过一个月。所以与世界很多国家相比,中国原油的战略储备和商业储备都不足以维持国家石油安全。随着原油期货市场以及相应实物交割库的建立,我国将拥有为国民经济的安全提供保障的场所。

1993年以后,我国成为石油进口国,缺口逐渐增大,促使中国必须解决进口石油战略安全问题。目前普遍的说法是亚洲议价,但每年仅亚洲议价就使中国不得不多支出上亿美元,影响了国家石油战略安全。所以说,确立一个合适的定价权市场对中国而言意义重大。

同时,中国具有推出原油期货的基本条件。通常来讲,发达的市场是支撑期货市场的核心。中国是亚太地区的原油生产和消费大国,也是原油的进出口大国,具有突出的优势。新加坡为什么搞不好?日本为什么搞不好?因为这些国家是纯粹的进口国,不具备生产能力。

经过二十年的发展,通过一系列法律监管体系、风险控制体系的完善,中国已经构建了具有中国特色的全球商品期货市场,推出了金属、化工、农产品等多系列产品,在全球商品期货市场中占有重要地位。商品期货规模已经连续三年居世界首位,这说明中国整个市场条件也符合中国建立原油期货市场的基本要求。原油期货市场的目标定位是什么?建立一个反映中国乃至亚太周边地区原油市场供需关系,国际投资者广泛参与的国际性期货市场,提高中国在国际石油价格体系中的地位和影响力。

原油期货与已经上市的期货品种存在较大区别。一是

市场运行平台不同。目前国内已上市品种价格反映的是国内的供需关系。原油是完全国际化的平台。这表明原油上市意义重大,它将成为商品期货品种国际化的试点,为我国期货市场的国际化积累经验。二是交易结算模式不同。三是交割模式不同。作为受到管制的商品,原油在国内属于不能自由贸易的典型商品。所以原油的实物交割,只能在保税区完成,跟现有商品存在较大区别。四是市场服务对象不同,国内现有品种市场主要服务于国内的生产商、贸易商、消费者。原油期货市场的服务对象则扩大到全球投资者,资源配置辐射远东地区乃至全球。五是目标市场定位不同。原油期货从单纯的国内基准价市场延伸到区域乃至国际基准价市场。六是监管模式不同。目前中国采用五位一体的监管模式。引入境外投资者后,因为投资群体的复杂化为监管带来了新的挑战,我国必须要与境外监管机构建立跨境联合监管机制。

原油期货上市整体方案

搭建国际平台。吸引境内外投资者,包括石油贸易商、投资机构、银行、基金等等,搭建国际平台,实现原油期货项目下的外汇自由兑换。

采用净价交易。目前国内商品的所有价格都含税,包含进口关税等,导致国内价格跟国际价格之间缺乏直接可比性。为了遵循国际惯例,原油期货的报价将采用净价,便于与国际价格的比较,便于投机者和套利者计算投资收益。

实现保税交割。在保税区完成实物交割。在目前国家政策允许的范围内,为国内原油市场提供补充渠道。通过保税市场影响周边国家原油进出口市场形成,以市场运作反映中国乃至远东地区的原油供求关系。同时可以利用周边地区价格关系,通过合适的市场选择出口台湾、韩国,实现资源配置的全球化。

我们将以我国现有期货市场的运行框架为基础,坚持一户一码制度、保证金制度,限仓制度、实物交割制度、风险控制制度等基本制度不变。

上海期货交易所选择中质含硫原油是周边国家主要的进口油种,在俄罗斯、中国地区产量稳定,可以满足市场对实物交割的需求。



报价单位和交易单位选择 100 桶。究竟选择美元还是人民币报价结算将由国家有关机构综合平衡考虑确定。交易所对两种方案都有准备,技术分别测试,保持系统的稳定性。交易月份是三年。主要考虑了原油贸易合约的期限和套期保值者的需求,最后采用国际惯例三年。交易时间希望能够与国际原油市场交易时段有所重合,以满足投资者的交易需求。目前交易所正积极开展研究,准备尽快在贵金属商品中率先试点,其后推广至原油期货。

通过与国家相关主管机构商议,上海期货交易所为引入境外投资者,设计了五种模式。第一种是境外特殊参与者,作为自营机构在交易所申请席位直接参与市场交易。第二种是境外特殊参与者,通过国内的经纪机构,如期货公司在国内申请一个交易席位参与原油期货交易。这是国际惯例,主要考虑了结算风险。第三、第四、第五种都是境内公司走出去的模式。当然每一种模式都要相应配套的规则,至于选择哪一种或者是哪几种模式要考虑境外投资者和期货公司交易的便利性,以及风险管理的有效性平衡决定。

此外,如果中国的期货公司和交易所要吸引境外投资者,还要满足当地监管机构的要求,比方按照美国规则注册美国本土的 FCM 等。在未来,我们将进一步研究国际相关配套规则,这将成为未来工作的重点。

国内相关配套政策准备。目前《期货交易管理条例》已经完成修订,自昨天开始实施,允许境外投资者参与中国期货市场交易。其后,证监会层面的规章包括《期货公司管理办法》,交易所自律规则等都将进行配套修订。另外原油期货的顺利推出还需要国家其他部委配套推出相关政策。如税收配套政策,对于境外投资者应当适用怎样的税率如何结算,仍需要与财政部进行进一步协商。如海关配套政策,海关总署经过反复调研后是非常支持中国期货市场采用保税交割的方式实现国际化,在海关配套政策方面我们已经与海关总署达成基本共识。交易所层面的规则主要包括两方面内容:一是引入期货投资者适当性制度;二是修改章程,以满足原油期货交易的基本需要。目前相关配套政策草案已经全部完成,等待有关国家机构进一步批示。

在外汇结算方面,美元和人民币报价的两套系统已经

全部建成。结算仍以中国现有的结算模式为基础,不采用美国或其他结算系统。非结算货币以冲抵保证金的方式使用。采用人民币报价,不需要将美元像证券市场一样以一定金额兑换成人民币。这有利于减少大规模外汇兑换的频率和规模,对于外汇兑换额度进行总量控制。外汇兑换原则是采用净额度总额控制,也就是只有在客户亏损而没有人民币的情况下,才需要将美元兑换成相应的人民币抵补亏损,通过以交易盈亏换汇比以保证金总额换汇,更有利于降低外汇市场压力。

通过与外管局的初步沟通,我们初步打算确定每日换汇的净额度为 50 亿美元。确立外汇兑换原则,主要是从便利交易的角度出发,考虑了境外投资者的不同需求。

在中国期货市场五位一体监管框架下,境外投资者参与国内期货交易完全可以实现一户一码。我们认为,一户一码制度都是在构建原油期货市场时必须坚持的核心制度之一。期货公司的一些基本制度,包括限仓制度都是以一户一码制度为基础的。我们必须加强对境外投资者的资金监控,完善会员投资者的诚信系统。同时,我们还将不断完善中国的诚信体系。随着原油期货市场的建立,中国期货市场的诚信管理也将提高到相当的水平。

在保留现有交易结算风控制度的基础上,要针对境外投资者特殊的风险点,进一步完善相关的风险控制和监察措施,同时建立多种形式的联合监管和稽查机制,确保原油期货市场的稳健运行。通过与国际同行的交流,我们认识到中国的期货监管制度虽然体现了中国特色,但是在很多方面得到了国际同行的充分认可,并为国际期货市场监管制度的发展提供了相当的经验,因此我们对中国期货市场监管制度是非常有信心的。目前,交易所已经完成了交易开户结算技术系统结售汇等全套系统的开发,待请示相关主管机构和国家部委以后,选择合适的时机进行技术系统测试。

原油期货的平稳推出是我们最基本的战略目标,同时我们还希望原油期货市场的构建为其他品种的国际化确立良好的基础。

(本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅)

能源衍生品经纪商服务体系介绍

■ 新际集团亚太能源总监 Sebastian Pang

新际集团是由两家具具有二十多年历史的公司合并成立的公司。2008 年，新际集团与中国的中信集团合资成立一家中外合资期货公司，即中信新际期货有限公司。新际集团的特色是提供期货代理服务，不从事自营交易。它是全球 85 家交易所的会员，在全球大宗商品和衍生品市场分别占有 11% 的清算份额和 12% 的执行份额。

新际集团之所以赢得了广大客户的信赖，主要原因之一是资本实力雄厚。它的两大股东是法国兴业银行和法国东方汇理银行，能够提供全球信用。此外，新际集团拥有全球网络，在欧美、亚太地区设有办事处。

新际集团在农产品、金属、能源市场拥有领先地位。从全球能源市场排名来看，新际集团在全球最大的两个交易所的交易执行量和清算量都位居榜首，拥有较强的实力。

目前，有 70 个百分点的全球原油贸易以布伦特价格定价。布伦特合约是一个综合性合约，它涵盖期货、掉期等多元工具。

新际集团在全球拥有经验丰富的团队，具体而言，其能源团队主要有四大组别。一是碳排放量；二是原油成品油；三是天然气、电力、煤炭；四是航运。新际集团能够为客户提供下单、清算等服务。新际集团设有新加坡、伦敦、纽约三大办事处，新际集团在全球的大宗商品交易所拥有 23 个会员席位，同时还拥有一个执行团队。能够帮助客户了解全球市场，向客户提供咨询服务，并利用不同地区的地理价差，实现价差交易。在一些能源市场，如果客户有特殊需要，新际集团还能为其提供特殊的下单服务。此外，新际集团还能够为客户提供一定的附加值服务，包括为客户提供一定的信用额度，帮



助客户寻找交易对手，为客户提供期转现服务等。

新际集团在航运市场拥有全球领先地位，世界排名第一。其客户群广泛，涵盖炼厂、对冲基金和银行。通过和一些金融机构合作，新际集团为客户提供一定的信用额度。新际集团在纽约有场内交易员。如果客户想自己下单，还可以利用新际集团提供的交易平台。这个特殊的交易平台能够为客户提供便利，确保其及时完成跨境交易。在迪拜交易所 OMAN 原油期货合约上市时，新际集团积极参与了合约的研发和设计。新际集团有信心在未来继续努力，推动上海期货交易所的原油期货上市成功。

石脑油是一个复杂的市场，不仅涉及汽油、化工、还包括液化气。目前中国的很多化工厂都对该产品有较强烈的需求。在石脑油方面，新际集团拥有专业优势，能够提供与石脑油产品有关的咨询服务，并为客户提供清算服务。

新际集团能够为客户提供包括布伦特与 WTI 两个不同市场的套利平台。通过提供咨询建议，对于客户的建仓和仓位调整等提供很大帮助。■

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



中国原油期货上市的思考和准备

■ 文 / 交通银行金融期货业务部经理 林玮清

原油期货被定位为一个国际化品种。为了构建国际化原油期货市场，必须积极吸引境外投资者。如何确保境内外投资者的资金既快捷又安全地流入和流出原油期货市场，成为期货公司和商业银行都要思考的重要问题。作为最早为国内期货市场提供服务的保证金存管银行，交行对这一课题进行了深入研究和探讨。

交行设计了原油期货服务方案，并引入了重要概念——交通银行离岸业务。下面简要介绍一下离岸业务和相关产品。

中国的离岸银行，是注册地在大陆的中资银行开设的境外银行。交行设立了离岸金融部，承担“境外银行”的职能。境外银行与境内银行最大的差异是，在境内就可办理境外业务。在开展离岸业务后，境外客户可以在中国任何一个交通银行网点办理境外银行业务。需要注意的是，离岸业务只针对境外客户。

什么是离岸银行业务？就是银行吸收非境内居民资金，并为非居民提供一系列银行金融服务。交行开办离岸银行业务的原则是“内外分离，两头在外”。“内外分离”是指境内外在岸与离岸业务的分离，“两头在外”是客户存放在离岸银行的离岸账户资金全部属于境外资金。

2002年6月，经过人民银行和国家外汇局批准，交行成为五大行中唯一一家能够办理离岸金融业务的国有控股大型银行，于2002年9月24日开始全面经营离岸业务。目前，离岸业务已成为交行特色业务。截至上月末，交行离岸业务总规模已达100亿美金，完成国际结算量990亿美金，有效客户达到1.8万余户。

离岸银行业务的经营范围是经过央行批准的，除基本的存贷款业务外，还包括同业拆借、外汇担保、外汇买卖、国际结算等国际业务。目前交行新增了离岸债券投资业务，可以经营人民币以外其他可自由兑换货币。



离岸业务的优势主要体现在：提升国内客户企业形象，方便国际贸易，避免贸易壁垒，有效提高企业盈利能力，有效应对人民币升值影响，解决企业经营困难，提升公司管理水平，提供高品质的经营服务，获得国家外汇管理政策支持，积极参与国际竞争等。

迄今为止，交行离岸业务与在岸业务基本是联动的。这意味着客户可以通过境内分行鉴证，在其他网点离岸开户。如此进一步提高了资金的清算效果并降低了财务成本。

目前境外配套服务提供中间账户监控服务。现在很多境内的国有控股型企业准备引入境外战略投资者，但在股权转让中会遇到一些问题。境内股权的变更需要经过申请与审批程序，但能否获得批准存在一定的不确定性。如果境外的资金贸然投入境内但是未能获得批准，其造成的结果可能是境内的资金无法划转回境外。但是，境内公司如确认外方资金的真实性又不愿贸然实施股权转让。它担心转换成功了，申请报备顺利，外方不支付资金。

为了促成此类交易，交通银行为境内外客户提供中间账户监管服务。境外机构先开立一个离岸账户。我行将此



账户作为可监控账户，帮助境内企业冻结该账户资金，监控资金往来，确保有相应额度的资金保留在该账户内。此外，我行还为客户提供保理服务，即在第三方能够保证付款的前提下，通过离岸银行为客户提供融资服务，提供四方协议下的综合授信服务，福费廷服务等。

在具备银行离岸业务与保证金存款业务资格的前提下，交行结合上海期货交易所设计的境外投资者参与原油期货的五种模式，设计了服务方案。无论境外投资者采用哪一种模式参与原油期货交易，在资金往来上都不会存在障碍。客户可以通过交行离岸业务部开立离岸账户。在岸银行就是在交行开设保证金存款账户，通过本行内部的统一结算中心划拨资金。中间的资金划拨可以通过交通银行的专门通道，快汇系统完成。

客户无论选择原油期货上市的哪种交易模式都要在交通银行开立几类账户。如果是境内个人投资者就要开立境内保证金专用账户，如果是境外机构就要开立外币的 NRA 账户，简单来说就是境外机构在境内银行开立的境内外汇账户。这是只有境外机构才能开立的账户，境内个

人投资者只能开立境内保证金账户。无论是境外的个人客户还是机构客户，都可以在交通银行开立离岸账户。

交行是唯一一家同时获得保证金存管和离岸业务资格的银行，这为客户的资金划拨带来诸多便利。客户的款项从离岸账户划拨到在岸账户时，就直接进入保证金存管账户，无须另外划转。交行的快汇实时到账系统能够保证资金划拨的速度。无论何时，客户只要通过网上银行提交申请，就能实现实时划款到账，而且费用相当低廉。无论交易的金额有多大，客户完成一笔交易仅需支出 2 美金。

离岸存款可以投资很多理财产品，包括七天、十四天、二十八天、两个月等类别的产品。该账户的资金能够像现金一样支取，也能像活期存款一样计提利息，类似于境内交银天天利、招商智盈等理财品种。

除了账户管理、理财增值服务外，交行还为境外客户提供各类增值服务，包括跨境贷款、四方协议下的综合授信服务等。总体来看，交行离岸业务是一个海外分行，也就是客户身边的境外银行。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



能源贸易商的套期保值策略

■ RWE supply and Trading Switzerland亚太区副总裁 Samuel Owen

交易策略有很多种，比如有高风险类、低风险类。大家习惯认为衍生品是高风险产品。事实上，衍生品未必是风险最高的产品。即使是现货交易，如果没有采取适当的避险方法，也会面临较高的风险。

风险管理要区分不同风险类别，并为其定价。对于不同风险，比如固定价格风险，要考虑影响价格的各类因素。事实上，只有真正了解固定价格是如何形成的，才能真正进行管理。价格风险的内涵很丰富，无论是以固定价格买还是卖，都会面临风险。在每家金融机构，每位交易员都会有一个资产投向表，他应当很清楚该表之中不同资产的价格变动意味什么，有多少风险已经得到管理。

在交易层面也存在风险。比如说你拥有一家公司，每天要完成很多笔交易。要选择哪类避险方法，要选择哪类避险产品，从交易的层面分析十分简单。但是当真正管理一个组合，而且不只一笔交易时，情况就会变得很复杂。

如何选择避险策略？

在选择避险工具时，要考虑到避险工具要与对冲风险的标的是否存在最密切的相关性。也就是说，要选对避险工具。同时，还要考虑不同市场的特点。比如该市场是否适合实物交割，是否有较高的流动性等等。

相关性是避险应当考虑的最基本因素。如果要选择期权，就要考虑避险主要是规避什么。要更多地关注库存量还是流动性？有时关注的重点会直接影响未来的盈亏情况。值得注意的是，一个市场只有交易量足够大，流动性足够强，才能真正发挥避险功能。

如果并没有明确的避险目的，则可以考虑进行价差交易。比如关注 WTI 原油和布伦特原油价格变化的差异。只要赌对了价差的变动趋势，就可以从中获利。



风险管理关键点

在交易时常会面临计算的问题。遇到复杂的计算怎么办？常常会需要特定的工具和软件。我认为，首先选择工具和软件很重要，这是向风险管理迈出的第一步；之后还要用得好，如果使用软件的办法或计划，效果往往也不好；第三是要进行维护，保证所有的信息是实时正确的，因为每天输入系统的信息非常多，但是有时候输入会出错。

目前，市场上有 60% 至 70% 的原油贸易都是直接或间接地以布伦特的价格为基准计价的。布伦特市场有很好的地理位置，也有非常好的流动性，能够提供国际基准价。WTI 在历史上曾占据了独特的位置，现在虽然有了越来越多的管道，但是也受到越来越多市场（包括布伦特）的挑战。

总体来看，我认为要做好风险管理，主要要做好以下四点：一是选择正确的系统；二是保证员工得到充分的培训；三是必须有多功能的团队监控风险管理的有效性；四是要构建有效的风险管理团队。即使最理解风险的人是交易员，他们也不可能成为风控人员，因为他们做交易员赚钱比做风控赚得多。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

国际原油市场的现状变化和交易机会

■ Argus Media原油编辑 Azlin Ahmad

从原油供应方面来看,美国、中东、俄罗斯的原油供应取得了最新发展。美国的页岩油和页岩气生产已改变了美国的石油供需情况。由于页岩油的大量产出,美国大大降低了对北海轻质原油的进口。北海原油更多地销往了欧洲、亚洲(主要包括韩国)。伊朗的石油出口到美国和亚洲。在局势稳定后,利比亚又重新开始出口石油,出口对象主要是亚洲的一些国家。此外,石油的主要出口国还包括沙特阿拉伯、伊拉克等。

目前来看 2012 年第二季度原油出产的数据,可以发现,美国原油产量的增长很大。其他一些国家,比如叙利亚、苏丹的政治问题影响了石油出产。

过去几年,布伦特原油的消费与供应都有增长。在一段时期内,布伦特原油的价格波动十分剧烈。在 2009 年,布伦特原油价格不到 50 美元,其后出现了反弹。今年伊朗石油供应减少,石油的价格再次增长。目前,亚洲的石油需求仍然相当强劲,实际上也弥补了欧洲石油需求减少对价格的影响,布伦特原油价格已达 100 美元以上。

从全世界范围来看,原油的生产量不断上升,这一趋势在未来仍将持续。在相当一段时期内,业界无须担心石油供应问题。从分区产出看,过去二三十年间,亚洲需求不断增加,其他区域需求相当平稳,亚洲和中东的石油供应不断增长。日本和中国是亚洲地区的主要产油国。从今年一月到八月,中国原油的需求有所下降,到九月又重新上升。福岛事件之后,日本关闭了核电站,不得不利用更多的天然气和原油满足能源供应需求。

为了寻找更多的石油供应来源,日本开始使用俄罗斯原油。虽然美国是世界上石油最大消费国,但其今年的进口量却跌到最低点。其原因是美国页岩油的产出持续增加,在今年 9 月达到了 660 万桶,达到了多年的最高点。印度



因为不断扩张,对于成品油价格实施了很高的补贴政策。

预期美国的原油出产,会在 2020 年达到日均 700 万桶。美国原油主要来自墨西哥湾的深水原油,以及页岩油。页岩油增产推动美国轻质原油价格下跌,目前迪拜的升贴水不断降低,而且布伦特对迪拜的升贴水也在下降。

通过月度的产量分析可以发现,目前伊朗已经超过了伊拉克成为世界上最大的石油出产国。实际上,在过去两年,伊朗的产油有大幅下降,而伊拉克的石油产量则稳定地上升。这说明伊拉克石油产量的增加抵消了伊朗产油下降的影响。在过去两年,这两个国家的产油总量加起来非常稳定。

伊拉克产油的增加主要销往亚洲和美国。在九月和十月,伊拉克石油日产量为 320 万桶,达到过去二十二年来最高点。亚洲,尤其是印度仍然是其最大的买家,中国紧随其后。未来,这一输出仍会继续增长。到 2015 年,伊拉克原油日产量将达到 420 万桶。伊拉克出口扩大的原因是它们在今年初开始运行一个新系统,该系统使其有能力生产并出口更多原油。制约巴斯拉产量的一个重要因素是质量问题,不过预计明年开始伊拉克能够保证石油质量的稳定。伊拉克建立了一条很长的原油输油管道,准备将所有原油集中在出口,直接输往其他国家。这将成为国际原油供应非常重要的输出点。

最大的变化是俄罗斯的原油出口。2010 年,俄罗斯建立了自己的输油管道,该管道与中国连通,可以直接将石油输往其他国家和地区。在 2011 年和 2012 年,科兹米诺



石油管道的输出能力有了很大的提高，每天通过石油管道向中国输入 30 多万桶石油。

在本月，俄罗斯完成了输油管道第二期工程。在今年的九、十月份，从科兹米诺的日出口量已经达到 42 万 4 千桶。现在俄罗斯还有计划，准备进一步完善石油输出管道建设。相信到了 2016 年，俄罗斯的石油输出将持续增加，其中大部分将输往中国。通过对比发现，相比于中东原油，俄罗斯原油对于中国尤其是亚洲炼油厂而言更为适合。中东原油的 API 是 40 度，俄罗斯的则是 35 度，两者比重不同，含硫量也不同。

每个月，沙特阿拉伯按照不同的品位发布石油价格的变化情况。可以关注一下超轻原油、轻质原油、中质原油以及重油的情况。对比分析，会发现沙特阿拉伯与俄罗斯的原油出口价格是非常接近的。

今年初，亚洲的炼油厂曾宣称不向伊朗购油，同时从沙特阿拉伯和俄罗斯寻找了替代的石油。实际上，沙特阿拉伯的石油价格较为低廉，其每年向亚洲的输出不断增加。

出口价格变化情况。布伦特原油市场价格的波动相对剧烈，这是因为该市场能够充分反映影响市场供需的各种因素，包括政治因素。在去年初，迪拜市场的原油价格有一定波动，虽然并没有伦敦布伦特原油市场波动显著，这

是受到了利比亚政治风波的影响。目前，随着利比亚石油生产的逐步恢复，迪拜的出口价格趋于稳定。

出口交易情况。今年十一月份，最主要因为受到了新的石油输出管道建设的影响，原油交易价格下降较多，约为 2.3%。

市场担心原油的出口需求或者说出口价格会受到一两个大的石油需求国控制。实际上，石油输出几乎覆盖了亚洲的所有国家，甚至包括亚洲以外的地方。中国和日本仍然是石油进口的主要国家。但是美国仍然占据了较大比重，而同时也有一些小国家如泰国、菲律宾、印度尼西亚等同时增加了进口原油的数量。

很多时候，这些国家购买的石油主要不是从俄罗斯输入的。从过去十年变化分析，亚洲仍然是非常重要的原油市场。但是相对而言，亚洲地区参与原油市场的合约数和交易量还不是特别多。希望在上海期货交易所推出原油期货之后，亚洲地区将进一步参与原油市场交易。

总体来看，在未来十年，石油的输出量和生产量将增加。当巴西、墨尔本石油管道完全建成后，石油输出量将进一步增加。布伦特原油的实际定价尚有不有利于亚洲经济面的情况，相信在未来这一情况会有所改变。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



12月2日下午,芝加哥商业交易所集团、欧洲期货交易所、新际集团、ADMIS等接受媒体专访。



12月2日-3日,承办或赞助本届大会的境内外金融机构向参会嘉宾展示各自业务和产品。



12月3日下午,中国期货业协会会长刘志超感谢会务工作人员,并与大家合影留念。



《金沙滩》

南华期货 董浏洋 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0712 — L0173 号