



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4期/总第34期

(内部资料 免费交流)

【封面文章】

期货公司资管

VS 私募期货基金 >p18

法制监管

期货市场诚信建设的内涵、意义与要求 >p8

热点直击

大宗商品现货市场的“去金融化” >p37

人物·对话

陈方：立足区域经济发展 勇于探索闯出去 >p40

文化·生活

青春与党团同行 梦想共期 期货远航 >p48

观察家

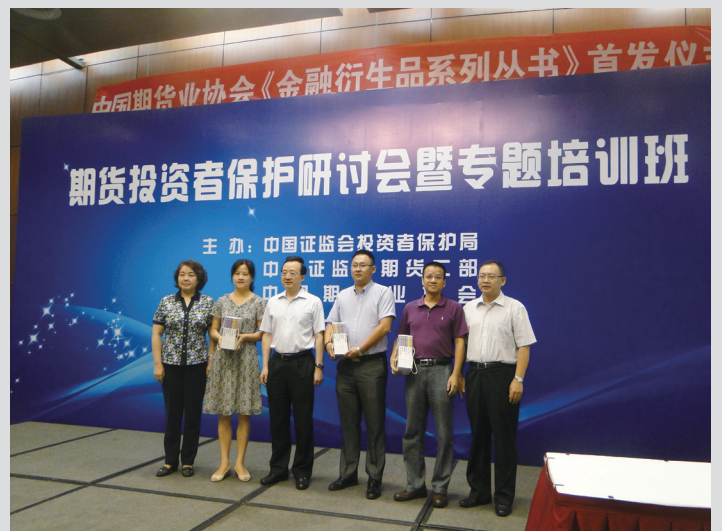
贵金属连续交易：白天不懂夜的黑 >p70



|| 图片新闻 ||



8月1日，由中国证监会投资者保护局、期货二部和中国期货业协会共同举办的“期货投资者保护研讨会暨专题培训班”在北京成功举行。本次会议分为研讨和培训两个环节，参会代表交流了期货投资者保护的实践、思考和建议，并听取了行业内外专家关于投资者保护前沿理论和实践的授课。此外，主办方还在会议期间举行了《金融衍生品系列丛书》首发仪式和期货投资者保护展览。



“方兴未艾”，用这四个字来形容全球期货资产管理行业的现状，可谓再合适不过。


起源于美国，在欧美市场已有 60 余年发展历史的期货资产管理行业，经过近 20 年的迅速增长，目前管理的基金数量和资产规模已不容小觑。相比而言，我国期货资产管理行业刚刚起步。

2012 年 9 月 1 日，《期货公司资产管理业务试点办法》（下称《试点办法》）正式施行，从而拉开了我国期货公司资产管理业务的序幕。根据《试点办法》，期货公司资产管理业务采取了先部分试点、再稳步推开的方式，从相对简单的“一对一”资产管理业务起步，允许部分符合条件的期货公司申请试点资格。目前，已获得试点资格的期货公司的资产管理业务开展顺利、运行平稳。

在《试点办法》颁布实施以前，我国期货资产管理多以私募形式存在，缺乏必要监管，规范程度不高。但作为期货资产管理业务的初级形态，私募期货基金积累了丰富的经验，并日益引起行业内外的广泛关注。期货公司资产管理业务和私募期货基金各有哪些优劣？未来将何去何从？本期“封面文章”将聚焦我国期货资产管理行业两大主流群体的生存发展状态。

美国商品期货交易委员会近期向多家投行及金融机构、仓储公司发出通知，要求他们保留过去三年的电子邮件、文件和即时通讯消息，从而拉开投行大宗商品现货业务调查的序幕。在监管和舆论的双重压力下，一些投行不得不缩减或撤出大宗商品现货市场。大宗商品现货市场是否受到金融机构的控制？其价格形成的基础又是什么？本期“热点直击”将从两个视角分别为大家阐述。

与业内其他期货公司的领军者不同，陈方的入行承载着更多的使命和责任。在他的带领下，鲁证期货不仅成功地将被动化解风险转为积极打造发展平台，重组当年就实现了扭亏为盈，还逐步从一家小公司成长为具有全国影响力的大公司。走来的每一步，都充满了艰辛。在发展过程中，每一个关键时点的转型，陈方都拿捏得恰到好处。如今，鲁证期货正立足山东本土特色，辛勤地耕耘着当地的市场，同时也有着闯出山东，走向全国乃至国际市场的信念。本期“人物·对话”将带领大家走进陈方的工作和生活。

经过二十几年的发展，我国期货行业正散发着满溢激情的青春活力。朝气蓬勃的青年人已成为我国期货行业改革创新的生力军，他们用自己的聪明才智在实现“期货梦”的道路上努力奋斗。本期“文化·生活”精选了期货行业青年员工参与党团活动的文章，让我们同他们一起，感受“青春”与“梦想”。



主 办 中国期货业协会
编委会主任 刘志超
编委会委员 侯苏庆 范 辉 彭 刚
李 强 李晓燕 孙明福
执行主编 刘 涛
媒体顾问 邓 妍
责任编辑 杨 琪 王彦鹏 张赫城
汪琳力 刘鸿雁
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 - M a i l 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。
* 本出版物文章未经许可，不得转载。



P18 期货公司资管 VS 私募期货基金

期货资产管理，又称“管理期货”，在境外成熟市场已有60多年发展历史，然而在中国仍是一项刚起步的新业务。

“期”事速览

- 04 “期”事速览·国内
- 06 “期”事速览·国际
- 07 “期”事速览·协会动态

法制监管

- 08 期货市场诚信建设的内涵、意义与要求 文 / 程合红
- 14 境外期货立法对我国期货立法的启示 文 / 张洁

封面文章

- 19 宁金山：期货资管是专业能力的竞争 文 / 汪琳力
- 23 期货公司资管机遇与挑战并存 文 / 王红英 敖翀
- 26 期货私募合作发展空间广阔 文 / 杨志为 戴炜 万兼麟
- 30 期货公司资管“大有可为”文 / 黄嘉星

热点直击

- 34 商品价格形成基础：不仅仅是“金融化”文 / 张静静
- 37 大宗商品现货市场的“去金融化”文 / 张一伟

人物·对话

- 40 陈方：立足区域经济发展 勇于探索闯出去 文 / 孙靖曦
- 45 对话陈方：一个优秀管理者的“舍”与“得”文 / 孙靖曦



P40

陈方: 立足区域经济发展 勇于探索闯出去



P48

青春与党团同行 梦想共期货远航

文化·生活

- 49 晨·希望 文 / 王兵
 50 百年沧桑 历史巨变 文 / 朱蓉
 51 点亮心中的灯 文 / 徐涛
 52 扛鼎
 ——写在读完《苦难辉煌》之后 文 / 黄邵华
 54 寻将军遗迹 品革命精神 文 / 边成锋
 56 追寻先辈足迹 共筑期货梦想 文 / 李蒙娜

博弈之道

- 58 CTD 转换对国债期货理论定价的影响 文 / 王华

创新·探索

- 62 关于系统重要性期货机构评估标准及监管的思考 文 / 刘洪波
 65 美国 OTC 市场发展情况及经验借鉴 文 / 第二期赴美期货高管研修班第三小组

观察家

- 70 贵金属连续交易: 白天不懂夜的黑 文 / 赵晶
 73 国债期货合约设计及其对市场的影响 文 / 赖科

环球视野

- 76 亚洲场外衍生品市场发展概况及经验借鉴 文 / 彭刚 刘涛

郑商所与泰国农交所签备忘录

郑州商品交易所6月3日与泰国农产品期货交易所所在泰国曼谷签署《合作谅解备忘录》。双方对今后共同建立长期、建设性合作伙伴关系达成一致,并就各自期货市场发展近况和未来发展形势进行了交流。泰国农交所成立于2001年,是泰国商业部按照《农产品期货交易法案》创建的一家独立组织机构,也是泰国第一家农产品期货交易所。

中国塑料产业大会在宁波召开

由大商所、中国石油和化学工业联合会、中国轻工业联合会共同主办的“2013中国塑料产业大会”6月5日在宁波召开。大会围绕城镇化、新能源革命、中东市场等新形势下塑料产业发展、塑料期货市场创新及产业企业风险管理工具利用等展开。来自政府部门、行业组织的专家,以及现货企业、期货公司、期货投资者代表参加了大会。

监控中心发布连续交易注意事项

中国期货保证金监控中心6月19日就上海期货交易所贵金属连续交易发布注意事项并发函致各期货保证金存管银行,要求报送每日17时各期货公司保证金账户余额以及上一交易日17时至本交易日17时之间期货公司保证金账户的出入金明细数据。同时,监控中心还要求参与连续交易的期货公司升级数据报送系统。

上期所启动黄金白银连续交易

上海期货交易所7月5日正式上线运行连续交易,交易品种为黄金和白银,交易时间为每周一至周五的21:00至次日2:30,法定节假日前第一个工作日的连续交易不再交易。连续交易时间基本覆盖国际贵金属主要交易时段,国际相关市场之间的联动更加紧密。自上线以来,黄金、白银期货品种交易活跃,市场运行平稳。

大商所实施套利单边保证金

大连商品交易所7月8日推出国内首个针对套利交易制定的业务细则,并于7月12日结算时执行。根据细则,套利保证金标准为买方向持仓交易保证金和卖方向持仓交易保证金的最大值。这意味着,同品种套利组合合约将只收取单方向保证金,而跨品种或跨期限套利组合交易将只收取保证金比例较高者。

上期所修订部分合约和业务细则

上海期货交易所6月4日公布新修订的黄金、白银和螺纹钢三个期货品种标准合约,同时还公布了《结算细则》、《交易细则》、《风险控制管理办法》、《交割细则》、《燃料油期货交割实施细则(试行)》和《黄金期货交割实施细则(试行)》的修订案,以及新制定的《连续交易细则》。

上期所征求石油沥青期货合约意见

上海期货交易所6月6日就石油沥青期货合约草案以及《风险控制管理办法》修订草案、《石油沥青交割实施细则(试行)》草案公开征求意见。根据草案,石油沥青期货合约交易单位为10吨/手,最小变动价位为1元/吨,最大波幅为±3%,最低交易保证金为合约价值的4%。上期所已于8月1日启动石油沥青期货模拟交易。

风险管理子公司研讨会在沪举行

由上海市浦东新区金融服务局和上海综合保税区管理委员会共同主办的“期货公司风险管理子公司金融创新研讨会”6月20日在上海举行,来自上海证监局、上海期货交易所、上海期货同业公会的有关领导,以及业内46家期货公司风险管理子公司有关业务负责人参加了研讨会。

中金所征求国债期货合约意见

中国金融期货交易所7月8-14日就国债期货合约及其规则草案公开向社会征求意见。据合约草案,国债期货合约选择面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义中期国债,挂牌合约月份为最近的三个季月,最低交易保证金比例和每日价格最大波动幅度均为2%。7月27日,中金所组织全市场会员及行情商进行了全市场演练测试。

郑商所修订交易规则

郑州商品交易所7月9日发布修改完善部分期货业务实施细则的通知,对期货交易风险控制管理办法、套期保值管理办法、期货交易细则、期货结算细则等4个业务细则进行了修订完善,并新制定了套利交易管理办法。本次业务细则修订的目的是,进一步提高期货市场服务实体经济能力,更好地发挥期货市场功能。

农产品期货价格系列指数发布

郑州商品交易所7月18日发布基于自身上市农产品期货价格编制的易盛农产品期货价格系列指数。该系列指数包括农产品期货价格子系列和农产品基准价格子系列。前者基于期货主力月份合约价格编制，旨在为推出指数基金、指数期货及期权、指数ETF等奠定基础；后者基于交割月及其后最近月份合约价格编制，可作为通胀预警的先行指标。

证监会提示保护客户资金安全

中国证监会7月下旬发布《关于加强期货公司内部控制保护客户资金安全有关问题的通知》，要求期货公司严格执行当日无负债结算制度，投资者当日平仓盈利在结算完成前不得出金。根据该《通知》要求，期货公司在内部控制有关问题上要提示投资者加强风险防范，加强开户管理和账户安全管理，加强投资者出金管理，加强日常风险监控。

大商所修改限仓相关规则

大连商品交易所7月29日发布通知，对《风险管理办法》中限仓管理有关规定进行了修改。根据修改后的规则，当合约持仓量达到各品种指定规模以上时，期货公司会员按25%比例限仓；合约持仓量未达到指定规模时，期货公司会员不限仓。期货公司会员实行比例限仓的市场持仓规模仍沿用现行规则标准。交易所对期货公司会员超仓不再强平。

大商所与北矿所签署合作协议

大连商品交易所和北京国际矿业权交易所8月7日在大连签署战略合作协议，进一步深化双方的合作关系，推进国内矿类产品期货和现货交易平台建设，促进期现市场紧密结合。根据协议，双方拟在信息交流与共享、产品研究、市场培育和推广、产业服务等方面展开深入合作，推动国内铁矿石现货和期货交易平台的建设与发展。

证监会征集《期货法》立法意见

中国证监会新闻发言人在8月9日召开的例行新闻发布会上透露，证监会已成立领导小组和工作小组，开展期货法基础理论和立法调研工作。目前，证监会正向系统单位全面征集关于《期货法》立法需求意见，并将在全面总结现行《期货交易管理条例》实施和期货市场发展经验的基础上，提出通过立法解决的重点问题和制度建议。

大商所放开限额内套保申请

大连商品交易所7月26日上线运行套期保值管理电子化系统。据悉，大商所此举的最大亮点在于系统带来的会员、客户套保业务开展中的两大“放开”——限额内持仓管理放开、不再审批及套保额度使用放开、在任一会员处均可使用，这在业内尚属首次，是国内期货市场在套保管理服务方面的两大突破。

广发期货收购英国NCM期货

广发证券7月25日发布公告称其全资子公司广发期货的全资子公司广发期货香港公司，收购了法国外贸银行(Natixis S.A.)所持英国NCM期货公司的100%股权，初步对价为3614.21万美元。NCM期货公司成立于1976年，主要从事基础金属、贵金属、农产品和能源产品等大宗商品期货及其衍生工具的经纪业务。

证券期货科学技术奖接受申报

“第四届证券期货科学技术奖”8月7日起正式接受申报。本届科技奖的奖励范围包括证券期货行业科学技术研究成果、发明创造，推动行业发展进步、市场安全稳定运行的技术、业务创新，对行业发展具有推动作用的标准、方法论和著作，自主研发的、对推动业务发展具有良好效果的技术和产品等。

上期所修订铅期货标准合约

上海期货交易所8月8日发布《铅期货标准合约》修订案、《风险控制管理办法》修订案及《关于调整铅锭质量升贴水的通知》，对铅期货标准合约作了进一步修订和完善。根据通知，铅期货合约的交易单位由25吨/手调整为5吨/手，最低交易保证金由合约价值的8%调整为5%，每日价格最大波动限制由 $\pm 5\%$ 调整至 $\pm 4\%$ 。

金融期货投资者适当性制度发布

中国证监会8月9日修改并重新发布《关于建立金融期货投资者适当性制度的规定》。本次修改将原规定名称中的“股指期货”更换为“金融期货”，将规定的适用范围扩大至整个金融期货领域，将“把适当的产品销售给适当的投资者”这一投资者适当性制度的核心原则在規定中予以明确，并对其他条款予以适当修改。

LME缩短亚洲基准价定价时段

香港交易所行政总裁李小加 6 月 3 日宣布提升伦敦金属交易所 (LME) 亚洲基准价的厘定方法。一是自 6 月 3 日起, LME 亚洲基准价的公布时间作出调整, 配合亚洲其他主要商品期货交易市场的收市时间; 二是 LME 将定价时段由 15 分钟缩减至 5 分钟, 使流量集中在更短的交易时间内, 完善亚洲基准价的发现过程。

SEC警告投资者二元期权风险

美国证券交易委员会 (SEC) 6 月 6 日向投资者发出警告, 所谓“二元期权”证券存在较大风险。二元期权是一种期权合同, 其盈亏取决于标的股票或其他资产的价格是涨还是跌, 而与涨跌的幅度无关。SEC 还指控总部位于塞浦路斯的二元银行在没有预先登记的情况下向美国投资者出售二元期权, 而根据联邦证券法, 出售前必须登记。

LME认可高雄港作为交割地点

香港交易所 6 月 17 日宣布, 旗下伦敦金属交易所 (LME) 已认可台湾地区高雄港为原铝、铝合金、铜、铅、镍、锡以及锌的有效交割地点。高雄港成为亚洲第 9 个获 LME 认可的交割地点。高雄港将于首家交割仓库获得认可 3 个月后, 开始 LME 金属交割业务。亚洲现为全球工业增长最迅速的地区, 认可高雄港作为交割地点可确保 LME 满足亚洲金属需求。

日本两大证交所合并现货市场

日本两大证券交易所东京证券交易所和大阪证券交易所的股票现货交易 7 月 16 日开始合二为一。大证的股票现货交易合并到东证, 交易合并完成后, 东证上市公司数量从 2323 家增加到 3423 家, 跻身世界前三位, 上市公司的股价总额和交易金额也均列世界第三。日本交易所集团计划从 2014 年 3 月起, 将东证和大证的金融衍生品交易统合到大证。

德国调查衍生品定价指数操纵案

据德国媒体 8 月 6 日报道, 德国联邦金融监管局已开始对德国多家银行展开调查, 以确认其是否参与操纵利率掉期基准指数 Isdafix。报道称, 德国联邦金融监管局的调查对象将包括对 Isdafix 提供欧元计价数据的金融机构, 德意志银行、德国商业银行以及德国联合抵押银行等大型银行或将牵涉其中, 主要调查内容为确认相关交易员是否伪造、谎报交易数据。

CBOE因监管不力遭SEC重罚

美国证券交易委员会 (SEC) 6 月 11 日指控美国最大的期权交易所——芝加哥期权交易所 (CBOE) 的监管体系存在诸多漏洞, 包括未全面理解和严格执行防止滥用卖空机制的法规。CBOE 已同意支付 600 万美元罚金并采取补救措施以了结此项指控。这是美国证券、期货和期权类交易所首次因监管不力遭到 SEC 重罚。

美外资行剥离掉期业务获过渡期

美联储 6 月 5 日表示, 外资银行在美国的分支机构将能够申请为期两年的过渡期, 而不必立即遵守 2010 年《多德-弗兰克法》中的掉期业务剥离规定。此项规定于 7 月 16 日生效。美联储此举仿效了其他监管机构的做法。负责监管国内银行的美国财政部金融局 1 月向美国的银行发布了指导原则, 称正准备积极地考虑有关设立过渡期的要求。

欧盟与CFTC就跨境监管达成协议

欧盟委员会在最后一刻同美国商品期货交易委员会 (CFTC) 就美国衍生品规则敲定协议, 相关规则于 7 月 12 日生效。根据协议条款, CFTC 将允许在欧盟经营业务的美资银行继续遵守当地部分规则, 并推迟应用其他规定。该协议还允许美国公司至少在 2014 年 3 月前都能使用欧盟交易平台。另外, 欧盟清算机构也获得了一段时间的宽限。

港交所推出中华120期货

香港交易所 8 月 12 日推出中华交易服务中国 120 指数期货, 以进一步扩展旗下中国内地相关产品组合。中华 120 期货将是全球首只在交易所上市而涵盖中国内地及香港市场主要中国股份的衍生产品, 投资者可通过这单一期货合约同时捕捉两地市场的机会作交易或对冲。该期货合约将主要吸引持有与中国内地相关股票组合的机构及投资者。

新加坡贵金属交易所成立

新加坡贵金属交易所 (SGPMX) 7 月 3 日成立, 为全球首个将点对点金属交易功能融入交易平台的实物贵金属交易所。SGPMX 还宣布与策安保安机构签订谅解备忘录, 策安保安机构将作为金属储存托管人。由策安保安机构提供储存服务使得 SGPMX 能够为个人、交易员和机构提供购买、出售、存储和交换贵金属的平台。

IB业务人员纳入从业人员管理

中国期货业协会6月5日发布通知称,证券公司为期货公司提供中间介绍业务(IB)人员作为期货从业人员,应当认真遵守《期货从业人员管理办法》、《期货从业人员资格管理规则(试行)》等法律法规和自律规则提出的执业要求,自觉接受中国期货业协会的自律管理。同时,各IB机构应严格执行资格管理员报备制度。

连续交易补充协议发布施行

中国期货业协会7月3日发布施行《关于连续交易的补充协议》,并要求期货公司通过一定形式通知客户,确保客户知晓补充协议内容。该《补充协议》是对《〈期货经纪合同〉指引》的补充,用于规范和指导期货公司制定关于连续交易的补充协议。《补充协议》规定了有关连续交易的一般性内容,期货公司可结合自身实际情况进行必要改动。

《〈期货经纪合同〉指引》征求意见

中国期货业协会7月18日至24日就修订后的《〈期货经纪合同〉指引》面向社会公开征求意见。为了适应期货市场变化,更好地规范和指导期货公司制定本公司期货经纪合同,保护投资者合法权益,中国期货业协会对现行《〈期货经纪合同〉指引》进行了修改。

期货从业人员资格现场检查启动

中国期货业协会7月30日发布公告称,将于8月14日至9月15日开展期货从业人员资格现场检查。自5月15日启动2013年度期货从业人员资格定期检查以来,各期货公司已经完成自查。根据自查阶段反映的情况,中国期货业协会挑选了74家期货公司作为现场检查对象。后期,中国期货业协会将依据现场检查结果开展后续评估工作。

《金融衍生品系列丛书》在京首发

由中国期货业协会组织编写的《金融衍生品丛书》8月1日在北京举行首发仪式。丛书包括《国债期货》、《外汇期货》、《场外衍生品》、《金融期权》、《结构化产品》和《金融衍生品习题集》六册,是中国期货业协会集行业之力为中国金融衍生品市场发展贡献的又一力作。后期,中国期货业协会还将制作金融衍生品视频课程。

第二届高校期货论文大奖赛启动

由中国期货业协会主办的“第二届‘期望杯’高校期货论文大奖赛”6月30日正式启动。大奖赛将分两个阶段,6月30日至7月30日为论文征集阶段,8月、9月、10月为评审、答辩、颁奖阶段。全国高等院校中对期货研究达到较高专业水准的硕士研究生、博士研究生以及论文成绩特别优秀的本科生均可报名参赛。

境外培训专题汇报会在京举行

中国期货业协会7月17日在北京举行“境外培训专题汇报会”,学员代表在会上就培训成果、学习体会进行了交流总结。4月中旬至6月初,中国期货业协会相继举办了“第二届赴美期货高管研修班”、“第二届赴加首席风险官研修班”和“第二届赴欧金融衍生品培训班”。通过培训,学员们进一步了解了境外衍生品市场发展状况及运作经验。

核心软件与技术服务合同指引发布

中国期货业协会7月19日发布施行《期货公司核心应用软件产品与技术服务合同指引》,旨在加强期货公司信息技术管理,规范期货公司核心应用软件产品与技术服务合同。该指引明确规定合同中应载明作为合同标的的软件产品与技术服务应当满足行业监管规定的有关审慎经营和风险管理的要求,且不得具有违反规定的操作模块或功能。

期货投资者保护研讨会在京举行

由中国证监会投资者保护局、期货二部和中国期货业协会共同举办的“期货投资者保护研讨会议”8月1日在北京举行。来自监管部门、交易所、行业协会和香港证监会的专家,分别就国际市场投资者保护经验、投资者教育的策略与实践、金融消费者的权益保护、期货投资者的司法救济与纠纷调解等内容进行了授课。

金融衍生品高级研修班开始报名

中国期货业协会8月5日发布公告称,将于9月1日至10日在厦门与厦门大学金融工程研究中心合作举办金融衍生品高级研修班。此次培训包括金融衍生品专业培训、实务培训以及培训考核,旨在提供金融工程师所需知识和专业技能的深度培训,培养金融工程师的核心能力和基本素养,推动中国金融工程师队伍建设。

期货市场诚信建设的内涵、意义与要求

■ 文 / 程合红



各行各业目前都在讲诚信。在国家层面，国务院几年前就开始推动建设全国的社会信用体系，这是一个非常宏大的系统工程，由国家发改委和人民银行牵头，证监会是联席会议成员，在许多方面作为试点，也在大力地推进此项工程的建设。前不久闭幕的党的“十八大”，把诚信上升到了中国特色社会主义核心价值观的重要组成部分，体现了诚信的重要性。

但是，在大家对诚信的意义、重要性、价值达成高度共识的同时，又常碰到、看到、听到不诚信的事情，甚至有时就发生在你我身边。一方面，国家在各个方面把诚信的地位摆得很高；另一方面，我们又会觉得诚信显得那么虚，将它作为一项工作时，既没平台，又缺少有效的办法。因此，需要对诚信概念有更专业化的认识，对诚信要求有更具体化的把握，对诚信建设有更制度化的安排。

诚信的法律内涵与特点

从法律的角度讲，诚信实际上指的是对一个人、一个社会组织履行义务、履行承诺的客观能力和主观意愿的社会评价度，评价高诚信就高，评价低诚信就低。

这里强调对义务、对承诺的履行，包括客观的履行能力和主观的履行意愿。义务包括法定的义务、合同双方约定的义务；承诺是单方的承诺，承诺之后要受到约束。在合同约定的义务里面，有合同条款明确约定的，也有合同条款未明确约定的，但它是附随的义务，也是要履行遵守的。这是法定概念上诚信的含义，它有以下几个特点。

第一，诚信具有信息性特点。诚信是一种社会评价，社会评价的特点是“好事不出门，坏事传千里”，因此，它的信息性特征非常明显，特别是在现代的信息化社会，诚信状况的传播速度非常快。具体到我们的行业，现在有信用评级，诚信状况可以通过符号、数字来标记，三个A、三个B、三个C，代表的含义是不一样的，这样更便于将诚信状况作为信息来传播。依照国务院信用体系建设的规划，国家要建立整体的诚信数据库，各个行业都要建立。金融领域要建立一个全国统一的金融业征信平台，其中包括人民银行征信中心，包括证监会已建成的资本市场诚信数据库，此外还有保险行业的。这些数据库也都是基于诚信的信息性特点而建立的。

第二，诚信是一种资格。早在古罗马法时代，人们就把诚信作为一种非常重要的资格来对待。如果一个人缺乏诚信，他的人格要大减。人格原本是平等的，但是因为他的人格降了一等，已经不能跟大家平等了。被列为人格大减等的人，有许多事情不能做，包括不能做社会公务的管理工作，不能做接受别人委托的事情，不能做他人破产的执行官。到了后世社会，没有这种对权力能力的直接限制了，但是还有很多对行为能力的限制。

成立期货公司对股东的资格要求，其中有一条是信誉良好，同样也是诚信要求。除了《公司法》的基本规定外，证监会、期货业协会对担任期货公司的董事长、董事、监事、高级管理人员，也制定了相应的资格要求。资格要求有各方面的，但总有一条是关于诚信的。

第三，诚信具有财产性特点。现代社会的财产分为两种，一种是有形财产或者叫有体物，另一种是无形资产或叫无体物。《物权法》的规定主要是从有体物的角度来界定的，知识产权的一些规定是从无形资产的角出发的。在国外，特别是在英国、美国等一些发达国家，他们对无形资产的重视程度在逐渐地提高。无形财产就包括信用、商誉这些与诚信相关的东西。评判一个人信用高低时，首先会看他的资信情况怎么样，即资产信用、资本信用。

从另外一个角度来看，一个人的信用受到了损害，可以要求民事赔偿。《反不正当竞争法》里面就有一条规定，侵犯他人名誉、信用、商誉，要赔偿相应的经济损失。因此，信用、诚信具有财产性特点。

第四，诚信是一种义务和责任。这里说的诚信不是平时大家口头上讲的诚信，那是道德层面的，这里讲的诚信，包含着非常重要的义务要求和责任后果。因为无法还债而跳楼、跳江，以身明志，说明诚信的责任是非常严格的，甚至需要人用生命和尊严来体现它的价值。

日常生活中，对诚信有一系列的义务要求。《期货

条例》的基本原则里有一条规定，要遵循诚实信用原则。在具体的业务规则里又规定了许多条，比如期货公司针对客户，就有许多的义务性要求。在法律责任方面，除了行政处罚、一般日常监管的后果责任之外，在刑法中专门规定了违法失信的刑事法律责任。

诚信已经实实在在地是一种法律上的义务，一种法律上的责任。当然在这里要强调的是，法律的要求是对诚信的最低要求。除了法律要求之外，仍然有一系列的诚信要求。

加强期货市场诚信建设的重要意义

第一，诚信是期货市场的本质要求。商品经济中总是存在市场风险，但是风险从何而来？从法律角度看，其实就是一个你的给付行为，即把你的东西给对方，和对待的给付行为，即对方把东西给你，这两个行为之间存在时间差，由于时间差的存在，对待的给付行为就处于不确定性状态。因为你已经把东西给了对方，却不知道对方是否会给你，所以市场风险就出现了。

怎么避免市场风险？有很多办法，其中一个就是看对方的诚信状况、信用程度。如果信用高，对待给付的可预期性就高，确定性就强，风险就相对低。

从期货历史的发展中可以清楚地看到，期货本来就是今天的给付和他过一段时间的对付给付之间的时间差，是一个长时间的市场活动，是未来的远期交易，所以它本身天生就含有风险，天生就对交易对方有诚信要求。当然，现在从许多表面形式来看，似乎看不到这样的本质要求了，看到的是保证金的要求、强制平仓的制度。其实保证金制度和强制平仓制度就是诚信机制，就是要增加对待给付一方的诚信，避免相应的风险，这是期货交易活动本身的诚信要求。

从期货公司业务活动的特点来看，期货公司不生产任何东西，是接受别人委托，为别人服务的。期货公司一靠专业技能，另外就是靠信用和诚信。只有这样，别人才能放心地把钱交给我们，让我们来为他做相应的服务，开展相应的业务，这是一个最本质的要求。

在法律上叫做委托合同，其实具有信托的性质。委托给你，最根本的原因是他信任你。

第二，从现实的需要出发，期货市场需要诚信。大家知道在期货业发展过程中，我们有过教训。20世纪90年代初期，期货交易所很多。那时候期货交易给人感觉很火，但是后来那么多期货交易所撤并了，许多期货公司甚至许多期货公司的人员出现了这样那样的不好结局。为什么？太乱。其中一个乱的根源就是大家都不守规矩，不讲诚信。坦率地讲，现在各个方面的情况都比那时候好多了，但是仍然有许多令人不满意的地方。

证监会建立了资本市场诚信数据库。现在数据库里诚信档案中的负面信息记录，数量还是很多。其中，期货公司有100多家，被记入诚信档案的有463家次。有负面诚信记录的机构有112家，占整个比例的68.7%；个人数量稍少一点，是105位，占有期货从业人员的0.29%。有这样一些负面记录存在，说明现在的诚信状况还是让人担忧。当然，这里的许多数字是历史上的，越到现在数字越在减少，越在下降，说明我们整体的诚信状况在提高。

第三，改革创新需要坚实的诚信基础。在资产管理业务的创新发展过程中，必然会涉及到诚信问题。另外，行业中有人提出来期货公司要设立子公司，开展期现结合业务，研究讨论过程中也有同志担心，认为会涉及许多的利益冲突。这些利益冲突除了有客观制度防范机制外，还需要主观的诚信水平达到一定的高度来支撑。

近一段时间，业界的创新热情高涨，有人提出能否开展场外的衍生品交易。由于期货市场本身的风险比较高，所以纳入到了场内交易，现在开展场外交易，还要先解决一些问题，包括相应的一系列的制度机制是否跟上，机构和人员的诚信水平能否跟上。

这是反映在期货行业的问题，反映在证券行业同样，许多人在呼吁，公开发行股票能否不再审核，但是立刻就有人提出，通过证监会审核，许多事情还防

不胜防；如果不审，就把责任交给了市场，交给了发行人本身，交给了他的律师，交给了他的会计师，交给了他的保荐人，现在对这些会计师、律师、保荐人的诚信情况放不放心，市场能不能承担得起？当然有人认为，证监会永远不放手，他永远长不大，你也就永远不放心，这是一个矛盾。什么时候，什么样的情况下，你可以交给他？这一系列的改革创新，在深层次上要以整体的市场诚信为基础。

期货诚信监管制度的主要规定

2012年7月，证监会发布了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》（下称《办法》），于9月1日正式实施，其中有些制度机制与期货市场日常业务活动密切相关。

第一项制度是诚信档案制度。诚信档案制度不像说起来那么简单，不是一个把大家负面的信息归集起来的技术活，而是一个法律上的事情，是一个法律含义、法律效力非常强的事情。证监会专门制定了《办法》，这是一个规章，是主席令，具有法律效力，不是随随便便做的。要把哪些人的哪些信息放进诚信档案，必须要明确。共规定了8类人、11类信息。这些人包括证券期货从业人员，包括证券、期货公司的董监高、控股股东、实际控制人，上市公司的董监高、实际控制人、控股股东等，还有一系列只要和证券期货市场发生关系、违法失信行为的人，还包括一些投资者，都要进入诚信档案。

信息范围更广，有基本的信息，包括姓名、身份标志、身份证号，组织的组织机构代码。有了这些，就可以和其他的信息系统相连接，因为身份证号码和组织机构代码是唯一的。还有行政许可的信息，行政处罚的信息，自律监管的信息，包括我们协会做出的自律处分，包括刑事判决信息，移送刑事侦查的信息，还有民事判决等一系列信息。目前已经归入了50多万条的信息，直接有负面信息所谓“黑名单”的是一万多条。

第二项制度是公示查询制度。信息的价值在于流

动、在于公开,如果把信息都放在自己口袋里、仓库里,不让别人看是没有价值的。诚信的一个重要机制就是让别人知道你的情况,所以规定了一个公示制度、一个查询制度。当然依据现在阶段性的要求,进入诚信档案的信息,还做不到直接向社会公布,允许任何人来查询。公开的信息有一个范围,正面的信息可以公开,例如受到了表彰奖励,这里指的是国家各部委、省级以上以及全国性的证券期货行业组织,例如期货业协会做出的表彰奖励。行政许可可以公开,证监会的行政处罚可以公开,市场进入可以公开,上市公司的公开承诺可以公开。其他的信息还没有办法向全社会公开,还不能让任何人都看到。

相应的,还规定了一个查询制度。对于一些不公开的信息,相关各方因为市场经济活动需要了解,可以向诚信数据库的管理机构申请查询,当然有条件限制。在《办法》制定过程中,许多人提出,现在有一亿多的证券开户者,还有众多的期货投资者,如果这些人都放开查询,技术上支持不了,更重要的是还不能这么放开,可能会乱。所以规定了条件:任何人都可以查本人信息,查别人的信息有几个限定条件,比如期货公司可以申请查询它拟聘请的董事、独立董事、监事、高管人员。证券公司、律师事务所、会计事务所说有一家公司想发行股票,委托我做保荐人,出法律意见,出审计报告,可以先查询这家公司的情况。

反过来,发行人、申请人想聘请某家证券公司当发行保荐人,聘请会计师事务所、律师事务所,也可以先查询它的情况。当然将来不排除向更大更广的范围开放,比如允许证券市场投资者查询上市公司的情况,以决定是否购买这家公司的股票;比如允许期货公司的客户查询期货公司的诚信状况,以决定在哪家公司的开户。这是未来的发展。

第三项制度是激励约束制度。这是《办法》中的重点制度。首先是把市场主体的诚信状况与行政许可工作相结合。期货公司申请行政许可时,证监会及其派出机构在审核的过程中要查询诚信档案,发现有负

面记录可以要求公司进行书面、口头说明。书面说明要求公司写一个书面报告,然后对书面报告审核;审核过程中发现有表述不清的地方,证监会及其派出机构还可以进行核查,核查和要求说明的时间不记入行政许可法定时间范围内。这从程序上来看似乎有点繁琐,但是对于有负面记录的人,我们宁愿谨慎一点,过程稍长一点,做得更细一点。如果发现确实有不符合条件的情况,不予核准。

其次是将市场主体的诚信状况与日常监管结合起来。对诚信状况差的公司,可能会提高对其营业部现场检查的频率。同时将市场主体的诚信状况与行政处罚结合起来。如果你有前科,处罚时可能依照酌定的条件,从重处罚。本来罚十万,如果有前科可能罚二十万,只要在法定的处罚幅度之内;市场禁入本来可能最低是五年,但由于诚信状况不好,最后可能酌定为八年。还有就是把不良的诚信记录与担任有关的发审委员、并购重组委员、一系列的咨询、审核组织成员结合起来。在发审委换届中,有的会计师、律师其他方面都非常优秀、非常专业,但就是因为诚信档案上有前几年被采取监管措施、被自律机构处分、被处罚的记录,不能成为委员。

这些激励约束机制里面还记录了上市公司的公开承诺及其履行情况,特别是记录了一些所谓专家、学者、名嘴、名人的市场评论。市场是个高度透明的市场,经常有各种各样的评论,这是正常的;但是,对于太离谱的评论,就要建立他的诚信档案,因为他的评论不仅仅是他个人的事情,已经关系到整个市场的秩序,关系到投资者的利益。一些所谓的名嘴名家,发表的观点前后不一,列举的事实空穴来风;还有的人把自己的评论、言论自由和自己的投资交易联系起来,和家人的投资交易相联系,发表评论之后,根据市场的反应,做一个相向的投资交易行为,以此来牟利。所以在《办法》中,专门有一条规定这类现象。

《办法》还要求,包括期货公司在内的市场机构,要建立健全内部诚信监督制约机制、制度。

以上是一些约束机制。同时还有激励机制，比如同等条件下，优先审批诚信状况好的公司，鼓励证券期货的行业组织，如期货业协会、期货交易所对诚实守信的主体给予表彰奖励，而且表彰奖励也要记入诚信档案。另外，鼓励证券期货行业组织开展诚信评估，评估结果可以公示公开，这些都是激励机制。

期货公司的诚信义务和责任

第一，对公司的诚信要求。市场和社会对期货公司本身的诚信要求很高，因为期货公司不同于一般公司，是金融机构。社会各界对金融机构的诚信期许非常高，其中最重要的就是他对客户和投资者负有严格的诚信义务。各国的证券法律、期货法律都对金融机构规定了基本诚信要求。比如韩国的《资本市场法》、日本的《金融商品交易法》、英国的《金融服务法》，都对包括期货公司在内的金融机构的诚信义务做出了一系列明确要求。例如，必须在客户授权范围内行事，这是最基本的要求；一定要向客户说明交易产品的风险状况；不得向与其本身情况不相适应的客户销售金融产品，就是适当性；不得为了自己的利益诱导客户进行交易等。并且明确规定，没有得到个人客户的允许，不得上门兜售，不得发信息、打电话。这在国内还没有做到。

公司对员工的诚信义务是非常重要的，特别是在金融机构里。金融机构最大的财富是人力资本，一定要关爱员工。公司和员工之间是劳动关系，劳动法、劳动合同法里也有诚信义务的规定。所以，每一家公司、每一个单位都要为自己的员工创造一个良好的工作条件，达到诚信义务的要求。

讲到社会责任，坦率地讲，有些社会责任不属于诚信。发生灾害了不捐款，不意味着不讲诚信；承诺捐款没有捐，就是不讲诚信。当然，有些社会责任是与诚信有关的，比如这次金融危机，国际上有个资本家提出，金融危机是大家的危机，每个公司每个金融机构都要尽一份责任来分担。他说大家都在裁员，而

他宁愿把大家的工资水平、薪酬水平降低一点，把股东的分红降低一点，但是要少裁点员。这算是一种诚信角度的社会责任。

第二，对公司股东的诚信要求。在许多有关公司的制度中，都明确规定了对股东的要求。在此我强调一点，对股东最大的要求，就是股东不要滥用自己的权力干预公司的事务。这是对股东最大的诚信义务要求。实践中，股东尤其是控股股东往往容易滥用自己的权力。经常听到一些公司说按照集团的指示行事，其实分析起来这话是错的，集团是股东，股东不能直接下指示。你们是两个独立的法人，他只能在股东会议中行使自己的权力，发表自己的意见，最后形成股东大会决议。高管应遵循的是公司股东会议的决定，而不是某个高管、某个董事或某个股东个人的指示。

第三，对董事、监事、高管人员的诚信要求。在法律上、在诚信角度上是两种义务要求，一种是勤勉义务，一种是忠实义务。其中，不得从事或者配合他人从事损害公司利益的活动，不得利用职务谋取本来属于公司的商业机会，指的是对公司要尽忠实义务。在这方面，《公司法》专门规定了八项禁止行为，其中就主要是从履行忠实义务的角度来说的。《刑法》的修正案中专门增加一条背信损害上市公司利益罪，也是站在董监高不得违背忠实义务的角度，比如在明知对方无力还债的情况下，还用公司财产为其提供担保；以公司名义进行对外活动时，以不公平的价格进行一些交易等。

勤勉义务不像忠实义务听起来那么直接突出，但是勤勉义务体现在“董监高”每个人每天的经营活动中。董事不是一个摆设，是要实实在在履行义务的，是要勤勤勉勉工作的。既然作为董事，就应当履行相应的义务，不管是独立董事还是非独立董事，都要履行责任。所以董事、监事、高级管理人员，只要作为公司的主要负责人，就负有忠实义务、勤勉义务。这个义务不是随便讲讲，最终是要承担法律责任的。

第四，对期货从业人员的诚信要求。最基本的是

对客户的诚信要求，当然也包括对公司的。作为员工有一个基本的诚信要求——不能随便对客户承诺。当然乱开户、挪用客户资金做交易、私下全权委托等，就更不允许了。所以诚信对从业人员是一个基本的要求，而且诚信要求是很高的。

还要特别提一下首席风险官的诚信义务。他们的诚信义务、责任更重、更大。对他们的诚信要求，不同于一般的董监高，不同于一般的从业人员，是比较特殊的。“首风”要独立、专业、理性，不能盲从，不能随声附和，必要时，要充当踩刹车的角色、提意见的角色。这是对“首风”的职责要求。如果没有做到这些，那就意味着他的勤勉义务没有做到。如果明知道有风险，还附和公司领导，那甚至可以认为他不忠实。他不是为了公司的利益，所以这还是一个非常高的要求。

第五，违背诚信义务的法律后果。诚信义务往往也是法律上的义务，违背了诚信义务，要承担法律上的责任。有一个案例比较典型地说明了这一问题。

某客户与一家期货公司营业部签订了一个协议，协议是按照协会制订的合同范本要求起草的，规定得非常好，尤其是对期货公司非常有利。后来，在交易过程中，出现了符合合同约定条件的情况。下午收市前，营业部通知客户追加保证金或平仓，客户执行后闭市了。到了晚上六点多，营业部提高了保证金比例，通知客户第二天追加保证金。客户在第二天下午一点四十八分存入了保证金150万。可在此之前，营业部已经对客户所持的412手空仓合约强行平仓，按照收盘价计算，平仓损失900多万元。按照记载的客户持仓计算，损失是1000多万，官司就打起来了。

一审在中级法院，判决结果认定经济损失600多万元，要求营业部赔偿60%，是399万元，同时要求营业部承担案件受理费7万多元。二审撤销一审判决，改判营业部赔偿经济损失900多万元，又增加了。最高法院判决撤销原判，进行改判，判决营业部赔偿原告的经济损失533万多元。判决结果没有让客户承担全部损失，如果按合同约定则是客户要承担自己的损

失；同时也没让期货公司承担全部损失，但是期货公司要承担主要损失。

这个案件争议的焦点在于，期货公司负有什么样的义务，是否履行了义务，有什么样的权利，是否在约定的权利范围之内行使权利。合同条款规定很清楚：第一，营业部可以单方面随时发出调整通知；第二，营业部可以根据情况自主随时平仓。从这些关键点来看，按照合同约定，似乎营业部不应当承担责任。从履行约定的角度来说，营业部是讲诚信的。但是，还有一个附随义务的要求，就是合同里没有明确规定或者规定后容易引起歧义的附随的义务，这些附随义务就是诚信义务。

大家经常讲诚信义务，法院判决中经常引用诚信义务这样一个基本的原则来修正、调整合同中一些明确的、具体的约定，这个案子就是这样。最高法院最后判决的理由是，虽然合同明确约定了期货公司可以随时调整，但是应当给对方留出履行义务的必要时间。下班后发出通知，要求第二天开市之前追加保证金，确实是银行没有开门，所以营业部有些滥用权利。强行平仓与其是一样的道理，应当给客户时间，让客户明确表示是追加保证金还是自己平仓，然后再决定是否强行平仓，营业部要给客户一定的履行义务的时间和空间，才能达到双方权利义务平衡对等。所以，尽管各级法院的判决有出入，但最高法院肯定了各级法院一贯坚持的一条基本原则，认为虽然合同有明文的约定，但是由于合同约定的权利义务安排不对等，营业部没有履行附随的诚信义务，所以要分担损失，承担主要责任。

这是一个活生生的案例，从这个案例可以看出，履行诚信义务确实是一个非常现实的问题。不是随便说说、没有后果的问题，而是要实实在在承担法律责任、要拿出真金白银的问题。^[4]

(本文根据作者2012年11月23日在中国期货业协会“期货公司董监事培训班”上的讲话记录整理，作者系中国证监会法律部副主任)

境外期货立法 对我国期货立法的启示

■ 文 / 张洁

具有 160 多年悠久历史的英美期货市场，不仅培育了芝加哥、纽约和伦敦等具有全球影响力的大宗商品定价中心，还建立了各具特色、堪称典范的期货立法和监管框架。

除美国外，多数国家（地区）鲜见专门的期货立法，期货业多与证券业、金融业混合立法，同时也不乏商品期货、金融期货分别立法规范的模式。通过境外期货立法这一视角来透视我国期货立法，无疑极具意义。

美国期货立法的演变

现代意义的期货交易发端于 19 世纪中叶的美国，正在崛起的美国经济为期货市场的产生创造了条件。农业生产在土地私有、铁路开通、南北战争结束后逐渐恢复并快速增长，满足谷物远期交割需求和规避季节性价格风险的农产品期货得以自发产生。继芝加哥期货交易所之后，堪萨斯期货交易所、明尼阿波利斯交易所相继成立。这些交易所获得州政府特许，制定交易规则，对会员实行纪律约束，为商品交割提供质量检验服务。

1900 年，美国成为世界第一经济强国。在经济繁荣景象下，期货交易所大量涌现。众多商人、银行家、农场主和城市居民参与交易，炒作之风盛行一时——市场充斥着操纵和欺诈，逼仓经常发生，参与者遭受巨大损失。交易所屡遭批判和质疑，一些州政府甚至立法禁止期货交易。19 世纪 80 年代至 1920 年，美国国会共计提议 200 多项期货法案，主旨在于将期货市

场纳入联邦监管，其中也不乏禁止期货交易或对期货交易征税的法案。

1921 年，首部《期货交易法》出台，对交易所设置准入门槛，将农产品期货纳入农业部监管。该部法律因征税条款违宪被最高法院裁决无效，但基本原则在 1922 年《谷物期货法》中得到确认，该法催生了农业部谷物期货管理局。之后，谷物价格崩盘和 1929 年经济大萧条使得期货交易被指责为“赌博性的价格操纵”，罗斯福政府决心加大期货交易监管力度，扩大商品期货监管范围，抑制过度投机——1936 年修订并出台《商品交易法》，规定所有期货合约必须接受联邦监管。尽管类似美国证监会的独立期货监管机构未被授权成立，但期货市场的功能和作用却逐步得到国会认可。

1974 年，《商品期货交易委员会法》促成了独立监管机构——商品期货交易委员会（CFTC）的建立。2000 年，《商品期货现代化法》放松管制并推动创新，豁免场外市场监管，允许多层次交易市场设立和个股期货交易。2010 年，《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》弥补政府监管缺失，修订《商品交易法》，赋予 CFTC 对掉期产品（证券掉期除外）的监管权。

从美国期货市场发展来看，其期货立法具有以下特点：

第一，期货立法的历史是一部不断强化监管的历史。美国期货市场早期完全依靠自律监管，不可避免

地带有盲目、无序和投机的特点，这一切促使国会意识到政府监管是必不可少的。政府监管的实施要借助于法律的权威，一部清晰而明确的期货立法能够保证政府监管目标、理念和改革的有效实施。美国商品交易法 10 余次的修订完善，正是不断弥补监管漏洞、不断自我修复的反映。

第二，内容详尽的《商品交易法》是期货市场的基本立法规范。现行《商品交易法》共 23 条，每条再细分为 a、b、c 条及之下的款、项，专业性强，体系较为繁杂，实际条文数量达千条。具体包括：定义、管辖范围、立法宗旨、对期货交易和外国交易的监管、中介机构、合约市场、衍生品交易执行设施、衍生品结算组织、公开披露、违法行为的处罚、CFTC 的运作、期货协会、互换数据存管机构等事项的规定。

该法重点规范商品及金融期货期权，也涵盖场外衍生品市场。

“商品”的定义很广——“在当前或者未来交易的未来交割合约下的所有服务、权利以及权益”（洋葱和电影票房收入除外）。该法强化美国域外监管，增加外国交易场所为本国投资者提供入场交易服务应予注册的要求，规定 CFTC 可以要求证人从任何外国地方到指定地点听证等。体现与其他监管部门的分工协调，比如与农业部、财政部、联邦储蓄委员会和证监会等。赋予 CFTC 法定权力以确保监管目标的实现，如：颁布规则和规章，行使紧急权力（设定临时紧急保证金水平、设定临时持仓限额等），审查交易所纪律处分决定，处分交易所未采取纪律处分的会员等。

第三，期货与证券分别立法，同时调整范围存在交叉重叠。美国证券市场的形成早于期货市场，历史上形成了分业经营、分业监管、分属不同法律规范的格局。20 世纪 70 年代，堪萨斯期货交易所首推股指期货后，美国证监会（SEC）与美国期监会（CFTC）就证券衍生品的监管归属产生了争议。

美国《证券法》将“证券期货”（security futures）纳入了“证券”范围，其《证券交易法》将“证券期货”

定义为“未来交割单支证券或窄基证券指数的买卖合同”，而《商品交易法》则将其纳入“商品”范畴。SEC 与 CFTC 还就场外衍生品的监管发生争议。经过多次协商妥协，基本划定各自管辖范围，但两者的共同管辖权仍不免产生争议。

其他国家（地区）期货立法的特点

境外期货立法模式多种多样，与其历史渊源、监管体制密不可分。英国商品期货市场历史很悠久，伦敦金属交易所为全球金属定价中心，但英国始终没有单独的期货立法，这与其强调金融自由化、政府不过度介入监管有关，也与其市场自律能力较强有关。还有一些国家侧重发展金融衍生品，商品期货规模不大。由此形成不同的期货立法模式。

一是期货业单独立法。我国台湾地区借鉴美国监管经验，建立了以美国模式为主导的法律制度，既有《证券交易法》，也有《期货交易法》。与美国不同的是，尽管存在两部法律，但证券、期货均归属同一金融监管机构管辖。

二是期货业与证券业、金融业混合立法。我国香港在《证券交易条例》、《商品交易条例》、《杠杆化外汇买卖条例》的基础上，于 2002 年出台《证券及期货条例》，涵盖证券、期货及集合投资产品。新加坡有《证券期货交易法》。西班牙 1998 年通过的《证券市场法》、巴西 2002 年修订的《证券市场法》都涵盖证券及衍生品、商品期货期权。这一模式多为独立的证券期货监管机构所采用。

同时，以英国为代表的市场为满足金融大融合和金融自由化的需要，自 20 世纪 80 年代即推行金融业统一立法，统一金融监管机构，维护金融稳定。英国自 1986 年颁布《金融服务法》后，2000 年修订为《金融服务和市场法》，2012 年颁布新的《金融服务和市场法》。德国 2002 年通过《统一金融服务监管法》，2003 年通过新修订的《交易所法》。法国在 2003 年《金融安全法》的基础上，2008 年通过新的《经济现代化法》，

“

期货市场是金融市场的重要组成部分，是典型的立法依赖型市场。期货市场需要政府监管，政府监管的根本保障是法律。无论是成文法著称的大陆法系，还是判例法著称的英美法系，都已将期货内容囊括在成文法中。金融法律不在乎分或合，而在于有没有，在于各金融法律之间的协调、无漏洞以及法律的执行力。

”

实现彻底的统一监管。澳大利亚 2001 年通过《金融服务改革法》。

此外，新兴市场也效仿了这一模式。韩国 1995 年《期货交易法》等金融法被 2007 年《资本市场统合法》吸收合并。这一模式多为混业经营、混业监管的市场所采用，一般由统一的金融监管机构管辖。

三是商品期货、金融期货分别立法，且金融期货多与证券、金融商品合并立法。日本、印度针对金融期货、商品期货分别立法。日本有涵盖金融期货的《金融商品销售法》、《金融商品交易法》，也有针对商品期货的《商品期货交易法》。这一模式多为商品期货、金融期货分业监管的市场所采用，商品期货一般由现货管理部门监管，金融期货则由统一的金融监管部门监管。

境外期货立法对我国的启示

期货立法模式的多样性充分说明：没有完美的模式，适合的就是最好的。直到现在，美国、欧洲和亚洲国家（地区）一直在对本土期货立法进行完善。我

国是新兴市场国家，不同于西方式自由市场经济，不应重走西方发展老路，而应借鉴成熟市场的经验教训，结合我国国情，研究我国期货市场特点，选择适合我国的期货立法模式。

第一，期货市场是金融市场的重要组成部分，是典型的立法依赖型市场。期货市场需要政府监管，政府监管的根本保障是法律。无论是成文法著称的大陆法系，还是判例法著称的英美法系，都已将期货内容囊括在成文法中。金融法律不在乎分或合，而在于有没有，在于各金融法律之间的协调、无漏洞以及法律的执行力。

第二，抓紧时机，尽快出台我国的期货法或衍生品法。2008 年金融危机推动各国加强对场外衍生品市场的监管，英美等国均对本国法律予以制定、修订。我国《期货交易管理条例》及期货司法解释为期货立法奠定了良好的基础，期货法自身的立法难度不大。建议借鉴境外金融危机监管经验，在发展场外衍生品市场的同时，为场外衍生品市场发展提供法律保障，对其中的核心交易机制，如单一协议、净额结算、履

约保障等原则予以立法确认，也许这将成为我国期货立法的一大亮点。

第三，期货立法模式多种多样，期货业单独立法较适合我国。我国期货市场发展 20 年，因过度投机两次被清理整顿，其乱象与历史上的美国期货市场类似，近年刚刚步入稳步发展阶段，市场流动性较好但功能发挥欠佳。我国是众多大宗商品的的生产国、消费国或贸易国，商品期货成交量居全球前列，具备发展商品期货的天然优势。金融期货刚刚起步，金融业分业经营的格局仍将继续存在，银行、保险、证券、期货等金融机构的不同金融业务仍受不同法律监管，金融大混业尚未到来。而欧洲国家、日本、我国香港等成熟市场的商品期货市场较小，金融期货市场则很发达，金融业已实现混业经营、统一监管。

对我国而言，证券、期货市场建立以来，即形成了各自相对独立的交易所、行业协会、中介机构、投资者群体和专业监管队伍，期货监管已形成不同于其他金融市场的监管方法和规则，单独立法对期货业的发展具有重大支持作用。

可见，目前金融业统一立法或者证券业、期货业合并立法的时机并不成熟，可以考虑维持现有发展格局，单独期货立法，为未来金融业统一立法奠定良好基础。

第四，正确处理期货法与证券法的关系，避免监管重叠。2012 年全球交易所期货期权合约成交量表明，期货产品中商品期货占 25%，股票期货占 30%，而期权产品中股票期权、股指期权占 90%，可见证券类的期货产品发展前景远大。

目前，我国证券交易所正在研究股票期权等创新产品，有意见认为无需适用《期货交易管理条例》而应适用《证券法》。我们认为，证券类的期货产品，既是证券衍生品，更是期货类产品，应适用期货法律制度，如保证金存管监控、保证金管理、每日无负债结算、限仓、强行平仓、违约处理程序等，我国《证券法》关于证券交易的一系列制度无法为期货交易活动提供法律保障。

第五，正确处理期货监管机构与相关现货行业管理部门、其他金融衍生品监管机构的关系。期货立法不是单纯的金融立法。商品期货涉及关系国计民生的大宗商品，金融期货与股票、利率、外汇和信用等基础产品密切相关。因此，有必要在立法中明确与发改委、农业部、工信部等现货行业管理部门，以及相关金融管理部门的分工协作机制，以加强监管协调，防范系统性风险。

我国期货立法要解决的十大问题

一是厘清证券法与期货法中关于场内衍生品的调整范围。

二是在明确期货市场基本法律制度的基础上，明确场外衍生品市场的管辖及监管的基本原则。

三是强化期货交易所的自律监管职能，赋予交易所充分的一线监管权；厘清期货交易所交割环节的履约担保责任；改革交易所期货品种上市机制，建立市场化导向的期货品种创新机制。

四是推进期货经营机构创新发展，建立多样化的期货经营机构，允许证券公司兼营期货经纪业务；拓展期货业务范围。

五是确立结算所业务活动的基本规则和监管原则。

六是强化投资者保护，将投资者适当性、投资者分类、投资者民事保护、纠纷调解机制在法律层面予以规定。

七是完善期货业协会职责，充分发挥协会作用。

八是明确期货保证金监控中心的法律地位和职责，将独具特色的期货保证金安全存管和市场监控监测制度在立法中体现。

九是强化期货监管机构市场监管权，并建立期货监管机构与其他相关现货管理部门、金融管理部门的协作机制。

十是进一步推进对外开放，引进国际投资者，建立国际监管原则。^[1]

（作者就职于中国证监会期货一部）

期货公司资管 VS 私募期货基金

【编者按】

期货资产管理，又称“管理期货”，在境外成熟市场已有 60 多年发展历史，然而在中国仍是一项刚起步的新业务。随着 2012 年底期货公司资产管理业务正式启动，中国期货资产管理行业进入了一个崭新的发展格局：一方面是由期货公司组成的“正规军”，另一方面则是由众多私募期货基金（下称期货私募）组成的“草根一族”；一个是“千呼万唤始出来”，一个是“浸润多年已有小成”；一个期望尽快放开束缚、大展身手，一个渴望“阳光化”、做大做强……

本期“封面文章”聚焦期货资管行业两大主流群体的生存发展状态，双方各有哪些优劣，未来将何去何从，有待探索和实践。



宁金山： 期货资管是专业能力的 竞争

■ 文/通讯员 汪琳力

2012年下半年，期货公司资产管理业务正式推出，业界对这项创新业务寄予了厚望，但同时，由于受严格的监管和必须遵守较高的业务规范要求，市场各方对于期货公司能否与已经发展多年、更加灵活的期货私募一较高下提出了质疑。为此，《中国期货》专门就期货公司资产管理和期货私募发展的问题，采访了深圳感恩在线投资管理有限公司董事长宁金山。

公司发展提倡顺其自然

期货私募一直以来处于监管空白，但能生存下来的无疑都是经过丛林法则洗礼下的强者。宁金山曾任职中国国际期货公司高管，后辞职创立深圳感恩在线投资管理有限公司。

在“重走江湖路”的过程中，宁金山感触比较深的一点是：企业的发展 and 经历都是一点一点积累出来的，感觉艰难的东西就是以前没有碰到过的困难；在发展的过程中，人才培养、理念的统一以及交易上的压力是一个长期的考验，以后还会以不同的面目出现。

他认为，困难是因为以前没有经历过，经历过了也就不难了；公司的发展都是随着时间的流逝，在不断地解决问题中慢慢度过的，这其实就是一个积累的过程。他说，公司提倡的风格是顺其自然；大家都想挣钱，但能力不到想了也没用，能力到了、事情做了就会水到渠成，所以公司更强调的是踏实做事；虽然公司很多年以来，没有提及完成多少盈利目标，但这一切都会因为大家的努力而来。

“

目前，期货公司推出的资管产品本质上与期货私募的单账号管理类似。如果说期货公司资管业务是一支训练中的‘正规军’，讲究谋定而后动，那么，期货私募更像是一支经过多年历练的‘游击队’，短小精干是其主要特点，他们组织结构扁平化，决策灵活，嗅觉敏锐，两者各有所长。

”

作为已具规模的行业成员，期货公司虽然更注重系统的建设和发展，但如何培养人才、留住人才一直是期货公司老总们的战略思考焦点之一。众所周知，期货私募的核心竞争力是行业经验丰富的人士。在交易人才的发掘和培育上，早在上世纪70年代，美国管理期货界先驱 Richard Dennis 和 William Eckhardt 对交易员是否能够培养的争论，就引发了著名的“海龟实验”，其结论当然并非一句 Yes 或 No 可以概括。

在这个问题上，宁金山认为确实没有标准答案，“海龟实验”虽然在交易方面取得成功，但并不意味交易都是那种方式。对于人才的培养，感恩在线采取的是建立平台，个人根据自己特点与平台结合。

他透露，感恩在线以前也曾想按公司设想的方式培养，但后来发现公司没有能力去判断个人适应的方式，结果反而成为邯郸学步。现在公司利用资源建立起平台，通过广泛接触市场人士，每个人按自己愿意的方式汲取经验。宁金山认为，人才不是认定的，而是市场选择的产物，只有理念相同的人才会继续留在公司。“总之，每个公司交易方式可以有很多种，但企业理念并不需要太复杂。”

集合投资产品是发展方向

期货私募在长期的实践中自发形成了投资公司、有限合伙和单账号管理等模式。宁金山认为，这三类模式都符合市场的需求。合伙制能够把客户资金集中封闭，有利于交易管理，但存在税收等不利因素；单账号管理在交易上可能不是很方便，尤其对于客户较多的私募，且客户进出金也相对随意。总体来说，都各有利弊，目前感觉单账号比较普遍，未来的方向应该是集中管理。

投资公司是期货私募的组织平台，在这个平台上，承载各类不同类型的产品，可能包括自营、有限合伙企业、单账号管理等等模式。目前，单账号管理还是占主流，可能原因有三个：一是私募及其产品在法律框架内的地位尚不明确，不同产品组织形式带来的利弊不太能完全了解，采用单账号的模式，虽然原始但能直接解决问题；二是对客户的心理感觉而言，资金安全相对有保障；三是对期货私募而言，与客户的沟通成本相对较低，特别是对期货这种风险性较高的资产类别，与客户在风险管理上的沟通及其配合尤其重要。

有限合伙是法律架构相对明确的投资产品组织形式，在国内股权私募上已经大范围地采用，可以有效规避合规上的风险，而且可以通过契约形式对客户资金集中封闭，从而形成交易合力。

目前期货公司资产管理还仅限于一对一的单账号管理阶段，但开放一对多业务的呼声很高，一对多集合产品的主要优势到底体现在哪些地方？

宁金山认为，集合产品相对于一对一的确具有很多优势。简单看，在客户稳定性、交易方便性等方面尤其突出；期货交易在交易过程中由于市场规模或者风控等原因，集合产品能使交易更简单。

集合产品的开放具有重大意义：从产品开发上看，集合产品有利于募集资金，形成规模效应，在目前期货公司资管业务投资标的已经全部放开的背景下，适合于发行以风险管理为重要手段的绝对收益产品；从投资管理看，集合产品有利于以正规的方式对大量资金进行集中封闭管理，大大减少了因为资金波动而对投资管理造成的不利影响；从运营管理上看，集合产品的运营维护是实现资产管理业务正规化的必然过程，有利于形成一套成熟可靠的业务流程，打造一批有实战经验的团队。

期货资管是专业能力的竞争

目前，期货公司推出的资管产品本质上与期货私募的单账号管理类似。如果说期货公司资管业务是一支训练中的“正规军”，讲究谋定而后动，那么，期货私募更像是一支经过多年历练的“游击队”，短小精干是其特点，他们组织结构扁平化，决策灵活，嗅觉敏锐，两者各有所长。

期货公司资管业务的开展对于期货私募的业务会产生什么样的影响？在现有的条件下，期货公司资管和期货私募在产品设计和投资管理方式上，其各自的竞争优势如何？

宁金山认为，期货公司资管业务开闸，在短期内对期货私募会有一些影响，主要是因为很多私募的客

户渠道来自期货公司。但长期来说影响不会很大，原因在于市场还在高速扩展过程中，且未来的竞争是专业能力的竞争，并不仅是渠道的竞争。目前这两方在产品设计上还没有明显区别，未来可能会有差异。现阶段期货公司的竞争优势仍比较明显，主要是在人才梯队培养和在平台支持上，期货私募可能难与其竞争，但期货私募在制度上的优势比较明显，例如决策机制和奖励机制等。

虽然目前期货公司资管业务和期货私募的产品在本质上类似，但整个资产管理行业尚处于高速发展期，两者之间的关系可能也是合作大过竞争，共求发展以实现双赢，那么目前期货公司和期货私募之间的合作的空间如何？

宁金山认为，期货公司和私募的合作空间比较大，方式也有多种，比如合作管理产品、信息技术共享等等。作为私募来说，每个私募都会有自己的生存空间，对期货公司的依赖也各有不同，倾向于建立在理念一致，相互认同下的合作。

感恩在线并不仅仅因为产品而和期货公司合作，宁金山对简单靠渠道合作的方式并不乐观，他理想中的期货资管业务合作模式是：在相互了解，相似投资理念背景下基于专业分工的合作。

在我国目前大资管背景下，不管是期货公司还是期货私募，在和不同的金融机构合作的过程中，都需找准自己的独特定位，才能在市场竞争中体现自己的价值，这对于长期以来主要依赖通道业务生存的期货公司而言，既是机遇也是挑战。可以预见到未来期货公司，业务经营上必然向更具差异化的方向上发展。

私募难逃“二八定律”

有人说，期货市场真正的“高手”都在民间，业内其实也早有关注，很多期货公司经常举办交易大赛以吸引和发现优秀的期货交易人才，但是这些交易人才要成长为资产管理行业所需的专门人才，尤其是能媲美国际水平的专业人才，尚需时日。而只有具备了



人物档案：宁金山

深圳感恩在线投资管理有限公司董事长。1993年进入期货行业，先后担任中国国际期货经纪有限公司出市代表、交易部经理、副总经理，中国国际期货（香港）公司副总经理，东银期货经纪有限公司总经理等职。长期从事期货交易与投资研究，投资风格稳健、不求暴利，以长期收益稳定增长而著称，在业内有较高的评价。

能支撑起行业的专门人才，整个资管行业才能实现专业意义上的机构化。

宁金山认为，期货私募当中确实有很多高手。对于当前期货私募的整体生存发展状况，他说，从一个相对长的时间周期看，与小微企业没有什么大的区别，在某一段时间可能会好一点，但总体上也很难脱离“二八定律”。相比其他行业，期货私募还有一个特点就是，由于期货市场的专业性较强、风险相对偏高、市场容量相对较小和特殊的交易机制等因素影响，期货私募很难有像股票私募那样多的群体。

私募欢迎适度监管

由于期货的保证金交易特性，较小资金可以“撬动”较大资产，加上目前国内期货上市品种数量及整体市场容量的限制，期货私募对资金的渴求远不如股票私募，有的私募在长期的运作中不但不主动扩大资产规模，反而限制资产规模的持续增长，比如采取定期分红的方式将其规模稳定在一个感觉“舒适”的数量。

但这是商品期货为主时代的一个特点，在金融期

货推出后，特别是在大资管的背景下，多种类型资产的组合管理或日渐成为市场主流，以此为特点的风险管理或将成为传统期货私募业务拓展的突破点，为适应这一变化，传统的期货私募可能在资金募集、业务联合拓展和监管指导等方面面临一些挑战。

因此，宁金山认为，期货私募发展在政策上需要有一些突破，这样可能对私募行业的发展会有推动作用，比如说，在理财方面可以有一些政策或者指导性意见，什么可以做，什么不可以做。他更多倾向于契约性的指导，而不希望有太多的限制性条件。

最近，《基金法》的最新修订也涉及到了私募基金的监管，体现了将期货私募基金纳入监管的意愿。对此，宁金山认为，总体来说希望有监管，只有监管才能让私募做大，但他同时又不希望监管限制得太死。

目前监管当局主要关注的焦点在系统性风险的防范和投资者利益的保护，对于期货私募如何防范风险以及如何保障投资者利益，宁金山认为，一切都按契约来进行是一个比较公平的做法，每个人都应该为自己的行为负责。■

期货公司资管 机遇与挑战并存

■ 文/王红英 敖翀

与国外期货资产管理行业相比，我国的期货资产管理行业尚处于发展的初始阶段，行业特征和行业结构不明显。在《期货公司资产管理业务试点办法》颁布实施以前，期货资产管理多以私募的形式存在，且缺乏必要的监管，规范程度不高。

目前，期货公司从事的资产管理业务本质上也是私募性质的业务，因此，可将期货公司资管称为“受监管的期货资产管理”，以与期货私募作为“未受监管的期货资产管理”相区别。

期货公司资管合作模式单一

2012年下半年，期货公司资产管理业务获批后，首批18家期货公司获得资格开展特定客户资产管理业务，即“一对一”资产管理业务。“一对一”定向资产管理，业内也称为“专户理财”，是指期货公司接受单一客户委托，并与客户签订合同，根据合同约定的方式、条件、要求及限制，以客户的名义，为客户的利益管理客户委托资产的行为。期货公司资产管理主体中还涉及与其他机构主体的合作。外部合作模式分为两个方面：产品资源（投资与研发）和产品销售渠道。

期货公司资产管理业务目前仍然缺乏与外界的合作，主要以自主研发为主，还处于相对初级的阶段。

形成这种现状的主要原因来自于：内部系统仍然在测试中、外部团队的选择和尽职调查需要一定的时间、外部团队的合作意愿不强烈；业务风险控制上，各公司目前运行良好，产品基本上是正收益，但从有的产品最大回撤率来判断依然存在一定风险；投资者信息披露环节，各期货公司都能按照既定的制度实施，暂时还没看到有制度未执行的状况。

在产品销售渠道方面，目前期货公司资产管理业务也在积极与基金和信托进行合作，主要目的也是为了解决规模问题，基金和信托的产品销售渠道能为期货公司高收益产品拓展出路径。

但现阶段，在资产管理产品还不够成熟的情况下，这样的合作还停留在专户理财的结构化产品中，期货公司所扮演的角色依然只是通道业务服务，并未对交易本身起到主导作用。

期货公司资管业务尚处初级阶段

根据中国期货业协会针对25具备资产管理业务资格的期货公司调查统计结果，我国期货公司资产管理业务目前仍处于发展的初始阶段。

1. 客户数量与规模。

2012年9月，中国证监会发布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，明确提出，基金公

“

期货市场‘五位一体’的风险控制体系日益完善，证监会对期货公司环节的风险控制体系建设也更加严格，相较于普通私募机构，期货公司在开展资产管理过程中风控优势更加明显。

”

司的专户产品可以投资于金融衍生品和商品期货。由于基金专户账号风控严密，且更具灵活性和投资品种的广泛性，有利于基金专户率先涉足期货资管业务，因此，大部分期货私募阳光化的第一步，都是通过基金专户实现。相对于信托账户对商品期货投资的限制，以及期货资管通道“一对一”的限制，公募基金专户成为近期期货私募阳光化的最佳通道。

期货资管网统计数据显示，通过公募专户发行的商品期货基金已经超过 20 亿元，最大的一只期货基金规模超过 2 亿。而国内期货资管通道募集的资金规模估计在 10 亿元左右，部分期货公司通过公募专户发行的产品规模超过期货资管产品规模。

据统计，截至 4 月 28 日，期货公司资管业务签约客户总数达 128 户，其中机构客户 16 户（占比 12.5%），个人客户 112 户（占比 87.5%）；已发行产品 47 只（多个客户签约同一策略算一只），平均每只产品签约客户数为 2.72 户，单只产品最多签约客户数为 18 户。管理账户初始资金总规模达 5.1 亿元，最大单一账户资金规模为 6000 万元。

2. 产品交易策略与收益率。

据统计，截至 4 月 28 日，14 家期货公司的资管产品开始了交易。使用最多的交易策略是趋势跟踪和套利套保，分别为 24% 和 21%；其次是日内短线和波段交易，分别为 17% 和 13%；日内高频交易最少，为 5%。

在主动交易和程序化交易的选择上，除一家期货公司一半使用主动交易、一半使用程序化交易外，其他期货公司基本上分为以主动交易为主（主动交易超过 70%）和以程序化交易为主（程序化交易占比超过 70%）两种。

年化收益率按管理账户资金规模加权平均计算，最高为 145.5%，最低为 -17.7%，仅 1 家出现亏损，其余 13 家均实现盈利。单一产品最高年化收益率为 386.7%，最低年化收益率为 -44.1%。最大回撤率按管理账户资金规模加权平均计算，最大为 -8.1%，最小的为 -0.7%。单一产品最大回撤率为 -21.7%。

3. 人员构成。

据统计，截至 4 月 28 日，3 家期货公司聘请了外部投顾。

根据期货资管网的了解，获期货资管牌照期货公司，在产品发行方面仅是实验性，资管账号目前也无法按照产品募集资金的方式来运行。

期货公司和期货私募主要的合作形式，还是通过公募专户通道。目前，公募专户发行数量已超过 60 只，按每只最低规模 3000 万计，总规模已超过 20 亿元。

期货公司发行产品，都是聘请期货私募作为投资顾问，模式上延续了股票型阳光私募的做法。

从产品设计看，目前发行的期货产品大部分是结构化的，其劣后优先比例一般在 1:3 到 1:4 之间，分为保本分成型、保利息型、保息分成型。

从期货资管网搜集的期货行业资金对接信息看，保利息型的期货结构化产品，其利息一般在 6%-7% 一年，加上基金通道费、银行托管费、销售费等，首次发行产品的成本 8.5% 左右。此种类型的产品，只要打通银行渠道，非常受欢迎。

保息分成型，一般是保优先资金年利息 3%-4%，劣后资金一般要求高分成比例，如三七分成或二八分成。保本分成型，一般劣后资金要求五五分成或四六分成。

4. 业务收入与管理费。

据统计，截至 4 月 28 日，期货公司资产管理业务收入总金额为 387.1 万元，其中收入靠前的 3 家期货公司资管业务收入占全行业资管业务收入的 93.6%。

平均分成比例方面，大部分在 10% - 25% 之间，其中有 10 家期货公司为 20%。

平均管理费率方面，最高的为 2%，最低的为 0%。

综上所述，从两个维度的发展阶段上看，期货资产管理业务从产品业务和发展主体方面都处于初级阶段。

从发行产品的角度看，期货公司资产管理业务的产品类型只有“一对一”专户资产管理业务。期货资产管理产品类型有两种，即期货公司独立发行的“一对一”产品和期货公司通过基金公司发行的“专户”产品。期货公司资产管理产品受到自身渠道限制，产品规模都不大，基本上局限在 100 万 -500 万之间；基金专户期货管理产品基本规模都在 5000 万以上。

在产品交易策略方面，期货公司第一批资产管理产品以公司最稳定的交易团队推出主观交易管理型产品为主打产品，这一类产品往往高风险、高收益，程序化交易产品此前市场预期较大，但从目前运行的状况上并无明显优势，但保持较为稳定的运行态势。

从业务主体的维度上分析，现在初级阶段发展主体以期货公司资产管理业务为主，其他期货资产管理业务机构也有不同程度的参与。

期货公司资管机遇与挑战并存

虽然存在募集规模小、业务模式单一，缺乏大型投资机构，缺乏成熟管理经验，缺乏优秀研发及产品人员等问题，但是期货公司开展资产管理业务仍具有独特优势。

一是期货公司开展资产管理业务相较私募风险控制体系更加健全。期货市场“五位一体”的风险控制体系日益完善，证监会对期货公司环节的风险控制体系建设也更加严格，相较于普通私募机构，期货公司在开展资产管理过程中风控优势更加明显。

二是期货公司相较基金、券商、信托、银行等更了解期货市场，并且更具全球视野。目前全球金融市场联系更加紧密，而期货市场是国内目前重要的能够同时联系国内外金融市场的环节。这种联系一方面是通过内外市场相同或相近品种的套利，更多则是因为大宗商品价格的全球化令期货公司对全球宏观环境和经济周期等有更深刻的理解和把握。这种优势将体现在产品组合设计中。

三是随着期权及期货品种的丰富，期货市场将更加受到普通投资者的青睐。目前各大期货交易所都在积极推进期权合约上市，而其他小品种如鸡蛋等也在准备之中。这些品种的上市将在一定程度上分流证券、基金市场的资金，同时也为期货资产管理提供更多的客户源，不过，这个过程不会太快。^[4]

（作者就职于中国国际期货）

期货私募合作发展空间广阔

■ 文/杨志为 戴炜 万兼麟

2012年9月,《期货公司资产管理业务试点办法》开始施行,这标志着期货的资产管理业务正式拉开序幕。期货私募作为中国期货资产管理业务的初级状态,也日益引起期货行业以及监管部门的广泛关注。

目前我国期货私募主要有三类组织形式:投资公司、有限合伙企业、期货工作室。其中投资公司可能有100家左右,管理资金的规模在300亿左右;从期货私募数量上来说,上海、杭州、深圳、广州、北京分别名列前五甲。深圳期货私募管理的资金规模占到全国的六分之一;上海、杭州、深圳是国内期货私募的三大主要聚集地。

期货私募多种形式发展

由投资公司所运作的期货基金并非一定要走产品路线,而往往采用客户提供账户,投资公司代为操作的“专户管理”模式。这类期货私募往往规模较大,有一定的知名度和影响力。

在这种组织形式中有正规的阳光私募,也不乏一些股东背景为期货公司的投资公司。设立投资公司的目的在于明确股东权利和义务,优点在于可以提高投资管理团队的品牌知名度和市场信用度,风险在于其资产管理和财务、税务容易碰到灰色地带。

在有限合伙企业形式存在期货私募中,所有投资者都是有限合伙人,以其出资额为限对企业债务承担有限责任,而期货私募管理者作为普通合伙人,对企业债务负有无限责任。这种类型的期货私募本质上属

于合伙人开办的自营式的基金。由于有限合伙制企业具有明确的法律地位,资金规模也可大可小,风险收益规定明确,对一些想成立期货私募的交易员来说有一定的吸引力,但合法地位的取得,也必须付出较高的税收成本。

考虑到较高的税收成本以及管理上的不便,大多数私募并没有采取有限合伙模式运作大规模的期货基金。为了给有限合伙私募基金(含期货私募)的注册和减税提供便利,江西共青城还专门成立了私募基金产业园区,设立了专门人员提供相应的配套服务,其综合税率7%左右。

期货工作室模式是目前期货私募主要的组织形式。这类私募基金通常由交易员个人开发策略、吸引资金并与客户签订“代客理财”协议。其优点在于成本低、负担小、灵活度高。没有太多经济负担,交易员工作比较轻松。其弱点在于缺乏团队成员间的相互配合以及发展的持续性;从分析、研究、交易、风险控制到投资决策,都由交易员一个人来承担,没有专门的人员和岗位来承接各项工作,这必然会决定交易员发展缺乏持续性,在风险控制上会难以执行,资金安全上存在隐患。

现在很多的期货工作室就是一个交易员,而没有公司的组织模式。客户会认为交易员缺乏正规团队体系的支持,其操作模式不正规。这会造成交易员信誉度的降低,管理资产规模有瓶颈,最终影响到交易员在整个行业中的长远发展。

存在这种现象的深层次的原因在于，很多交易员凭借“独门绝技”获利，而无法对分析研究、投资决策、风险控制各个环节进行分解，训练能够互相配合的人员，进而无法形成稳固的投研团队。

图1 期货私募管理资产规模分布

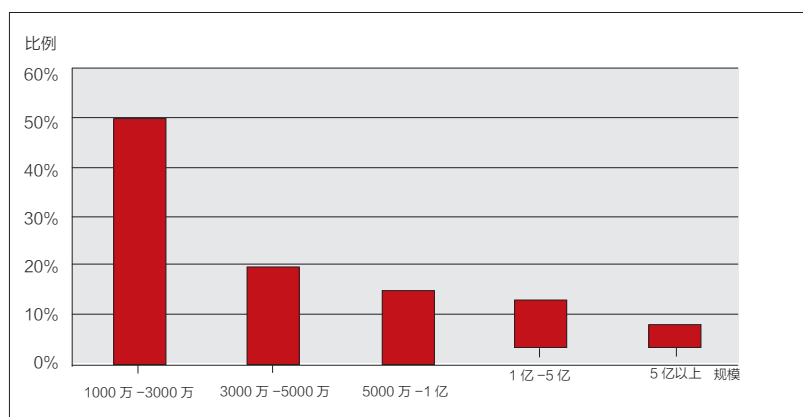


表1 基金公司专户通道和期货公司资管通道比较

基金公司专户通道	期货公司资管通道
结构化产品居多，基金公司和银行、券商有传统的合作关系，便于解决优先级资金来源	目前只能发行一对一产品：一个账号只能对应一个客户，100万以上起步；产品无法公开募集
基金公司有成熟的运营管理平台，并能花重金打造先进的风控平台，有效控制“结构化产品”的风险	期货理财市场还处于培育期，期货产品的结构化设计尚有难度；优先、劣后级客户的风险收益难以有效控制
基金公司的客户基础好、信任度高；期货私募只需提供具有公信力的业绩，即可通过基金公司的发行渠道	期货公司积累的客户资源有限，投资者的账户资金规模多数在几十万元左右，缺乏大量的长期稳定客户
基金公司投资范围广泛，经验丰富，有利于产品在多市场构建对冲策略	期货公司投资范围和经验仅限于期货品种，限制了对冲型产品的投资范围

期货私募资金规模难以突破

根据调查结果，全国期货私募管理资产规模分布如图1所示。大约50%的期货私募管理的资金规模在1000万左右，资金规模能上1亿并且能稳定维持的人数，还不到整个群体的15%；10亿以上的期货私募屈指可数。

从长期跟踪情况看，一些投资经验在10年以上的交易员，其管理的资金规模还在原地踏步，甚至出现缩水。预计在未来3到5年内，资金规

模在1亿以上的私募很难大量出现。但从近两年的发展趋势看，期货私募整体的管理资金规模还是有所增长。

交易员在管理规模上很难突破，原因在于缺乏建立团队意识。从调查情况看，这一类交易员从平台研发、策略研究、交易执行、风控管理甚至客户维护都由一个人包揽，其尚未走出单打独斗的思维。

如果交易员没有自己的团队，没有可持续发展的研究支持体系，业绩就不可能稳定，也难以着眼长远招聘和训练团队。问题的本质还是组织架构不科学、缺乏持续研究的动力，制约了业绩的稳定性和持续性，也制约了资金规模的突破。很多交易员多年之后，资金规模没有突破。不是因为交易员找不到资金，主要是在持续研究和盈利能力上没有突破。反之，有团队意识并且过往业绩优秀的交易员，要做大资金规模并不难。例如深圳凯丰投资的吴星，2010年管理了几千万的资金，短短3年时间，其资金规模扩大了十几倍，达到三四个亿，可称之为私募明星。

私募产品青睐公募基金专户

2012年9月，中国证监会发布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，明确提出基金公司的专户产品可以投资于金融衍生品和商品期货。相对于信托账

户对商品期货投资的限制,以及期货资管通道“一对一”的限制,公募基金专户不仅是近期期货私募产品阳光化的最佳通道,而且也是期货公司资管业务发展初期必须借力的重要通道。

表 1 列出了通过基金公司专户通道和期货公司资管通道的之间的比较。

根据期货资管网的了解,获期货资管牌照的期货公司,在产品发行方面仅是试点性质的,而资管账号目前也无法按成熟产品募集资金的方式来运行。期货公司资管业务目前发行产品,必须借道公募基金专户。

公募基金专户的产品发行目前比较活跃,其发行数量已超过 60 只,按每只最低规模 3000 万计,总规模已超过 20 亿元。同时,期货公司采用聘请期货私募为投资顾问的方式与之合作,这一模式延续了股票型阳光私募的做法。

从产品设计上,目前发行的期货产品大部分是结构化的,其劣后优先比例一般在 1:3 - 1:4 之间,分为保本分成型、保息分成型和保息型。表 2 列出了期货专户产品的发行类型。

保本分成型,保优先资金的本金,劣后资金的分成比例一般在 40% - 50% 之间;保息分成型是保优先资金年利息 3% - 4%,劣后资金一般要求较高的分成比例,一般在 70% - 80% 之间;保息型的产品,保优先资金年利息在 6% - 7% 左右,劣后资金则分享产品所有回报,加上基金通道费、银行托管费、销售费等,首次发行产品的成本 8.5% 左右,只要打通银行渠道,此种类型的产品非常受欢迎。

表 2 期货专户产品发行类型

结构设计	年化利息及成本	劣后方分成方式
保本分成型	1.5%	劣后方要求 40%-50% 收益分成
保息分成型	3%-4%	劣后方要求 70%-80% 收益分成
保息型	6%-7%	劣后方要求全部收益分成
管理型	1.5%	不承担资金风险;提取 20% 收益

此外,还有非结构化型的所谓管理型产品,投顾或盘手完全依靠约定比例的收益分成。

量化投资团队尚处初级水平

量化投资源于欧美发达国家,经过几十年的发展,在国际上已是主流成熟的投资管理模式。2010 年我国沪深 300 股指期货上市之后,韩国、台湾地区团队通过量化平台交易沪深 300 股指期货,获得年化一倍以上的暴利,产生了财富效应。

近三年来,国内量化投资的群体还在不断增长;据期货资管网估计,国内期货私募量化交易规模估计在 60 亿左右。国内期货市场尚属新兴市场,价格发现机制还不成熟,其特点是波动大、机会多;投资者以人工交易为主,机构投资者较少,量化交易的市场占比不到 20%,这意味着谁先进入这个市场,就有较大概率赚到第一桶金,从而确立自己在这个领域的优势。

量化投资的优点在于可以将风险、回报、胜率、盈亏等指标进行精确量化描述,使得操作风格和产品设计具有清晰明确的定位。因此客户对量化产品也比较认可。客户认为量化借助 IT 和数理统计等手段,具有很高的技术含量,可以克服人工交易中情绪和主观对业绩的影响,因此对量化产品的信任度比较高。

国内量化交易还是以本土的团队为主,整体实力目前还处于初级水平。据券商的统计,量化型券商集合理财产品仅占有所有券商理财产品的 4.2%。而且量化类产品投资策略较为单一,缺乏多元化量化策略的支持。

评价量化交易团队是否成熟,首先看这个团队是否建立了自己专属的交易平台;而国内绝大部分量化投资者,还是借用交易开拓者(TB)、金字塔、MC、达钱和文华财经等通用型的量化交易平台。由于研发量化平台需要专门的 IT 人才和高额的投入,国内的量化交易者都还没有建立自己的量化交易平台,而其中 70% 以上是借用 TB 平台, TB 对扩大国内量化交易规模功不可没。

“

在期货私募的发展过程中，与其联系最紧密的就是期货公司，也最需要来自期货公司的帮助，随着越来越多的私募开始走量化交易路线，这也对期货公司在技术水平上提出了越来越高的要求。

”

从量化交易的特点来看，每一个策略都有生命周期，要实现长期稳定回报，就需要在策略研发上不断推陈出新。如果没有足够的IT工程师、策略分析师、研究员经过一段时间的磨合，管理大规模资金的目标几乎不可能实现。

期货公司服务私募：心有余而力不足

在期货私募的发展过程中，与其联系最紧密的就是期货公司，也最需要来自期货公司的帮助，随着越来越多的私募开始走量化交易路线，这也对期货公司在技术水平上提出了越来越高的要求。目前各家期货公司都注重打“高科技战”，包括风控能力、IT安全、数据传输速度等；但就期货私募所需要的更大范围和更深层次的合作上，期货公司是心有余而力不足，主要体现在以下几个方面。

国内期货公司的资金规模普遍偏小。截至2012年年末，160家期货公司中，全行业保证金1814亿元，保证金规模超过25亿元的期货公司只有20家，仅8家期货公司盈利过亿。

期货分析师人才缺乏，无法满足期货私募的研究需求。数据统计发现，在对100名分析师的调查中，从业时间超过5年的分析师数量急剧减少，而从业时间超过10年的分析师在100人中仅有6人。分析师群体是期货私募的重要人才来源，如果期货分析师无法得到长时间的历练，则期货私募必然面临人才方面的瓶颈。

期货行业长期以来监管过严，束缚太多，限制了期货公司创新能力和投研能力的成长。期货公司盈利


模式单一，长期以来仅靠手续费获利，并且手续费恶性竞争，使得大部分中小期货公司处于亏损边缘。

整个社会普遍对期货交易认识不足；真正参与期货交易的活跃客户数量，不到30万。国内有实力的大期货公司，都将主要精力放在与大客户和大私募的研发服务上，还顾不上帮助小私募发展。政策及市场环境的限制，也使得期货公司在培育机构投资者的经验上明显不足。

期货私募关注度不断提高

2008年金融危机后，股票和债券市场暴露出巨大的风险，2011年至今的熊市让股票投资者都损失惨重。与此同时期货私募却涌现出了一批具有标杆意义的交易员。因此一些股票投资大户也开始主动和期货私募合作。

股指期货业务开通后，券商和期货私募合作的空间也不断拓宽。券商可以通过展示与期货私募合作期间的业绩，来吸引券商旗下的高净值客户；通过股指IB业务通道，向期货公司及期货私募输送了大量的客户。

由于银行担心期货私募无法妥善解决风控的问题，使得大多数银行无法深入到与期货私募的合作中。随着国债期货的推出，银行将通过对国债期货的研究和实践加深对整个期货市场的了解，进而拉近与期货私募的距离，银行与期货私募之间的合作空间或有拓宽。

（作者就职于期货资管网）

期货公司资管“大有可为”

■ 文/黄嘉星

2012年9月1日,《期货公司资产管理业务试点办法》(下称《试点办法》)正式开始施行。实施至今,该项业务开展顺利、运行平稳。结合我国期货行业所处的时代背景以及期货公司资产管理业务的运行现状,本文从产品业务和市场主体两个维度对我国期货公司资产管理业务的发展趋势进行分析。

集合产品和结构化是发展方向

我国期货公司目前仅能接受单一客户的委托开展资产管理业务。随着期货公司在“一对一”专户理财方面取得一定经验,期货公司获准为多个客户办理集合资产管理业务(即俗称的“一对多”业务)只是时间问题。

“一对多”业务可提高单个产品的管理规模,期货公司在单个产品中可运用的策略和可交易的品种将更为丰富,通过多样化投资可以更有效地降低组合风险,平滑组合收益。在“一对多”业务放开后,期货公司在和银行、保险、信托、证券、基金等机构的资产管理业务竞争上将获得更为平等的地位,不必再以“投资咨询”的名义借道这些机构的资产管理平台,或者向这些机构的“一对多”专户发行“一对一”产品等方式变相发行集合型产品,节约了管理成本。

另外,期货投资自身的高风险特征让许多投资者退避三舍,在“一对多”业务放开后,期货公司必然选择通过发行结构化产品塑造期货理财品牌。

最常见的结构化产品分为优先、劣后两层结构。

通过结构化的期货资产管理产品,在收益率稳定的情况下,既可以满足劣后资金的“高风险、高收益”要求,也可以满足优先资金的固定收益要求,同时,也有利于期货市场向“投资者机构化”的方向发展。

产品投资范围进一步拓宽

根据《试点办法》的规定,期货公司资产管理业务的投资范围包括:期货、期权及其他金融衍生品;股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券等;证监会认可的其他投资品种。

在开展资产管理业务初期,由于对其他市场缺乏深入了解,期货公司大体上还是选择期货品种作为主要投资标的,发行的对冲产品也基本上限于股票市场和股指期货的组合上。然而,面对几乎“全牌照”的投资范围,期货公司必将加大在其他市场的研究力度,开发以其他品种作为投资标的的产品。

另外,国内期货品种在不断丰富,期权品种也将推出,再加上对期货公司参与现货贸易和境外期货市场直接投资的逐步放开,这些都将进一步拓宽期货公司资产管理业务的投资范围,为期货公司发行真正意义上的跨地域、跨市场、跨品种的对冲基金铺平道路。

量化交易产品渐成主流

量化交易又称作系统化交易、程序化交易,其本质是策略研发人员根据自己对市场的理解,结合一些

数学原理建立数量模型，开发出一套包含买卖策略、资金管理、风险控制等要素的计算机程序交易系统，并用系统信号来指导交易。

与量化交易对应的是相机交易，又称作人工交易、主观交易等，其核心思想是：市场的价格波动受多方面因素影响，交易策略中包含了定性分析的因素，难以转化成计算机程序。相机交易为投资经理预留了主动判断的空间，更多的是依赖投资经理个人的投资理念和经验来指导交易。

从国外的经验看，随着电子技术的高速发展和衍生品市场复杂性的不断增加，越来越多的期货基金开始将产品开发的重心转移到量化交易上。根据 Barclay Hedge 的统计，量化交易产品在期货基金中的份额从 2000 年的 50% 左右上升到 2012 年的 80% 以上，已成为期货基金的主流产品。

在我国期货公司开展资产管理业务的初期，系统平台尚未成熟稳定，量化交易策略的数量有限并且缺乏具有说服力的实盘业绩展示，出于谨慎的考虑，期货公司并未大量发行量化交易产品。但随着期货公司在系统平台和量化研究方面的投入的增加，以上问题都将得到完善，量化交易产品将逐渐成为期货公司资产管理业务的主流产品。

“合纵连横”加强外部合作

其他资产管理机构大体上都遵循了“经纪—自营—资

管”的发展轨迹，而作为金融行业中较弱小的机构，期货公司直接从经纪业务跨越式发展进入了资产管理业务，既先天不足又起步最晚，在人才储备、客户资源、产品类型、系统建设等各个方面都全面落后于其他资产管理机构。

在这样的不利条件下，期货公司应加强与证券、基金、信托甚至银行、保险等机构之间的合作，共同开发产品，并通过双方营销网络进行销售。期货公司可以在合作中学习其他机构的产品设计及投资经验，并加深对股票、债券、基金等非期货品种的理解，有利于自身设计多样化组合产品能力的提高和实战经验的积累。另外，期货公司借助更为人知的其他资产管理机构发售产品，分享这些发行通道的声誉，可以提升期货资管品牌的认可度，有利于自身销售渠道的建设。

此外，由于长期以来一直只能从事经纪业务，期货公司严重缺乏具有实战经验的人才。在期货公司开展资产管理业务之前，期货私募组织实际上充当了期货资产管理者的角色，在实战经验和人才资源方面都有较好的基础。因此，除了加强与“正规军”合作，从私募、民间甚至国外吸引优秀的期货投资团队或操盘手加盟，或者向这些外部投顾提供通道业务，也将成为期货公司初期乃至未来一段时间内发展资产管理业务的一种选择。

财富管理中突出风险管理特色

在利用期货以及未来的期权等金融工具进行投资

“

期货公司可以在合作中学习其他机构的产品设计及投资经验，并加深对股票、债券、基金等非期货品种的理解，有利于自身设计多样化组合产品能力的提高和实战经验的积累。

”

方面，期货公司有着其他机构无法比拟的天然优势。由于商品和其他类别的基础性资产弱相关甚至负相关，期货公司可以利用在商品方面的优势开发产品，既可作为机构投资者和高净值人群的资产配置，又可以满足市场对绝对收益的需求。

然而，在“泛资管”时代，各类金融机构的资产管理业务在投资范围、交易策略和产品结构上的差异会越来越小，其他资产管理机构都已将目光投向了期货市场，将越来越多的期货品种包含到它们的理财产品中。在先天不足又起步最晚的不利条件下，如果只在财富管理市场开展业务，期货公司将与其他资产管理机构直接竞争，必然处于绝对下风甚至最终会被市场淘汰。因此，从长远而言，除参与到越来越同质化的财富管理市场，期货公司更应扬长避短，结合自身特点发展出与其他金融业态互补的资管模式，凭借专业优势在国内“泛资管”大军中突围，建立自身的期货资管品牌。

从最大化衍生品方面的优势出发，服务于实体经济和现货企业的风险管理将是期货公司开展差异化的资产管理业务的重要举措。区别于股票等其他投资工具，期货是一种基于现货的衍生产品，本身是一种风险管理工具。企业经营面临包括信用、价格、汇率、利率、流动性、策略、交易等各种风险。因此，针对当前我国企业较少运用衍生工具管理和对冲风险，企业大量的风险管理需求尚未得到满足的实际情况，期货公司可以利用自身在衍生品领域的优势为产业客户提供基于期现结合的避险产品，为产业客户的风险管理需求提供一揽子综合资产管理业务，在服务于实体经济和现货企业的同时实现差异化的资产管理模式。

发展公募期货基金

从募集方式来看，欧美市场的期货基金主要有公募、私募和个人管理账户三种形式，其中公募期货基金所受监管较为严格，但运作更加规范，投资门槛也

较低，非常适合中小投资者参与到专业性非常强的期货市场投资中。

事实上，在我国期货公司资产管理业务正式推出之前，我国已经存在期货基金，它们基本上是由私人性质的期货工作室、有限合伙和投资公司主导的地下期货私募。随着《试点办法》的实施，期货公司的资管平台将成为期货私募阳光化的一个重要通道。

另外，2013年6月1日正式施行的新基金法将衍生品作为基金财产的投资标的纳入到法律的层级，虽然未进一步明确期货投资基金这一基金分类，但可以预见，在不久的将来，期货投资基金必将正式纳入监管者的视野。

在非公开募集的期货资产管理业务充分发展以及期货投资基金的相关政策出台后，那些在规模、风控等条件上达到要求的期货公司将积极发展公募期货基金，这将进一步培育我国期货市场的机构投资者，促进期货市场的功能发挥，推动我国期货市场健康发展。

市场主体专业化和多元化发展

当前我国期货资产管理业务包含两类市场主体：一类是私募期货基金，他们长期处于不受监管的状态，在期货公司获准开展期货资管业务之前已经发展到一定数量和规模；另一类是期货公司，在其资管业务获批之后，短时间内得到了迅速发展，有赶超期货私募之势。

由于现阶段我国对私募基金的规范才刚刚开始，受制于大的法律框架，当前发展主体将以期货公司为主。然而，众多私募期货基金需要一个合法地位，另一方面，其他金融机构想涉足期货资管领域，也需要一个准入牌照，因此，随着期货资管业务的推进，除期货公司之外的市场主体也将得到有效监管和发展。

另一方面，当前无论是期货私募还是期货公司，其资管业务的资金募集、策略研究、交易管理、风险控制、运营保障、财务核算等工作都由一个主体承担，

部分人员和功能出现重叠，结果可能导致效率降低和风险提高。因此，不排除以上部分职能从原来的资管业务主体中独立发展出来，成为新的专业主体，这种变化将有利于各种业务功能主体发挥各自专业优势，并且使得它们之间的权责独立分明，有效分离资金募集风险和市场交易风险等。

比如，期货公司下属的资产管理部可能会独立发展为期货公司的资产管理子公司；在期货资产管理业务中负责策略研究的群组或个人乃至期货公司的投资咨询业务群组或个人，可能会发展为独立的期货交易顾问，受聘于期货资产管理机构；期货资产管理业务中的运营保障、财务核算等工作可能外包给专业的IT公司和财务公司负责。

除此之外，随着机构投资者和高净值人群逐渐将期货资管产品作为资产配置的一种重要选择，他们需要对相关产品进行前期调研和持续跟踪，这也将催生出权威和专业的第三方业绩鉴证和评价机构。

参照 CTA 模式建立市场主体的注册制度

随着我国期货资产管理业务的市场主体向专业

化和多元化发展，可能会衍生出类似美国 CTA 模式中的各种主体，监管部门可能会因此参照美国的 CTA 模式推出基金管理人、交易顾问等主体的注册管理制度，包括期货公司（或其资产管理子公司）、期货私募和其他希望参与期货资产管理业务的机构均需要根据相关功能注册为 CPO 或 CTA 等主体。CTA 注册制度的推出将推动我国期货资管业务向国际主流模式接轨。

最后需要说明的是，虽然 CTA 模式可能会成为我国期货资管业务的未来发展方向，但期货的资产管理只是期货公司的资产管理的一部分，期货公司资管业务的发展将不局限于在 CTA 模式的框架内。正如前文所述，期货公司的资管业务将在“泛资管”背景下结合自身在衍生品方面的优势向风险管理和财富管理两个市场结合发展，发行的产品将横跨不同地域、不同市场、不同品种。

总之，期货公司的资产管理业务所面临的机遇远远大于挑战，未来几年将快速发展，成为我国资产管理行业的一股独特新锐的力量。^[1]

（作者就职于广发期货资产管理部）

小贴士

根据美国《商品交易法》，CTA 模式中的主体可划分为：商品基金经理（CPO）、商品交易顾问（CTA）、期货佣金商（FCM）、投资顾问和交易经理。其中 CPO 和 CTA 是 CTA 模式中的核心。CPO 是基金的主要管理人，是基金的设计者和运作决策者，负责选择基金的发行方式、召集基金主要成员、决定基金投资方向和募集资金。CTA 受聘于 CPO，负责制定期货或期权的投资策略和对基金进行具体的交易操作。

不同参与者有不同的角色定位，但也有可能同一个主体兼具不同功能。各参与者之间的职责明确、各尽其职，又分工协作、相互协调。除了少数豁免情况外，CPO 和 CTA 都需要向商品期货交易委员会（CFTC）和美国期货业协会（NFA）注册，接受 CFTC 和 NFA 的监管。

商品价格形成基础： 不仅仅是“金融化”

编译/张静静

在过去十年里，大宗商品市场从默默无闻发展成一个由政策制定者和金融监管者严格审查的体系。全球生产率大幅升高，市场自由化和更加开放的国际金融市场推动了商品市场的发展。随着市场放松管制和技术快速进步，特别是在电子交易发展的背景下，商品市场的发展又反向促进了商品与金融的进一步挂钩，而这一过程被市场称为“商品金融化”。

一度被认为是神秘业务领域的大宗商品市场吸引了越来越多的金融参与者，但是，这也给市场带来一定的担忧——金融参与者究竟在商品市场中扮演怎样的角色？2007年至2009年间的食品和金融危机就曾引起大宗商品价格的剧烈波动，从而加剧了人们的担忧。

通过分析主要商品类别的产品特点、供应链、定价、流动性，金融中介，业界人士和衍生品市场之间的相互作用，我们更加全面地认识了大宗商品市场。同时，也体会到一点——商品价格形成的基础仍

是其基本面，而“金融化”只是起推波助澜的作用。

市场价格的决定因素： 供需基本面

实物商品市场和期货市场的价

表1 大宗商品价格形成的主要驱动因素

驱动因素	描述
商品特性	质量、可储藏性、可再生性、可回收性、可持续性、（最终）可利用性
供给因素	产品替代性和资本强度、产业链、可储藏性及可运输性、工业密集度、地理密集度（潜在市场）、科技发展、供应峰值和未来趋势
需求因素	收入增长和城市化、科技发展和替代品使用、长期习惯和人口特点、经济周期
外源性因素	“金融化进程”和货币政策、补助、政府调停（出口禁令等）、经济周期和其他宏观经济事件、科技发展、不可抗拒外力因素（天气等）
市场机制	微结构发展（市场竞争等）、国际认可的基准期货或实物价格的正常运转、国际贸易、大宗商品期货市场的扩张和“非商业参与者”的增多、期货市场的基础设施

格形成是特殊因素之间复杂的相互作用结果，如产品特点、供需因素、和外源性因素（见表1）。价格的形成依赖于大宗商品和期货市场高效的机制。过去十年里，市场微观结构的变化，如市场自由化、期货市场基础设施建设、国际贸易拓展等，同样改变了大宗商品市场的价格体系。

新兴经济体的增长（特别是中国工业消费）的背后是结构性价格变化。通过快速增长的国际市场，这种价格变化有助于加强实物大宗商品市场之间的联通，也增强了响应顺周期全球需求因素的能力。尽管产品和市场的特征引起了大宗商品需求增长放缓，但需求水平仍达到历史高位。

例如，技术变革促进了一些商品的替代功能的广泛使用（如玉米燃料和豆油制药产品）。新的基本因素可能因此影响商品需求及其价格的形成，最终可能增加与其他并不直接关联商品的相关性（如原油价格在玉米价格形成中所占的比重）。当然，值得注意的是，尽管技术变革引起的替代效应增强了商品间的相关性，但不同类型商品的影响因素和市场运行机制仍存在较大差异。

总的来说，可存储性、资本强度、产业链及工业集中度等因素是能源产品和工业金属价格的主要动因，即：这两类商品的价格形成基础主要是供给因素；农业和软商品

市场受到收入、价格弹性、需求预期及可能造成供给冲击的外源性因素（如天气事件或政府政策）的影响更多，即：这两类商品的价格形成基础主要是需求因素。

值得说明的是，由于较好的保值能力（在套利交易中），能源大宗商品和工业金属更依赖于复杂的机制及方便的融资渠道，即：这两类商品的价格受金融化影响更大。特别是近十年中，外源性因素在商品价格形成中的重要性在不断提升，但这种影响并不能取代供需基本面而成为商品价格形成的决定因素。

金融化对商品价格的影响：推波助澜

过去十年里，大宗商品市场与金融体系的频繁互动通常被称为“商品市场金融化”，这有赖于三方面因素：国际贸易、信贷管制放松以及电子科技的发展。

国际贸易与政府影响。跨国竞争伴随着更剧烈的价格短期波动。但是伴随这种波动的政府补贴计划支持了一些商品的人为定价，也降低了商品生产商的投资风险。大宗商品市场之间日益增强的联系和国际贸易强化了政府行为的影响，如出口禁令。

最值得注意的是，在一个开放市场模型中，直接市场干预与国际贸易无法通过创建激励机制来解决市场结构的根本问题。当一个国家

的财政能力降低，市场需要具有针对高波动性做出调整的能力。例如，在土地利用的机会成本很高（如美国小麦农场）或很低（如巴西蔗糖种植园）的农业和软商品市场，新技术、创新应用和基础设施的公共投资，可能是可取的政府补贴的替代品。在市场由于这种交易成本而无法平衡时，上述因素将支持更有效的土地分配。

信贷管制放松。较低的融资成本和下降的机会成本有利于商品储存（套利交易），尤其是那些拥有良好的“保值”属性的商品，如金属。这些情况都增加了金融参与者进入相关市场的机会和大宗商品交易机构使用财务杠杆扩大其物质利益的机会。因此，商品收益（占得比重越来越高）会稀释纯粹的金融资产收益（“池效应”），这个过程也将增加公司资产类别间的相互影响。

这种情况是由多种环境因素的联合效应导致的，包括国际贸易的增长和有形市场的跨国互动。由于广泛的扩张性货币政策，美国放松管制导致的有利监管框架，和有利于全球电子交易及促进期货市场可访问性的技术变革、方便的国际融资和信贷强化了国际贸易和跨国互动。

技术发展。技术的发展改变了大宗商品市场的基础设施，并激发了创新和更成熟的风险管理。这些变化为非商业性参与者提供了交易

机会进而增加了盘中交易量，但研究表明非商业性参与者在大宗商品市场中普遍扮演有益角色，而指数投资的增长也并未对市场产生扭曲价格的影响。

相反，禁止合法交易行为则可能导致以价格形成效率为代价的流动性损失。监管应以破坏性的交易行为为目标，如逼仓和市场操纵等。适当的监督机制和交易政策的监管是必不可少的，特别是涉及到处理复杂算法或高频交易时。然而，人们需要更多的时间和数据（如根据交易者交易量分类的综合数据）来完善金融参与者在交易行为中对价格形成的短期和长期影响的分析。

事实上，本世纪初期，当上面提到的所有因素与新生力量聚集在一起，经验证据表明，商品价格和金融指数之间出现了很强的正相关关系。自那时以来，这种正相关性在所有商品中均保持不变。总的来说，金融化过程增加了顺周期性，即增强了大宗商品市场在某一特定经济周期下应对来自金融系统短期波动风险的能力。但大宗商品固有的脆弱性（抗风险能力低）也一直对国际大宗商品市场的增长起到建设性的作用。只要政府不干预和遏制国际贸易的发展，金融化就是商品市场的新环境的一种必然发展结果。

早在金融危机爆发前，商业参与者（如商品生产者和商人）就通过在全球层面上迅速扩大他们的

现货业务活动来应对强劲的需求压力，而现货市场的强劲增长也成为期货市场发展和被高回报所吸引的非商业参与者入市（如投资基金）的基础。宽松的货币政策、交易方式的发展（如算法交易）、金融创新（如大宗商品指数）和更方便的国际融资渠道加剧了这种扩张。商品期货的国际贸易价值伴随着商业参与者的增加和他们对于期货市场的兴趣而飙升。

经验分析证实，期货头寸和OTC市场的稳定增长，以及商业期货头寸的扩张对期货市场价格的形成一直存在引导作用。与此同时，目前期货市场中非商业期货头寸的占比已经超过商业头寸，但证据显示商业参与者仍在引导期货市场的价格形成。

综上所述，跨境贸易以及技术平台使得大宗商品市场国际化程度越来越高，而信贷管制的放松则使得可存储商品在其商品属性（使用价值）之外又增加了金融属性，即：体现了部分类似货币或者贵金属的贮藏价值。但这并不意味着金融化将成为商品市场价格形成的决定性因素，相反由于商品的“贮藏价值”由其使用价值决定，基本面仍是期货价格形成的关键。

高相关性 ≠ 因果关系

原文通过对全球衍生品市场中主要商品价格形成影响因素的详细剖析得出了如下几个结论：第

一，商品价格影响因素包括产品特点、供需因素、外源性因素以及市场机制；第二，随着电子平台的发展、国际贸易的互动、非商业参与者在全球衍生品市场中的作用越发显著，但商品价格仍为商业参与者主导；第三，金融化过程固然在商品价格形成中起到了推波助澜的作用，但基本面才是商品价格的最终决定因素。

译者非常赞同原文观点，同时也想做一点补充。始于本世纪初的商品牛市，至今已经持续了十年有余。我们很容易将商品牛市与中国经济腾飞、美元进入贬值通道相联系，但正如文章所提到的一点，相关性高并不等于存在因果关系。中国因素的确成就了商品良好的基本面，但美元贬值和商品价格上行并非因果关系，而只是同一影响因素的不同反应结果而已。这一重要因素就是美国劳动生产率的回落。由于美国特殊的国际地位，美元在国际计价和贸易环节中仍充当着不可替代的角色。

因此，每当美国出现因劳动生产率下降而不得不增加资本投入以维持经济稳定增长的情况，流动性的释放就会顺理成章地推升商品价格。类似情况在20世纪70年代也曾出现。^[4]

（本文根据2013年6月CEPS-ECMI发布的报告《PRICE FORMATION IN COMMODITIES MARKETS: FINANCIALISATION AND BEYOND》编译，作者就职于南华期货研究所）

大宗商品现货市场的“去金融化”

■ 文/张一伟

2013年7月19日这一周，美国商品期货交易委员会（CFTC）向多家投行及金融机构、仓储公司发出通知，要求他们保留过去三年的电子邮件、文件和即时通讯消息，从而拉开正式调查投行大宗商品现货业务的序幕。

CFTC的这些举措，是按照美国参议院的要求开展的——美国参议员 Carl Levin 最近发起了一项关于华尔街大宗商品运营的调查案，怀疑银行暗中操纵商品价格。同时，美联储也称正在重新审议 10 年前的一项规定——允许银行经营除金融业以外的业务，例如收购公司、参与商品买卖、参与航运业务或石油金属的储存等。

在美联储的允许下，银行的大宗商品业务开始默默发展，并延伸至核心大宗商品工业的基本操作过程中。如今，以投行为主的金融机构已经控制了大宗商品的现货市场。由于利润丰厚和操作不透明，引发了市场对投行大宗商品业务的极大关注和不满。

最近，不断传出针对投行利用垄断地位操纵大宗商品价格的投诉、诉讼和媒体曝光，政府官员和业内专家也开始担心由此可

能产生的金融系统风险，以及处于垄断地位的投行是否会以损害消费者利益为代价获得超额利润的现象。由此可见，美国监管部门面临较大压力，加强大宗商品现货市场监管已成趋势。

投行垄断商品市场引不满

自 2003 年被美联储允许进入大宗商品市场后，投行等金融机构逐渐掌握了大宗商品现货和衍生品市场，并以隐蔽的手法掌控了大宗商品的生产、贸易和交易等全产业链，获得了丰厚利润。

例如，摩根大通拥有并从事多种现货商品的交易，包括原油、天然气和电力，并自称为“世界上最大的能源市场做市商”。2008 年，摩根大通通过收购贝尔斯登获得后者旗下的能源交易平台；2010 年，又斥资 17 亿美元参股商品交易商 RBS Sempra，由此拥有了 Henry Bath 金属仓储业务。据德银估算，实物大宗商品业务 2012 年为摩根大通带来的收入约为 7.5 亿美元至 15 亿美元之间，占其所有 FICC（固定收益、货币和大宗商品交易）业务收入 5% 至 10%。

摩根士丹利在美国拥有总储

存能力达 2670 万桶的油站，以及从密苏里州到阿肯萨斯州的 67 英里的输油管线。另外，蒙特利尔港口、波士顿电厂和中西部 6000 英里的天然气管线也与摩根士丹利有着千丝万缕的联系。根据《福布斯》杂志数据，隶属于摩根士丹利的 TransMontaigne 是一家独立运营汽油储存和终端销售的公司，也是美国第 17 大私人公司。摩根士丹利还拥有 Heidmar 油轮公司 49% 的股份。业务的集中令摩根士丹利获得了比其他交易商更多的讯息，从而使得其在美国油气资源方面的介入达到无可比拟的地步。

另一金融巨头——高盛则在 2010 年收购 Metro 后启动了金属交易业务，并逐渐成为伦敦金属交易所（LME）市场中极具影响力的机构。在能源方面，美国能源署（EIA）数据显示，2012 年高盛日进口 5000 桶原油至美国。同时，自 2010 年买下 Nexen 天然气交易业务后，高盛已跻身北美 10 大实货天然气交易商之列。

金融机构控制实体产业的模式为华尔街带来了巨额利润。在 2007 年至 2009 年期间，高盛和摩根士丹利的大宗商品交易达到 80

亿美元，占公司总收入的1/5。即使是在金融危机的监管调整之后，华尔街十大银行2012年来自大宗商品的营收仍达到60亿美元左右，其中包括实物商品和相关金融产品的交易。虽然金融机构赚得盆满钵满，但是美国经济和广大民众却因大宗商品价格被操纵而成了真正的输家。数据显示，美国民众每年因此多支付50亿美元。

随着投行在商品业务上赚得盆满钵满，公众对其不满情绪也逐渐高涨。俄亥俄州民主党人、参议院 Sherrod Brown 在参议院的一次听证会上称，针对华尔街资本和投行的大宗商品业务，现在有理由相信摩根士丹利操纵价格的可能性；同时，美国国会参议院常设次级调查委员会已经启动对高盛等银行在大宗商品现货市场中的潜在利益冲突展开初步调查，并要求美国证券交易委员会（SEC）协助调查投行在大宗商品市场交易过程中是否存在“内幕交易”的可能。

监管部门加强市场管理

虽然美国监管部门要求银行披露面对消费者的交易活动，比如抵押贷款，但对大宗商品业务却没有类似规定。因此，外人无法得知投行在大宗商品方面的营业收入及利润等信息。例如，摩根士丹利在过去超过十年的时间里，没有公布过任何大宗商品营业收入数据，只是提供一个按年变动的百分比。

投行在商品市场上交易信息披露，已经成为众矢之的。

与此同时，银行的主要监管方——美联储，在监管投行大宗商品业务方面显得苍白无力。鉴于大宗商品业务的复杂性和监管政策的模糊性，监管部门也很难在短期内对这一领域进行全方位扫描。而且，更令人吃惊的是，投行向不同监管机构和投资者披露的交易数据存在巨大差异，并且可能都不准确。比如，高盛2012年向美联储仅披露了1亿美元“大宗商品与其他”的交易收入，而在提交给SEC的文件中却表示，大宗商品交易带来的收入是5.75亿美元。实际上，行业内认同的高盛该年度大宗商品收入接近12.5亿美元。

摩根大通和花旗也向美联储和SEC披露了近似的数据。但不同于高盛的是，他们都在提交给SEC的文件中警告投资者称，数据并未全面披露该行的表现，因为扣除了利息收入，而这是交易收入“不可或缺的”组成部分。

由于披露的数据具有巨大不确定性，尝试区分银行的“纸面”商品投机和现货交易几乎不可能，而监管者现在针对的正是银行的现货交易。在监管缺位和信息披露严重匮乏的情况下，加之不断的诉讼和媒体曝光，无论是外界还是监管部门，都对投行的现货业务产生了极大的不满情绪。

很显然，此次美国监管部门在

大宗商品现货市场上掀起的风暴是2008年金融危机后加强衍生品市场监管的延续，是多德-弗兰克法案执行过程中的一部分，同时也反映了欧美商品现货市场的过度金融化和杠杆化。在需求低迷、监管缺位和外围极大不满的情绪下，大宗商品现货市场正面临一场去杠杆化的活动，金融机构在现货市场中所处的垄断地位和高额利润的美好时期将会消失，短期内会对商品的价格产生一些波动的影响。

LME 调整仓库管理规则

LME 在仓储方面的管理措施长时间以来一直受到各方面的指责。由于大宗商品用户此前在参议院会议上作证称，银行故意延迟运输货物来提高金属价格，美国国会议员便要求CFTC解释其对LME交易网络实施的法规。7月1日，LME的新东家——港交所宣布推出针对LME库存制度的修改提议，并开始向市场征求意见。

此前，LME的股东基本为投行，而投行近几年纷纷收购并控制了现货市场，尤其是仓储公司，从而使问题更为复杂。例如，从LME公布的全球认证仓库名单可以看到，目前共有719个认证仓库，其中Henry Bath控制着77个，MITS控制着112个。投行控股仓储公司从而拥有大量仓库的情况在LME并不少见。

而在LME注册的584个有

色金属仓储点中，绝大多数由 Steinweg(156 个仓储点)、Henry Bath(97 个仓储点)、Metro (92 个仓储点)、Pacorini (80 个仓储点)、CWT Commodities(30 个仓储点)和 North European Marine Services (NEMS, 21 个仓储点)等六家公司经营，他们合计掌握了 476 个仓储点。

2010 年，摩根大通在以 17 亿美元的价格收购苏格兰皇家银行 Sempra Commodities 的大部分业务时，将仓储商 Henry Bath 纳入囊中。2010 年，高盛以大约 5.4 亿美元的高价买下仓储公司 Metro。Pacorini、NEMS 则分别被嘉能可、托克收购。

根据 LME 现有规定，在一个地点持有超过 90 万吨金属的仓库公司，每天的最低交付量为 3000 吨。LME 仅仅设定了最低交付率，而无其他的要求。因此，仓库无需运出超过该数额的金属。由于金属在出库之前买方每日都需要向仓库支付租金，仓库为了赚取租金，有意在不违反规定的前提下拖延出货速度，从而导致有些金属的“名义供应量”相当充足，但贸易商却要排起长队“苦苦等待”并支付租金的局面。

另外，金属企业通常会将 LME 仓库中的现货金属按照一定的利率抵押给银行进行融资。而且，多数金属企业为了争取更低的融资利率，通常会和投行签订结构性仓单

质押融资条款，投行有权按照约定价格向金属企业购买库存，最终导致很多库存流入大型投行。投行通过斥资购买仓储公司，屯足现货，压低交割量，不仅赚取仓储管理费，而且坐享现货“身价”上涨。这也导致了一些公司控诉投资银行“人为”加剧金属供应紧张关系。例如，可口可乐公司就曾控诉高盛炒作铝价致使包装罐生产成本增加。

此次港交所全面调整 LME 金属库存制度的提议，仅针对那些提取金属排队超过 100 天的仓库，以确保其金属出库量高于入库量。根据新的提案，所有在 3 个月内入库的金属都要计入在内。若等待提货的时间超过 100 天，仓库将会释出额外的金属，规模由一个计算公式确定。

如果 LME 新仓库规则开始实行，将会使大量库存变成现货供应全球市场，对金属价格形成打压，同时也将对仓库利润形成直接打击。不过能否产生预期效果，还要看届时 LME 对新规的执行力度以及仓库是否有新的应对策略。因为，当 2012 年 LME 提高出库率时，仓储业迅速提高了租金以弥补金属外流所增加的损失。

投行脱离、重组现货部门

银行涉嫌滥用商品市场影响力操纵价格，是美国监管部门意图从严监管的起因之一。美国能源监管部门指出，摩根大通使用

8 种手段操纵电力市场。7 月 30 日，摩根大通同意接受 4.1 亿美元罚款的和解协议。近日，媒体关于高盛操纵铝价的报道见诸报端。在严厉的监管压力和舆论压力之下，一些投行不得不开始缩减或撤出大宗商品现货市场。例如，摩根大通集团 7 月 26 日宣布已完成内部评审，将为大宗商品现货业务另寻战略发展出路，其中包括但不限于出售、分拆大宗商品现货业务或寻求战略合作。摩根大通的实物商品业务主要包括 Henry Bath 金属仓储子公司资产，以及在纽约及休士顿的电力和石油实物交易团队。现已有消息称伦敦大宗商品经纪商 Marex Spectron 正在洽谈收购其 Henry Bath 金属仓储子公司资产。

而高盛已经把自己拥有的电力公司 Cogentrix 出售给了私募基金凯雷集团，从而大幅削减在电力市场的敞口。同时，有消息称高盛正在为出售其旗下的仓储业务 Metro 寻找买家。如果 Metro 被成功出售，高盛这个曾经的大宗商品市场巨头将大举撤出现货交易市场。

除去大小摩、高盛这三家在大宗商品领域最有实力的投行外，“紧急出售”的风潮也波及到了其他投行甚至中国买家。市场传闻称南非标准银行正在与中国工商银行洽谈出售其商品部门。^[4]

(作者系南华期货研究所高级总监)



陈方： 立足区域经济发展 勇于探索闯出去

■ 文/特约通讯员 孙靖曦

电视剧《闯关东》红透大江南北，不仅让观众对山东人有了更深层次的了解，也让“闯关东”的精神得以流传。

敢为人先，一往无前；自强不息，团结友爱；豁达包容，重义守信。

走入鲁证期货，你就能感受到这样一种精神。其“风控保障生存、专业提升效率、创新促进发展、诚信铸就品牌”的企业文化，与“闯关东”的精神一脉相承。他们立足山东本土特色，辛勤地耕耘着当地的市场，同时也有着闯出山东，走向全国乃至国际市场的信念。

保证金从1亿到30亿，注册资本从3000万到7.5亿，经营业绩从亏损到连续三年稳定在6500万。从2009年证监会启动期货公司分类监管以后，连续五年获得A类评级。这些鲜活的数字，证明着2007年完成重组以来鲁证期货的飞跃式发展。

或许是多年证券公司从业经历的影响，陈方自2006年接手泉鑫期货、齐鲁期货和三隆期货三家公司的重组工作开始，就从投资银行的角度去审视衍生品业务。与大部分被券商收购的期货公司“只重视股指期货准备”的发展思路不同，一开始陈方就把商品期货放在与股指期货同等重要的位置上，确立了商品期货和金融期货两手抓的发展战略。为了实现这一战略，鲁证期货在IT、研究、客服等基础设施建设方面做了大量工作，在逐步提高服务实体经济能力的同时，实现了公司业绩的飞跃式发展。同时，伴随着市场的发展，鲁证期货在创新业务的准备上也不遗余力，最终各项创新业务均赢得了市场先机。

满足社会需求是生存发展之本

作为国内GDP总量排名第三的省份，山东的商品现货市场十分发达。“可以说是全国商品现货基础最好的省份，在有色、煤炭、钢铁、黄金、石油、橡胶、小麦和棉花等品种上，相关生产、加工、消费和

贸易企业都有着巨大的风险管理需求。”说起山东辖区的商品资源，陈方如数家珍。“这样强的区位优势，一个鲁证期货根本就‘吃不完’，过去山东的期货公司没有做好，令人非常遗憾。”

然而，在2006年三家公司整合的时候，鲁证期货面对的却是这样一番景象。“当时有几组数据让我感到吃惊”，忆及当时的情景，陈方坦言。一组数据是2006年山东辖区期货客户的投资生命周期，平均仅为3到6个月；一组是当时公司的法人客户权益占比不到7%；还有一组是当时公司业务过度依赖居间人，居间人返佣比例高达80%。

“那时我陷入了思考，开始全面审视期货公司的价值。”陈方说。在2007年的年终工作会上，他提出“企业必须满足社会需求，期货公司也要体现自身价值”，公司必须提高专业水平，帮助客户实现保值增值，“这涵盖两个层面的意思，针对投机客户，要从延长其生命周期开始，最终实现其财富的增长；针对产业客户，要使其能确实实地利用期货市场对冲风险。最终实现公司与客户的共同成长”。

为了改变“抽血式”的经营模式，鲁证期货2008年对营业部考核指标进行了调整，首次将客户整体盈利指标纳入营业部的考核。陈方表示，尽管方向是对的，但在当时，部分营业部对新规是有抵触情绪的。毕竟整个社会对期货市场的

认识有个过程，期货公司对一线员工的引导也有个过程。

除此之外，陈方还要求公司提升自主开发能力，同时加强对居间人的培训和管理。在他的积极倡导和推动下，山东期货业协会出台了《对居间人的自律管理办法》，确定了作为期货居间人应符合的基本条件及后续培训制度，要求考不过期货从业资格的居间人不能开发客户。

在陈方心中，期货公司必须服务实体经济和产业客户的信念，从来都没有动摇过。为了使得这一战略落地，鲁证期货按品种成立了事业部，并要求事业部只能开发和服务与自身品种相关的产业客户。同时，鲁证期货加强了研发对产业客户服务的支持力度，将研发团队与营销团队有机结合，以实现研究所与事业部的无缝对接，提高业务开发的效率和增值服务水平。事业部营销团队专注于前台营销，研究所则根据前台的需要实时提供智力支持。各营业部与研发部门的协作也得到增强，营业部在客户开发尤其是产业客户的开发上具有较强的区位优势，但是营业部本身的研发能力较弱，难以独立提供产业客户所需要的专业化服务。因此，研发部门除了向营业部提供行情分析以及套利套保方案外，还不定期安排研发人员到相关营业部驻点交流指导。

近年来，伴随着国内商品期货上市品种的增多，陈方对于商品期货业务有了新的思考。“以前品种

少,推出个新品种,基本上倾全公司之力去做,但现在品种多了,期货公司必须根据自身的专业优势和技术力量,有所为有所不为。根据地域优势和专业人才积累,进行重点选择和突破。”陈方说,鲁证期货目前把钢材、石油、煤和橡胶以及具有山东优势的农产品作为突击的主要方向。比如,山东地炼企业众多,炼油能力达6000万至8000万吨。但大多数是民营企业,没有石油进出口权,拿不到油。在听说国内要推出原油期货后,这些企业特别感兴趣,希望能通过期货市场有所作为。在这方面,期货公司可提供服务的空间很大。

不断创新才能永葆企业活力

尽管地处山东,鲁证期货的创新意识却十分强烈,在资产管理业务和风险管理子公司等业务上均获得了首批资格。

目前,鲁证期货的风险管理子公司已经在深圳前海设立,并已经开展了一些业务。“初期主要还是基差交易,涉及品种有农产品和钢材,同时也开展了一些仓单质押业务。”陈方说。

除了风险管理子公司的业务外,资产管理业务也已顺利平稳起步。“资产管理业务对期货公司来说至关重要,它与目前的通道业务是一个服务链条的两端。”陈方非常看好资产管理业务的前景。他认为,欧美市场最初也有大量的散户,

但目前散户占比不足10%。未来证券公司的散户会减少,期货公司也会如此。总体来说,未来期货公司整体的经纪业务会萎缩,资产管理业务的规模会不断扩大。

据介绍,鲁证期货目前已经推出了5个资产管理产品,以主观交易策略为主,都实现了正收益,最好的年化收益率近50%,而且净值增长非常稳定。“在产品规划上,初期以收益稳定、风险较低的套利产品为主,在不断提高资产管理业绩的基础上,保证业务稳健起步。”陈方表示,未来要把鲁证期货打造成客户信任的资产管理品牌,建立起涵盖产业客户和自然人客户,满足不同风险偏好、不同投资收益需求的产品体系,成为客户真正意义上的财富伙伴。

“期货资管起步之初,一定要谨慎,不能操之过急。”有着多年证券资产管理从业经验的陈方,对于资产管理业务有着深刻的认知。“按照规定,证券和期货资管的投资范围是一样的,但目前股市整体处于熊市,期货公司设计的某些产品还是更容易被客户接受的。从证券经验看,以前证券和基金发的产品,一旦出现问题,客户的信任感就很难恢复。因此,期货公司资管业务起步初期主要的考量指标不是业务规模大小,而是投资业绩。”

对于期货资产管理业务来说,人才非常关键。据介绍,鲁证期货的资产管理人才一是通过对外招聘

和引进,一是通过内部研发培养,还有就是通过与外部的私募合作。“在私募合作方面,我们非常谨慎。”陈方介绍说,从选择到合作一般要很长的时间,会对私募的投资策略进行较长时间的跟踪和测试。

“伴随着未来一对多资管业务的放开和规模的进一步壮大,营业部将成为诸多金融产品的重要的营销平台。”陈方表示,这需要营业部不断地提升专业能力,将产品原理解透。

作为鲁证期货的掌舵人,陈方还经常从行业发展的角度进行思考和探索,有时也会在媒体上就期货公司的创新业务鼓与呼。

“关于期货公司的定位是我从入行以来就一直在考虑的问题。从国际市场看,北美等地区大的投行中,衍生品都不是独立的业务条线。我国的行业分类是比较特殊的,将期货划分为一个独立的行业。”陈方表示,其实,期货公司无论是投行的一部分业务,还是独立的公司,关键是考虑清楚能干什么,作为一个专业机构是否做了专业的事情。

证券公司的业务主要是资本业务、资本中介业务(融资融券、股票质押回购业务等),期货公司的业务则应当主要是风险管理中介。“金融机构的本质就是经营风险,将客户风险转移到自己手中,再利用自己的专业能力将风险分散掉。在这方面,期货市场空间巨大。”陈方表示,目前,银行的货币互换、

“

金融机构的本质就是经营风险，将客户风险转移到自己手中，再利用自己的专业能力将风险分散掉。在这方面，期货市场空间巨大。

”

利率互换已经运行得较为成熟，证券公司的 OTC 业务自 2008 年起就陆续开展，期货公司的场外 OTC 业务却还未起步。未来，期货公司完全可以开展 OTC 业务，实现风险管理中介的真正价值。

以合规、研发和 IT 提升核心竞争力

风险控制是金融企业的生命线，合规经营是期货公司生存发展之本。期货公司必须扎实建立和有效执行风控和内控制度，合规经营。“自 2007 年以来，鲁证期货花了很大的力气来进行制度建设和业务流程的梳理与再造。”陈方表示，公司合规文化建设是一个长期、系统的工程，需要公司上下的共同努力，随着市场环境和公司发展的变化，不断加强和完善。

在业务规章不断完善的同时，鲁证期货也不断进行经营模式的转型。在 2007 年提出“商品、金融两手都要抓”、“改抽血式盈利模式为与客户共赢的盈利模式”的经营思路后，又陆续提出“要逐步形成技术系统安全、研究服务到位、风

险控制严密、网点布局合理、业务种类齐全的期货公司”、“要持续优化客户结构”、“要把工作重点放在为产业经济和实体企业服务上，要与实体企业共同成长”等经营思路。近几年，随着新业务、新品种的不断推出，带动了越来越多的产业客户和机构投资者进入期货市场，鲁证期货又提出“以自身的专业能力帮助各类交易商实现其资产的保值、增值，与我们的客户共同成长”、“为实体经济服务，为整个社会发展服务”等价值观。

过去几年，鲁证期货不断增强研究力量，目前已经形成了四十余人的专业研究团队。除了山东当地的研究部门，还在北京设立了研究部门。“考虑到金融期货和人才引进的需要，公司也正考虑择机在上海成立研究部门。”陈方介绍说，经过这几年对期货市场功能的不断再认识，员工的观念在逐渐发生变化，公司的经营模式也在悄然转变。除了产业客户的团队开发外，公司还加强与银行、证券、保险、信托等金融机构的合作力度，共同设计金融产品，争取实现客户资源共享。

在提供优质研究支持的同时，鲁证期货在信息技术上也十分“大手笔”。据悉，一方面鲁证期货每年有千余万的技术投入，“两地三中心”技术系统构架已运行了近三年，同城及异地灾备中心均具有与生产中心同等标准的机房基础设施、软硬件环境，在发生灾难性事故时可快速接替生产中心核心系统各项业务，从而保证了客户交易的连续性和稳定性，极大地降低了公司信息系统运行风险；另一方面培养和引进了一批业务水平较高的技术人才，使公司的信息技术系统达到了业内较为领先的水平。目前，鲁证期货的信息技术系统评级是业内唯一的四类标准。

“与券商类似，期货公司许多新业务的开展都是以 IT 和结算部门的技术准备为前提的。这两块不行，将成为公司发展不可逾越的障碍。正所谓成也信息系统，败也信息系统。不出事还罢，一出事就是大事。”曾经在证券公司管理过 IT 部门多年的陈方，一直都非常重视信息技术系统的建设。“以前是 IT 跟着业务走，未来一定会实现 IT

推动甚至引领业务发展。目前，国内互联网企业对金融行业的挑战就是很好的例子。”

走向全国，融入国际

过去几年，在做精做深山东市场的同时，鲁证期货还不断完善全国市场的网点布局。目前，鲁证期货共有员工近500人，除了在山东辖区的8家营业部外，在北京、上海、杭州、深圳等大中城市均设有分支机构，营业部总数已经达到23家。同时，还依托齐鲁证券遍布全国各地的170余家营业网点，形成了覆盖全国的服务网络。

“虽然山东市场很大，一个鲁证期货‘吃’不完，但从长远发展来看，触角伸出去是必须的。毕竟区域经济优势和资源分布不同，期货公司不仅要经营风险，还要经营信息。”陈方介绍说，公司在网点布局上主要考虑三方面因素：一是

品种与资源分布，二是证券公司营业部集中地，三是监管政策。“近两年来，公司营业网点布局有所放缓，主要原因还是缺人，尤其是营业部经理人选。”

虽然境外业务仍未开闸，但鲁证期货一直在为进军境外悉心准备。2007年重组完成后，鲁证期货就开始分批派员工参加香港从业资格考试，并不断引进具有海外学习、工作经历，具备较强外语沟通能力的人才。2010年，鲁证期货还专门成立了境外业务筹备小组，对境外法律环境、交易制度以及整个业务流程等各方面进行持续深入的研究和准备。同时，鲁证期货还将依托齐鲁证券在香港的分支机构，积极进行国际业务的学习和尝试。“从长期来看，期货市场的开放是必然的。”陈方表示，一旦放开境外设立子公司业务，鲁证期货就会马上申请。

对于近期备受市场关注的广发期货境外并购案例，陈方表示关注。“境外并购是国内期货公司的有益尝试，虽然并购带来的业务增长在财务上什么时候能反映出来还不知道，但海外并购对本土机构的发展，特别是人才和技术的引进是有益的。”

在积极布局全国和为国际化做准备的过程中，鲁证期货的上市事宜也在积极推动。目前，鲁证期货已经正式更名为鲁证期货股份有限公司，并基本完成券商的上市辅导。“上市所带来的融资机制对期货公司的长远发展意义重大。”陈方表示，随着越来越多的新品种和新业务推出，期货公司的资本靠单一股东的支持已不可持续。其次，资本业务、资本中介业务、风险中介业务都是资本消耗型业务。再者，期货公司的兼并重组，也需要资金的支持。■



陈方

人物档案

现任鲁证期货董事长、齐鲁证券副总裁、山东省期货业协会会长、中国期货业协会第三届理事会理事兼纪律委员会主任委员，系济南市市中区首批金融商务高端技术人才，曾获“2010年山东十大财经风云人物”称号。

自2001年起，先后担任齐鲁证券研发中心总经理、北京营业部总经理；2004年至今，担任齐鲁证券副总裁，曾先后分管研究、信息技术、投资银行、证券投资和资产管理等业务；2006年9月至今，兼任鲁证期货董事长。

陈方高度关注中国期货行业的发展，是业内致力于期货市场功能发挥的主要倡导者之一。他经常以各种方式为行业发展献计献策，曾发表多篇专业文章，并积极参与行业前沿课题研究。

对话陈方： 一个优秀管理者的“舍”与“得”

■ 文/特约通讯员 孙靖曦

沉着、稳重、坚定，说起话来铿锵有力，目光如炬。坐在陈方面前，你会油然而生一种力量。这种力量，是一个拥有丰富证券和期货两栖从业经验的管理者，在岁月中的沉淀；这种力量，是一个在不断变幻的时代大潮中把握航向的智者，在风浪中的历练。

与业内某些期货公司的领军者不同，陈方的入行承载着更多的使命和责任。但在监管部门及社会各界的支持下，在他和他的管理团队的带领下，鲁证期货不仅成功地将被动化解风险转为积极打造发展平台，重组当年实现了扭亏为盈，还一步步从一家小公司成长为具有全国影响力的大公司。走来的每一步，都充满了挑战与艰辛。在发展过程中，每一个关键时点的转型，陈方都拿捏得恰到好处。

“作为一名管理者，必须要处理好短期利益和长期发展的关系，要把握舍与得。”这是在采访中，陈方一再强调的话。

《中国期货》：您是2006年由山东辖区三家公司风险处置而临危受命进入期货行业的，应该说当时您的入行是备受业内关注的。能否谈谈当时的情况？

陈方：2006年，山东辖区三家公司出现风险，山东证监局主导处置，由齐鲁证券来协助做这个整合工作。我原来在证券公司工作多年，经历了中国证券市场的五年熊市，对证券公司的风险有自己的认识和理解。2005年齐鲁证券开始为备战股指期货做准备，我当时分管这项工作。因此2006年7月份，我被组织上安排兼任泉鑫期货董事长，具体负责三家公司的风险处置和重组工作。

合并重组在当时的期货行业还是很少见的，压力也比较大。在当地政府和山东证监局的指导和支持下，重组工作进展得比较顺利。2006年9月18日，首先对泉鑫期货完成了重组，将注册资本由3000万元增至5000万元，解决了

泉鑫期货自有资金匮乏的问题；随后以泉鑫期货为平台，接纳了齐鲁期货的客户和员工，再收购三隆期货的期货类资产，一并化解了三家公司风险。2007年2月，整合后的期货公司更名为鲁证期货经纪有限公司。这种“削枝强干、合三为一”，将被动化解风险转为积极打造发展平台的做法，获得了山东省政府的肯定。同年，鲁证期货获得了“山东省金融创新奖”。

《中国期货》：重组完成后，鲁证期货确立了怎样的定位及发展思路？

陈方：2006年，正值券商大举收购期货公司之际，一些券商系期货公司一开始的定位就是全力备战股指期货。我们当时没有完全这么做，而是把商品期货放在与股指期货同等重要的位置上。

我们这么考虑有两方面原因，一是从国际市场来看，虽然金融期货的交易量很大，但是它替代不了商品期货。商品期货金融属性的不

断凸显，使其已成为大型投资机构构建投资组合时的必选品种。随着我国对国际大宗商品依存度越来越高，大量实体企业需要通过期货市场规避风险，实体经济的发展需要一个成熟的商品期货市场。期货公司作为专业的风险管理中介，如果缺失商品期货方面的服务，其社会经济功能的发挥是不完整的。二是股指期货何时推出，当时是不清楚的，如果放弃商品期货这块业务，公司将面临人员不能有效安置，没有收入来源，只能靠吃有限的资本金度日。因此，我们留住了原有三家期货公司的业务骨干，潜心研究商品期货，同时也是自食其力。这也是在告诉员工，要对股东的资金负责。我们当时确立了“商品、金融两手都要抓”的经营思路。后来公司的发展证明我们当时的决定是正确的，不仅实现了重组当年即扭亏为盈，还为公司后续的发展打下了基础。

《中国期货》：根据您当时的定位，鲁证期货做了哪些调整和转型？

陈方：重组完成后，公司面临客户整体亏损严重、为产业客户服务的能力几乎没有、业务拓展过度依赖居间人等很多问题。首要的转型是“改抽血式盈利模式为与客户共赢的盈利模式”、“持续优化客户结构”。当时我提出“改变目前以散户为主的投资者结构，大力发展机构投资者”，要求提高员工自主



开发客户能力，并先后在济南和北京成立了研究部门，同时针对上市品种成立了事业部，并要求这些事业部不能开发散户，也不能开发其他品种的产业客户，就是为了培育员工的专业能力。在年末考核中，重点不是看其资产规模，而是看其专业能力的提升，以被服务企业的满意度作为衡量标准。

随后，我提出“建立技术系统安全、研究服务到位、风险控制严密、网点布局合理、业务种类齐全的期货公司”、“以自身的专业能力帮助各类交易商实现其资产的保值、增值，与我们的客户共同成长”等经营理念。通过持续投入，我们汇集了一批在国内外金融领域和现货领域工作多年的专业人才。同时，我们倡导“信息技术先行”，在行业内率先完成了交易系统的“两地三中心”部署，并成为业内唯一一家达到信息技术四类评级的期货公

司。通过这些努力，逐步改变主要依靠价格竞争的经营模式，公司在服务实体企业和地方经济的同时，自身也得以发展壮大。

为改变“抽血式盈利模式”，我们在对营业部的考核中，增加了整体客户盈利指标和持仓成交比指标，引导营业部提高对客户的服务能力，通过解决产业客户的实际问题，实现“公司与客户共同成长”。这是个非常痛苦的转变过程，有些员工坚持不下去了，管理团队坚信如果不这样做，也许客户资产规模在短期内会增长得更快些，但凡事有失就有得。通过这样的调整和转型，公司客户结构显著优化，自主开发能力和服务水平得到了有效提升。2012年底，我们自主开发客户资产规模占比已经达到50%，法人客户权益占比达到35%。

在金融期货方面，初期鲁证期货的股指期货占比并不是很高，近两年才慢慢提升。这主要是我不主张在股指期货推出初期，期货公司就主动、大量地去证券公司开发客户。因为当时完全解决不了客户的亏损问题，很容易导致证券公司（股东单位）客户资源的流失。对于期货公司来说，必须要不断提升自己的专业能力，才能更好地服务客户。随着投资咨询和资管业务的推出，公司已有手段为客户提供增值服务，因此我们近期也开始加

大了和券商IB端的合作。这也是我一直强调的，无论面临怎样的压力，一个管理者必须处理好短期利益与长期发展的关系，要学会舍与得。

《中国期货》：您刚进入期货行业时对期货的认识是什么，如今的认识又是什么？

陈方：刚接手期货的时候，山东辖区7家期货公司，规模最大的保证金也就几千万，完成三家公司的重组后，保证金加起来也才一个亿。不仅业务基础差，期货公司管理人才和专业人才严重匮乏，高管缺失，部分期货公司信息技术部甚至只有一个人。员工收入也很低，一个基层员工只有几百元的工资。那时的期货公司就是个小作坊，与现代金融企业相去甚远。

近年来，随着期货市场规模不断扩大、品种不断丰富、法律体系日益健全、功能日益显现，我国期货市场已经具备了在更高层次服务实体经济的能力。整个行业对期货市场的功能和期货公司的职能定位，越来越清晰。期货市场必须立足实体经济，期货公司必须服务产业和机构客户，已成为共识。这是很大的进步。目前，鲁证期货已经提出了由通道服务向产品化服务转型的思路，通过资管和子公司业务平台丰富公司的产品线，以满足多样化的客户需求。

《中国期货》：近两三年来，伴随着行业的快速发展，期货业又出

现了几例并购和整合的案例，您如何看待这种现象？

陈方：金融企业通过兼并重组实现快速扩张是必然手段，中外这种案例都有很多，因此这应该是一个发展方向。过去，期货公司规模小、数量多，确实给行业发展带来了很多的负面影响，比如资本实力弱、专业能力差，无序竞争愈演愈烈。提高行业集中度能在一定程度上改善这种状况，有助于期货公司的做大做强。

是否要对外并购，公司当然要从财务角度去考量，但更关键的是战略上的考虑，即企业通过并购到底要得到什么，每家公司的战略思考会有不同。并购只是第一步，并购后能否形成正效应，这就要看公司的定位是否准确，是否贯彻了既定的战略以及管理层的整合能力。当时鲁证期货的整合，面对的也是迥然不同的三个文化，我们通过积极引导，用基本价值观把经营理念统一起来，没有因内部文化碰撞而带来内耗。

《中国期货》：您认为一名优秀的管理者最重要的素质是什么？

陈方：高管首先也是一名员工，勤奋敬业和团队意识是每位员工必须具备的基本素质。我坚信“天道酬勤”。而团队意识则是企业专业能力和竞争能力的前提，其重要性不必多言。

另外，作为一名管理者还必须具有大局观。一方面是说对行业的

发展要有前瞻和预判能力，对市场的需求要有敏感的察觉能力，针对市场变化，要敢于摒弃传统理念，探索适应未来发展的、适合公司实际的商业模式。不拘泥于一城一地的得失，紧紧盯住既定的战略目标。另一方面是说，要抓方向、抓大事，在引导员工的同时，充分放权，发挥团体的力量。原则问题不让步，不要过于计较细枝末叶。再一个就是包容，带团队的人必须包容，要承认个体差异，用人之长，容人之异，容人之短，特别是“己所不欲，勿施于人”。

《中国期货》：作为一名公司高管，您平时有什么兴趣爱好？

陈方：过去兴趣爱好不少，但现在空闲时间不多。随着年龄的增长，确实体会到要加强锻炼，承担繁重的工作必须有健康的体魄和充沛的精力。

《中国期货》：过去7年的期货从业经历中，您有没有什么感到艰难或者特别欣慰的事情？

陈方：万事开头难，最初起步阶段确实有些难。但令我欣慰的是，经过几年的努力，公司逐渐走向正轨了。由于年龄的原因，我不一定能带领鲁证期货走到最辉煌的时刻，但我相信，我和我的管理团队现在所做的一切，方向是正确的，是在为公司未来的辉煌奠基铺路。这是我们团队的每一位成员甘愿付出，不断努力的源动力。■



青春与党团同行 梦想共期货远航

【编者按】

“青春”与“梦想”从未像今天这般被广泛谈论，大银幕上轮番放映着与青春有关的故事，人们憧憬并践行着属于自己的“中国梦”。经过二十几年的发展，我国期货行业正散发着满溢激情的青春活力。如今，朝气蓬勃的青年人已成为我国期货行业改革创新的生力军，他们正用自己的聪明才智在实现“期货梦”道路上努力奋斗。

中国证监会党委书记、主席肖钢在题为《与年轻的资本市场共进》的“五·四”寄语中说道：“关注关心关爱青年，支持青年成长成才，这是各级党团组织的责任和义务。”近年来，我国期货行业的基层党团组织从无到有、不断完善，并围绕公司发展目标和文化建设开展了丰富多彩的活动。本期“文化·生活”精选了期货行业青年员工参与党团活动的文章，让我们同他们一起，感受“青春”与“梦想”。

晨 · 希望

文 / 王兵

今年上海的夏季不仅比往年来得早了许多，也热烈了不少，连天的高温让人无处可躲。即便是透不过气的温度，对于一个非宅男来说，坚守空调房也简直如梦魇一般，“在路上”——才是我的墓志铭。

选了一个周日的清晨，天边刚泛起鱼肚白，一个人拎起背包，揣上相机，循着光阴的脚步，漫无目的地穿梭在上海的里弄巷子，感受这座魔力之城深处的“吴侬软语”。

历史像一位老人，从容地安排着一切。信步游走，竟然到了新天地。

天未大亮，从一家家门店的玻璃窗透出来的灯光，仿佛记录着刚刚走出来的红男绿女仍未散尽的暧昧。然而真正吸引我目光的，却是远处一栋旧建筑。古铜色的铭牌上篆刻着属于它的历史，这里就是原法租界望志路106号(今兴业路76号)，中国共产党的摇篮——“一大”会址。

晨光初露，日影投射在这栋著名的石库门房屋上，给原本青红相间的外墙砖瓦增添了许多历史的厚重感。那带有殖民地色彩的矾红色半圆形门楣，呈现巴洛克式卷涡状水草花纹。粗重厚实的花岗岩门洞下，我仿佛看到如潮的人群正从各地涌来，争相瞻仰这红色火种的传播地。叩响那对黑色石库门上的闪亮铜环，人流与历史在这里交织，肃穆与景仰凝聚成一种力量。

因为来得太早，我只能不停地用相机来记录此景，而用双眼来尽力感受这历史的厚重，拼命想象这一砖一瓦背后放置的那一方小桌，那十几把椅子，那些印证着辉煌的泛黄的书卷。

1921年，也是这样一个热烈的夏天，他们操着不同的口音，从全国不同的地方朝着同一个目的地匆匆赶来。如此秘密的行动，以至于1952年谢觉哉在回忆当年的情景时说：“一个夜晚，黑云蔽天，忽闻毛泽东同志和何叔衡同志即要动身赴上海，我颇感到他俩的行动突然，他俩又拒绝我们送上轮船。后来知道，他俩是去参加中国共产党第一次全国代表大会——伟大的中国共产党诞生的大会。”那盏乳白色荷叶边灯罩下，在1921年7月23日那天曾散发出黄晕的灯光，屋外是沉沉的夜，它指引的是摸黑前行的路人。

毛泽东、何叔衡、董必武、陈潭秋、王尽美、邓恩铭、李达、李汉俊、包惠僧、张国焘、刘仁静、陈公博、周佛海，共13人，代表当时全国50多名党员，同时还有共产国际代表马林和尼柯尔斯基也出席了会议。不得不说，对于一个从未经历过那段如火如荼岁月的80后新青年，能如数家珍般写下这些伟大的名字已实属不易。可这些伟大的名字所折射出的不屈不挠精神，在这个物欲横流的当下又有多少人还能铭记？

天已大亮，阳光如利剑般直透眼眸，我本该陶醉在这晨光里。如今的社会，我们已然不再需要当年英雄般的战死疆场革尸还，但委以立足的仍然是这先辈传下来的不屈不挠的精神。在金融行业涤荡许久，每天充斥脑海的字眼是股票、套利和多头空仓等等，能做到不陷于这金钱的泥流，遵循“君子爱财取之以道”的古训，恪守这行业的底线，以这行业为荣，就显得弥足珍贵。我想这也会是一个摇篮，只孕育希望。■

(作者就职于新湖期货企业发展部)

百年沧桑 历史巨变

■ 文/朱蓉

“七一”前夕，公司党员在上海期货同业公会组织下参观了中共“二大”会址。我作为入党积极分子实地接受了一次党的基础知识教育，重温了党的革命历程。通过此次参观，我进一步了解了党的成长发展历程，深切认识到党在革命历史发展过程中所起的中流砥柱作用，同时，更坚定了向党组织靠拢从而早日入党的信念和理想。

走近成都北路石库门里弄式的“二大”纪念馆，周边绿树成荫，碧草和青竹环绕，让人深刻感到这座上海典型建筑的庄重大气、巧中见精，凝重的历史感涌上心头，一种庄严肃穆的崇敬感从心灵深处发散开来，“辅德里”三个字更是熠熠生辉。

在讲解员的介绍下，我们认真观看了展馆内放映的多媒体资料、陈列的文字资料。墙上展示出的一幅幅历史老照片，仿佛让我们身临其境，轰轰烈烈的大革命情景又浮现在眼前。一幕幕感人的场面向我们阐述着无数革命先烈们追求真理、前赴后继、勇于牺牲的可歌可泣的英雄事迹。我深深体会到他们当时对共产主义的坚定信仰，感受到如果没有他们，就没有今天的我们，没有中国共产党就没有今天的新中国，一种无法言表的肃穆感油然而生。

随着讲解员的移动，我看见了在橱窗里展示的那些先烈们生前所用的物品。他们用的东西是如此朴素

和简陋——褪色的衣物、生了锈的笔、泛着黄的文稿。为了党的事业，为了穷苦百姓的幸福生活，他们默默地付出了太多太多，甚至于自己的生命。我的眼眶开始慢慢湿润。

随后，我们一起参观了平民女校陈列馆。这是中国共产党创办的第一所培养妇女干部的学校，培养了一大批妇女干部。大家从她们的教室、宿舍和缝纫工具中感受着革命岁月的艰辛，从文字介绍中感受着平民女校的创办人和学生们对革命的热情与执着以及对知识与自由平等的渴求。

从平民女校出来，大家一起畅谈这次红色之旅带来的感动。对党的忠诚、对革命的热情、对信念的执着、对知识的探索和对困难的乐观，是上个世纪血雨腥风时期共产党人的品质，也应该成为新世纪共产党人的品质。新世纪女性虽勿须面对血雨腥风的洗礼，但也应在竞争日益激烈的大环境下塑造着自立、坚韧、自强的形象，发挥半边天的作用。

通过此次活动，我学习到的不仅仅是一段党的历史，而且是将陪伴我一生的那一份被点燃的爱国精神，那一种面对困难永不放弃、永不服输的坚持与执着。“星星之火，代代相传”，让我们将这青春之火、奉献之火、爱国之火、中华民族复兴之火燃烧得更旺、更长久。■

（作者就职于华闻期货）

点亮心中的灯

■ 文/徐涛

叶底藏花一度，梦里踏雪几回，心中若有灯，有灯必有人。

白天，拥挤过熙熙攘攘的人群，越过围栏，穿过弄堂，任凭着马路边老人手中沙哑的收音机咿呀呀地叫着，我顾自向前走，默默地感受着人生从我指缝中流过；夜晚，凉意隔窗而来，心如止水，在夜色中，无涟无漪，掀起记忆的尘封，阅尽人间的沧桑，演绎生命的纯真。

我工作后的每一天，几乎都是这么度过的。当初的新鲜感早已消褪，每当早晨的阳光刺入我的眼帘，我总想起一句话：每天早上叫醒我的不是闹钟，是梦想。

可实际上是这样吗？我的梦想如今还在我的心中蠢蠢欲动吗？我的内心还是如当初那样拳拳不安吗？我的灵魂还是如年轻时那般躁动不已吗？

精神深处的歇斯底里常常让我困扰，眼神余光中的落寞无奈也常常让我迷茫。但每当我逆风而行，我心里还是会响起这样的声音：是的，我还没有变，我还是那个拥有着梦想的追风少年，还是那个看了《创世纪》后激动的野心家，还是那个谈起梦想会两眼放光的傻孩子……

一个人如果没有梦想，那和咸鱼有什么分别——这是王家卫导演《重庆森林》里的一句台词。这句话，我一直奉为至理名言。人的一生，注定要经历很多——一段路上，是朗朗的笑声；一段路上，有委屈的泪水；一段路上，在懵懂地坚持；一段路上，却茫然地取舍……

因为有梦，我们不会忘记爱与被爱的每个时刻，那些逝去的日子也曾照亮我们的生命，它必将令我忆

起智慧，创造生命的丰盈；因为有梦，即使知道不管梦想是什么，只有带着淡然的态度，做好当前的事情，才能如愿以偿。无论你选择做什么，那都是理想的未来。

因为有梦，我认真过，改变过，努力过，于是开始幻想踮起脚尖就能更接近阳光……

人生短短数十寒暑，时光荏苒，岁月鸿蒙。一旦他日韶华已逝，回顾自己的人生，如果总是存在着理想的缺憾，我想我自己无论如何也无法宽恕自己。我的理想就是做一名基金经理，所以我对我的研究工作充满热忱，不知疲倦。

身边的人常常笑话我，认为我总是不自量力，认为一介非名门出身的后生，何德何能与江湖大佬比高低。诚然，毕达哥拉斯的智慧，亚里斯多德的眼光，尼采的深邃，柏拉图的淡然，我都没有。但是谁又能说，后天的勤劳不能弥补先天的不足？

每个人心中都有一个梦想，但往往受制于现实的无奈而逐渐泯灭，但这不能成为它沦丧的借口。

生活，有梦更美好，国家也是一样。

“实现中华民族伟大复兴的中国梦，就是要实现国家富强、民族振兴、人民幸福。”国家有梦想，人亦有所益。人没有梦想，成为了咸鱼；国家没有了梦想，就会成为一艘沉船。中国的梦想背负了更多的沉重和苦难，而这一切梦想的实现，需要以我们每个个人的梦想实现作为基础，实现小我之后，方能让我实现更为长远的目标。

点亮心中的灯，有灯，有人……

（作者就职于浙商期货研究中心）

扛鼎

——写在读完《苦难辉煌》之后

■ 文/黄邵华



“滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。是非成败转头空，青山依旧在，几度夕阳红。”——临江仙·杨慎

中国共产党自1921年成立至今，已度过92个年头。翻开厚重的党史，我们不难发现，在时光的长河中，无数的事件凝结成为经典，幻化升腾，终铸成辉煌。当我们把心放慢去翻阅这部用时间罗列而成的经典时，我惊奇地发现，这一页页的经典，赫然都是由一个个如此清晰，又如此高大的名字组成。心潮澎湃，当拇指不自觉地放松对这部厚重经典把握的时候，一页页的纸面飞快地拨过我的眼眸。随着一个个那么清晰，那么高大的名字的飞逝，我不禁感叹人生之如白

驹间隙，终只是忽然而已。最后一页合上，那些人名最终被压缩成为金灿灿的“党员”二字，永久矗立在我的脑海心田。

人们往往会把心中的制高点留给那些广为人知的英雄楷模，并会膜拜之至。诚然，历史的光辉始终照耀着凯旋的斗士。但是，历史不是童话。大获全胜后，穿过凯旋门的勇士们又怎会在想起他们那些马革裹尸、长眠在沙场的同胞们时心中不泛出阵阵酸楚。

你已走远，但你的故事仍有人能记得清晰。

那年你36岁，他们没有带你走，在罗汉岭下的一块草坪上，你盘腿坐下，微笑地说道：“此地甚好，开

枪吧。”一声枪响，击穿了你高昂的头颅，和着鲜红的热血，飞向远处的平原。他们曾经让你不得不离开上海，前往瑞金；他们又命令你留在面临沦陷的瑞金，不得跟随你曾经领导的组织进行战略转移；他们劝你，劝你放下自己的坚持，劝你回头是岸，劝你因为他们的诽谤和排挤放弃自己的信仰，面对这些你只是微微一笑，你对自己的信仰又怎能因为受过他们的误解和排挤而放弃呢？你把所有的委屈和苦闷都留在了这里。

斗转星移，不知当下的罗汉岭是否还能听到你和着风声吟唱的俄语版的《国际歌》，那《多余的话》是否还被层峦叠嶂的远山所铭记。

你满怀疲惫和期待在1946年风尘仆仆回到阔别15年的祖国，那时你叫李敏然。当相关单位请你去讲党史，你讲“立三路线”前因后果，心理活动演绎得精彩绝伦，台下一片喝彩。你说出“我就是李立三”，台下鸦雀无声，随后爆发出振聋发聩的掌声，那时你的眼神中怕也只有淡然罢了。当你“会师武汉，饮马长江”，却被他们批判得体无完肤的时候；当现代历史课本只把你当作“左倾”代表人物，而绝口不提你在替王明背黑锅的时候；当你领导安源大罢工的胜果被记在他人的功劳簿上的时候，你没有大声辩解，没有捶胸顿足，也没有想过离开，只是默默地在力所能及的范围内继续做着显得那么卑微的工作。

你累了倦了，1967年的那几粒安眠药彻底使你休息了，远离了那些世俗的纷争，在那没有“帽子”、没有路线纷争的世界里，你应该过得非常愉悦了吧。

长久以来，你一直被认为只是因为资历老、年龄大才被人推崇到一个高度，被誉为中国的托洛斯基。你只是微微一笑，不去说什么，以至于一位造反派小将看见天安门上的你也不起立，说道“什么总司令，还让我给他起立”的时候，你也只是擦身而过。但是，1927年的江西天心圩明白这一切到底是怎么回事。很难想象如果当时你没有在天心圩挺身而出，如果那800名战士没有你的动情挽留，南昌起义的最后火种是否

能被保存；如果三河坝分兵中没有你的身影，中国人民解放军的中流砥柱应从何处找寻。

庐山上，你面对狂涛般的指责，是不是会想起1928年你和他第一次会面时的情景。他说，今后你们就要一起战斗了。一句话穿透了31年的光景，直到现在——1959年。

在井冈山的时候，你捧着《共产主义ABC》和《水浒传》，他总是在翻《共产党宣言》和《三国演义》。之后血雨腥风的日子，你们的意见虽有不同，但彼此总是很有默契，相互欣赏。他作诗夸赞的最后一位将领就是你——谁敢横刀立马。但是今天，你只不过是说出了台下大多数人心中深埋已久但不敢开口的疑问和建议，你就被疏远了。直到1965年，他最后一次见你，说出了“真理或许真的在你那边”的话。但是太迟了，革命路上常分手，你和他这次是真的分手了，但你还是读《水浒传》的你，无怨无悔的你。

历史的舞台上，聚光灯总会笼罩着主角，观众们也将所有的目光投向了他们，关注他们的嬉笑怒骂，关注他们的一笑一颦，关注他们的气宇轩昂。但当我们顺着灯影，向主角的背后远望时，在舞台的下方，会看到同样目光炯炯有神，同样英姿英发，同样活灵活现的他们。再仔细一看，诚然从内心发出一阵感慨，他们竟然在用自己的肩膀抵住舞台台面，挺直腰板，任凭主角们的腾跃翻滚而不动摇。

远山渐近，凝雾化散，勇士匆匆，月黑路窄，不能丝毫减慢他们的脚步。他们体态不一，高度参差，神情异同，但我分明看清他们背上破损刀鞘上刻着的文字依旧是那么的清晰。借着月光，“无悔、信仰、扛鼎和守真”这几个词射入我的瞳孔，烙印在我的脑海。是的，这就是勇士们的刀鞘上共同刻上的那八个字。

和着远处朦胧的长调，你们逐渐消失在远山的脚下，长调乘着风声逐渐清晰。分明在吟唱——古今多少事，都付笑谈中。■

（作者就职于冠通货秦秦皇岛营业部）

寻将军遗迹 品革命精神

■ 文/边成锋



7月1日是中国共产党成立92周年的纪念日。为了庆祝党的生日，公司组织参观新四军苏浙军区纪念馆的活动。

6月30日早晨，天气阴转多云，消除了大家周日可能下雨的忧虑。8点左右，大家陆续来到公司杭州总部，等候去长兴的大巴。这次活动参加的对象，主要是公司总部及浙、沪营业部的党员、团员和入党积极分子，总人数有64人。因为是红色之旅，大家都穿上了红色的T恤。红T恤和举着的红色旗帜，上下呼应，格外引人注目。我们8点半出发，经3个小时的旅途，终于到达了有“江南小延安”之称的浙江省长兴市槐坎乡。

长兴市西北槐坎乡温塘村，是新四军苏浙军区所在地。1943年12月，新四军6师16旅在旅长王必成，政委江渭清的率领下，在郎溪、广德、长兴一带，开辟了敌后抗日根据地。1943年1月13日，新四军军部根据中央军委电令成立苏浙军区，任命粟裕为司令员，谭震林为政委。1945年1月粟裕率

部到长兴仰峰，与16旅会合，苏浙军区司令部就设在了这里。

苏浙军区纪念馆设在一栋清代咸丰年间的民宅内。房屋建筑呈砖木结构，正屋是一四面高墙前后两进五开间的走马楼，共有房屋46间，建筑面积为2000平方米。整个建筑布局紧凑，构造精巧，错落有致。四周有参天古槐，华盖银杏，翠绿松柏。大门边是新四军老领导江渭清题写的“新四军苏浙军区纪念馆”匾额。

在鲜红的党旗引领下，我们进入了纪念馆。首先映入眼帘的是粟裕的铜像。这位侗族出身的大将，虽身经百战、威震寰宇，但在他脸上我们读不到威武，看不到那种叱咤风云的气势，他脸上表露更多的是慈祥、睿智、淡定的文雅气质。粟裕是我眼中的战神，他是当代的“白起”和“韩信”。我是个“粟粉”，到新四军苏浙军区纪念馆参观，我很希望能寻觅到他的踪迹。

在纪念馆内，我看到有王必成将军生前住过的

宿舍和办公室，里面陈列了他用过的床、桌子等物品。粟裕的遗迹未能见到。但荣幸的是，在庭院广场的西侧，我看到了粟裕将军骨灰撒放纪念碑。粟裕生前曾立遗嘱：“我在革命战争年代，身经百战，和我共同参加战斗的同志中，牺牲的同志有数十万，可我还活着，看到了革命的胜利。在我死后，不要举行遗体告别，不要举行追悼会，希望把我的骨灰撒在曾经频繁转战的江西、福建、浙江、安徽、江苏、上海、山东、河南八省市的土地上，与长眠在那里的战友们在一起。”

1984年2月5日，粟裕病逝于北京。1984年4月26日，粟裕儿子粟寒生、儿媳李鲁鲁，遵照粟裕的遗嘱将其部分骨灰，撒在了长兴温塘旧址广场前。粟裕没有参加长征。红军长征时期、抗日战争时期，粟裕主要活动区域在浙南、浙西、浙北和苏南。将粟裕同志部分骨灰敬撒在长兴，表明了这段经历的特殊地位。“粟裕同志部分骨灰敬撒处”纪念碑，是同年11月建立的。我在纪念碑前默哀良久，表达对将军的深深敬意。

我敬仰粟裕，因为粟裕是我军最杰出的军事家之一。他身经百战，他指挥的苏中战役、孟良崮战役、豫东战役、济南战役和淮海战役都是中外军事史上的经典战役。这些战役体现了他卓越的军事才能和高超的指挥艺术。

鲜为人知的是，粟裕还是个伟大的战略家。1948年他向中央斗胆直陈，提出了集中兵力在黄淮地区打大歼灭战，将国民党主力消灭在江北的战略构想，改变了中央原定3个纵队渡江南进的战略，从而加速了解放战争的进程。


我敬仰粟裕的另一个原因是，我觉得我们可以从粟裕的军事思想里汲取智慧和营养，指导期货的投资。粟裕从士兵到将军，经历一系列艰苦卓绝的斗争。在红军时期、三年游击战争时期、抗日战争到解放战争初期，粟裕始终处在敌强我弱的环境中。这样的环境磨炼了他，也成就了他。他以弱胜强、以少胜多，创造了一个又一个战争奇迹。粟裕将军关于“贯彻慎重



的原则，不打无准备之仗”、“好打才打，不打无把握之仗”、“集中优势兵力打歼灭战”和“速战速决，避免消耗战”等军事思想，是他成为常胜将军的法宝。期货是没有硝烟的战场。任何投资者面对市场，都是弱小的个体。我认为粟裕的军事宝典是非常适合期货“战场”的。粟裕的生存能力、生存技巧，他的军事思想，对今天的期货投资者还是十分有用的。

接着我们依次参观了四个展览大厅。展览主要围绕新四军在苏浙的活动，记录了1943年秋至1945年10月新四军苏浙军区战斗历程，再现了当年苏浙军区广大军民可歌可泣的光辉业绩，讴歌了粟裕、叶飞、刘先胜、钟期光、王必成、江渭清等将士的卓著功勋。

四大展厅收藏陈列了许多珍贵革命文物。有保留血迹的《中共党证》、油印的《论持久战》、江南银行发行的“抗币”；还有新四军战士穿过的服装、雨蓑、草鞋，用过的竹碗、大刀、土枪和缴获的刺刀、钢盔、电话机；更有烈士遗物——作战笔记、私章、钢笔等实物。

参观结束后，我们在纪念馆前的大操场上举行了新党员入党宣誓仪式。在鲜红的党旗下，两位新党员举起右手，向党作出了庄严的承诺；50多位老党员也举起右手，重温了入党的誓言。

（作者就职于国海良时期货）

追寻先辈足迹 共筑期货梦想

■ 文/李蒙娜



为纪念中国共产党建党 92 周年，铭记党的历史、继承和发扬革命的光荣传统，中国期货业协会于 2013 年 6 月 21 日至 23 日组织全体党员和入党积极分子赴湖南韶山、平江开展主题党日教育活动。

湖南省韶山市韶山冲是毛泽东同志故居所在地，这里也被称为红色摇篮，是全国重要的革命纪念地之一。今年恰逢毛泽东同志诞辰 120 周年，我们怀着无比崇敬的心情来到伟人的家乡。毛泽东同志故居是一座坐南朝北、土木结构的农舍，门临绿水，背依青山，成凹字型结构，顶端挂着邓小平同志 1983 年 4 月 2 日亲笔题写的“毛泽东同志故居”金字红木匾。

一进门，正中是供奉着神灵或先人牌位的大堂，两边分布着主人的卧房，往里走是灶间和杂房，木制八仙桌、镂空合床，都是典型的农村家庭的用具和摆设。这些在当时并无特殊之处，但毛主席就是在这里成长

与成材的。故居陈列的大量文物，很好地还原了主席幼年到青年时期的生活环境。通过参观，我们仿佛看到少年主席的身影，感受到主席刻苦读书救国人于水火的壮志。

随后，我们来到毛主席铜像广场。广场周围青松掩映，群山拱护。铜像是按主席在开国大典上的形象设计的，身躯伟岸，手握书卷，身着中山装，双目炯炯，微露笑容，神采奕奕。铜像基座上，镌刻着江泽民同志题写的“毛泽东同志”五个金字。铜像广场作为人们表达对毛主席崇敬、追思之情的主要场所，汇集了从全国各地慕名而来的人群。

一曲曲革命歌曲在上空缭绕，我的心也跟着澎湃起来。伴着歌声，我们向毛主席铜像敬献了花篮。简单而隆重的仪式，别致的花篮，虔诚的鞠躬，崇敬的瞻仰，我们用自己的方式表达着怀念之情。



我们此行的第二站是平江。平江位于湘、鄂、赣三省交界处，三面环山，地处汨水、罗水上游，山川秀美，气候宜人。平江是革命老区，早在1923年就成立了第一个党支部，是湖南最早建立的农村党支部之一。平江还是中国工农红军第五军、第十六军和新四军第一支队第一团的诞生地。在艰难的革命战争年代，全县有20多万儿女为国捐躯，成为华夏大地上不容忽略的忠勇之地。


当我们进入县城，首先映入眼帘的是平江起义纪念馆。1928年7月22日，彭德怀同志率领的国民革命军湖南陆军独立五师第一团在南昌起义和秋收起义的感召下，发动了著名的平江起义，并于24日创建红五军，正式建立平江县苏维埃政府。也是在这块红色土地上，造就了54位共和国将军。纪念馆内所陈列的一张张照片、一件件实物，无不见证了艰难困苦岁月里革命先辈们艰苦卓绝的斗争。正是他们当年的浴血奋战，才造就了我们今天的幸福生活。馆内每一件陈列品，都给予我们极大的心灵震撼。

在平江起义旧址——天岳书院的广场上，矗立着彭德怀元帅横刀立马的英姿铜像，看后令人肃然起敬。在近半个世纪的革命斗争中，他英勇奋斗、南征北战。

从平江起义上井冈，从二万五千里长征到保卫延安，从解放战争到抗美援朝，他为中国人民的解放事业立下了赫赫战功，为人民军队的发展壮大倾注了大量心血，为新中国的创立与建设做出了卓越贡献。他的革命精神和崇高品德，是我们民族的光荣和骄傲。

平江起义纪念馆不远处是平江烈士陵园。这座陵园象征着平江人民为中国革命做出的卓越贡献。陵园里长眠着为新中国的建立而献出宝贵生命的英烈，碑墙上镌刻的二万多名烈士英名使得整个陵园显得更加悲壮、庄严。我们伫立在碑墙前，向烈士默哀，向为国捐躯的先烈们致以崇高的敬意。同时，我们还面对鲜红的党旗庄严宣誓，重温入党誓词。

此时此刻，我想到了那些在那战火纷飞的年代为了党和人民的事业献出宝贵生命的优秀共产党员。在和平建设年代，虽然不需要每名党员都去披荆斩棘、舍生忘死，冒着枪林弹雨去攻城夺堡、克敌制胜。但是，在为全面建成小康社会而努力奋斗的道路上，依然需要每名党员铭记理想，不忘宗旨，牢记入党誓词，时刻把党和人民的利益放在首位。重温入党誓词就是在重温当年的决心和信念，党旗下的誓言让我们热血沸腾，充满理想；感召我们努力实践，自觉奉献；激励我们不断进取，奋斗终身。

此次主题党日活动坚定了我的理想信念，增强了我作为一名共产党员的荣誉感、使命感和责任感。在进一步推进资本市场改革发展的今天，我国期货市场迅速发展。作为一名期货行业的党员，我感到无比光荣，但同时也认识到差距和不足。党的“十八大”把科学发展观确立为党的指导思想，“解放思想、实事求是、与时俱进、求真务实是科学发展观最鲜明的精神实质”。在日常工作中，尤其是在处理创新业务时，我要向革命先辈们学习吃苦耐劳、敢打硬仗的精神，更要学习他们从实际出发，勇于探索、开拓进取的求实精神，时刻牢记党的宗旨，有效发挥共产党员的先锋模范作用。

（作者就职于中国期货业协会）

CTD 转换对国债期货理论定价的影响

■ 文/王华

2012年财政部根据即将推出的国债期货交易，修改了2013年度的国债发行计划，以配合未来国债期货交易的顺利运行。在新的国债发行计划下，财政部着重发行7年期国债，预计2013年全年新发7年期国债4期，续发7年期国债8期，以备用于国债期货合约的交割，防止发生国债期货逼仓风险的产生。

在目前我国国债期货合约3%票面利率的设定下——长久期债券为最可能的最便宜可交割债券(Cheapest To Deliver, CTD)，大量新发7年期国债无疑会对国债期货交易产生重要影响，特别是在理论的CTD市场流动性不足时，新发7年期国债将成为CTD的有力竞争者，并成为实际的CTD。这由此导致的CTD转换为新发7年期国债，将会对国债期货的理论定价及投资者决策产生重要影响。

本文即以2013年上市的仿真期货合约TF1303、TF1306、TF1309、TF1312，结合财政部2013年的7年期国债发行计划，分析CTD转换对国债期货理论定价及投资者决策产生的影响。

密集、清晰的国债发行计划

2013年，财政部根据将要推出的国债期货交易，对国债发行计划进行了调整，定于每年每逢1、4、7、10月发行7年期国债新券，其他每个月份续发7年期国债。在新的国债发行安排下，每年新发、续发7年期国债达12期之多，以备充分满足国债期货合约的交割需求，防止发生国债期货逼仓风险。同时，财政部对新发、续发国债公布了发行

时间安排，以便于投资者提前判断新券发行对国债期货价格的影响。

2013年7年期国债的发行安排，新发国债时间为1、4、7、10月份，时间上与期货合约季月月份3、6、9、12月进行了错开，以避免短期内7年期国债新券发行对国债期货价格的冲击。

其他月份续发7年期国债的安排，如3月13日、6月5日、9月11日、12月11日续发的7年期国债，虽然月份安排与期货合约月份重合，但由于受到中证登和中债登，国债转托管要求：《国债跨市场转托管业务管理办法》中第十三条规定“国债发行期结束后可以进行转托管，到期或付息日前10个工作日暂停转托管，付息日后的第一个工作日恢复转托管”，和国债期货设计规则的规定——国债期货最后交易日是交割月的第二个星期五（距当月的第一个工作日最多有10个工作日）两方面因素影响，使得3、6、9、12月份的续发国债，排除在可交割国债范围之外，减少了短期内续发国债上市对国债期货价格的影响。

表1为2013年财政部7年期国债的发行计划，1、4、7、10月份发行7年期国债新券。在我国国债期货合约票面利率为3%的设计规则下，长久期债券往往成为CTD，新发行的7年期国债将成为CTD的有力竞争者；特别是在CTD流动性不足的情形下，新发行的7年期国债将承担部分实际可交割国债功能。

表1为2013年7年期限国债发行计划，依据国债发行顺序编码要求，2013年1、4、7、10月新发行7

表1 2013年7年期限国债发行计划

期限（年）	招标日期	新发 / 续发	付息方式
7	1月23日	新发	按年付息
	2月27日	续发	
	3月13日	续发	
	4月17日	新发	
	5月15日	续发	
	6月5日	续发	
	7月10日	新发	
	8月7日	续发	
	9月11日	续发	
	10月16日	新发	
	11月13日	续发	
	12月11日	续发	

数据来源：财政部网站、银河期货

年期国债编码为：新 130003、新 130007、新 130011、新 130014，这些债券将成为 CTD 的有力竞争者。

新券老券之争

根据我国国债期货合约规则设定，国债期货合约为每个季月（3、6、9、12月）循环轮流上市发行；国债期货合约的可交割债券范围规定为“距离国债期货合约交割月首日剩余年限在4—7年的记账付息式国债”，以 TF1303 为例，TF1303 的可交割债券指的是距离 2013 年 3 月 1 日，剩余年限在 4—7 年间的所有记账付息式国债。

2013 年上市交易的国债期货合约有 TF1303、TF1306、TF1309、TF1312，根据我国发行国债的历史情况和 2013 年的国债发行计划，平均来看每个期货合约下的可交割债券数量达 30 个之多，可以充分满足国债期货合约交割要求。虽然每个国债期货合约拥有众多的可交割债券，但由于国债期货交割受到卖空方可交割债券选择权利限制，卖空方会从自身利益考虑，选择最便宜的债券即 CTD 来进行实际交割。

按照我国国债期货合约 CTD 选取的“久期经验法则”——CTD 为长久期国债。2013 年上市的仿真国债

期货合约 TF1303、TF1306、TF1309、TF1312，最可能成为其 CTD 的信息，如表 2 所示。

从表 2 来看，国债 100002.IB、100012.IB、100024.IB、100034.IB 和 050012.IB 由于其距到期日时间最长，成为经验法则下的最可能的 CTD；新发行 7 年期国债新 130003、新 130007、新 130011、新 130014 为 CTD 的有力竞争者。100002.IB、100012.IB、100024.IB、100034.IB 为 2010 年发行的国债，050012.IB 为 2005 年发行的国债，发行年度较早，市场流动性差，不能有效行使 CTD 的权利；在这种情形下，新发行的 7 年期国债往往会成为 CTD 的有力竞争者。

表2 可交割债券基本信息

期货品种	CTD 竞争者	到期日期
TF1303	新 130003	2020/1/24
	100002.IB	2020/2/24
TF1306	新 130007	2020/4/18
	100012.IB	2020/5/13
TF1309	新 130011	2020/7/11
	100024.IB	2020/8/50
TF1312	新 130014	2020/10/17
	100034.IB	2020/10/28
	050012.IB	2020/11/15

数据来源：财政部网站、银河期货

新券以较小价差换取流动性优势

当实际可交割债券已不是 CTD，而实际用于交割的债券是次优的市场流动性更好的债券（新发行的 7 年期债券），这将对国债期货的定价和投资策略产生重要影响。为了分析不同 CTD 选取导致期货价格的差异，我们分别计算了 TF1303、TF1306、TF1309 期货合约，当选择不同 CTD 时的理论期货价格，并比较了二者之间的差别。

根据期货定价公式来计算不同的 CTD 选择导致的期货价格的不同，参考了两个参数：内部收益率 IRR，

用于确定理论的 CTD；理论期货价格 F ，用于比较选择不同 CTD 时理论国债期货价格的差别。具体公式如式 (1) 和 (2) 所示。其中 F 为期货理论价格， S_0' 为 CTD 的全价， r 为市场无风险利率， t 为距离到期日时间， $FV(I)$ 为现在至到期日期间发生付息的金额贴现到期货到期日的未来价值， AI_d 为到期日 CTD 的应付利息， CF 是 CTD 的转换因子。

$$IRR = \frac{[F_0 \times CF + AI_d + FV(I) - S_0']}{S_0' \times \frac{t}{365}} \quad (1)$$

$$F = \left[S_0' \times \left(1 + \frac{r \times t}{365} \right) - AI_d - FV(I) \right] / CF \quad (2)$$

为了分析理论预测与实际情况的差别，我们一是计算了 2012 年 12 月 15 日，新 130003、新 130007、新 130011、新 130014 这些债券还没有上市时，TF1303、TF1306、TF1309 国债期货合约的内部收益率和理论期货价格；二是计算了实际已发行 7 年期国债 130003.IB 和 130008.IB，TF1303，TF1306 国债期货合约的内部收益率和理论期货价格。

第一种情况下，假定当前日期 2012 年 12 月 15 日，新 130003、新 130007、新 130011、新 130014 这些债券还没有上市。为了计算期货合约的内部收益率和理论期货价格，我们设想了如下情景，用来估计新券和理论 CTD 之间的价差。

1. 当前日期是 2012 年 12 月 25 日，假定这些新券已经上市，债券的到期日不变，票面利率均为 3.5%，并可用于国债期货的交割。

2. 现券价格参考中证债券估值，各只新券则按照与其久期最相近的国债的收益率做参考来确定。

3. 新券的转换因子根据理论公式进行估算。

表 3 为 CTD 与新发行 7 年期实际可交割债券之间的比较。从内部收益率来看，CTD 旧券是理论上的 CTD（隐含回购利率最大者为 CTD）；从期货理论价格来看，CTD 确定的期货理论价格较之实际可交割债券（7 年期新券）更便宜，如 TF1303 合约二者的理论期货价格相差 0.019，TF1306 合约的理论期货价格相差 0.072，TF1309 合约的理论期货价格相差 0.093。

第二种情况下，我们计算了已上市国债 130003.IB 和 130008.IB，TF1303，TF1306 期货合约的内部收益率与理论期货价格。表 4 为不同交割国债期货定价偏差的实际值，2013 年新发行的 7 年期国债 130003.IB、130008.IB 内部收益率分别达到 0.097、0.0617，大于 100002.IB 和 100012.IB 内部收益率分别为 0.0303、0.0329 的水平。7 年期新发国债 130003.IB、130008.IB 成为最便宜可交割国债。

表 4 结果说明，经验法则下，长久期债券为 CTD；但随着国债期货合约到期日的临近，发生了最便宜可交割国债的转换现象，最便宜可交割国债已不是 100002.IB 和 100012.IB 更长期债券，而是变成了

表3 不同交割券期货定价偏差预测值

TF	现券代码	到期时间	剩余期限	转换因子 CF	债券全价	内部收益率	理论期货价格	理论价格差值
TF1303	新 130003	2020/1/24	6.880	1.031	103.195	3.258%	96.985	0.019
	100002.IB	2020/2/04	6.910	1.026	100.879	3.353%	96.966	
TF1306	新 130007	2020/4/18	6.845	1.031	102.428	3.260%	97.009	0.072
	100012.IB	2020/5/13	6.913	1.015	98.794	3.416%	96.937	
TF1309	新 130011	2020/7/11	6.825	1.030	101.565	3.409%	96.922	0.093
	100024.IB	2020/8/05	6.894	1.017	99.766	3.546%	96.829	

数据来源：财政部网站、中证估值、银河期货

表4 不同交割券期货定价偏差实际值

TF	现券代码	到期时间	剩余期限	转换因子 CF	债券全价	内部收益率	理论期货价格	理论价格差值
TF1303	130003.IB	2020/1/24	6.92	1.0257	99.9602	0.097	97.149	-0.14249
	100002.IB	2020/2/04	6.93	1.0266	100.0941	0.0303	97.292	
TF1306	130008.IB	2020/4/18	6.92	1.0176	100.2101	0.0617	97.975	-0.13202
	100012.IB	2020/5/13	6.96	1.0154	99.8947	0.0329	98.107	

数据来源：财政部网站、中证估值、银河期货

与 100002.IB 和 100012.IB 国债，久期接近和市场流动性更好的新发国债。

产生这种现象的原因，主要是新发国债市场流动性好，现券价格反映了市场真实价格水平；而旧券 100002.IB 和 100012.IB 由于市场流动性差，债券价格采用估值计算，不能反映真实价格水平，而且会常常产生对债券价格的低估和高估。针对 TF1303、TF1306 国债期货合约产生 CTD 转换来讲，长久期债券 100002.IB 和 100012.IB 市场流动性不好，债券价格存在高估，使得最便宜可交割国债转变为流动性更好的新发国债 130003.IB、130008.IB。

从表 3 的估算结果，与表 4 的实际结果对比来看，由于受到国债现券的市场流动性影响，CTD 发生了转换。在表 3 估算结果下，持有 CTD 旧券，用于国债期货合约的交割，可获得将近 10BP 溢价收益；但在实际情况下这种理论预测的溢价收益已不存在，相反持有 CTD 用于交割会产生将近 13BP 左右的损失。

上述分析似乎意味着，国债期货的投资者持有 CTD 旧券来获得预期溢价收益已不可能？由于目前所有数据的获取都是基于仿真国债期货合约数据，在仿真期货合约下，投资者不会产生真正的市场交割行为，数据不具有可信性。从理论来讲，真实市场中随着期货合约到期日的临近，国债期货价格与 CTD 价格逐渐趋同，从而不会产生对 CTD 价格的高估，CTD 价格的变化取决于其市场流通状况。因此，我们认为当不存在对 CTD 价格高估的情形下，持有 CTD 依然可以获得溢价收益。

国债期货市场是否会发生 CTD 的转换，取决于 CTD 的流通状况。当 CTD 完全满足可交割要求时，则不会发生 CTD 的转换。

现实情况下，由于受到 CTD 旧券流通性不足影响，CTD 不能扮演全部 CTD 角色，会发生部分的 CTD 转换；这时投资者可提前持有 CTD 获取溢价收益，虽然随着 CTD 流动性提高，溢价收益会呈现逐渐递减的趋势，但提前在国债市场上购买 CTD 依然会是不错的投资选择。

综上所述，2013 年财政部 7 年期国债发行计划，为国债期货合约的交割提供了良好的流动性，使新发 7 年期国债成为 CTD 的有力竞争者；但是否会发生 CTD 的转换，则取决于 CTD 旧券的市场流动性状况；由于 CTD 旧券流动性较差，市场上会出现旧券与新发 7 年期债券同时作为实际交割债券的情形。

从投资机会来看，国债期货上市后，国债期货交割会增加对旧券的需求，导致旧券价格上升，缩小了旧券与新发 7 年期国债理论期货价格的差异，导致持有理论 CTD 旧券的溢价收益减少；当 CTD 旧券成为唯一的实际可交割债券时，溢价收益收敛为 0。

现实情况下，现券市场的机构投资者可以提前布局——持有 CTD 旧券，从而可以获得一定程度的无风险溢价收益，溢价收益的大小则取决于该旧券的市场流通状况。^[8]

（作者系银河期货固定收益部总经理）



关于系统重要性期货机构 评估标准及监管的思考

■ 文/刘洪波

经过几十年的发展，我国期货公司综合服务能力明显提升，资本实力显著增强。未来，随着期货及衍生品市场的发展以及各项创新业务的推出，期货公司将进一步凸显出重要的中介职能作用，逐步发挥对于金融系统乃至整个国民经济的影响。

在此背景下，适时前瞻性地探讨具有系统重要性期货机构评估标准及有关监管问题，进而确定相应的监管框架，对于防范系统性金融风险，更好地实现微观与宏观审慎的政策目标具有十分重要的意义。

一、系统重要性金融机构监管的背景

系统重要性金融机构监管的核心是解决“大而不倒”的问题。如美联储主席伯克南在2010年9月2日向金融危机调查委员会作证时所言：“如果这场危机只有一个教训，那就是必须解决‘大而不倒’的问题。”

2008年国际金融危机以后，金融稳定政策的重要性更加突出，加强对系统重要性金融机构的监管成为全球金融监管改革的重点。各国纷纷推进金融监管改革：提高对系统性风险的认识、设计完善有效

的宏观审慎政策指标和工具。与此同时，国际金融监管治理架构发生重大变革，G20峰会成为国际经济金融治理的重要平台，金融稳定理事会成立，巴塞尔银行监管委员会扩员。

按照二十国集团金融稳定理事会（FSB）的定义，“系统重要性金融机构”（英文为 SYSTEMICALLY IMPORTANT FINANCIAL INSTITUTIONS，简称 SIFIs）指的是那些基于规模、系统关联性和复杂性，其无序破产将对更范围内的金融体系与经济活动形成严重干扰的金融机构。在此基础上，如果

表1 系统重要性期货中介机构评估标准

影响因素	指标
规模	1. 合并资产负债表的总资产 \geq 1000 亿, 或占全行业总资产的比重 \geq 20% ; 2. 期货客户保证金 \geq 1000 亿, 或占全市场客户保证金的比重 \geq 20%。
关联性	1. 全年 OTC 衍生品交易规模 (含代理交易、资产管理等全部交易) 的市场份额 \geq 20% ; 2. 杠杆率: 负债 / 净资产 \geq 12 倍 ; 3. 短期敞口: 月末风险敞口总额 (含净对手方信贷、回购、证券借贷等敞口) \geq 1000 亿。
可替代性	1. 市场份额: 代理期货交易额占全市场的比重 \geq 20% ; 2. 市场依赖度: 某一重要期货交易品种的代理交易额占全市场的比重 \geq 40%。 (重要期货交易品种指该品种年成交额占交易所全部品种年总成交额的 20% 以上, 如铜、天胶)
复杂性	拥有期货行业全部业务牌照, 或拥有期货行业主要业务牌照, 但同时拥有证券、基金、银行、保险、信托等两种以上金融牌照, 能够向期货客户提供多产业、多市场、多层次的综合金融服务。
跨境活动	1. 在五个以上境外国家或地区运营, 在国际市场上具有相当的资源配置能力和影响力 ; 2. 对本国以外的机构或个人负债或债权总额 \geq 1000 亿。

该金融机构跨境活动达到一定程度 (境外业务收入较大), 以致于其一旦陷入困境或破产将造成全球金融体系严重紊乱并对全球经济产生不利后果, 则该金融机构可划为“全球系统重要性金融机构”。

2011 年 11 月的首次以及第二年的评选中, 中国的“中国银行”入选全球系统重要性银行 (G-sib), 体现了世界对中国经济金融发展的关注以及对该行国际化经营的认可。此外, 2013 年 7 月中国平安保险集团入选首批 9 家全球系统重要性保险机构 (G-sii), 体现出我国保险业在国际保险市场上的影响和地位。

当前, 我国金融体系仍然是银行主导型, 大型国有商业银行是系统重要性金融机构的主体, 但一些已有相当规模的非银行金融机构、金融基础设施 (如交易所、登记结算公司) 也逐步具备了一定的系统重要性, 有可能需要在未来纳入系统重要性金融机构的监管范畴。

二、系统重要性期货中介机构评估标准

从系统重要性金融机构监管背景出发, 立足我国期货行业实际情况, 参考金融稳定理事会与国际证监会组织的《全球非银行

系统重要性金融机构评估方法》提出的框架, 我们建议采用表 1 所示标准对“系统重要性期货中介机构”作出评估。

与全球系统重要性金融机构的评估方法 (全球活跃程度、规模、关联度、可替代性、复杂性等五个方面, 每项权重为 20%, 每项进行打分, 最后合计, 按排名确定重要机构) 不同, 笔者考虑系统重要性期货中介机构评估方法为:

1. 首先评估期货机构在规模、关联性、可替代性、复杂性、跨境活动五方面的重要性;

2. 某方面重要性因素中的任一指标高于门槛, 则判定该方面为重要;

3. 在规模方面判定为重要的前提下 (着眼于解决“大而不倒”的问题, 不大则不构成问题), 另外具备其他任意三方面的重要性, 则该机构被认定为“期货业系统重要性机构” (如该机构跨境活动方面被判定为重要, 则该机构亦为全球期货业系统重要性机构)。

该方法的优点是抓住了“大而不倒”问题的核心, 标准一目了然、易于评估。目前, 我国期货行业尚未形成系统重要性机构。

三、系统重要性期货机构的监管思路

按上述标准评估确定的系统重要性期货机构具备规模大、同业关联度高、不可替代性强、业务复杂、

全球活跃度高等特征，在维护国内衍生品市场稳定以及国家金融安全方面具有不可替代的作用。我们认为，在未来，随着期货及衍生品市场发展需要，可以考虑从以下几方面建立并推动系统重要性期货机构的审慎监管：

第一，深入参与国际监管规则的制定。

加强国际交流与合作，在国际证监会组织（IOSCO）框架下，建立有效应对系统性风险国际协调机制和更符合国内特点的制度框架，在全球期货领域寻求更大话语权，为我国期货的长期稳定发展创造有利的外部环境。充分借鉴国际先进经营理念并结合中国国情进一步推动期货市场创新发展，以原油期货为契机加快国内期货市场国际化进程。

第二，逐步建立对系统重要性期货机构的资本监管制度。

在正常监管基础上，加强对系统重要性期货公司的监管。一是拟建立实施更严格的期货公司净资本监管标准（类似较高的资本充足率要求）。可以将“净资本与风险预备资本总额的比例（净资本/风险预备资本总额）”指标的监管标准，由不低于100%提高至不低于120%。

二是规模方面，对总资产超过1000亿的大型公司盲目规模扩张作出限制，规定相应的结构性限制措施，强化资本的约束机制。

三是降低公司的风险关联度。

加强对创新和跨业风险的监管，业务创新须立足于实体经济的有效需求，监管要确保有效覆盖金融创新。引导公司进一步改进风险计量技术，建立跨境跨业“风险墙”，提升风险管理的科学化和精细化水平。

四是可替代性方面，鼓励行业百花齐放，充分竞争。对于具有垄断地位的公司可依据《反垄断法》进行监管处理。

五是降低业务复杂性，合理控制公司交易（自营）业务。引导公司将高风险业务放入特定子公司。经常组织对重要公司的压力测试，评估是否有充足的资本维护市场稳定，评价整个期货行业的承受力。

第三，健全系统重要性期货公司的处置机制。

解决“大而不倒”问题的最后一步，就是如何“倒”得公平和有秩序，保护投资者的利益。目前期货市场抗风险能力显著增强，已计提或缴纳的期货交易所风险准备金68.2亿元、期货公司风险准备金25.5亿元、期货保障基金28.6亿元，3项总计122.3亿元，基本建立了以此三项资金为后盾的期货公司风险处置机制和投资者补偿机制。

在此基础上，还须建立针对系统重要性期货公司的特别处置机制，以保障系统重要性金融机构危机处置的有序性，降低监管成本。

主要内容包括：一是建立股东

和债权人之间的责任分担机制，可考虑引入自救（Buy-in）机制，建立次级债和可转债的自动或强制转股机制，保障期货市场参与者和纳税人的利益，降低“大而不倒”的道德风险；二是完善系统重要性期货公司的清算机制，确保难以存续的大型公司有序退出市场而不会对金融体系造成系统性冲击。

此外，还应关注期货市场基础设施建设。金融市场基础设施指的是参与金融市场的金融机构间用于支付、清算、存管、证券交易、衍生品交易和其他金融交易的多边体系。期货市场基础实施包括交易所、期货保证金监控中心、交割仓库等。

健全的基础实施可以为市场的参与者提供服务，提高风险管理的有效性，增加交易的透明度，降低市场的系统性风险，维护期货市场的稳定。但是，市场基础设施本身也是市场风险聚集点（比如境外为场外交易提供清算服务的境外清算所，某种程度上就将分散的交易对手风险聚集转为自身的风险），其薄弱环节也会滋生和传染金融风险，尤其是助长高度关联的系统重要性机构的风险扩散，从而加剧金融市场的系统性风险。因此，要加强期货市场基础设施的建设及监管，以构筑系统重要性机构风险传播的“防火墙”，增强整个系统的风险抵御能力。^[4]

（作者就职于中国证监会期货二部）

美国 OTC 市场发展情况及经验借鉴

■ 文/第二期赴美期货高管研修班第三小组

小组成员

金瑞期货总经理	卢赣平	证监会期货一部副主任	杨光
中信建投期货总经理	邵剑秋	中衍期货副总经理	罗大芸
金石期货董事长	郭勇	万达期货董事长	张岩
大地期货总经理	裘一平	东航期货总经理	毛海东
银河期货副总经理	杨青		

场外市场 (OTC)，又称柜台交易市场，原意是服务于经纪商之间或经纪商与客户之间的直接买卖，为中小企业和新兴产业融资、风险投资退出、非主板的转让提供高效率的渠道。

目前，美国 OTC 市场已逐步步入“完善监管体系，场外交易场内结算，多元化产品”的发展时代，成为全球最活跃和最重要的场外市场。

一、推动 OTC 市场发展的动力

(一) 客户需求是推动 OTC 市场发展的重要因素

在布雷顿森林体系崩溃后，利率和汇率风险逐步放大，市场对金融类衍生品的需求大幅增加，投资银行也逐步增加了对衍生品业务的投入。1980 年，所罗门兄弟公司开展全球首次掉期合约交易。1981 年，高盛收购期货商 J.Aron，介入衍生品市场，并更多地通过衍生品扩展自营业务。

衍生品交易在高盛自营业务中占有重要地位。参考高盛的财务数据，其自营利润从 1998 年占总比例的 24% 升至 2000 年占比接近 40%，衍生品资产约占总资产和总负债的 12% - 13%。从 70 年代开始，投资银行的手续费收入占比不

断下降，从最初的 40% - 50%，下降到 2000 年的 20% 左右。另一方面，在 2007 年和 2008 年，衍生品业务在投资银行业务总收入中的占比超过 50%，成为其重要收入来源。

时至今日，场外衍生品市场呈多元化发展，其品种涵盖利率、外汇、商品、证券、信用、天气、碳排放等，以这些衍生品和相关概念设计的各类结构性金融产品，满足了客户个性化的投资方案。

(二) 监管制度是 OTC 市场发展的有力保障

1938 年，美国政府对《证券交易法》进行了首次修订，使原来只适用于证券交易所市场的《证券

交易法》，管辖范围延伸到了 OTC 市场。

该修正案明确要求 OTC 市场必须成立专门的经纪人和交易商自律协会。这类由会员组成的自律协会是在美国证券法律框架之下成立的非营利性的民间自律监管组织，没有地域特征，是在美国证监会注册的全国性组织。该协会于 1939 年 8 月 19 日正式获得美国证监会的注册批复，自此在美国场外市场开始发挥重要的自律监管作用。

1990 年，美国国会通过了《1990 年分拆股票改革法》。根据该法案，OTC 市场要进一步改造其资本市场的结构，提高市场透明度。

1999 年 1 月 4 日是个具有重大意义的日子。美国证监会当天颁布了“OTC 公告板资格条例”，明确了在 OTC 公告板市场挂牌交易的公司进行信息披露的要求。

2000 年通过的《商品期货现代法》，采纳了《场外衍生品与商品交易法报告》的意见，豁免了对非农产品的互换，如信用和权益掉期合约等的监管。这一豁免制度极大地促进了场外衍生品市场的发展，但也间接引发了由信用违约掉期 (CDS) 和房地产次级债导致的 2008 年全球金融危机。

2008 年金融危机之后，场外衍生品市场的系统性风险引起全球监管机构的关注。美国率先在 2010 年通过多德法案，重点从场外交易的标准化和强制集中清算两

个方面，加强对场外衍生品监管。

(三) IT 技术为 OTC 市场发展确立重要的平台基础

ECN 市场以其惊人的发展态势不断升级对传统交易平台的挑战。2000 年，一家叫做群岛 (Archipelago) 的 ECN 公司被美国证监会批准成为证券交易所，从一家 OTC 市场的交易商“脱胎”成为一家全自动的电子证券交易所，即“群岛证券交易所”。

代表新生的 ECN 市场，群岛证券交易所在 2005 和 2006 年的一系列商业活动令市场叹为观止，在收购了太平洋证券交易所之后，旋即与纽约证券交易所合并成立了 NYSE 集团，并推动纽约证券交易所迅速成为一家上市公司。

为了迎接挑战和“夺回失地”，纳斯达克证券市场自成立以来第一次全面地、大规模地升级了证券交

易信息系统平台。2002 年底，纳斯达克证券市场终于完成对股票证券交易系统平台的全面升级和改造，并寄望于新建的交易系统平台能从 ECN 市场手里夺回失去的市场份额。

2006 年 1 月 13 日，美国证监会批准了纳斯达克证券市场的申请，成为了继纽约证券交易所和美国证券交易所之后第三家全国性的证券交易所——纳斯达克证券交易所，同时也成为世界上仅次于纽约证券交易所的第二大证券交易所。

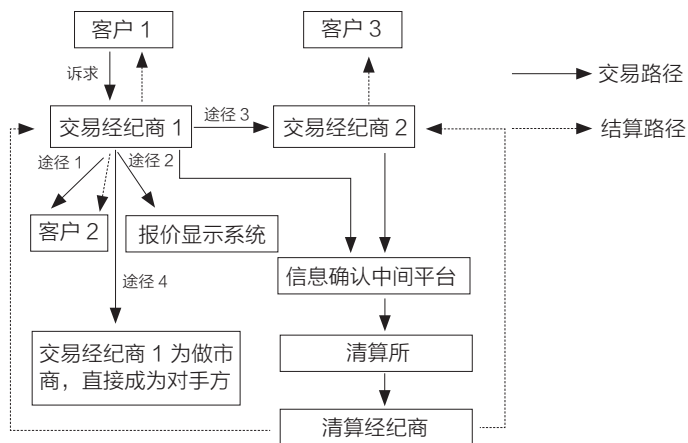
二、美国 OTC 市场结构分析

(一) 美国 OTC 市场运行方式

美国 OTC 市场的运行方式如图 1 所示。

步骤 1：客户 1 提出场外交易的需求给其交易经纪商 1，交易经

图1 美国OTC市场运行方式



纪商 1 通过四种途径帮助客户 1 满足其需求。

途径 1：交易经纪商在其客户群体中寻找对手方客户 2，促使客户 1 和客户 2 达成场外交易。

途径 2：交易经纪商在自己的客户群体中找不到对手方，可以通过场外交易电子报价系统为客户 1 找到对手方。

途径 3：交易经纪商在自己的客户群体中找不到对手方，可以通过其他交易经纪商 2 寻找对应的对手方客户 3。

途径 4：交易经纪商 1 为做市商，直接满足客户 1 的需求，成为客户 1 的对手方，同时通过期权、掉期、互换、期货等衍生品对冲风险敞口。

步骤 2：当场外交易双方达成协议，他们通过其对应的交易经纪商将交易信息上传信息确认平台。

在美国信息确认中间平台目前有四种选择，分别为 CME、Bberg VCON、MarkitWire、Markit Trade Manager，交易经纪商可以任选一个平台进行信息确认，以便后期结算。

步骤 3：清算所通过信息确认中间平台的信息对该笔场外交易逐日清算，然后将清算结果发送给有清算资格的清算经纪商，清算经纪商对相应的交易经纪商进行清算，交易经纪商对自己的客户进行清算。

（二）风险控制和清算

1. 清算：《多德法案》提高了非集中清算互换的保证金和风险敞口要求，并要求互换交易方仍需签订双边标准互换文件。法案对“互换”和“基于证券的互换”规定了不同的清算场所，要求“互换”在“衍生品结算组织(DCO)”进行清算，“基于证券的互换”在“结算机构”清算。获准集中清算的互换必须在经监管部门审核注册的交易场所进行交易，具体包括指定合约市场(DCMs)和互换执行设施(SEFs)两类。

2. 隔离：互换交易商需要通知对手方，告知他有权利要求对交易的保证金、债务或尚未清算的互换交易中作为抵押品的资产进行隔离。

3. 互换交易数据的信息发布：CFTC 和 SEC 要求互换交易商公开发布互换交易的实时信息，包括交易价格和交易量。

4. 互换数据存储：衍生品清算组织可以注册为互换数据存储机构。每一个注册互换数据存储机构都要接受 CFTC 和 SEC 的监管。

三、美国 OTC 市场的借鉴意义

（一）建立统一清算机构，防范 OTC 市场的信用风险

1. 2008 年金融危机之后，场外衍生品统一清算机制受到全球监管机构与市场参与者的共同关注。美国与欧盟等多个国家的监管机构均开始大力推行统一结算机制。此

外，场外大型交易商（如高盛、摩根大通、花旗银行等），在 ISDA 的组织下，联合响应欧盟号召，开始针对信用违约互换(CDS)合约使用中央结算。

2010 年 4 月，国际货币基金组织(IMF)发布金融稳定性报告，认为统一清算机制中的中央结算对手方(Central Counter Party, CCP)能够显著减少市场风险。

其原因包括：第一，CCP 能够减少系统性风险。单个交易商的违约后果由中央结算所处理，避免市场的多米诺效应；第二，能够强制交易商提高风险管理标准，督促缴纳结算保证金；第三，能够较快消化结算会员的违约损失。

美国目前已有三个场外结算机构，一是芝加哥交易集团(CME)的 CME Clearport，目前处理逾 1000 笔合约，其中大多为能源期货合约，涉及原油、燃油、天然气、电子等产品，但近年来金属与大宗商品农产品期货数量也不断增加；二是洲际交易所旗下的 ICE Trust，在场外信用衍生品市场具有显著优势；三是伦敦清算所的美国分部 LCH Clearnet U.S.。位于欧洲的 LCH Clearnet 是全球最大的利率衍生品结算机构，在全球推进统一结算的进程中，LCH Clearnet 在美国开办分支机构，希望能够进一步拓展业务。

这些场外结算机构发展迅速，一方面能避免场外交易的信用风

“

OTC 市场能更有效帮助实体企业管理风险，但同时也存在着流动性和透明度低，市场风险、信用风险、交易风险难以控制和评估的问题，因此，实体企业亟需指导交易实践和管理风险的专家。期货公司拥有多年衍生品业务经验和风险控制能力，具备通过 OTC 市场，促进期货业与实体经济紧密结合的专业能力。

”

险，促进市场健康发展；另一方面，为监管机构监督场外衍生品市场，提供了良好的数据基础与平台。

2. 我国目前在期货市场已经基本具备统一清算的基础。中国期货保证金监控中心已经成为四家期货交易所的数据中枢，并且已建成跨四家期货交易所的监测监控系统。数据的集中统一，为集中清算提供了良好的基础保证。此外，四家期货交易所也在积极研究统一清算机制，近年来已经取得一定的研究成果。

从国际经验来看，无论是交易所旗下的垂直结算机构（例如 CME ClearPort），还是平行于交易所的水平结算机构（例如 LCH Clearnet），均在减少市场对手方信用风险、降低市场交易成本等方面具有突出的作用。我国在发展多

层次衍生品的路径中，应逐步推出统一结算机构。

（二）通过 OTC 市场，发挥期货公司的专业性

OTC 市场能更有效帮助实体企业管理风险，但同时也存在着流动性和透明度低，市场风险、信用风险、交易风险难以控制和评估的问题，因此，实体企业亟需指导交易实践和管理风险的专家。期货公司拥有多年衍生品业务经验和风险控制能力，具备通过 OTC 市场，促进期货业与实体经济紧密结合的专业能力：

一是期货公司设计符合实体企业风险管理需要及满足市场需求的场外衍生品合约，为 OTC 市场开发具有特色和影响的创新产品。

二是期货公司承担实体企业的顾问、经纪商、交易对手等“多位一体”的综合服务角色，向客户介

绍符合适当性要求的风控产品，指导客户正确使用产品，为客户提供顾问服务并在必要时成为其交易对手，一站式解决实体企业“不懂用”和“难参与”等关键问题，扫除企业参与 OTC 市场的障碍。

三是期货公司运用场内市场功能以平滑 OTC 市场的风险，透过场内合约的对冲，将降低场外产品重大亏损的风险，使得市场在健康及风险可控的环境中发展。

（三）建立一个成熟有效的场内市场是推动 OTC 市场发展的关键条件

由于场外产品具有非标准性、不透明、低流动性等特点，实体企业往往难以寻找交易对手，因此，投资银行经常充当场外产品的交易对手，并通过场内市场交易标准化的合约对冲全部或大部分风险，避免资产价格波动造成

重大的损失。如果场内市场缺乏有效或合适的工具，投资银行在无法过量承担风险的情况下，可能拒绝成为交易对手，最终OTC市场也难以发展。因此，建立一个成熟有效的场内市场，是推动OTC市场发展的关键条件。

场内市场需要多元化品种及完善的合约制度以支撑OTC市场发展。品种方面，多元化可以理解成更多种类的资产。截至目前，我国只有31个商品期货和1个股指期货；商品期货品种还不够丰富，其他两个金融期货利率和外汇板块尚未建立；期权产品也未上市，严重制约了我国OTC市场的发展空间。

合约制度方面，合约的改善和扩充也十分重要。例如，交易所允许场外合约进行场内结算或者建立月份价差合约、短周期结算合约、期权、互换等不同类型的合约，将为场外产品提供更多渠道对冲风险，并鼓励场外产品设计者开发一些满足实体企业多元风险管理目标的结构性产品。

（四）加强监管、放松管制，提高OTC市场流动性

OTC市场是非标准化的市场，流动性至关重要。过分严格的管制将会损害市场的流动性，最终影响市场功能的发挥和合理价格的形成。

美国的金融市场目前是全球最大的金融市场，历经百年，依然充

满创新精神与活力。美国业内人士指出，究其原因，无论场内、场外市场一定要有流动性。监管应该为市场制定标准、约束不良行为，但不能严苛地限制市场化进程。只有开放竞争，赋予市场主动权，确保充裕的流动性，才能最大限度发挥市场功能。

在美国的金融市场上，市场参与者有很大的话语权。根据多德法案要求，CFTC制定了期货市场限仓新规。但随后即被两家业内协会告至法庭。法院判处CFTC败诉，CFTC重新起草了相关规则。在这一机制下，监管机构有机会站在更高的平台上审视监管与发展的平衡。

反观我国的衍生品市场，存在“管制严格，但监管仍有不足”的情况。在市场机制尚不完善的情况下，监管成为一门艺术，对我国监管机构提出了更高的要求。监管机构不仅要能听取市场意见，达到各方平衡，还要能保持中国市场发展的特色。

为了提高OTC市场的流动性，中国还可以借鉴引入做市商制度，使诸多的做市商与高新技术企业、项目、个人、其他社会组织一起成为OTC市场的交易主体。


（五）充分揭示风险，强化投资者教育

美国历来重视投资者教育。一方面，投资者教育利于市场发展。

CBOE期权交易所负责人曾指出，经营期权交易所与投资者教育密不可分。对投资者教育的投资非常重要，因为成熟的投资者不仅能维护良好的市场环境，更能够为交易所带来更多的收益。我国沪深300指数期货已安全平稳运行3年多，其中一个较为重要经验就是建立了以适当性为核心的投资者教育制度体系。未来的创新应学习股指期货的经验，加强投资者教育。

另一方面，向投资者充分揭示风险，是投资者教育中非常重要的一环。美国金融危机之后，多德-弗兰克法案要求金融机构向投资者充分揭示产品风险，这已经成为任何产品介绍的首要环节。我国的衍生品市场仍比较单一，产品线尚未充分发展。事先完善强制风险披露规则，为未来发展多层次资本市场奠定良好基础。

（六）明确监管权限，提升监管效率

我国的场外衍生品市场监管界限尚不清晰。从美国经验来看，衍生品是高风险的市场，监管空白、权限不清会导致极端后果。所以应该在初期进行全面的顶层设计，引导市场健康发展。证监会对证券期货市场拥有丰富的监管经验。因此我们建议，在我国推进建立多层次资本市场发展的过程中，赋予证监会明确的场外衍生品监管权限，促进衍生品市场健康、稳定发展。



赵晶：永安期货贵金属分析师，主要从事黄金、白银及金融工程方面的研究。从业以来多次接受《上海证券报》、《经济参考报》、《中国金属通报》等专业财经媒体的采访及约稿，发表文章近百篇。同时多次应邀担任《第一财经》、和讯论坛及金融界等电视、网络媒体评论嘉宾。

贵金属连续交易： 白天不懂夜的黑

文/赵晶

伴随金银十年牛市，贵金属投资蓬勃发展，备受投资者青睐，其理财渠道也日益多样化。从银行的纸黄金、纸白银，到金交所的现货T+D以及贵金属期货，投资方式层出不穷。而2013年7月5日正式推出的贵金属连续交易，更为这一市场注入了新的活力。

至今，上期所连续交易已平稳运行一个月有余，无论是成交持仓方面，还是市场投资者结构方面，贵金属期货交易市场在短短的一月时间内均发生了重大改变。

成交持仓双双增长

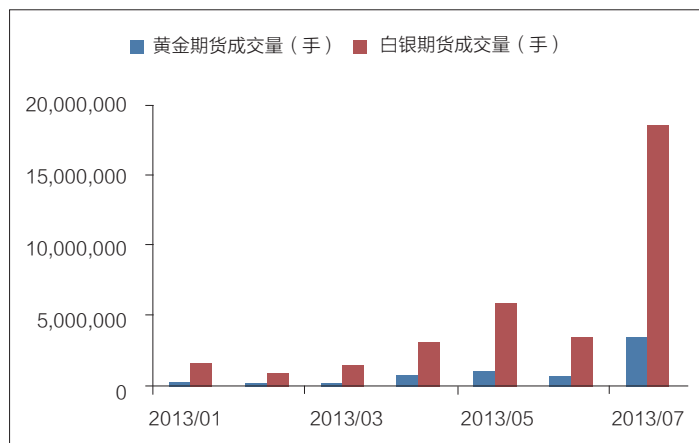
截至2013年6月，黄金、白银期货月平均成交量分别为60.8

万手及283.5万手，其中4、5、6三个月由于金银价格大幅下挫，市场波动加剧，吸引了大批投资者入

场交易，促使成交量大幅攀升。

不过，在连续交易开闸之后，7月的成交量大大超出以上三个

图1 2013年1-7月黄金、白银期货月成交量



数据来源：Wind

月份。据统计，2013年7月贵金属期货共计成交2.04万亿元。其中黄金、白银期货成交量分别为358.1万手和1860.9万手，环比增长379.4%及428.9%，分别为前六月平均值的5.89倍和6.56倍。7月两个品种的成交量分别占全国期货市场的1.76%和9.16%，而6月二者的成交量仅为全国市场的0.44%和2.07%，连续交易带来的成交量的增长不言而喻。

一方面，月均成交量创下上市以来的新高；另一方面，黄金、白银期货日均成交量也多次刷新历史纪录，分别维持在38万手和180万手之上。

从统计数据来看，成交量的分布也具有一定规律性，即成交量的放大往往伴随重大宏观事件或数据的公布。其中7月18日及8月1日两日的成交均出现较大幅度增加，而这两日分别为美联储议息会议结果公布及美国非农数据发布前夕，这在一定程度上说明更多的投资者在连续交易时段，利用宏观数据的发布进行短期交易获利。

日均成交量的迭创新高，主要得益于夜盘交易成交量的贡献。连续交易的推出促使众多投资者转战波动率更高的夜盘交易。截止到8月6日，黄金、白银期货夜盘交易日均成交量分别为26.6万手和110.6万手，为日间交易的2.32倍和1.45倍。

夜盘交易的火爆也带动了日间交易的活跃度。以8月5日交易情况为例，当日黄金期货日间交易成交8.97万手，而7月3日连续交易推出之前，这一数据仅为7.68万手。

在金银期货成交量大幅走高的同时，其持仓量也出现了稳步增长的趋势。2013年7月黄金、白银期货持仓量分别为163592手和351892手，环比增长33.1%和24.5%。进入8月，这一增长趋势得以延续，持仓量进一步增加，黄金、白银期货持仓量分别达到166668手和421470手。

短线交易者云集

数据显示，黄金、白银期货的成交持仓比在连续交易推出之后，出现大幅度跃升，分别自6月的6.08和12.45增至21.89和52.88，环比增幅在200%之上。成交持仓比是显示市场投机氛围的重要指标，其大幅升高意味着目前日内等短线交易占据了市场主流。

在投资者结构方面，由于黄金及白银的金融属性，受到经济走势及宏观政策的影响较大，日内波动剧烈，国际市场中投机交易所占比例较高。而国内连续交易的推出大幅提升了期货市场的活跃度，从持仓数据的大幅增长来看，参与期货夜盘交易的投资者与日间交易并非完全相同，而是有部分参与国内金银现货T+D

及银行贵金属交易的短线交易者进入期货市场，这主要得益于期货市场相对低廉的交易成本。

按照上海期货交易所的公告，连续交易运行时间为每周一至周五的21:00至次日2:30，法定节假日（不包含双休日）前第一个工作日的连续交易不再交易。这一交易时段基本覆盖了欧美主流交易时段，也即贵金属价格走势波动最为剧烈的时段。

从运行情况来看，由于缺乏更多的利空因素，7月贵金属价格呈现弱势反弹格局。其国际黄金最高价及最低价分别出现在24日凌晨2点和5日21点左右，与此同时，国内黄金期货的价格也在24日凌晨和5日21点达到月度高点 and 低点，两者较为匹配。

整体来说，在连续交易时段，国内金银期货与国际黄金白银价格走势较为一致，保持了高度的相关性。

全球定价推动连续交易

布雷顿森林体系瓦解之后，黄金与美元脱钩，价格开始出现剧烈波动。20世纪70年代，金价一度从100美元附近涨至800美元之上，之后不久便大幅回落至三四百美元附近。金价的频繁波动令大部分投资者无所适从。

对于投资者来说，虽然交易时间已经结束，但黄金价格的变动远未结束，在世界的其他市场中交易仍在继续。而在非交易时间，货币

政策转变或是中东战争爆发等重大事件的发生会对金价的走势产生较大影响，这些影响将直接导致次日开盘时，投资者的日间获利全部回吐甚至出现亏损，因而延长交易时间的需求显得尤为迫切。

国际黄金交易主要集中在伦敦和纽约两大市场，这两大市场目前均已实现 24 小时连续交易。纽约市场黄金期货主要在 CME 旗下的三个市场进行交易，其中 CME Globex 和 CME ClearPort 交易时间均为每周一至周六 6:00 - 5:15（北京时间），每天 5:15 开始休息 45 分钟（5:15 - 6:00）（北京时间）；COMEX 交易所交易时间为每周一至周六 20:20 - 1:30（北京时间）。伦敦市场黄金交易由伦敦金银协会负责，实行 24 小时连续交易制度，并且在每天 10:30 和 15:00（相当于北京时间 18:30 和 23:00）产生两次现货定盘价。

由于全球主流的贵金属交易市场具有较高定价权，且其货币政策及经济数据等重要消息一般在欧美场内交易时段发布，因而贵金属价格的波动主要出现在欧美交易时段。在未推出连续交易之前，由于交易时间不同步，上海金银期货往往容易在第二日出现跳空走势，对于隔夜持仓的投资者来说极为不利。

以 2012 年数据为例，上海黄金期货全年交易日共计 243 个，其

中跳空幅度在 1% 之上的交易日为 54 个，即每周黄金价格都会出现一次较大幅度跳空高开或是低开。特别是当行情出现极端走势时，投资者面临的风险更是无法预计。2013 年 4 月中旬，美国劳动力市场逐步回暖，美联储退出宽松预期日益增强，导致国际金价大幅跳水，下跌幅度超过 200 美元，随后国内黄金期货跟随国际市场连续两日跌停。但是由于当时连续交易机制尚未推出，投资者无法及时平仓止损，亏损额度较大。

除此之外，交易的不连续性也导致了期货价格对市场信息反映的不连续及不及时性。由于影响贵金属价格的因素较为复杂且充满不确定性，其基本面因素随时都在发生变化，当交易结束时，期货的价格发现功能也随之暂停，直到次日滞后的信息才在市场中得到反映。而与此同时，由于缺乏规避风险的有效手段，部分短线投机交易者被排除在市场之外，套期保值占据了较大比重，投资者结构有所缺失，这也在一定程度上降低了期货价格发现功能的效率。

连续交易影响深远

正是基于以上原因，上海期货交易所以黄金白银两个品种为试点，正式推出连续交易。这一创新业务的推出，将对我国贵金属市场发展产生深远影响，主要集中在以下几点：

第一，有效规避欧美交易时段价格大幅波动风险，提升投资者参与贵金属期货交易的积极性。除去利用宏观事件获取利润的短线交易者，连续交易将吸引更多的套利交易者，促使期现套利等交易模式的进一步活跃，丰富贵金属投资方式，同时完善市场投资者结构。

第二，服务于实体经济，提升金银商品定价权。中国是全球最大的黄金白银生产国及第二大黄金消费国，但金银价格依然要跟随外盘走势，缺乏自主定价权，这对于金银进出口及贵金属行业发展较为不利。而连续交易的推出将增强国内金银价格与国际市场的实时联动性，促使国内定价权的提升。

第三，连续交易业务有望成为期货公司利润新增长点。从运行一月的情况来看，连续交易市场参与度较高，甚至超乎预期。虽然前期期货公司在交易结算方面投入了大量的人力物力成本，但由于投资者积极广泛参与，佣金收入可冲抵前期投入，基本达到收支相抵。

总体来说，连续交易在运行一月之后，得到了各方的广泛认可。目前除去黄金和白银两个试点品种之外，铜铝、大豆等与外盘联系密切的品种推出连续交易的呼声也日渐高涨，预计在不久的将来连续交易将推广至更多的期货品种，从而使得我国的大宗商品价格更具国际化和前瞻性。■



赖科：中证期货有限公司研究部国债期货分析师，从事国债期货理论研究，包括国债现券市场调研、国债期货定价机制分析、国债期货交易策略研究等等。曾在国内多个主要期货公司工作，熟悉国内首个金融期货股指期货的投资实务流程。毕业于巴黎欧洲管理学院(ESCP)，获得金融学硕士。

国债期货合约设计及其对市场的影响

■ 文/赖科

2013年7月初，距离上一年国债期货仿真启动已近一年半时间，证监会宣布国债期货获得国务院批准，从而正式启动了国债期货上市步伐。市场上一时兴起了学习了解这个品种的热潮，在此，笔者从合约设计的角度来分析这个新品种。

我国的国债期货合约设计总体上体现了“延续欧美，结合自身”的特点，采用了国际上通用的“实物交割+名义标准券”的设计思路。

滚动交割稳定市场

实物交割，对于金融期货的投资者来说略有陌生。目前我国仅有一个金融期货品种——沪深300股指期货，是使用现金进行交割的。有国际经验的投资者更为熟悉的短期利率期货，也大多是采用现金交

割。但在债券期货这个品种上，大多数国家采用实物交割。只有韩国和澳大利亚两个国家的国债期货采用现金交割，这跟他们自身的国债规模偏小有关。

实物交割分为滚动交割和集中交割两种交割形式。目前，在美国芝加哥交易所的国债期货合约采用的是滚动交割，而在德国欧洲期货交易所交易的国债期货采用了集中交割。这两者之间的区别在于滚动交割的日期多变，允许客户提前提出交割，一定程度上可以减少买方逼空的成本和难度，同时也可以防止集中交割制度中，集中买入和卖出出现券给现券市场带来冲击。

我国在设计国债期货合约时通过反复衡量两者得失，最后决定选择滚动交割，国债期货合约设置中规定：我们国家的国债期货将在季

月的第二个星期五完成交易，但从进入季月的第一个自然日之后，一直到最后交易日，都可以提出交割。

在集中交割制度上，最后进入交割的买方和卖方数量必然是相等的，是最后未平仓合约的总数。但在滚动交割中，如果提出进入交割的卖方和买方的量不相同，该如何处理？在商品期货市场也存在这个问题。

在大连商品期货交易所，滚动交割的品种采用的是卖方优先的原则，即按照卖方提交的实物交割量来抓取对应的买方予以配对。举个例子：如果有卖方提出要交割100手，但只有75手买方愿意提出交割，此时，交易所会强制持仓时间最长的25手未提出交割的买方进入交割，和原来的75手买方共同来给卖方配对。但在郑州商品交易

所，滚动交割的品种采用的是最小配对原则，即按照买卖双方之间最小的量来配对，如果没配对上的部分将不进入交割环节。

在国债期货市场上，美国的滚动交割采用的是类似大商所的这种制度，卖方拥有权力来强行要求买方来配对。这样的制度对期货的价格和交易结构都有影响。卖方拥有相当的权力来选择合适的时机和价格完成交割，而买方进入交割月之后会显得被动一些。卖方的这种权力在价格上会体现出来。投资者作为买方，会要求一定的折价来承担这种风险。这种期权价格在美国国债期货市场上称之为月末期权。

由于美国国债期货最后交易日在月末倒数第七个交易日，距离月初的时间比较长，因此这部分期权价格有一定的分量。除了对价格的影响以外，在交易结构上买方倾向于在进入交割月之前就平仓或者展期移仓，以免被强行配对，因此主力合约的流动性切换通常发生在进入交割月之前。

综合目前的信息来看，中国金融交易所应该倾向于采用最小配对的原则，这样将会大大减小卖方选择合适时机交割的可能性。我国国债期货的月末期权将会微乎其微。另有消息称，中金所倾向于让流动性切换这个时点发生在季月前一个月的月上旬，我们尚不得知交易所如何控制这一交易行为，但这可能需要一些制度保障来加以实现。

“名义标准券”减少逼空风险

“名义标准券”是票面利率标准化、具有一定期限的虚拟券。国债期货的合约标的是票面利率为3%的5年期国债，这并不是真实的国债，而是虚拟券。一般来说，财政部发行国债的时间多变，要保证国债期货的交割日刚好对应一个剩余期限为5年的国债将非常困难。所以这里的5年期是一个泛指，是指一个区间范围，中国金融交易所给出的范围是距离季月合约第一个自然日剩余期限为4到7年期的国债。这种方法在国际上非常通用，比如美国10年期的国债期货，事实上也不可能只对准一个10年期的国债现券，从定义上来说，是6.5年到10.25年附近的国债都可以用来交割。简而言之，国债期货所对应的交割物是一篮子的债券。

采用一篮子可交割国债有诸多好处，交割物的整体规模得到了扩大，从而减少了多方逼空的风险。但它也带来了意料中的麻烦：不同的国债其属性和价值各不相同，如何保证在交割时候都用同样一个结算价来交割呢？

事实上，在大宗商品期货中的交割中也会有交割品质的区别，制度上可以通过调整升贴水的办法来完成不同品质的交割物的“同质化”。在国债期货的交割里面，我们也要引用一个标准化的过程来完成“同质化”，这就是转换因子的

引入。可交割国债中息票率高于3%的债券一般会比较受欢迎，那么，交易所通过将其现金流按照3%的名义利率来计算得到转换因子则会大于1，这样债券除以转换因子就尽可能将其息票率调整到3%附近；同样的息票率低于3%的转换因子则会小于1。

通过引入转换因子，大部分的国债息票率被统一在3%附近，但经过转换因子调整后的现券价格仍然会有大小区别。通常市场上将定义价格最小的那个现券为最便宜可交割债券（CTD），也即是届时进入交割环节，到市场上购买这个债券来交换，其成本最低。按照持有成本模型计算得到的国债期货价格往往会贴近CTD来运行。CTD的确定和切换过程比较复杂，但在目前我国的利率水平下，CTD偏向于高久期是一个不争的事实。因此，我国5年期国债期货代表的更多的是7年期附近国债收益率的变化。

时间错配不影响价格形成

由于与股指期货同属中国金融期货交易所的品种，因此国债期货的交易时间和股指期货基本相同，均为上午的9:15到11:30和下午的1:00到3:15；但在最后一个交易日，为了留足实物交割的时间，国债期货只交易半天。

值得注意的是，期货市场的这一交易时间实际上比现货市场

交易的时间要短。银行间债券市场的交易时间将一直持续到下午的 4:30。交易时间的错配是否会给期货价格带来影响，是投资者比较困惑的问题。

在美国市场，同样存在着交易时间的错配问题，期货市场在下午 2:00 收盘，但现货市场要到 4:00 收盘，而一直到晚上 8:00 还能提出交割意向。因此进入到滚动交割时期，美国国债期货交易者有所谓的百搭牌期权的计量。

这里的百搭牌期权，指的是期货交易结束确定了交割价格后，在剩余的现券交易时间内，现券市场又发生了重大的价格变化，而出现有利于卖方的现券交易价格，而使得卖方可以提出交割，从而从中牟利。

对应这一制度，我们认为在我国市场上，上述现象出现的概率将会比较低。首先，如前所述，在滚动交割期内我们采用的是最小配对原则，客观上很难给卖方提供很好的交割期权的机会；其次，根据我们对历史数据的统计，我国现券市场在下午 3:15 到 4:30 之间的交易时间内极少出现大幅的价格变动。且主要的经济数据，比如包括工业增加值在内的国民经济运行指标的公布时间大多数是在上午的 9:00 到 10:00 之间，以及下午的 13:00 到 14:00 期间，并不覆盖 3:15 到 4:30 间的交易时段。因此，这样错配的交易时段不会对国债期货的价格产生太大的扭曲。

合约细节留足发展空间

除了这两个基本设定之外，国债期货特别之处还包括它的最小变动价位。在最初的国债期货仿真合约中，这个最小的变动价位是 0.01 元，但在仿真测试过程中发现在上下的价格中积累了比较多的买单和卖单，成交量却比较难释放，表明这样一个价格单元可能不太能适应市场投资者的投资预期。

因此，这个最小的变动价位调整到了 0.002 元，也就是一手合约最小的跳价是 20 元。这样一个跳价设置给期货交易系统带来了一些新的挑战，因为此前的最小跳动价位在黄金期货中也只是两位小数，这次突破到三位小数，不少期货交易系统为此做了改进，并且为了适应今后的外汇期货（最小变动单位将精确到小数点四位）留足了一定的拓展区间。

在国际市场中，很多国债期货不设涨跌停板。我国出于风控的考量，还是设定了国债期货价格最大波动幅度为 2%。但这样一个日涨跌幅度对于国债品种来说是很大的。根据统计，自 2008 年以来国债现券的最大日涨幅和日跌幅均没有超过 1.5%，有将近 70% 以上的天数集中在 0.1% 的波动幅度以内。


也正因有这样的低波动性，为了吸引足够的流动性，国债期货的保证金额比例低至 2%，对应了 50 倍的杠杆。就算期货公司在上面加收一定的保证金比例，预计整个杠

杆率的水平也能维持在 25 倍以上，在国内现有的期货品种中可谓是独树一帜。

市场容量相对充足

根据国债期货合约条款，笔者大致估计了未来的国债期货市场容量。从当前国债期货合约设置可以知道，与国债期货关联性最大的是存续期在 4 到 7 年期内的国债现券，这些现券的市场存量大概在 1.9 万亿（其中含一些未被纳入可交割债券标的的特别国债），按照国债期货一手 100 万的规模，则对应的是 190 万手。

但很多国债现券被银行和保险机构作为投资户来入账，并没有进入市场，而交易户会更早进入到国债期货这个市场。我们按照交易户所占比例为 10% 来计算的话，将近是 19 万手的规模。国债期货上市初期，机构套保持仓限制估计会参考股指期货的 20%，则进一步计算对应的是 30000 手到 40000 手。

成交量可以由成交持仓比来推算。从国际经验来看，国债期货不同于股指期货，其成交持仓比要小很多，主力合约的成交持仓比在 0.4 到 0.5 之间。从 2013 年上半年我国国债期货仿真市场来看，成交持仓比也在此区间。在这一比例预估下，国债期货上市一年内，应能达到 10000 手到 20000 手之间的日成交量。

亚洲场外衍生品市场发展概况及经验借鉴

■ 文/彭刚 刘涛

2008年金融危机以后，亚洲场外衍生品市场经过2009年的短暂萎缩后，迅速恢复并保持稳步增长。据2013年4月ISDA发布的《亚洲OTC衍生品市场》报告，2012年，亚洲OTC衍生品市场未清偿合约名义价值（Notional Outstanding）达42.6万亿美元。在2008年金融危机爆发后，亚洲OTC衍生品市场交易额于2009年略有下降，但很快于2010年开始恢复增长，2012年同比增长达25%。

2012年全年场外衍生品的年交易额（Turnover）达186万亿美元，为未清偿合约名义价值的四倍。

亚洲场外衍生品稳步增长

从产品类别上看，亚洲地区的汇率和商品类场外衍生品的市场份额远大于全球市场。与全球市场上

利率类产品占份额最大不同，亚洲地区2012年汇率类场外衍生品占有最大的市场份额。这主要是因为亚洲地区活跃的实体经济活动、融资需求以及外汇管理体制等原因导致。同时，亚洲地区商品类产品所占市场份额也远远大于全球市场的0.5%，这也是主要由于亚洲地区特别是中国经济增长所带来的巨大商品风险对冲需求。

从地区分布看，在亚洲地区场外衍生品市场上，新加坡市场居于领先地位。2012年新加坡外汇（43%）、商品（60%）和CDS（56%）等三类产品的市场份额居亚洲第一。

新加坡场外衍生品市场发展较快的原因在于：一是有完善的金融政策，例如新加坡为了吸引全球的金融机构和交易商，给予前10年

享受5%的税务优惠政策等；二是新加坡地理位置优越，地处交通要道，大量的贸易商、加工商聚集于此，也为发展场外衍生品创造了良好的条件。而随着商品国际贸易和衍生品交易的发展，其外汇掉期等场外衍生品也获得了很快的发展。

从市场参与者分布看，衍生品交易商和金融机构所占市场份额最大。2012年亚洲地区场外衍生品市场的参与者中，交易商、金融机构和非金融机构客户分别占比为57%、34%和9%。从亚洲地区排名前25的企业使用OTC衍生品的情况看，外汇（39%）和商品（33%）是他们最主要利用的工具，这也反映了亚洲经济的特点。这些企业多为能源和制造业企业，同时，印度和中国前十名的大企业持有的场外衍生品头寸最大，以公允价值计算，

2012年印度和中国持有的场外衍生品合约价值分别为42亿和38亿美元。

多样化的参与主体与多层次市场并存

从参与主体看，场外衍生品市场参与者主要包括交易商、对冲基金、商业银行、中央银行和企业五种类型。

交易商 (Dealer)，主要是指投资银行和经纪商，传统上，他们参与OTC市场主要是承担做市商或撮合交易达成的功能，一般涉及多类OTC衍生产品，他们既参与交易商间市场，同时也参与柜台市场。

对冲基金主要使用OTC衍生品与其现金类产品进行组合，为其投资者提供更优的风险调整收益 (Risk-adjusted Return, RAR)。

商业银行在OTC衍生品市场上通过自营交易管理其资产、负债和结构性头寸，对其银行业务活动中产生的利率、汇率、信用等风险敞口进行管理。

中央银行参与OTC市场非常有限，一般只使用外汇掉期工具进行国内流动性管理和及时进行外汇远期结算的转换操作。

非金融机构 (Non-Financial Institutions)，主要是指实体企业，他们运用OTC工具对冲利率、汇率以及商品进出口贸易中的价格风险。

从交易方式看，场外衍生品交

易的方式大致包括传统的交易商市场、电子化的经纪市场和自营交易平台市场三种类型。

在传统交易商市场，报价和价格协商主要通过电话来进行；电子化经纪市场是一个电子平台，主要是发布报价，起到经纪作用，不具有交易功能。中介公司运行这个平台仅仅作为一个经纪商，而不持有头寸或者成为交易对手方；自营交易平台市场是传统交易商市场和电子化经纪市场的结合体，这个平台是一个交易的平台，而不是经纪平台。交易商在这个平台上提供报价，其他的参与者可以看到这些报价和选择执行这些报价。这个市场创造了一个单向的多边交易环境。在这个市场，交易商是所有交易对手方，承担了市场的信用风险。

从交易对手类型看，主要可以分为同业市场 (交易商市场, Dealer-Dealer Market) 和柜台市场 (交易商对客户市场, Dealer-Client Market) 两种类型。

以新加坡的油品纸货市场为例，同业市场存在于高盛、JP摩根、法兴银行以及壳牌、美孚等大型现货商等核心交易商之间，他们的角色类似于“批发商”。他们为自己的客户或经纪商 (Inter-Dealer Broker, IDB) 提供产品和报价，承担造市职责，提供市场流动性。同时，还有许多经纪商 (IDB) 提供撮合服务，他们的角色类似于零售商，形成了柜台市场。

例如，当某客户向经纪商询价时，经纪商会采用背对背交易的方式，向主要交易商询价。一旦主要交易商同意经纪商的报价，双方方便达成交易，同时经纪商会与客户再签署一笔合同。经纪商一般不承担市场风险 (但会有信用风险)，也不会主动向终端用户出售产品，这主要是因为经纪商一般实力较弱，没有专业的团队来设计产品和进行风险控制。当然，有实力的客户也可以直接向主要交易商询价并达成交易。

从清算方式上看，主要可分为清算的OTC衍生品市场 (相对标准化的OTC衍生品市场) 和非清算OTC衍生品市场 (个性化的OTC衍生品市场)。2008年金融危机以后，越来越多的监管部门要求场外标准化的合约进入结算所进行中央清算。但是由于大量的客户需求和场外衍生品是非标准化的，因此非标准化衍生品交易仍然非常活跃。从亚洲地区的情况看，由中央对手方清算的场外衍生品合约量仅为全部衍生品交易额的3%。

场外衍生品中央清算渐成趋势

2009年G20集团达成共识，要求各国监管部门对OTC衍生品市场实行强制结算、强制数据报送、推进电子化交易并对双边结算提出更高的资本金要求。尽管新加坡和香港地区不是G20成员，但是两地

图1 新加坡交易所场外衍生品清算流程



监管部门也同意遵守 G20 的要求，逐步开始制订相关的法规，要求对 OTC 市场进行中央清算。

2012 年 2 月，新加坡金管局提出要求，拟将大量的场外产品纳入场内清算。同时，要求场外衍生品交易商执行强制交易报告，并允许多家数据仓库（数据采集机构）注册。但是，新加坡并不打算完全实施 G20 改革的框架，主要是为了避免削弱本国市场的竞争力。例如，新加坡拟对外汇远期和掉期的清算义务进行豁免。

新加坡交易所（SGX）于 2006 年启动大宗商品场外衍生品合约清算，2010 年 11 月启动金融类场外衍生品合约的清算。新加坡交易所下属的衍生品清算所（SGX-DC）开发了 SGX AsiaClear 系统作为中央

对手方进行 OTC 场外产品的清算。

目前，SGX - DC 清算的 OTC 衍生品主要包括能源和运费类的产品。其参与者包括原油、运费等终端用户、交易商经纪公司（Inter-Dealer Broker）、OTC 清算会员、直接清算会员、银行和新交所清算所等。

其主要清算流程如图 1 所示。

第一步：交易执行。OTC 交易可以直接达成，也可以通过交易商经纪人（IDB）达成；该笔交易通过交易登记平台（如利率掉期平台 MarkitWire、外汇远期平台 Thomson Reuters 等）由交易商或 IDB 进行电子确认。

第二步：交易登记和确认。交易商分别在各自的交易登记平台上确认交易的细节，并且指示将此笔

交易提交清算；交易登记平台在提交清算所之前，要履行对合约规格和会员资格的适当性检查。

第三步：每日保证金和债务更替。清算所收到由交易登记系统提交的需清算的交易细节；根据可动用抵押品的情况，该笔交易将被更替至清算所（即清算所成为交易双方的对手）；在清算所接受该笔交易后，把清算结果（已结算或未结算）通知结算会员。

第四步：交易后的处理流程。清算所将向会员提供每日价格数据、重置和头寸报告，保证金、抵押品和支付等服务。

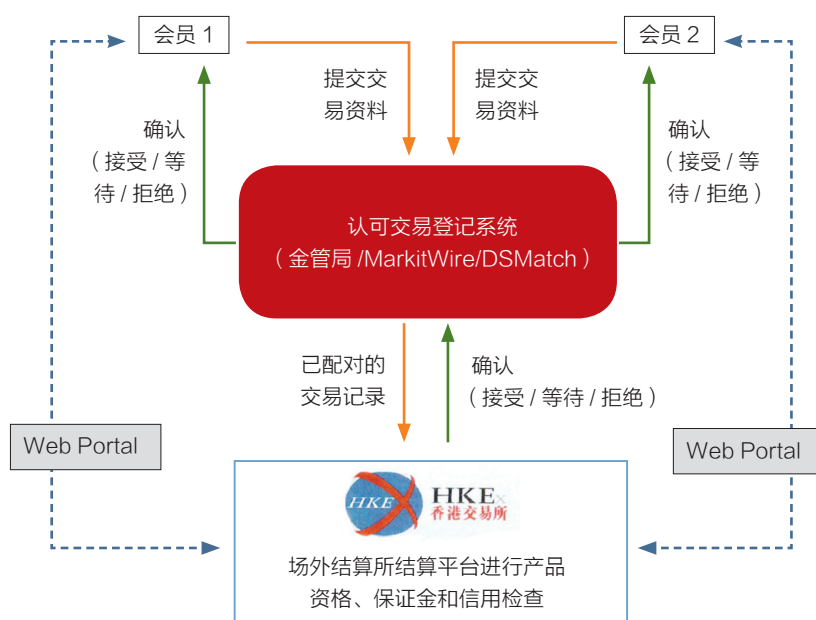
香港已经建立了基本的法律框架，包括强制清算、报告，以及推动电子化交易。根据香港特区政府的规定，2014 年香港将对 OTC 衍生品实行强制信息报告，并实施中央结算条例。香港金管局（HKMA）对交易数据库进行统一的注册管理，自 2011 年起一些平台供应商已经推出了数据平台的相关服务。

按照监管要求，香港交易所筹备成立了场外结算有限公司，其中港交所持股 75%。港交所场外结算公司目前推出的清算产品主要包括离岸人民币、美元、欧元和港元的利率掉期合约，人民币、新台币、印度卢比、韩元等不交收远期外汇合约等。

具体交易清算流程如图 2 所示。

第一步，两个结算会员之间进行双边交易；

图2 香港交易所场外衍生品结算流程



第二步，两个结算会员分别将交易资料通过 MarkitWire（利率掉期合约，IRS）、DSMatch（不收取远期外汇合约，NDF）和金管局交易资料储存库（IRS 和 NDF）等“认可交易登记系统”进行登记；

第三步，认可交易登记系统将已配对的交易资料传送至场外结算所；

第四步，场外结算所结算平台进行产品资格、保证金和信用检查，通过“认可交易登记系统”发送“接受或拒绝”交易的确认信息给两个结算会员；

第五步，交易更替后，场外结算成为两个结算会员的交易对手；

第六步，场外结算所进行日常风险管理和结算程序；

第七步，任何已更替交易的资料更改，必须先结束结算，然后再重新结算，并通过这两个过程中的保证金和信用检查。

如果发生违约事件，按照违约结算会员保证金、违约结算会员担保基金、结算所首部分资本储备、非违约结算会员担保基金、结算所资部分资本储备和补充金额的顺序进行清偿。

交易商和经纪商运作规范

以下以新加坡大华黄金与期货公司（下称大华期货）为例，介绍场外衍生品市场交易商和经纪商的基本情况。

大华期货是大华银行的全资子公司，拥有期货经纪、外汇经纪、

证券经纪、场外经纪等多类金融牌照，能够为客户提供包括期货、期权、掉期、外汇、证券等一站式的金融产品中介服务。大华期货在场外市场中担任经纪商和清算商的角色，交易对手包括银行、跨国油企和商贸企业等。一般来讲，交易在场外进行，但清算在交易所内完成。大华期货提供的是场外撮合、场内清算的掉期产品。实际上，交易所已经完成了产品的设计与开发，大华担任的角色类似于销售。

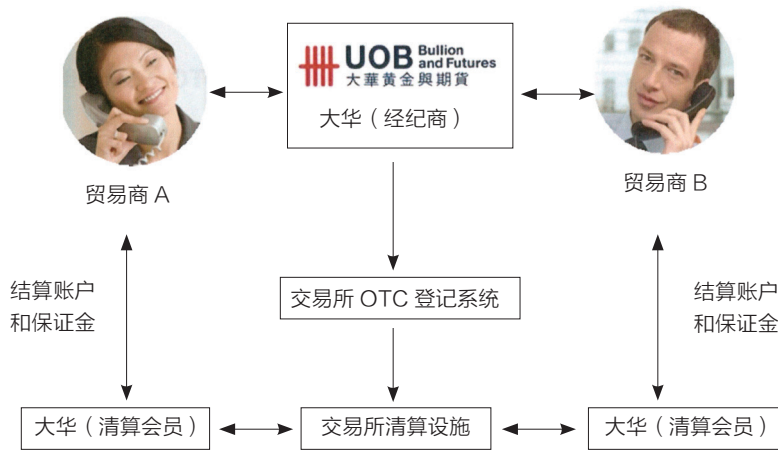
目前，大华提供 SGX 和 CME 两家交易所结算的新加坡燃料油（180cst）、新加坡燃料油（380cst）、新加坡航空煤油、新加坡柴油、石脑油（新加坡普氏）、石脑油（日本普氏）、迪拜原油、布伦特—迪拜裂解价差、铁矿石、干散货运费、煤炭等场外掉期产品。

其主要流程如图 3 所示。

贸易商 A 和 B 通过大华期货达成交易（双方为匿名交易），大华期货将这笔交易上报交易所 OTC 登记系统，同时大华期货根据结算所的要求向贸易商 A 和 B 收取抵押品或保证金。大华期货可以协调大华银行为客户提供授信额度。

大华银行于一年半前设立了固定收益、货币及商品部，负责场外衍生品产品的设计和交易。设立这一部门的初衷源于现有客户希望在一个平台上进行交易的初衷。目前，大华银行场外交易的主要客户来自于中国，产品包括原油掉期以及铜、

图3 场外衍生品交易清算流程



锌、锡等场外产品。其场外产品主要通过该银行的私人银行部门、机构服务部门和期货公司三个渠道进行销售。

场外衍生品市场发展空间巨大

尽管对场外衍生品市场的监管日趋严格，但是场外衍生品市场的发展仍有很大的空间。目前亚洲地区的场外衍生品市场主要体现出以下几个特点：

一是集中清算、强制数据、电子化交易报送将是场外衍生品发展的大势所趋，衍生品市场的交易将更加透明。场外产品标准化，并纳入中央清算是大势所趋，为此，各国和地区的清算机构都在加快建设场外清算系统，以期在市场竞争中取得优势。同时对于不能标准化的

场外交易，监管机构将会要求交易商强制提供交易数据，其影响尚有待观察。

二是场外衍生品的“场内化”以及电子化的推进，将对信息技术提出更高的要求。特别是金融中介机构需要利用全新的电子交易功能来交易场外衍生品，以帮助机构降低运营成本、提高回报率，尤其是在流动性交易和做市业务方面更需要如此。

三是场外衍生品市场是一个复杂的生态系统，中介机构在场外市场上发挥着核心作用。在场外衍生品市场上，不仅有像高盛、巴克莱、JP 摩根这样实力雄厚的投资银行充当做市商，也要有像 BP、嘉能可等大型现货企业参与交易；同时，还要有像大华期货、新加坡联合金属等期

货经纪公司或商品经纪公司提供中介服务。

四是场外商品衍生品市场有着巨大市场需求。由于我国场外商品衍生品市场不发达，许多中国的客户不得不选择在新加坡场外商品衍生品市场进行交易，不利于我国大宗商品全球定价权的形成。特别值得一提的是，新加坡交易所和场外市场交易的铁矿石掉期产品主要是中国进口的 62% 的铁矿石粉。这从一个侧面说明我国对大宗商品场外衍生品的巨大需求，但是此类产品的主要交易却是在新加坡完成的。这种两头在外的情况，对于维护我国企业的切身利益和我国经济安全是非常不利的。因此，应当加快发展我国的场外衍生品市场。

综上所述，充分借鉴成熟市场的经验，加快发展我国的场外衍生品市场，应从以下方面着手：一是以商品为突破口，以期货公司风险管理子公司试点为依托，抓紧研究推动场外衍生品业务的开展；二是抓紧研究境外场外市场的运作机制、监管制度、法律文件，进一步制定关于场外业务的相关政策与规则；三是建立包括产品备案、数据报送、交易监测等在内的自律监管平台，规范有序地推进商品场外衍生品业务的发展。^[2]

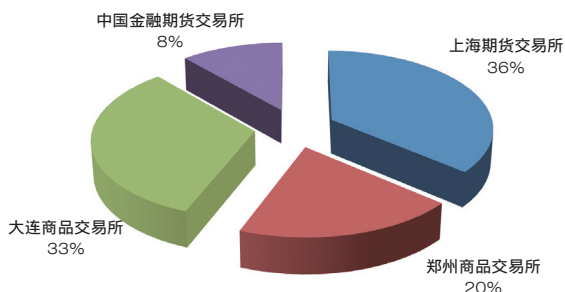
(本文根据作者 2013 年 5 月 8 日至 15 日考察新加坡和香港地区场外衍生品市场后撰写的考察报告编写，作者就职于中国期货业协会)

2013年7月中国期货市场成交情况统计表

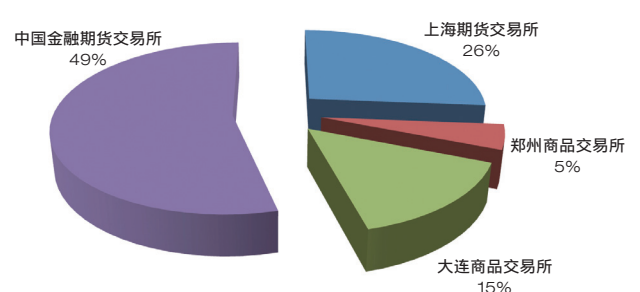
交易所名称	品种名称	本月成交量(手)	同比增减(%)	本月成交额(亿元)	同比增减(%)	今年累计成交量(手)	同比增减(%)	今年累计成交额(亿元)	同比增减(%)	本月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	9,983,478	71.62%	24,833.42	54.40%	43,164,532	11.03%	112,859.32	1.25%	377,548
	铝	219,864	-58.25%	157.54	-61.42%	2,132,261	-13.14%	1,571.61	-19.25%	99,583
	锌	919,178	-44.41%	670.92	-44.79%	8,169,798	-42.94%	6,111.95	-44.44%	167,753
	铅	4,068	-37.49%	14.07	-42.12%	35,286	-17.20%	127.63	-22.62%	2,368
	黄金	3,581,330	603.61%	9,266.79	452.82%	7,231,613	94.61%	19,941.94	59.46%	81,796
	白银	18,609,282	1102.64%	11,163.44	721.62%	35,621,740	358.51%	24,024.51	249.65%	175,946
	天然橡胶	9,725,866	46.65%	17,417.07	11.37%	38,687,492	-15.31%	78,442.13	-7.20%	115,690
	燃料油	48	-90.73%	0.12	-90.44%	625	-91.77%	1.59	-92.00%	4
	螺纹钢	30,477,421	167.56%	11,066.29	151.01%	213,983,665	356.12%	80,060.33	313.45%	846,511
	线材	290	52.63%	0.10	41.25%	3,298	123.90%	1.25	106.47%	17
总 额	73,520,825	161.79%	74,589.74	82.75%	349,030,310	118.45%	323,142.27	30.37%	1,867,216	
郑州商品交易所	一号棉	442,923	-83.39%	437.50	-83.02%	6,305,449	-59.10%	6,311.21	-59.27%	61,199
	早籼稻	46,289	-88.23%	23.71	-78.06%	483,633	-73.57%	162.42	-66.85%	7,921
	甲醇	24,247	-92.45%	32.44	-92.79%	705,271	-65.07%	1,015.35	-65.49%	3,349
	菜籽油	979,872	70.93%	781.42	163.12%	2,954,143	-29.09%	2,237.85	4.54%	95,241
	油菜籽	6,920	—	3.57	—	1,168,406	—	631.37	—	4,616
	菜籽粕	12,117,619	—	2,812.54	—	59,621,215	—	14,404.22	—	653,041
	白糖	5,648,518	-68.71%	2,773.35	-73.06%	47,122,207	-30.35%	24,842.82	-39.11%	439,902
	PTA	5,612,317	-65.01%	2,174.74	-64.17%	58,821,426	1.80%	23,541.67	0.86%	308,892
	普麦	215	-88.21%	0.27	-87.29%	1,267	-73.09%	1.54	-71.03%	94
	强麦	228,109	-94.55%	125.41	-88.07%	1,763,095	-90.45%	650.55	-86.11%	47,676
	玻璃	14,980,799	—	4,159.13	—	149,966,845	—	43,540.02	—	286,042
	总 额	40,087,828	-5.09%	13,324.06	-36.10%	328,912,957	96.44%	117,339.01	30.50%	1,907,973
大连商品交易所	黄大豆一号	1,223,951	-87.94%	543.11	-88.67%	6,437,083	-67.98%	3,031.30	-67.25%	173,076
	黄大豆二号	767	-58.56%	0.31	-63.53%	4,660	-6.61%	2.01	-14.91%	332
	玉米	1,473,393	-66.13%	350.28	-66.38%	8,554,016	-66.64%	2,061.71	-66.35%	417,492
	焦炭	11,557,318	1199.07%	16,746.74	1032.76%	82,462,670	6645.23%	132,099.21	6151.83%	128,122
	焦煤	4,693,444	—	2,967.39	—	15,815,799	—	10,723.39	—	70,300
	聚乙烯	7,179,467	-3.50%	3,788.06	2.55%	43,118,304	-0.81%	22,614.19	3.11%	243,299
	豆粕	24,918,578	-65.23%	8,083.94	-69.07%	161,575,711	1.79%	53,034.42	-2.56%	1,372,448
	棕榈油	5,972,076	75.29%	3,399.13	23.80%	44,669,168	206.58%	28,236.64	136.08%	419,256
	聚氯乙烯	94,038	-87.73%	31.50	-87.45%	1,369,432	-71.61%	456.41	-72.38%	13,585
	豆油	9,243,411	32.69%	6,670.51	-1.00%	52,392,527	58.01%	40,730.91	29.08%	485,570
总 额	66,356,443	-37.18%	42,580.97	-9.18%	416,399,370	38.00%	292,990.20	110.74%	3,323,480	
中国金融期货交易所	沪深300股指	23,211,627	161.13%	153,581.37	137.43%	112,748,252	126.52%	833,953.01	120.38%	97,125
	总 额	23,211,627	161.13%	153,581.37	137.43%	112,748,252	126.52%	833,953.01	120.38%	97,125
全国期货市场交易总额		203,176,723	9.92%	284,076.13	63.98%	1,207,090,889	77.85%	1,567,424.48	83.28%	7,195,794

注:1. 本表根据上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所提供数据计算;2. 表中数据均为单边计算;3. 表中数据均不含期现数据。

2013年7月中国期货市场成交量分布图



2013年7月中国期货市场成交额分布图





《边墙依旧秋渐浓》

北京期货商会 苏英 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0713 - L0173 号