



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2014年第4期/总第40期

(内部资料 免费交流)

封面文章

期货行业迈进黄金十年
>p9

热点直击

场外衍生品交易商的定位
发展 >p30

人物·对话

许丹良：塑造“大金融”
平台的期货支柱 >p34

文化·生活

我与中国金融衍生品共成
长 >p42

博弈之道

小额交易人适合卖期权
吗? >p54

【封面文章】

新“国九条”揭期货业新篇章 >p8



|| 图片新闻 ||



7月28日，由中国金融期货交易所和中国期货业协会共同举办的中国金融衍生品市场人才培养交流会在京举行。面对全国高校大学生金融期货及衍生品知识竞赛的获奖者们，与会专家学者就中国金融衍生品行业人才状况及未来人才培养的道路展开探讨。今年4月起，中金所联合中期协共同举办了首届“中金所杯”全国高校大学生金融期货及衍生品知识竞赛，3万余名高校学子踊跃参与，经过网络初赛和集中复赛，465名优秀学子脱颖而出，分获各个奖项。



《改革：我们正在过大关》，这是经济学家吴敬琏 2001 年的著作之一，放置今日，语境依然贴切。

在全面深化改革的关键时期，实体经济转型升级和金融市场改革创新，都对积极发展期货及衍生品市场提出了迫切需求。建设与经济总量和整个金融体系相匹配的现代期货及衍生品市场，充分发挥期货经营机构在大宗商品和金融资产定价、经济金融风险管理方面的重要作用，对于加快完善现代市场体系、优化资源配置、促进经济转型升级、维护国家经济金融安全具有重要作用。

作为全面深化改革的纲领性文件，新“国九条”对资本市场改革发展进行了顶层设计和战略规划。具体到期货及衍生品市场，新“国九条”明确提出，要推进期货市场建设，包括发展商品期货市场、建设金融期货市场，同时要提高证券期货服务业的竞争力。新“国九条”已经揭开了我国期货行业创新发展的新篇章。

为深入学习贯彻新“国九条”精神，中国期货业协会近期开展了面向全行业的征文活动。本期“封面文章”刊载了部分优秀文章，以为借鉴和参考。

交易商作为场外衍生品市场核心，不仅参与交易，且客观上还承担了部分有组织的交易所的功能——为市场提供产品和流动性。培育以衍生品交易商为主体的市场结构，是当前我国期货及衍生品市场发展的迫切需要。境外衍生品交易商的成功经验，以及我国银行、证券等金融市场交易商的具体实践，对于我国场外衍生品交易商的发展都具有很好的借鉴意义。本期“热点直击”关注我国场外衍生品交易商的定位与发展。

《你的企业，我的事业》，是一本讲述企业员工职业精神的书籍，书中迸发之精神，似已不符浮躁的年代，很少有人会再把工作看成生命中特别重要的部分。但刚过完 50 岁生日的方正中期总经理许丹良，对工作依然葆有不输于年轻人的激情和追求。“把公司当事业”，这句话他反复提及，公司已融入他的生活，甚至生命。本期“人物对话”，将近距离接触许丹良的日常工作和生活。

为适应期货公司创新发展，培养金融衍生品研究分析、产品设计及基金经理类人才，自去年以来，中国期货业协会联合厦门大学金融工程中心在厦门连续举办五期“金融衍生品高级研修班”，来自 130 多家期货公司的 400 余人参加了培训。如今，学员们正运用所学知识奋斗在期货及衍生品市场一线，与中国金融衍生品共同成长。本期“文化生活”将跟随他们的脚步，探访他们的“蜕变”历程。■



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 王春卿
媒体顾问 邓 妍
责任编辑 杨 琪 黄 剑 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-mail chinafutures@cfachina.org
网 址 www.cfachina.org
准 印 证 号 京内资准字 0714-L0173 号
设计制作 北京永行传媒广告有限公司

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

P08

新“国九条”揭期货业新篇章

5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（下称新“国九条”），不仅绘制了资本市场发展蓝图，更提出了深化改革的详细举措。



“期”事速览

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

封面文章

- 09 期货行业迈进黄金十年 文 / 卢赣平
- 12 如何理解“拓展期货市场”？ 文 / 李建中
- 16 期货公司亟需培育新核心竞争力 文 / 姚广 张森宁
- 18 开启期货公司创新转型新局面 文 / 王化栋
- 20 促进场内场外市场协调发展 文 / 王一军
- 22 探索期货市场服务“三农”有效模式 文 / 赵广钰 原欣亮
- 25 积极应对互联网金融冲击 文 / 周勇
- 28 原油期货美元保证金汇兑风险探讨 文 / 罗旭峰

热点直击

- 30 场外衍生品交易商的定位发展 文 / 韩国庆

人物·对话

- 34 许丹良：塑造“大金融”平台的期货支柱 文 / 汤中



P34

许丹良：塑造“大金融”平台的期货支柱



P42

我与中国金融衍生品共成长

39 对话许丹良：把公司当事业的期货掌门人 文 / 汤中

文化·生活

- 43 欲穷千里目 更上一层楼 文 / 陈夏昕
- 45 纵情“权”海中 悠悠黄埔情 文 / 周茉莉
- 46 给你一个人生的新起点 文 / 丁睿
- 47 恰同学少年，风华正茂 文 / 温富山
- 48 激发兴趣，开拓眼界 文 / 李富
- 49 能不忆厦门 文 / 户涛
- 50 厦大期货行 文 / 赵晓慧
- 51 我与中国金融期货共成长 文 / 何晔玮
- 52 厦门培训探求源头活水 文 / 邢亚楠

博弈之道

- 54 小额交易人适合卖期权吗？ 文 / 臧大年 陈定远
- 58 下单思维 文 / 曾栳财

创新·探索

- 60 期货公司全面风险控制体系研究
文 / 兴证期货课题组

64 跨境期货交易中的投资者保护问题研究
文 / 南华期货课题组

观察家

- 68 ETF 期权及仿真情况分析 文 / 彭云
- 71 铁合金期货上市背景及功能分析 文 / 杨东

环球视野

- 74 场外衍生品市场改革实施跟踪报告 编译 / 吴世平
- 78 SEF 解密 掉期市场透明度增加 编译 / 陈静怡



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

郑商所修改甲醇期货合约

郑州商品交易所6月13日发布通知,对甲醇期货合约以及甲醇、玻璃、白糖、PTA、动力煤等品种的业务细则进行修改。修改后,甲醇期货合约交易单位由50吨/手改为10吨/手,每手交易手续费收取标准为现行标准的五分之一,最低交易保证金由6%改为5%,交易代码由ME改为MA。修改自MA1506合约始执行。

热卷期货首张标准仓单生成

热轧卷板期货首批交割商品6月16日在中国外运华东有限公司位于上海的指定交割仓库顺利入库,首批仓单共生成热卷300吨,生产企业为通化钢铁股份有限公司。相关人士表示,从首张标准仓单生成过程看,热卷期货合约和交割业务规则设计相对合理,注册标准仓单的过程顺畅,交割的相关费用与成本较低。

重庆市碳排放权交易市场开市

重庆市碳排放权交易市场6月19日正式开市,标志着国家确定的7个碳排放权交易试点省市全部实现开市。在开市不足半小时内,就迅速达成16笔交易,交易量达14.5万吨,交易金额445.75万元。其中重庆宏烨实业集团以30.5元/吨价格从石柱四方化工集团买入1万吨排放权拔得头筹。

大连证监局排查非法期货经营活动

据《期货日报》6月24日报道,大连证监局组织开展非法期货经营活动专项排查工作,以促进辖区期货市场主体依法合规、稳健运营,防范市场风险。经排查,5家期货公司存在相关问题。目前,这些公司均已按监管要求完成整改工作并提交了整改报告,其中1家期货公司已撤销原大连代表处。

郑商所上市交易晚籼稻期货

郑州商品交易所7月8日上市交易晚籼稻期货。晚籼稻期货标准合约交易单位为20吨/手,最小变动价位为1元/吨,每日价格波动限制为上一交易日结算价 $\pm 4\%$,最低交易保证金为合约价值的5%,交易手续费收取标准为3元/手。自上市之日起,晚籼稻期货合约当日开平仓手续费减半收取。

五矿期货吸收合并经易期货

五矿期货、经易期货6月16日联合发布公告,经双方股东决定,由五矿期货吸收合并经易期货。不同于之前传统期货公司间的“强收弱”,五矿期货和经易期货2013年的客户保证金规模、净利润等指标均处于行业中等水平,分类评级均为BBB,业务特色和优势鲜明,属于典型的中型传统期货公司。

混沌投资收购鸿海期货97%股权

据《期货日报》6月19日报道,上海混沌投资(集团)控股广东鸿海期货有限公司已取得监管部门的股权变更核准,相关工商变更手续已完成。鸿海期货将更名为混沌天成期货有限公司,之后拟增资到5亿元以上。据了解,鸿海期货老股东全部退出,混沌投资控股97%,上海众集建设持有3%的股份。

郑商所放宽交易涨跌停板幅度

郑州商品交易所6月20日发布修订后的《期货交易风险控制管理办法》,修改涨跌停板制度和限仓制度。规则调整前,出现连续同方向单边市时,第二、三板的涨跌停板幅度均为6%。规则调整后,连续三个单边市时涨跌停板幅度分别为4%、7%、10%。此次修订还取消了期货公司会员限仓相关条款。

大商所上市棕榈油和焦炭夜盘交易

大连商品交易所7月4日21:00起上市棕榈油和焦炭夜盘交易。在竞价原则方面,开盘集合竞价在夜盘交易时段开市前5分钟内进行,日盘交易时段不再集合竞价。结算方面,强行平仓先由会员自己执行,除交易所特别规定外,对开设夜盘交易的品种,其时限为夜盘交易小节和第一节交易时间内。

郑商所启动夜盘联网测试

郑州商品交易所于7月14日晚至7月31日下午进行了夜盘交易联网测试。据悉,本次测试夜盘交易品种为白糖、棉花和甲醇,7月14日测试数据使用7月11日结算后数据。模拟夜盘的集合竞价时间为20时55分至20时59分,连续交易时间为21时至次日2时30分。

监控中心发布工业品期货指数

中国期货保证金监控中心7月14日发布中国工业品期货指数(CIFI)。指数备选样本覆盖上海、郑州、大连三家商品交易所目前上市的全部23个工业品期货品种,最终有14个运行成熟且流动性好的品种纳入指数。同时,为满足市场个性化需求,该指数下辖的能化、钢铁和建材三个交叉子指数同步发布。

大商所上调鸡蛋期货保证金

大连商品交易所7月17日发布通知,自7月21日结算时起,鸡蛋1409合约交易保证金由8%调整到10%。消息公布当日,鸡蛋1409合约并未大幅波动,收于5482元/500千克,涨幅0.9%;总持仓32.67万手,日增量2.38万手。市场人士指出,鸡蛋客户小散多、新手多,对市场风险认识不足,有必要加强风险防控。

大商所举办券商服务实体经济研讨会

大连商品交易所联合中国证券业协会7月24日至25日在大连举行证券公司创新服务实体经济研讨会,探讨在新形势下,证券公司如何在服务实体经济风险管理需求方面寻找新领域、运用新工具、开发新产品。本次研讨会,为证券公司了解未来产品设计、业务创新的平台,迎接市场创新发展,服务实体经济提供了方向。

首笔LLDPE保税仓单完成注册

天津东疆保税港区国际贸易服务有限公司7月21日顺利完成20吨线型低密度聚乙烯(LLDPE)的期货保税仓单注册。至此,期货保税交割的货物入库、质量检测、仓单注册等操作流程已顺利完成,标志着大商所在东疆保税港区的期货保税交割业务试点工作已取得实质性成果。

场外大宗商品清算平台启动

人民币铁矿石、动力煤掉期中央对手清算业务8月4日正式在上海清算所上线,这标志着我国场外大宗商品金融衍生品的清算平台初步形成。致力于探路场外衍生品业务的期货公司风险管理子公司,有两家成为当日人民币铁矿石、动力煤掉期交易的经纪公司,分别为华泰长城期货和新湖期货的风险管理子公司。

南华美国公司获批FCM牌照

芝加哥当地时间7月16日,南华美国有限责任公司正式成为美国国家期货协会(NFA)的会员,并获批注册成为美国期货佣金商(FCM)。此次获批FCM牌照,标志着南华期货在拓展境外业务及国际化发展道路上又迈出了坚实一步。据悉,南华美国公司目前正积极申请成为CME集团清算会员。

铁矿石贸易首开基差定价模式

日照钢铁集团与永安资本(永安期货风险管理子公司)、中信寰球商贸(上海)有限公司7月23日签订铁矿石基差贸易合同,在国内铁矿石贸易领域首开基差定价模式。据介绍,此次日照钢铁集团与中信寰球商贸签订的合同为5000吨铁矿石,与永安资本签订的合同为10000吨铁矿石,均以I1409合约作为基准价。

上期所会员创新项目评选结果揭晓

据《期货日报》7月25日报道,上海期货交易所2013年度会员创新项目评选结果揭晓。华泰长城期货的“期货公司一体化管理与服务平台”获评“突出创新项目”,五矿期货的“套保通量化流程管理系统”和南华期货的“南华智创分析系统”获评“优秀创新项目”,另有4个“创新项目”和21个“入围创新项目”获得表彰。

大商所扩大豆粕厂库仓单串换试点

大连商品交易所7月30日发布通知,再次启动豆粕集团内厂库仓单串换试点,试点有效期自通知发布之日起开始,至2015年7月31日结束。试点企业由首次试点的2家扩至9家。试点企业的增加,在试点集团内提取现货范围的扩大,意味着饲料企业等买方客户在接货地点上有更多选择,交割成本也将明显降低。

郑商所上市交易铁合金期货

郑州商品交易所8月8日上市交易硅铁、锰硅期货。首批上市的硅铁、锰硅各合约挂牌基准价分别为6000元/吨和6650元/吨。硅铁、锰硅期货上市当日涨跌停板幅度均为合约挂牌基准价的±8%,交易保证金均为5%,交易手续费亦均为3元/手,自上市之日起,当日开平仓手续费均减半收取。

香港拟调低证券期货交易征费

香港《2014年证券及期货(征费)(修订)令》6月6日刊宪,旨在降低证券和期货/期权合约的交易征费10%。特区政府于6月11日将命令提交特区立法会审议。如获通过,将于11月1日实施。据此,买卖证券的征费率会由0.003%调低至0.0027%;买卖期货合约的征费则由0.6元调低至0.54元。

韩国允许银行直接交易美元期货

韩国金融服务委员会6月17日表示,将允许本地银行直接在交易所挂牌的美元期货,以及即将挂牌的20年期美债期货。声明称,目前只有证券公司获准交易上市衍生品,而银行也将获准直接在交易所挂牌的3年、5年和10年期美债期货,未来五年还将推出更多外币期货。

CFTC重新审订衍生品限仓制度

美国商品期货交易委员会(CFTC)当地时间6月19日召开会议,对“新版”交易限仓制度开展新一轮意见征询。“新版”交易限仓制度是指CFTC去年11月发布的一份衍生品交易持仓限仓制度改革方案。根据该方案,CFTC拟采取限额规则和持仓限额豁免两种措施来管理衍生品市场交易持仓。

美众议院放宽CFTC对衍生品的监管

美国众议院6月24日投票通过法案,削弱了美国商品期货交易委员会(CFTC)监管海外互换的权力,并采取其他措施放宽衍生品市场监管。该法案对CFTC重新授权,将改变CFTC对美国企业与国外企业互换的严格管制,并要求CFTC和SEC一道建立新的管理体系。此外,法案还要求CFTC雇员对该委员会负责,而不仅对主席负责。

CME和路透新机制取代伦敦白银定价

伦敦金银市场协会(LBMA)7月11日表示,芝加哥商业交易所集团(CME Group)和汤森路透(Thomson Reuters)将实施新定价机制,取代具有117年历史的伦敦白银定价基准,该基准将在8月结束。LBMA称,新一代白银定价机制由拍卖决定,是可审计的电子化定价,能接纳更多的直接参与者。

Liffe产品开始向ICE平台过渡

洲际交易所(ICE)6月9日公告称,已完成伦敦国际金融期货交易所(Liffe)产品向ICE平台的第一阶段过渡,Liffe美国的利率产品已转移到ICE欧洲期交所和ICE欧洲清算所。公告预计今年内将完成利率、农产品和股权衍生品交易从Liffe向ICE欧洲期交所的转移。

WGC寻求改革全球黄金定价

世界黄金协会(WGC)6月18日宣布了一项改革全球黄金定价的计划,从使用报价转至使用实际交易价格。WGC的央行和公开政策部门董事总经理称,定价过程是近100年前确立的,为了满足今日市场对于加强监管、提高透明度和技术的预期,做出相应调整毫不意外。

LME将继续使用公开喊价交易

伦敦金属交易所(LME)6月23日表示,在评估后仍将保留公开喊价的圈内(Ring)交易。LME在声明中表示,将投资100万英镑(170万美元)来改进圈内交易的技术系统。LME是鲜有几家仍使用公开喊价交易的交易所。LME首席执行官称,圈内交易有活跃、公开和价格发现的特点,只要市场需要,LME将继续使用。

Eikon平台新增CME大宗商品交易通道

汤森路透6月25日宣布与芝加哥商业交易所集团(CME Group)达成协议,为进一步加大大宗商品市场流动性提供了途径。汤森路透Eikon注册了CME的用户可以链接到CME Direct,通过这一期货商品、期权、场外交易市场的前端平台进行交易。双方协议覆盖了CME的能源、金属和农产品的全部期货、期权和场外交易市场。

CME下调黄金期货交易保证金

芝加哥商业交易所集团(CME Group)7月11日在一份电子邮件声明中称,将黄金期货的交易保证金下调10%,白银期货合约保证金下调9.1%。调整后,投机性投资者交易每手100盎司的COMEX黄金期货基准合约的初始保证金为5940美元,低于此前的6600美元。这已是CME年内第三次下调黄金期货的交易保证金。

期货公司信息技术检查评级启动

中国期货业协会6月9日启动期货公司信息技术检查评级工作，评级范围包括申请变更达标类别的期货公司和尚未达到相应类别要求的期货公司。根据通知，已通过2009年至2013年技术检查的期货公司，可提出进行更高类别技术检查的书面申请，尚未通过检查的公司可提出进行相应类别技术检查的书面申请。

第九期中期协联合研究计划完成立项

中国期货业协会6月18日至19日在京召开“中期协联合研究计划（第九期）”课题招标评审会。此次课题招标共收到来自期货公司、高等院校及其他研究机构的57份申请，17家单位获承办资格。自2003年开展以来，“中期协联合研究计划”已成功举办九期，在推动行业创新发展等方面发挥了重要作用。

期货行业“三商”座谈会召开

中国期货业协会6月19日在大连召开期货行业“三商”座谈会，信息技术委员会委员和部分期货交易软件开发商、行情商、技术服务提供商（“三商”）代表参加了会议。会议对期货公司普遍反映的问题进行了交流，就《关于行业软件开发商引导和监管的初步思路》征求了意见，对接纳“三商”为协会会员一事进行了探讨。

第三届理事会第十八次会议在京召开

中国期货业协会7月10日在京召开第三届理事会第十八次会议。会议通报了第四次会员大会筹备工作情况，审议并原则通过了《期货公司信息技术管理指引（修订）》及检查细则、《第四届理事会候选会员理事及候选理事代表产生办法》以及第三届理事会信息技术委员会委员变更和增补名单等事项。

“牵手产企”宣讲活动相继举办

中国期货业协会于6月10日和27日在湖南湘潭、云南昆明和辽宁沈阳相继举办三场“牵手产企”宣讲活动。至此，“2014年期货市场牵手产企”活动已成功举办五期，积极宣传期货市场功能，引导产业、企业利用期货市场规避风险，开展业务培训和指导，并邀请产业客户座谈，了解产业、企业参与市场情况。

期货市场发展创新征文活动开展

中国期货业协会6月13日启动“多层次资本市场框架下的期货市场发展创新”宣传征文活动，号召会员单位围绕新“国九条”、《期货法》、期货市场创新等内容撰文，提升行业对新“国九条”的理解，增强政策宣传力度。截至7月15日征文结束，共收到300余篇稿件，部分优秀稿件被推荐至报刊媒体发表。

信息技术委员会第七次会议召开

中国期货业协会6月19日在大连召开第三届理事会信息技术委员会第七次会议。会上，委员们重点对《期货公司信息技术管理指引》及细则修订、行业测试中心对外服务暨行业测试社区建设、2014年期货公司信息化与信息安全现场培训班和期货公司互联网开户等四个议题进行讨论，并提出了具体建议。

期货公司信息技术培训班在西安举办

中国期货业协会7月17日至18日在西安举办期货公司信息化与信息安全培训班，期货公司信息技术负责人和总部信息技术人员参加了培训。培训期间，协会还组织召开期货行业技术人员专题座谈会，对设立CIO职位、网上开户模式及风险点等行业热点问题进行了讨论。此次培训纳入期货从业人员后续职业培训系列。

金融衍生品人才培养交流会在京举办

中国期货业协会与中国金融期货交易所7月28日在京共同举办金融衍生品人才培养交流会，探讨金融衍生品学科建设与行业人才培养等有关问题，并举办了第一届全国高校大学生金融期货及衍生品知识竞赛颁奖仪式，表彰了465名获奖学生。来自业界和高校的多位知名专家参与了讨论。

第四次会员大会调研座谈会召开

中国期货业协会7月29日至31日分赴上海、浙江、江苏、湖南、湖北、北京、广州、深圳、重庆、成都等地召开调研座谈会，就《中国期货业协会章程》、第四次会员大会工作报告、专业委员会设置等有关议题，向会员单位深入征求意见建议。共有77家期货公司、10家证券公司、8家地方协会参加了座谈。

新“国九条”揭期货业新篇章

【编者按】

5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（下称新“国九条”），不仅绘制了资本市场发展蓝图，更提出了深化改革的详细举措。具体到期货及衍生品市场，新“国九条”明确提出，要推进期货市场建设，包括发展商品期货市场、建设金融期货市场，同时要提高证券期货服务业的竞争力。

作为资本市场全面深化改革的纲领性文件，新“国九条”揭开了我国期货行业创新发展的新篇章。新形势下，我国期货行业将迎来前所未有的发展机遇，同时也会面临行业竞争加剧、互联网金融异军突起等严峻挑战。如何在抓住发展机遇的同时，迎接各方挑战，已是摆在行业面前的重要课题。

为深入学习贯彻新“国九条”精神，中国期货业协会近期开展面向全行业的征文活动。本期“封面文章”刊载了部分优秀文章，以供业界借鉴和参考。

期货行业迈进黄金十年

新“国九条”阐述的期货行业新定位赋予了期货人更大的历史使命与责任,而新“国九条”描绘的证券、期货和基金融合的新格局也为期货行业提供了更宽广的发展空间。

■ 文/卢赣平

对于期货行业而言,新“国九条”的最大亮点是将期货市场提到与股票市场、债券市场同等重要的地位,并被视为多层次资本市场不可或缺的重要组成部分。本文从开启新征程、打造新定位、描绘新格局三个角度理解新“国九条”,并从实践出发,展望期货行业的新机遇。

新征程：期货行业迈进黄金十年

经过 20 多年发展,期货行业先后经历了初创阶段、



治理整顿阶段和规范发展阶段,正迈入创新发展的新征程。从期货行业发展历史来看,每一次重大顶层设计都对期货市场产生了深远影响。

2004 年“国九条”(下称旧“国九条”)提出,“稳步发展期货市场。在严格控制风险的前提下,逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种。”在这一政策指引下,经过多年发展,期货市场在行业结构、品种数量、业务范围和监管理念方面实现了极大突破,成为有效服务国民经济的专业市场。

在期货行业进入创新发展轨道的新形势下,经过监管部门和期货业协会的努力,期货市场建设已经上升到国家经济战略层面,得到了国务院的理解与认可。国务院提出新“国九条”,在期货市场品种建设、业务准入、场内外市场格局和互联网金融等方面勾勒出未来期货市场的发展蓝图。此外,《期货法》也正在制定过程中。这些都为期货市场的未来发展指明了方向,期货行业将迈进黄金十年。

新定位：期货行业功能与地位全面提升

一直以来,期货行业主要定位于为产业链提供风险管理服务,但随着经济发展结构的转变,以及金融市场改革的推进,期货行业原有定位已难以适应行业发展的新要求。新“国九条”全面阐述了期货行业的新定位,必将促进期货行业功能与地位的全面提升。

第一,期货行业服务实体经济的覆盖面将极大拓

展。新“国九条”提出，“允许符合条件的机构投资者以对冲风险为目的使用期货衍生工具，清理取消对企业运用风险管理工具的不必要限制”，表明期货行业服务实体经济的覆盖面将得到极大拓展。随着监管层思路的转变和期货行业自身发展的规范化，期货行业风险管理功能的发挥将逐步摆脱政策的束缚，期货行业将定位于服务国民经济的各行各业。

第二，肩负维护国家资源安全的战略责任。目前，国内大宗商品市场已经拥有了类似于国际商品市场的大类品种分类，但在资源性产品的定价权以及大宗商品的价格影响力方面依然较弱。新“国九条”明确赋予了期货市场争夺资源性商品定价权的重任，未来期货行业将肩负起国家经济安全的战略性责任。

第三，助力金融改革与资本市场风险管理。在一直以来的期货实践中，期货行业早已被证明是产业链与商品市场的好“伙伴”，但对资本市场的风险管理起步较晚，直到股指期货、国债期货上市，才完成股票、债券两个大类资产风险管理工具的全面覆盖。新“国九条”进一步明确提出期货行业要“配合利率市场化和人民币汇率形成机制改革，适应资本市场风险管理需要”。利率和汇率市场化作为中国金融改革最为重要的两个环节，风险管理需求强烈、专业化程度高，这决定了期货行业自身需要有一个全新高度的新定位。

新格局：跨界融合与大力发展 OTC 市场

新“国九条”作为中国资本市场新一轮大发展的顶层设计，不仅开启了期货行业的新征程，也赋予了期货行业新的定位。同时，在实现路径上，新“国九条”还为期货行业的未来格局播下了希望的种子。

一方面，新“国九条”提出要“研究证券公司、基金管理公司、期货公司、证券投资咨询公司等交叉持牌”，“促进形成若干具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”，为我们描绘了证券、

期货和基金行业“你中有我、我中有你”的全新的竞争与交融格局。

参照国际经验，成熟的多层次资本市场应具备资金融通、财富管理和风险管理三大核心功能，而三大功能的具体实现需要通过综合经营融资业务、资管业务和风险管理业务的现代投资银行。事实上，在成熟资本市场，证券、期货和基金行业是高度融合的，融资、理财和风险管理一条龙式的服务早已成为常态。

另一方面，新“国九条”提出“支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介、投资融资等业务自主创设产品。规范发展证券期货经营机构柜台业务”，为大力发展 OTC 市场进行了顶层设计。

从美国资本市场来看，OTC 市场的交易规模约为场内市场的 11 倍，最大的特点是其多功能、多层次和多交易中心的市场结构，既有股票批发与零售市场，也有外汇、金融衍生品、商品期货的场外市场。同时，美国 OTC 市场的发展与跨界融合密切相关，其成功离不开实力强大的投资银行，投行不仅是技术与金融创新的先驱、场外衍生品的定价者，也是场外市场的构造者。

随着证券、期货和基金行业壁垒的逐步消除，以及大力发展 OTC 市场的方向进一步确立，中国资本市场新的行业格局将加速成型。同时，新“国九条”提出“支持证券期货经营机构拓宽融资渠道，扩大业务范围”，表明未来期货公司将可以借助 IPO、发债、引进外资等多种手段扩充资本和拓展业务，并进一步推动行业新格局的形成。

可以预见，未来证券、期货和基金公司将向大投行模式转型，并逐步分化为综合类投行和特色型投行。综合类投行将全面经营证券期货经纪业务、投资银行业务和资产管理业务，形成规模效应；特色型投行将根据自身优势进行差异化竞争，专注于互联网经纪、期现结合、资产管理等

特色领域，形成专业化的核心竞争力。

新机遇：迎接期货行业创新的爆发点

新“国九条”阐述的期货行业新定位赋予了期货人更大的历史使命与责任，而新“国九条”描绘的证券、期货和基金融合的新格局也为期货行业提供了更宽广的发展空间。结合国际经验与国内现状，风险管理、资产管理和以期权为代表的新品种将成为期货行业创新的爆发点。

第一，风险管理业务潜力巨大。

新“国九条”提出，“支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介、投资融资等业务自主创设产品。规范发展证券期货经营机构柜台业务。”风险管理子公司目前已经成为期货公司风险管理业务发展的重要平台，定位于资本中介和风险中介，涵盖了仓单服务、合作套保、定价服务、做市商等业务，跨越场内及场外衍生品市场，未来服务实体经济的业务潜力巨大。目前期货公司都争相在上海“自贸区”和深圳前海设立风险管理子公司，结合全面创新的政策优势和开放高效的生态环境进一步推动风险管理业务创新。

定价业务是风险管理子公司最为核心的业务，其本质就是通过设计一系列符合市场需求的场外产品，搭建国内场外商品交易市场发展模式。期货公司可以基于客户的需求，采取差异化的产品策略，包括量身定制的个性化产品以及便利化的标准化产品。未来子公司可从点价交易、均价交易等模式起步，逐步发展场外商品衍生品柜台业务，建立起机构间的产品转让、风险转嫁等机制，推动国内场外市场的进一步发展。

第二，指数化投资将成为期货资管规模爆发的催化剂。

改革开放带来的巨大财富效应早已使中国财富管理市场跻身万亿俱乐部，因此，期货资管业务无疑是未来期货行业的重大机遇之一。但对尚处于新生期的期货资管业务而言，发行规模难以上量、成本居高不下

下、盈利能力偏低是当下期货资管面临的三大成长烦恼。期货资管要实现突破亟需新的思路，而新“国九条”提出“发展商品指数等交易工具”则为期货资管提供了一条依靠指数化投资推动规模快速上升的资管新路。

借鉴公募基金业的发展经验，开启商品指数化投资时代无疑是期货资管规模爆发的催化剂。2003年以来中国指数基金规模从零起步、快速发展，截至2013年底，国内共有指数基金312只，管理资产规模达到3827亿元。但对比国外成熟市场的指数化投资类别构成，中国指数化投资主要集中于权益类，虽然近年来非权益类占比逐步提升，但主要得益于债券指数基金的发展，而在国外占比较高的商品指数基金仍处于萌芽状态。随着新“国九条”明确支持商品指数发展，中国商品指数基金必将如雨后春笋实现大突破，并带动期货资管规模的大发展。

第三，以期权为代表的新品种为期货行业带来质变。

新“国九条”在商品期货品种之外，不吝笔墨地提到了期权、碳排放权、利率和汇率衍生品等新品种，充分体现了监管层构建完整衍生品体系的意愿与决心，同时也为未来期货行业的发展提供了新机遇。

以期权为例，从全球衍生品市场来看，无论是场内市场还是场外市场，期权都是无可争议的核心支柱之一。从场内市场来看，2013年全球主要交易所期货和期权合约的成交量分别为112亿手和95亿手，可谓平分秋色。而在规模十倍于场内市场的OTC市场，期权可谓衍生品发展的灵魂。一方面，各类场外期权本身就为投资者的个性化需求提供了各种解决方案，并带来巨大成交；另一方面，期权作为各种结构性产品的重要组成部分，成为场外衍生产品创新不可或缺的基础性工具。

综合而言，以期权为代表的一系列新品种的问世不仅将在成交规模上为期货行业带来量变，还将在业务模式、产品创新上为期货行业带来质变。■

（作者系金瑞期货总经理）

如何理解“拓展期货市场”？

在新“国九条”倡导的中国衍生品创新大潮的引领之下，将来衍生品业务的竞争，更多的将是期货市场参与主体自身综合经营能力和品牌特色服务之间的竞争。

■ 文/李建中

新“国九条”明确提出，要推进期货市场建设，包括发展商品期货市场、建设金融期货市场，并将拓展期货市场作为发展多层次资本市场的重要组成部分，用专门章节予以阐述，此举对中国衍生品市场的发展具有重要战略指导意义。

下面就如何理解新“国九条”关于拓展期货市场的表述进行剖析，力图从期货市场的功能定位、品种建设、业务机会和参与主体四个层次，对期货市场的拓展思路给出一些方向性的思考和展望。



拓展服务实体经济功能定位

首先，新“国九条”对期货市场服务实体经济的认识更加充分，角色定位更加全面。

在发展期货市场方面，较之2004年版的“国九条”（下称旧“国九条”）强调在严格控制风险的前提下，逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种，新“国九条”超越了这种选择性的范围限制，强调着眼于服务实体经济，发挥整个期货市场的价格发现和风险管理功能。这种表述的变化，充分反映出我国期货市场体系建设全面化、系统化和层次多样化的演变历程。

旧“国九条”发布前，三大期货交易所仅上市了铜、铝、天胶、大豆、豆粕、强麦等六个期货品种；而至新“国九条”颁布之时，三大商品交易所陆续上市了34个大宗商品期货。2013年，我国三家商品期货交易所累计成交商品期货合约占全球商品期货和期权交易总量的46.13%。随着期货市场的全面发展，投资者对期货价格发现和风险管理的功能认识更加深刻。新“国九条”的相关表述，反映了对期货功能认识定位的这种进步，也表明期货市场在我国社会主义市场经济体系中的地位和功能将更加突出。

其次，在新“国九条”中，期货市场服务实体经济的层次和渠道得到进一步拓宽。

旧“国九条”仅强调发展商品期货，而新“国九条”则规划商品和金融期货两个市场建设齐头并进。在市场经济中，资金价格是企业生产成本的重要构成要素，有效管理各种资金价格的波动对提高企业经营效率，

规避经营风险，实现经济单元的可持续发展具有非常重要的意义。从这个意义上讲，我们必须高度重视金融期货市场建设，力争为实体经济提供包括股权和固定收益产品在内的完整的金融风险管理工具，丰富和完善我国资本市场体系。

在我国，中金所于2010年4月和2013年9月分别推出了沪深300股指期货和五年期国债期货。从市场份额来看，2011年至2013年，股指期货成交量占全国期货份额分别为4.78%、7.24%和9.37%，成交总额占比分别是31.83%、44.32%和52.6%；国债期货方面，由于上市不久，其2013年的成交量和成交总额占比分别为0.02%和0.11%。

而据美国期货业协会（FIA）的最新统计，2013年，全球衍生品市场场内期货及期权合约交易量达216.4亿手，其中交易量占据前四位的品种均为金融品种（个股、股指、利率、汇率），交易量占比合计达81.3%。这表明我国金融衍生品不管是在品种数量方面，还是在品种交易量方面，仍然有巨大发展空间。

再次，根据新“国九条”，我国期货市场服务产业链的能力有望得到进一步释放和提升。

长久以来，我国实体产业企业在利用国内期货市场进行套期保值，进而规避价格波动风险方面取得了长足进步，涌现出株冶、江铜等很多经典案例。然而，随着经济和市场形势的发展，期货市场满足实体企业风险管理需求的机制建设亟待得到进一步改善。

比如，现有政策对产业客户参与套保的会计处理准则规定，期货头寸的盈亏要介于现货公允价值的80%—125%之内，如超过则归为投机部位处理。然而，在企业实际套保过程中，由于期货和现货市场定价机制和波动率差异等因素，要严格满足这一条件，既不容易，也无必要。

又如，现在越来越多的产业客户在朝整合产业链上下游的综合性集团方向发展。对于这些客户而言，其风险敞口是不固定的。在其参与期货套保的过程中，不同时间段可能需要不同的套期保值方向，这就需要

在套期保值政策管理上更加灵活多变，为企业参与管理风险提供更多便利。

再如，目前在交割制度设计方面，交易所对交割月持仓限制较严格，对企业套保额度的申请与审批也规定较多，这会限制企业参与套期保值的积极性。

新“国九条”强调，要清理和取消对企业运用风险管理工具的不必要限制。如果贯彻这个精神，对于企业参与套期保值的操作规模作更灵活的认定，贴近商品现货贸易习惯，增加厂库交割的内部仓单串货、优化期转现流程和扩大“车板交割”等创新交割方式，推进期现基差贸易方式在产业链上下游企业的应用，就能进一步带动发挥期货作为实体企业避险工具的功能。

最后，新“国九条”将进一步激发期货市场各类主体利用期货服务实体经济的能动性和自主创新的活力。

新“国九条”允许符合条件的机构投资者参与期货市场，并要求放宽证券期货经营机构的业务准入，支持中介机构的创新发展。将更多权利下放给市场，使期货市场顺应日新月异、层出不穷的需求，不断丰富产品、优化制度，实现供给和需求的良性互动，增强市场持续发展的活力和动力。

拓展期货品种及相关配套制度法规

新“国九条”对未来一段时间内期货市场产品线的建设进行了明确规划，给出了期货市场产品拓展的中近期“路线图”。

首先，在大宗商品期货品种方面，强调以提升产业服务能力和配合资源性产品形成机制改革为重点，继续推出大宗资源性产品期货品种。

这表明，商品期货的拓展重点是立足于产业链，推出现有行业板块上下游紧密联系品种，拓展新的行业领域，更好为实体经济服务。从“横向”品种线建设的角度，中国期货市场将需要完善包括有色金属、黑色金属、贵金属、能源化工和农产品在内的五大系列基础性产品的开发，比如原油、稀有金属、活猪、活牛等。从“纵向”品种线建设的角度，可基于现有

品种向其产业链上下游做进一步拓展，比如动力煤下游产品——电力、水泥等。

其次，在金融期货产品线拓展方面，新“国九条”要求配合利率市场化、人民币汇率形成机制改革，适应资本市场风险管理需要，逐步丰富股指期货、国债期货产品体系，并积极推出外汇期货等新品种。

在这方面，我国将继续完善股指期货产品体系，尽快上市中证500、上证50等指数期货产品，拓展中小板指数等其他板块产品线；将完善国债期货产品体系，目前除已上市五年期国债期货外，中金所正在积极研发十年期国债期货、三年期国债期货以及短期利率期货，探索建立反映市场供求关系的完整的人民币基准收益率曲线。

此外，根据人民币汇率市场化形成机制改革进程，利用上海自由贸易试验区的政策等优势，相关方面正在积极筹建金融期货交易平台，准备适时推出交叉汇率期货及人民币外汇期货、期权产品，满足实体经济管理汇率风险的需求，促进人民币对内和对外价格的均衡稳定。

再次，新“国九条”明确支持基于现有期货或现货品种，发展更高维度的衍生品风险管理工具，进而对期货市场的发展层次进行立体化“拓展”。

比如，支持发展商品期权、商品指数和碳排放权等交易工具，逐步丰富股指期货和股票期权品种。目前三大商品交易所都推出了自己的商品期货期权品种试点，中金所和上证所正在分别积极推进沪深300股指期货期权和上证50ETF等期权产品的上市准备工作。在沪深300股指期货期权仿真交易基础上，中金所还正式发布了中国的波动率指数CVX，为宏观政策制定、市场投资决策提供前瞻性的预警指标。

最后，期货市场品种的拓展离不开配套的政策支持和服务。

我们预期中国期货行业将继续推进相关品种的制度创新：连续交易、保税交割、品种国际化等。在法律法规方面，继续推进《期货法》立法工作。

拓展期货公司的业务机会

作为期货行业的发展主体，期货公司是新“国九条”有关期货市场的政策意见落地的直接承载者和执行者。期货市场的拓展，本质上体现为期货公司业务的拓展。新“国九条”从以下六个方面，为期货公司的业务拓展提供了新的发展空间：

第一，期货新品种上市将为期货公司直接带来新一轮更为广阔的经纪业务增长空间。根据海外成熟市场的发展经验，权益类、利率类、汇率类期货期权以及大宗商品期货期权的不断丰富和完善，将为期货公司带来新的经纪业务份额做大的直接机会。

第二，新“国九条”支持证期经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介和投融资等业务自主创设产品。

比如，现货企业在利用期货工具参与风险管理的过程中，需要银行资金方面的支持和期货风控管理方面的配合。在此过程中，期货公司可以通过仓单质押等子公司业务为客户提供融资帮助，可以通过投资咨询业务帮助企业搭建期货风险控制体系，还可以将企业期货端的交易设计成资产管理优先劣后产品。这样，就可以通过综合金融业务的模式，在为企业提供资本中介服务的过程中，将投资咨询、风险管理、子公司业务和其他金融服务有机结合起来，为企业提供一站式解决方案，这就能极大拓展和扩充期货公司现有的业务体系内涵。

第三，新“国九条”表示，要有序推进境内个人直接投资境外资本市场，推动境内外交易所市场的连接，研究推进境内外基金互认和证券交易所产品互认。这有助于期货公司设计推出适合于个人的境内外盘联动的投资策略新产品，设计推出针对同一品种的跨市场套利投资策略产品，以及在未来期待国内外交易所期货交易品种的互认。

第四，新“国九条”鼓励发展场外市场，作为场内业务的有效补充实现场内外互动。

期货公司风险管理子公司业务，本质上是通过结合商品现货与期货市场，将期货交易所标准化的期货

合约转化为“一对一”的个性化风险管理产品，类似于国外场外市场的业务。目前风险管理子公司还只能做简单的类场外产品，通过产品组合和交易组合，将期货交易所的标准化产品模拟出客户需求的结果，但这种方式受交易所标准的限制很大，成本也很高，适用范围较窄。唯有建立成熟、完善的场外市场及相应的做市商制度，才能真正发挥风险管理子公司的风险管理中介的创新能力和服务能力，切实提高期货等衍生品市场为国民经济服务的能力。

为实现这一目标，风险管理子公司目前尚存在配套法律法规体系缺乏、缺少统一清算机构、产品设计和相关交易人才缺乏、无柜台交易资格等一系列障碍，需要监管机构、主管部门给予政策上的支持。

第五，新“国九条”还从支持其他业务发展的角度，为期货业务发展提供了间接或伴生的业务机会。

比如，新“国九条”非常重视资本中介机构和业务的发展潜力，这使得股票质押融资、三板做市交易、衍生品做市交易和主办券商（PB）业务等有可能在未来成为证券行业的新的业务增长亮点。根据国内外现有经验，主办券商业务的主要服务对象和业务量提供者是对冲基金，而对冲基金正是对期货等衍生品工具使用最积极的机构投资者。因此可以预见，随着主办券商业务的发展，对冲基金的培育和壮大，也必将带动期货业务需求的进一步扩大。

又如，新“国九条”将培育私募市场和发展私募基金作为完善多层次资本市场的一个新的发力重点。在这方面，期货公司完全可以按照“专业私募投资机构+专业服务机构”的发展模式，与私募公司通过研究、技术和交易资源共享、各擅其长的合作方式联合发行CTA期货资管专户以及一对多产品，这正是国内期货资管业务的主流发展方向之一。

最后，新“国九条”支持证券期货经营机构扩大业务范围，允许交叉持牌提供综合金融服务。这就为一些具备实力和积累的期货公司进入证券其他行业，成长为综合金融业务服务提供商开启了大门。

拓展期货市场的参与主体

在拓展期货市场参与主体方面，新“国九条”对金融行业实行“大”、“小”混业经营格局都有明确的支持态度。

首先，在证券行业内部（即“小”混业经营格局），新“国九条”提出实施公开透明、进退有序的证券期货业务牌照管理制度，研究证券公司、基金公司、期货公司、证券投资咨询公司等交叉持牌，支持符合条件的其他金融机构在风险隔离基础上申请证券期货业务牌照。

同时，在“大”混业格局方面，新“国九条”表示积极支持民营资本进入证券期货服务业，支持证券期货经营机构与其他金融机构在风险可控前提下以相互控股、参股的方式探索综合经营，放宽证券期货经营机构准入，进而形成国有、民营、内资、外资并存的多元化竞争格局和优胜劣汰机制。

新“国九条”还表示要大力发展专业证券投资机构，支持社会保险资金、养老金、企业年金等长期资金委托专业机构投资运营；逐步放宽证券期货业外资准入限制，取消外资金融机构持股比例限制，允许外资证券期货经营机构设立独资子公司或分公司，取消合资公司业务牌照限制。支持境内证券期货经营机构通过跨境并购和开展跨境业务做大做强。

参与市场的主体多样化，有助于进一步发挥期货的定价功能和对现货的指导作用，并将进一步提升期货业务的有效需求，但同时也对包括期货公司在内的各市场参与主体的业务竞争能力提出了更高要求。

可以预见，在新“国九条”倡导的中国衍生品创新大潮的引领之下，将来衍生品业务的竞争，更多的将是期货市场参与主体自身综合经营能力和品牌特色服务之间的竞争。作为期货市场的传统中坚力量，期货公司应该力争顺应时代潮流，牢牢立足于自身在衍生品风险管理（包括衍生品通道、衍生品投资、做市商、仓单质押融资和结算业务等）方面的优势积累，并努力朝服务实体经济的衍生品综合业务提供商不断迈进。■

（作者系申银万国期货总经理）

期货公司亟需培育新核心竞争力

在期货业不断发展的今天，“帕累托法则”不断显现，期货市场上 20% 的公司占据了近 80% 的利润，一些期货公司显露出“增量不增收”的颓势，未来期货公司需要进一步培育新的核心竞争力。

■ 文/姚广 张森宁

新“国九条”中“拓展期货市场”的新表述，明确将期货市场作为多层次资本市场体系的一部分，与股权、债券等市场并列，且与建设“风险管理功能完备”的资本市场这一目标相呼应。这充分说明，期货市场在资本市场服务实体经济中的作用更加受到肯定，也进一步拓展了期货市场发展的广度和深度。

“拓展期货市场”的内涵

拓展提升期货市场的业务载体、市场主体和商

业模式是“拓展期货市场”的内涵。

第一，加快期货市场品种、工具等业务载体的创新。目前，国内期货市场共有 42 个期货品种，尚未正式推出期权。新“国九条”中提出要推出更多的大宗商品期货品种及商品期权、商品指数等新工具，同时会进一步丰富金融衍生产品。这种顶层设计及具体规划，将为期货市场发展打造更为坚实的市场载体基础。

第二，为符合条件的市场主体参与期货投资提供便利。实体经济中的产业机构将更加便利地根据自己的实际情况，自主自觉地运用风险管理工具。此前，企业参与风险管理受到国家规定、会计政策、税收政策等方面的约束。新“国九条”出台后，无论是商品期货还是金融期货，都将迎来新的发展。

商品期货方面，产业经济主体参与期货市场的门槛将逐步消失，利用期货市场进行价格风险管理、库存风险管理将更加便捷。金融期货方面，金融机构可以通过期货市场对冲价格风险，进一步降低交易成本，更加自主自觉地根据自己的实际情况运用风险管理工具。

第三，促使期货公司重新定位，探索新的商业模式，明晰转型方向和目标。期货公司将进入财富管理领域红海，充分发挥期货行业风险管理意识强、对冲经验丰富的特点，努力向个人财富管理、企业风险管理咨询、财务顾问，乃至证券经纪业务、基金销售业务以及场外非标衍生品市场设计开发运用领域进军，不断拓展经营范围，改善收入结构。尤其在财富管理领域，



期货公司应该发挥其绝对收益大，可保本结构化产品多的特点，利用自己的优势与其他财富管理机构展开竞争。

混业经营提升市场化水平

在未来混业经营的环境下，投资者需求将得到更好满足，期货市场市场化水平将进一步提升。

对投资者而言，逐步丰富的金融品种、日趋完善的服务体系，将极大满足投资者的各类投资需求。个人投资者可能会规避自主交易的风险，从而选择购买期货基金的方式入市；企业投资者能够在银行、保险、券商或者专业期货公司等金融机构中挑选合适的服务提供商，享受更多的便利。

国内对风险管理有需求的企业，以前在国内市场难以获得合适的服务提供商或产品，“出海”到LME、CME等市场去交易或者直接购买外资投行提供的期权产品来管理风险。混业经营后，国内金融机构的创新力将会与日俱增，能为国内的客户带来更多更好的产品和服务，引导部分客户回归本土市场。

与此同时，期货业市场化水平逐步提升，价格信号更加真实，综合性的风险管理模式将得以丰富和发展。主要有几个方面的影响：

其一，资本市场主体更加多元化，数量将进一步增加，有利于提升期货业的市场化水平和创新能力；其二，取消分业经营限制后，期货市场的价格将更加真实地反映现货价格，价格信号更加真实，价格发现功能将得以深化；其三，组合性的风险管理模式将不断丰富，在金融产品的供求上，将产生新的影响；其四，随着场内衍生品市场品种和参与主体的增加，诸如CDS、CDO这样的场外衍生品也将得以发展，满足定制化的期货投资需求。

多业务、多品种、多方式的交叉经营将在风险控制的原则下实现资源共享，进一步促进我国多层次的市场体系的建设和发展。

期货公司亟需培育新核心竞争力

在期货业不断发展的今天，“帕累托法则”不断显现，期货市场上20%的公司占据了近80%的利润，一些期货公司显露出“增量不增收”的颓势，未来期货公司需要进一步培育新的核心竞争力。

第一，全面提升专业水平，创造服务价值。目前，同质化的期货经纪的恶性竞争已经导致手续费率一降再降，行业经营环境恶劣。在这种情况下，期货公司必须采取差异化、专业化的竞争策略，为客户提供量身定做的差异化服务和综合立体的专业化服务。

对于产业客户，提供以风险管理为核心的综合服务方案，将套期保值的深度和广度进一步延伸，根据企业的风险承受能力及现货经营情况，提供跨市场、跨品种的套保策略。对于专业投资者和投资机构，加强IT软硬件建设，加强产品创新、打造量化交易产品，利用公司人才优势协助客户实现交易策略，为客户建立强大的技术平台。对于高净值个人客户，打造完整的财富管理服务体系，提供交易咨询、推出财富管理计划、丰富资管产品的种类、数量等。

第二，通过并购重组提升行业集中度。新“国九条”中提出“推动期货经营机构并购重组，提高行业集中度”。中国证监会在分类评级监管指引中也明确鼓励期货公司的并购重组。近两年，期货公司之间的并购频频发生，中信期货并购新华期货、中国国际期货并购珠江期货、北京中期并购方正期货、格林期货吸收合并大华期货等。业内并购浪潮方兴未艾，成为期货公司利用资本市场做大做强的方式之一。

随着国债、原油期货的上市，一些大型商业银行和以石油石化为代表的现货企业也可能入股期货公司。期货公司并购重组有利于提升行业集中度，逐渐形成一批对价格具有较强影响力、能够带动期货行业整体发展的优秀期货经营机构，为期货行业的发展壮大营造良性的竞争氛围。■

（姚广系银河期货总经理，张森宁系银河期货副总经理）

开启期货公司创新转型新局面

期货公司未来的转型发展要立足本源，始终坚持以期货、期权及衍生品业务为主营业务，其他业务作为配套业务的战略定位，围绕客户的多样化需求展开创新，真正实现为投资者提供以期货、期权及衍生品为手段的风险管理服务和财富管理服务。

■ 文/王化栋

新“国九条”明确提出要“拓展期货市场”，“拓展”，意味着开拓和扩展期货市场，要求期货市场扩展服务实体经济的广度，期货公司服务和内容要更加专业化。

同时，“继续推出大宗资源性产品期货品种”、“平稳有序发展金融衍生产品”、“允许符合条件的机构投

资者以对冲风险为目的使用期货衍生品工具，清理取消对企业运用风险管理工具的不必要限制”，进一步拓宽了期货公司服务对象的范围；“支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、资本中介、投资融资等业务自主创设产品”等重要举措，则要求期货公司提供专业化服务和产品，拓展期货市场服务深度。

期货市场广度和深度的扩展，为期货公司带来新的发展机遇和挑战，未来几年将是期货公司转型发展的关键时期，也将是行业洗牌、重塑格局的重要时期。在此期间，明确市场定位、抢占市场先机的期货公司会迅速崛起，而部分期货公司将不得不面临生存困境，甚至面临被兼并重组的境况。转型，源于市场环境的改变，创新发展的需要，迫使期货公司重新定位，探索新商业模式，明晰转型方向和目标。

抓住本质，明确基本定位

期货行业的本质是提供以期货、期权及衍生品为手段的风险管理服务和财富管理服务。伴随中国期货市场二十多年的发展，期货公司作为行业重要的经营主体，在利用期货市场进行风险管理服务方面积累了宝贵经验。但在资本、渠道等方面，较银行、保险、证券等金融机构具有明显差距，且短期内难以改变。因此，期货公司应发挥自身优势，抓住期



货行业本质，明确期货、期权及衍生品专业服务商的基本定位。

期货公司未来的转型发展要立足本源，始终坚持以期货、期权及衍生品业务为主营业务，其他业务作为配套业务的战略定位，围绕客户的多样化需求展开创新，真正实现为投资者提供以期货、期权及衍生品为手段的风险管理服务和财富管理服务的。

立足创新，构建商业模式

与成熟期货市场的期货经营机构相比，我国期货公司的商业模式单一，目前还停留在传统的以经纪业务为主的模式阶段。由于传统期货经纪业务的收入主要来源于期货交易通道服务，缺乏个性化、高质量的服务和产品，价格竞争是主要竞争手段。

随着竞争日益激烈，传统经纪业务依赖于牌照资源、竞争同质化的弊端逐渐显现，靠牌照垄断、手续费收入的商业模式已经难以为继。未来，期货公司要充分利用期货投资咨询业务、资产管理业务、风险管理服务子公司等新业务，转变盈利模式，用专业和资本构筑期货公司的核心竞争力。

期货公司的“专业”，是指期货公司以期货、期权及衍生品为手段的产品创新和专业服务能力，这也是期货公司区别于其他金融机构的专业能力。产品是期货公司与客户之间联系的纽带，只有开发出满足客户需要的产品，才能获得客户的青睐，才能在市场竞争中占据一席之地。产品是载体、是工具，服务是根本、是目的。“资本”指的是运用自有资本更好地满足客户需求，如做市商业务、仓单融资业务等。

以“通道+专业+资本”为核心的商业模式，有利于丰富期货公司的产品供给，使得期货公司能够根据客户的个性化需求，利用场内衍生工具，向客户提供场外衍生产品，发挥期货公司的专业价值，进而实现收入结构的多元化。OTC市场是期货公司经营价值链的延伸，依托场内衍生工具，开展OTC

业务，能真正发挥期货公司的风险管理职能和财富管理职能。

找准着力点，走差异化道路

在美国期货市场上，拥有FCMs、IBs、CTAs、CPOs等多种类型的经营机构。比如高盛，具有为客户量身定制服务的能力以及强大的资产管理能力；ADM（亚达盟）在农产品领域的超强研发和服务能力；盈透（IB）以网上廉价的期货经纪业务为主的电子商务模式；福四通（FS/STONE）以农村合作社为基础的期现一体模式；新际模式（NEWEDGE）以软件、IT为基础的全球期货经纪模式；德贝期货服务于多家期货公司的IIB模式；芝加哥交易公司（CTC）的做市商和自营商模式等。

相比而言，目前国内只有期货公司和部分证券公司在经营期货业务，类型过于单一，缺少市场需要的做市商、交易商等多样化经营主体。

交叉持牌牌照管理制度放开，期货公司在发展模式的选择上不宜一味地追求大而全，期货公司应结合自身资源优势，选择自身所擅长的领域精耕细作，而不是盲目跟从。期货公司根据自身专业特点可向交易型、经纪型、资产管理型、综合型、做市商等方向转型，通过市场化的竞争，逐步形成综合性、集团化大型期货经营机构与各类专业性、特色化中小型期货经营机构并存发展的差异化竞争行业格局。

期货公司的创新转型离不开整个资本市场创新的政策环境和市场环境，离不开制度层面的创新和推动。因此，在我国期货行业创新发展提速、期货公司创新转型热情高涨的发展态势中，新“国九条”的颁布为期货行业的创新发展增强了信心。新“国九条”文件出台后的关键是要得到有效落实，监管制度和政策环境要为期货公司的创新转型创造有利的条件，为期货公司创新转型留有适当的试错空间。

（作者系宏源期货总经理）

促进场内场外市场协调发展

我国场外衍生品市场尚处于起步阶段，与国外相比差距很大，构建场内和场外市场协调发展的多层次衍生品市场，是更好地服务实体经济的必由之路。

■ 文/王一军

在新“国九条”对当前和今后较长一段时间内期货市场健康发展做出的战略部署指引下，创新、融合、开放、综合等名词成为期货行业热议的焦点。

如何建设多层次的场内场外市场体系，促进场内市场和场外市场协调发展？如何既能提供标准化的金融产品，又能提供个性化的定制产品，吸引众多机构投资者深入参与期货市场？新“国九条”对此指明了方向。

明确场内场外市场定位

正确认识场内市场和场外市场的定位是促进两个



市场协调发展的基础。场内市场是衍生品交易的主战场，具有严格的风险管理和标准的合约设计等特征，是规范化的市场；而场外市场则是用来满足投资者，尤其是机构投资者的多元化个性需求的，是场内市场的延伸和补充。

尽管场内市场的新业务和新品种层出不穷，服务实体经济的能力得到加强，但由于受自身体量小和标准化产品较为单一的局限，场内市场无法满足未来对冲基金发展的需要。根据境外发达经济体的金融市场发展经验，在规模上，场外市场的交易规模大约是场内市场的10倍左右，且从功能上看，国际市场上80%的业务需求是通过场外市场满足的。

我国场外衍生品市场尚处于起步阶段，与国外相比差距很大，构建场内和场外市场协调发展的多层次衍生品市场，是更好地服务实体经济的必由之路。

促进场内场外市场协调发展

要做到促进场内场外市场协调发展，可以按照“深化场内市场、规范场外市场、引入机构投资者、培育中介机构”的思路开展工作。

第一，深化场内市场，丰富投资品种。

相比发达国家的成熟场内市场，我国期货市场还存在产品种类不齐全、投资者结构亟需优化，以及创新能力不足的短板。因此，在壮大场内市场规模方面，应加快各类期货品种及期权的推出步伐。只有丰富期货市场的投资品种，才能为投资者提供更多的可用工具。

除在金属、农产品、能源化工等方面继续推出重点投资的商品期货品种，拓展开发利率和汇率类金融期货品种之外，尤其需要在期权品种方面着力。国际成熟衍生品市场的发展经验说明，场内期权在指导场外市场发现价格和促进交易方面有重要作用，且由于其特有属性，期权被大量运用于金融产品的基本构建和风险对冲之中。因此，在安全性得到保证的前提下，应尽快推进期权品种的上市工作。

第二，规范场外市场，搭建统一平台。

首先，由证监会协调全国各证券市场并集中统一监管。我国的场外交易市场必须由证监会牵头进行全国统一监管，不能像美国一般，先是在漫长时期中混乱无序发展，而后才逐步走向全国统一监管。

也就是说，必须建立全国统一的场外交易市场挂牌制度、私募发行股票登记制度、交易制度和监管制度等，不能任由各地自行其事。否则，难以杜绝欺骗投资者等欺诈现象的发生。

其次，做好基础设施建设，搭建统一交易电子商务平台。建立由独立的第三方机构进行信息披露、管理运作，以及向监管部门报告等信息共享和沟通机制；创设场外统一清算系统，通过引入中央对手方机制、场外合同替换主协议等工作，从源头防范风险，强化清算管理；指定清算所或颁发指定牌照，这一方面需充分吸收次贷危机的经验教训，审慎考虑场外衍生品市场的清算方式。

再次，《期货法》覆盖场外市场的运行监管。场外市场的健康发展和有效监管必须建立在有法可依的基础上，而肯定场外市场的合法地位，是促进场外市场快速健康发展的前提。国际主要发达国家和地区都对场外市场做出了明确的法律规范，从世界各国的做法来看，场内和场外市场都是证券市场必不可少的组成部分，将场内场外市场纳入《期货法》调整范围是顺理成章的事情。

第三，引入机构投资者，促进场内场外有机结合。

投资主体的构成和投资行为的理性化程度直接关

系着资本市场的成熟和完善。一般而言，相对于个人投资者，机构投资者在资金、信息和人力资源方面具有极大优势。机构投资者特有的专家理财、组合投资、分散风险等优势，能产生更高的投资效率和资源配置效率。

因此，协调发展场内市场和场外市场，就必须大力引入机构客户，从场内到场外分层次逐步推进。首先放开股指期货和国债期货的市场准入门槛，让商业银行、保险公司等金融机构充分参与到期货市场的交易中；在充分借鉴优化场内市场机构投资者经验的基础上，通过完善国有企业、上市公司等贸易链企业进入期货市场的配套政策，积极推动场外机构投资者市场结构的优化，全面提升市场结构的广度和深度，为场内场外市场协调发展提供长期的微观基础。

第四，培育专业化金融中介机构。

无论是继续繁荣场内市场所要求的管理能力的创新，还是场外市场满足客户个性化的需求，无一不对金融中介机构的能力提出了更高要求。因此，放松对金融中介机构的经营限制、引导金融中介机构业务模式的转型和升级、强化金融中介机构的自律监管机制、培育金融中介机构间的比较优势，才能真正促进场内场外市场协调发展。

具体而言，首先需要放松对金融中介机构业务经营的限制。允许金融中介机构根据自身特点，充分发挥专业化优势，推动其差异化经营转型。业务经营差异化是专业化的前提，也是培育创新能力的保障。给予不同金融中介机构根据自身资本、通道等不同方面的特点选择差异化业务的自主权，既能为场内场外市场提供创新产品以满足客户的个性化需求，也能为金融中介机构自身提供规避经营风险的“工具”。

其次，充分发挥金融中介机构的试水作用。在场内场外业务发展缺乏经验、准则和细则的情况下，利用金融中介机构积累起来的创新试水经验，促使其不断提高合规水平和风险管理能力。^[8]

（作者系东海期货总经理）

探索期货市场服务“三农”有效模式

通过加强与相关部委的沟通协调，积极探索期货套期保值与信贷服务、保险服务相结合的有效途径。创新订单融资业务，探索建立“订单+期货+信贷”、“订单+保单+期货+信贷”等农村金融服务新模式，促使多方协调发展并发挥整体功效，终将有效地服务“三农”，为农户及相关农业企业提供风险保障。

■ 文/赵广钰 原欣亮

作为资本市场全面深化改革的纲领性文件，新“国九条”为期货市场的创新发展打开了广阔空间。新“国九条”强调要以提升产业服务能力和配合资源性产品价格形成机制改革为重点，充分发挥期货市场发现和管理风险功能，增强期货市场服务实体经济的能力。



作为一个农业大国，“三农”问题一直是我国社会主义现代化建设的核心战略问题之一，也是我国期货市场必须予以紧密关注与重点服务的重大课题。2014 年是国家实行农产品目标价格改革的第一年，继续发展商品期货市场，加强农产品期货市场建设，进一步发挥期货市场定价和避险功能，对发展我国的现代农业有重要的意义。

完善农产品价格形成机制

“十八届三中全会”明确提出，要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用，完善农产品价格形成机制。在我国，农产品价格形成机制扭曲，市场一直未能发挥有效的定价作用。目前，我国实施最低收购价和临时收储等价格支持政策。2008 年以来，连续 6 年提高粮食最低收购价格，有效调动了农民种粮积极性，但另一方面也使粮食市场价格“托底”信号显著，市场价格信号失灵，粮食市场呈现典型的政策化趋势。在国内外市场变化的新形势下，现有支持政策正面临越来越严峻的挑战。

今年国家推行目标价格试点，给期货功能的发挥奠定了政策基础。经过多年发展，我国涉农期货品种覆盖面逐步扩大，2013 年先后上市鸡蛋、粳稻、晚籼稻、

胶合板、纤维板等农产品期货品种，玉米淀粉、果葡糖浆等期货品种及农产品期权、农产品指数等新型避险工具的研发都在进行中。

期货市场通过连续不断报价和良好流动性，提供透明、连续和即时传播的价格信息。期货市场的价格发现功能，不仅成为宏观经济监测和运行管理的重要参考，并在引导企业生产经营、优化资源配置上发挥着重要作用。随着现有粮棉油糖农产品期货品种体系的逐渐完善和新期货品种的进一步拓展，期货市场将对完善农产品价格形成机制起到重要作用。

同时，新“国九条”中明确指出“清理取消对企业运用风险管理工具的不必要限制”，鼓励符合条件的机构投资者以对冲风险为目的使用期货衍生品工具，这解决了市场参与主体的问题。在公开公平公正的市场环境下，参与的企业越多，越能有效发挥期货市场的作用。

扩展服务三农渠道

农业受很多因素，如恶劣气候、病虫害等的影响，是风险较大的产业，国内承担支农重任的金融机构长期处于这一风险之下。建立健全农村金融体系的重要环节，是有效地防范和化解农村金融机构风险，保护各农村金融关系参与方的利益，保障农村金融的可持续发展。在农业的风险管理及金融发展方面，需要我们创新思路、大胆探索、加快发展。

信贷方面，中央、省、市各级财政每年都要安排大量的贴息资金用于引导金融机构开展涉农贷款。但由于农业的高风险性，贷款本金的偿还缺乏保障，涉农金融机构对“三农”贷款积极性不高。

农业保险方面，从2004年起，中央政府连续4年在“一号文件”中相继提出“加快建立”、“稳步推进”、“扩大”政策性农业保险试点，2006年《关于保险业改革发展的若干意见》中明确提出农业保险“三补贴”政策。中央财政自2007年开始实施农业保险费补贴政策。

2013年3月，《农业保险条例》开始实施。2014年中央“一号文件”再次将完善农业保险制度纳入农村金融改革的议程中。

由于农业保险具有高风险的特征，要大规模地开展农业保险业务，单一的商业保险公司没有实力承担全部风险。如何帮助保险公司转移风险？

除了财政资金的再保险等方式，利用农产品期货这一现代金融工具分散风险，如将农业期货市场的相关品种与农业保险相结合，通过套期保值转移农业保险资金的风险，是更为市场化的选择。

面对多元化、多层次的农村金融需求，需要进一步创新产品和服务方式。通过加强与相关部委的沟通协调，积极探索期货套期保值与信贷服务、保险服务相结合的有效途径。创新订单融资业务，探索建立“订单+期货+信贷”、“订单+保单+期货+信贷”等农村金融服务新模式，促使多方协调发展并发挥整体功效，终将有效地服务“三农”，为农户及相关农业企业提供风险保障。

金融创新步伐已经迈出

2013年5月，安华农业保险股份有限公司北京分公司在北京市顺义区签订了国内首款农业保险创新型指数产品——生猪价格指数保险，为顺义区等区县的143户专业化大型生猪养殖场出栏的41万头生猪，提供了5亿元的价格风险保障。该保险纳入了北京市政策性农业保险补贴范围，政府各级财政累计补贴保费80%，生猪养殖户仅需承担20%的保费。

在今年猪肉价格连连下跌的行情中，当时投保的养殖户获得了410万元的保险赔款，保护了生猪养殖户的利益，稳定了生猪生产市场。这是金融创新服务农业实体经济的一个成功的典型，该模式已经推广至北京各区及山东省生猪调出大县邹平县等地。

根据该保险合同条款约定，如果一年内猪粮比指数平均数低于 6:1，安华农险需要给予被保险人理赔金。尽管目前国内还未上市生猪期货，但是保险公司可以通过期货市场规避猪粮比中的“粮”的上涨风险。

以豆粕期货主力合约为例，相较于 2013 年 5 月开盘的 3161 点，到 2014 年 5 月底，豆粕期货已经上涨了 693 点报收 3854 点，涨幅接近 22%。保险公司可以通过豆粕期货的套期保值来规避生猪饲养成本上升的风险。有鉴于此，保险公司的避险需求恰好与期货公司目前正在转型风险管理的初衷高度契合。

2013 年 11 月 30 日，证监会和农业部共同举办了“第二届风险管理与农业高端论坛”，探讨期货市场与现代农业对接的渠道和途径，交流我国金融机构和农业龙头企业利用期货市场服务“三农”的典型模式及案例，推动化解实际经营中面临的订单违约、风险管理工具不足、信贷资金安全等难题。证监会也在涉农领域的金融创新上给出了更多的指导意见，鼓励金融机构开展场外衍生品创新，多方协作，注重与保险等其他风险管理工具相协调。充分发挥期货、证券、银行、保险等各类金融机构贴近实体经济的优势，有效分担农村金融风险。

积极发展农产品期权

新“国九条”指出要继续发展商品期权、商品指数等交易工具。推出农产品期权后，通过期权交易转移和分散价格风险，将会丰富市场风险管理手段，对完善我国农产品目标价格制度有重要意义。

根据 2014 年中央“一号文件”精神，今后我国将按照“市场定价、价补分离”原则，坚持市场定价，探索推进农产品价格形成机制与政府补贴脱钩的改革。“一号文件”明确提出，在新疆、内蒙实行大豆、棉花目标价格改革试点，让商品价格形成回归市场。

我们可以借鉴美国利用期权服务于农业的政府补贴期权试点项目经验。美国政府在期权上市初期进行了四次试点推动，包括 1982 年场内非农产品期权交易试点项目、1984 年场内农产品期权交易试点项目、1993 年场内政府补贴期权交易试点项目和 1997 年场外农产品贸易期权交易试点项目。其中 1993—1995 年场内政府补贴期权试点项目，由美国农业部委托商品信贷公司确定部分小麦、玉米和大豆的生产者，结合目标价格水平，选购相当于保护价格水平的看跌期权，为参与试点的农场主提供购买期权的权利金，以维持农产品的价格水平。

期权补贴替代了政府的农业支持政策，这不仅对农业进行了风险规范，也对期权市场发展起了积极推动。虽然目前美国已经没有期权补贴政策，但这对我国农业产业化改革有着重要的启发意义。

随着农产品期权工作的推进，交易所和期货公司也在积极探索信贷服务、保险服务、产业政策相结合的有效途径，探索建立主管部门、监管机构、涉农主体、期货交易所、金融机构共同参与的“大服务”格局，挖掘市场服务的创新模式。

总而言之，期货和期权衍生品金融工具，为定价和管理风险提供了其他金融工具所不能提供的功能。新政策形势下，更需要期货等衍生品工具。

贴近市场，服务我国农产品目标价格改革政策，同时积极加强与中央及地方农业部门的合作，配合相关部委完善与农产品期货市场相关的法规制度和产业政策，进一步探索期货市场服务“三农”的有效模式，进一步创新产品和服务方式，来提高涉农企业、农民专业合作社等新型农业经营主体利用期货市场管理风险的能力。这样我们的农业及金融体系才能与完整的市场经济更相匹配，为市场经济带来更高的活力。■

（赵广钰系格林大华期货副董事长，原欣亮就职于格林大华期货研究所）

积极应对互联网金融冲击

在互联网时代下的金融业，信息传递将会被发挥到极致，技术发展将会打通昔日不可能被打通的壁垒，互联网金融更像是一个生态系统，而期货公司在金融业各方中也最有可能锻造出贯穿全市场、容纳全产品的对冲基金旗舰。

■ 文/周勇

新“国九条”为资本市场发展绘制了宏伟蓝图，对我国期货业的创新发展具有里程碑意义。我们应以新“国九条”为契机，以市场化、法治化、国际化为方向，通过创新驱动，实现转型发展。

实现期货市场纵深发展

新“国九条”首次出现“拓展期货市场”的新

表述，全方位提升了期货市场未来发展的深度、广度和强度。

第一，完善期货品种，实现产品线的纵向发展。

首先，健全大宗资源性期货品种体系。这一方面能完善我国商品期货品种结构，为国内大宗商品及相关行业、企业提供重要的风险对冲工具；另一方面有助于提升我国在国际上的话语权和定价权，提高应对国际市场价格波动的能力，为中国实体经济平稳较快发展保驾护航。

其次，完善股指期货品种体系。目前，沪深300股指期货运行已达四年，交易量位居世界前列。以其在定价效率、运行效率、风险控制等方面的表现来看，市场已相当成熟稳定，推出各板块股指期货新品种的时机已至。逐步完善股指期货品种，可以有效对冲股票市场风险，为股票市场发展完善提供有利契机。

最后，推动国债期货市场持续发展。国债期货是我国多层次资本市场建设取得的重要成果。目前，国债现货期限更多集中于中长期，短期品种发行有限，关键品种的发行机制仍不完善。新“国九条”提出要积极发展债券市场，这必将催生多品种、多期限的债券品种，有助于健全国债收益率曲线、丰富国债现货市场结构、完善国债期货的利率期限结构和合约规模结构。

第二，创新期货市场品种，实现产品线横向发展。



首先，助推期权交易落地。期权的推出将改变衍生品市场的金融生态。在互联网金融时代，期权的推出使得投资工具日趋丰富、交易机制日益完善，运用期货与期权进行组合投资、对冲套利、程序化交易，可以实现资产配置组合多样化、投资策略多元化，有效推动我国衍生品市场的发展。

其次，助推汇率市场化改革。在当前人民币国际化战略背景下，外汇类衍生品的推出，可以为我国外汇市场提供有效避险工具，有效抵御资本账户逐渐开放过程中可能发生的系统性金融风险，同时也有助于在人民币国际化过程中把握汇率定价权，为人民币国际化奠定坚实基础。

最后，注重实现期货产品内外对接。通过内地期货品种“走出去”和国际产品“引进来”，实现期货市场互联互通，尤其在资本市场对外开放提速、市场化改革深化的背景下，有效推动我国期货市场国际化发展进程。

第三，缩短期货新品种上市的链条。目前，各家交易所正在积极研究上市各类新品种，但是新品种上市链条太长，且品种上市后未必会交易活跃，因此，可以借鉴国外期货市场的上市机制，向核准制和注册制两种模式互相渗透的方向发展，畅通期货品种的上市渠道，取消对品种上市过多的限制，使得交易所能够根据市场需求，源源不断地推出新品种，奉行“广种薄收”的指导思想，让市场去筛选品种。同时，给予交易所一定自主权，如果品种上市之后发展前景不好，可以考虑摘牌。

第四，适应混业经营，加快对外开放。新“国九条”从制度上确认了“混业经营”的理念，我们应该打破期货、证券、基金等机构业务相互分割的局面，允许期货公司申请设立证券、基金公司，甚至反向收购证券和基金公司，形成以期货业务为主体、兼营证券和基金等其他业务的集团公司。此外，逐步提高期货行业对外开放水平，鼓励境内期货公司收购设立境外公司，增强国际化竞争力。

第五，进一步拓宽期货公司资本金运用渠道。目前，期货公司自有资金对外投资渠道非常有限，以银行存款居多，少数购买了债券、股票、货币基金等。在创新发展的背景下，我们应进一步拓宽资本金的运用渠道，允许期货公司运用自有资金参与境内银行间同业拆借市场进行短期资金管理，运用自有资金设立、收购或参股境外期货类经营机构，运用自有资金设立、收购或者参股经营特许金融业务的机构，甚至允许期货公司购买期货类理财产品等。

积极应对互联网金融冲击

互联网金融对期货经纪业务的冲击主要表现在：

一是期货公司品牌认知度的冲击。市场营销的核心是宣传，而新兴的消费群体对纸质媒体日渐淡化。不断加大在互联网上对公司品牌的推广，期货公司品牌的宣传也应从纸质媒体向电子媒体转化。

二是期货公司经纪业务渠道的冲击。在原先销售人员的地面推广基础上，要不断加强在手机、电脑等终端上的推广，方便客户使用互联网软件进行期货交易。总之，互联网金融的发展，对期货经纪业务的营销理念、营销方式和营销队伍的管理提出了新的要求。

未来互联网期货服务模式是：更加重视客户的个性化需求和体检，改变传统的运营模式，向着更有效率、更加重视客户体验的方向发展。期货公司也应积极打造一个金融科技服务运营商的互联网金融角色，从提供通道服务向提供金融产品服务发展。

第一，角色位移，服务多样化。传统的期货公司或是证券公司，其实都是经纪商，是站在客户与交易所之间的一个角色。在发展早期，期货公司可以利用信息不对称的优势加上强有力的市场营销手段，分得一块蛋糕。随着网络科技的不断发展，信息传播速度加快，客户对于经纪商的议价能力随之提高，这对经纪商的打击是致命的。

而在互联网金融时代的期货公司，角色将会从“交易所”和“客户”之间，转变为“资金”和“投顾”之间，成为一个资金和交易团队之间的桥梁，激活“投资咨询业务”，为期货公司的盈利模式打开更为广阔的空间。

第二，强强联合，竞争差异化。一方面，期货公司与基金公司等机构合作，提供类余额宝业务。在客户交易佣金和保证金利息逐步下降，以及很多投资者收盘后出金的情形下，可以通过与基金公司等机构合作，开发类似余额宝的增值业务。

另一方面，期货公司与网络公司合作，满足客户个性化的交易需求。目前客户的需求多样，可以与互联网公司合作，利用互联网公司的技术人才，设计多样化、个性化的交易软件。程序化交易将成为一种趋势，可以与网络等专业公司合作开发程序化交易平台及策略模型。

第三，投融互动，客户复合化。所谓“投融”是指投资和融资，表现在期货交易中是指“资金方”和“投顾方”；所谓“互动”是让信息在期货公司客户之间沟通。在这种状态下，“资金方”与“投顾方”的界限会越来越模糊。在投融互动的模式下，客户不再是传统意义上的客户，而是在打通各个壁垒后的复合体，期货公司也不再是传统意义上的期货公司，而是一个集成数据终端、连接各个优质资源的纽带。

总之，在互联网时代下的金融业，信息传递将会被发挥到极致，技术发展将会打通昔日不可能被打通的壁垒，互联网金融更像是一个生态系统，而期货公司在金融业各方中也最有可能锻造出贯穿全市场、容纳全产品的对冲基金旗舰。

引导机构投资者参与期货市场

第一，优化国有企业参与期货市场的政策环境。

首先，加快培养国企套保人才。不少国有企业缺乏合格的衍生品交易人员，但是在从事规模庞

大的衍生品交易。因此，建议建立国有企业套期保值相关业务人员职业资格认证体系，从而提高整体的套期保值水平。

其次，完善国有企业套期保值的管理体制和评判机制，进一步重视风险控制和后台监督环节。另外，对于套期保值效果不能单纯以期货市场的盈亏来评判，因为套期保值是规避企业产品和采购原材料价格风险的工具，期货和现货市场的盈亏是相互冲抵的。

第二，拓宽金融机构参与期货市场的渠道和领域。从制度方面来看，我们应该鼓励金融机构参与商品期货，大力发展商品指数类投资产品；明确商业银行参与期货市场资格认定的标准和程序；完善信托、保险等非银行金融机构参与期货市场的模式和路径。从市场来看，加强产品创新，完善期货市场制度，延长交易时段，实现24小时交易。从金融机构自身来看，建立有效的激励机制，完善人才梯队建设。

第三，探索境外机构参与期货市场的路径。尝试合格境外投资者（QFII）制度，引入国外现货类企业为先导，吸引国际投资者参与中国期货市场。

第四，充分发挥期货中介机构的专业优势。期货中介机构应着力提升在风控、研发、技术和销售等方面的专业支持能力，发挥好机构投资者“孵化器”的作用。根据机构投资者的个性化需求，利用资产管理业务、风险管理子公司平台，设计出专业化的金融产品。

总之，新“国九条”有助于优化目前的资本市场结构，为释放改革红利、鼓励创新发展、激发市场活力、优化外部环境、夯实市场基础、加强市场监管、维护市场稳定创造了有利条件。可以预见，随着新“国九条”各项措施的实施，资本市场将迎来新一轮改革大潮，改革的红利将惠及所有市场参与者。■

（作者系弘业期货董事长）

原油期货美元保证金汇兑风险探讨

交易中心为了原油期货的顺利推出，已经根据双币种结算的实际情况制定了一系列的制度安排，并有效地消除了投资者、期货公司的美元保证金的汇兑风险，从而使得市场参与各方能更好地参与原油期货交易，进一步推进原油期货的国际化发展。

■ 文/罗旭峰

新“国九条”明确表示，要发展商品期货市场，继续推出大宗资源性产品期货品种。与此同时，监管层领导也在不同场合强调，要扎实推进国际化原油期货市场建设，争取年内推出原油期货。上海期货交易所下设的上海国际能源交易中心（下称“交易中心”）目前正根据证监会的统筹安排，积极推进原油期货的筹备工作。

与其他期货品种相比，原油期货最大的不同点在于其采用人民币和美元双币种结算的方式。该制度安

排，在加大技术层面操作的复杂性的同时，是否会对交易所、期货公司以及客户带来美元汇兑风险？本文试图从交易中心的一系列业务规则入手对投资者参与原油期货进行探讨。

制度安排消除汇兑风险

目前，交易中心的会员包括境内期货公司、境内非期货公司、境外特殊参与者（非经纪）和境外特殊参与者（经纪）。同时，交易中心的投资者也包括境内投资者与境外投资者两个大类。由于原油期货采取双币种结算制度，主要是境外投资者及相关机构涉及到美元保证金的问题。

1. 对于投资者。

境外投资者可用人民币、美元参与原油期货交易，而境内投资者只允许用人民币参与。因此，对于境内投资者而言，不存在美元保证金的汇兑风险问题。

针对境外投资者，交易中心将为其设置人民币和美元两个币种的资金账户。若境外投资者直接使用人民币进行交易和结算，则对该投资者而言，最大的风险在于在境外将美元换成人民币并在最终结束交易后将人民币换成美元的过程中，由于美元升值而产生的汇率风险。因此，该境外投资者可以采取与银行签订远期结算协议、互换等方式保障原有的美元本金的资金安全。

然而，在交易过程中，该境外投资者一旦产生盈利或者亏损，则有可能对其原先签订的协议进行修正，



且若交易频繁，则需每天进行修正，以确保不留外汇风险敞口。当然，境外投资者也可以通过买入美元看涨期权来锁定汇率风险。

若境外投资者以美元冲抵保证金，并以美元进行每日的结算，则相对而言风险敞口较小。在每日收盘后，交易中心根据当日的外汇牌价将人民币交易盈亏转换成美元盈亏，并对投资者进行美元结算，从而使得投资者不存在美元保证金的汇兑风险。

由此可见，对于境外投资者而言，若需要规避相应的美元保证金汇兑风险，则建议直接采用美元，并以美元冲抵保证金进行交易，每日结算后将交易盈亏直接体现在美元上，从而避免存在汇率风险敞口的问题。

事实上，交易中心采用人民币作为唯一的交易货币后，使得原油期货价格成为影响账户资金变动的主要因素，即使存在美元与人民币的外汇价差，亦将显著地反应在原油期货的价格走势上，从而对交易的币种不产生影响。

2. 对于期货公司。

期货公司在原油期货的交易和结算中，主要是一个通道。无论是资金的进出、货币的质押，抑或是外汇的兑换，均不涉及期货公司自有资金的使用，或影响期货公司的收益。同时，期货公司在原油期货的各个业务环节中，主要是提供经纪服务、货币质押服务等，不实质上提供外汇兑换等业务，因此不存在美元保证金的汇兑风险。

3. 对于交易中心。

交易中心作为原油期货交易的平台，涉及到人民币和美元等多个方面，但在具体的外汇兑换方面，其主要是提供一个结算单据，而具体的外汇兑换业务由银行承担与负责，因此交易中心亦不存在美元保证金的汇兑风险。

4. 对于银行。

银行是原油期货交易中美元保证金汇兑风险的最大承担方。实际上，银行在外汇市场本身就是一个做市商，其可以将原油期货中的美元根据实际净头寸兑

换，将相应的风险在全球的外汇场外市场进行对冲和转移，从而规避相应的风险。

综上所述，原油期货的市场各参与方，由银行主要承担了美元保证金的汇兑风险，并通过全球庞大的场外市场进行对冲。而交易中心、期货公司和投资者基本不存在美元保证金的汇兑风险，但下述情况除外。

主动承担汇兑风险的情况

人民币与美元作为不同的货币，其外汇牌价会受各种因素的影响而变动。因此，部分投资者在看好某一货币的情况下，会有意识地承担汇兑风险，从而获取外汇兑换收益。交易中心通过一系列的制度安排，可以基本排除外汇投机的可能。然而，境外投资者可采用双币种进行交易，使得部分投资者存在一定的外汇投机的可能，尤其当人民币处于升值通道时。

对于境外投资者而言，人民币兑美元长期以来一直处于升值状态，仅近几个月略有回落，部分境外投资者在预期未来人民币将继续升值的情况下，有可能指定直接将美元换成人民币，并入市进行交易，获得一定的盈利。在此情况下，对于该投资者而言，其愿意主动承担人民币贬值的风险，并换取人民币升值的收益。因此，此类投资者应不属于需要规避风险的范畴。

此外，由于全球资本市场日趋一体化，中国外汇管制较严，以往境外资金流入较为困难。在人民币的利率长期高于美元的情况下，境外投资者为了获取更高的利息收入，存在通过交易将美元转换为人民币后存留以获得一定的利差收益的可能性。同理，此类投资者亦为汇率风险的主动承担者，而无需考虑相应的风险规避问题。

综上所述，交易中心为了原油期货的顺利推出，已经根据双币种结算的实际情况制定了一系列的制度安排，并有效地消除了投资者、期货公司的美元保证金的汇兑风险，从而使得市场参与各方能更好地参与原油期货交易，进一步推进原油期货的国际化发展。■

（作者系南华期货总经理）



场外衍生品交易商的定位发展

■ 文/韩国庆

随着市场经济改革的不断深入，市场在资源配置中将起决定性作用，市场主体企业将面临越来越多的各类市场风险，对于利用期货、期权、远期、互换等各种衍生品进行风险管理的需求，也将越来越大。

但由于我国衍生品市场发展较为缓慢，一方面表现在品种太少，产品结构简单，市场投资者以散户为主，机构投资者缺乏，市场深度不够；另一方面对期货及衍生品市场的监管较严，难以充分发挥市场的作用。因此，积极推进我国期货及衍生品市场的发展建设，培育以衍生品交易商为主体的市场结构，是当前我国期货及衍生品市场发展的迫切需要。

境外发达国家期货及衍生品市场主要是以交易商为市场主体，这

对我国发展衍生品交易商有很好的借鉴意义。此外，我国银行、证券等金融市场交易商发展的实践也为衍生品交易商的发展进行了有益的探索。

境外场外衍生品交易商的发展

国际上，场外衍生品市场主要是以一批以金融中介机构为核心的机构间市场，以及中介机构与客户之间的柜台市场。这种市场可以是有组织平台形式的有形市场，也可以是以电话网络为媒介的无形市场。

场外衍生品市场的参与者分为交易商（经纪商）和最终用户两大类。每一个参与者都在场外衍生品的交易环节担任着重要角

色，对提高市场流动性和稳定市场运行、规范发展市场有着不可或缺的作用。

最终使用者是指利用场外衍生品进行风险管理的投资人，他们参与市场的主要目的是对冲风险和降低企业的融资成本，包括银行、证券公司、保险公司、政府组织、养老基金和各类公司。

交易商和经纪商都是场外衍生品市场的金融中介机构。其中交易商主要是指机构间市场中机构的自营交易角色，以自有资金进行交易期望在场外衍生品交易中获利，同时也就要承受交易和对冲风险。经纪商主要是指柜台市场中机构的角色，代理客户进行买卖，通常无须承担风险。随着场外衍生品市场电子化程度提高，且越来越复杂

化，经纪商和交易商发挥的作用也越来越大，并不局限于交易执行，逐渐扩展到提供市场数据、交易处理和风险管理等服务。

可以说，场外金融衍生品交易商是衍生品市场和现货市场重要的机构投资者，是场外市场的组织者和参与者，是衍生品市场风险管理的服务提供者。

依托于欧美监管的宽松政策，欧美场外衍生品市场取得了长足发展。一些交易商为规避场内交易的监管，降低交易成本，甚至将场内交易转移到场外市场进行。以美国场外衍生品市场为例，在美国全国期货协会（NFA）注册的互换交易商（也就是场外衍生品交易商）有100家，其中主要分三类：首先大部分是各类银行及其分支机构，包括高盛、摩根史丹利、摩根大通、花旗银行、德意志银行、美国银行、UBS、美林、加拿大皇家、兴业银行、汇丰银行、渣打银行等；另一类是现货贸易背景的企业，比如嘉吉、BP能源、壳牌能源等；还有一类是期货经纪商，NFA注册的73家期货经纪商中，有12家同时也是互换交易商，比如新际、FCSTONE和RJ Obrien等。

境外场外衍生品交易商的功能定位

交易商作为场外衍生品市场的核心，不仅参与场外衍生品市场的交易，而且客观上承担了部分有组

织的交易所的功能：为市场提供产品和流动性。场内市场是标准化的风险对冲需求的集中体现，是防范系统性风险的主要工具；相应的，场外市场衍生品属于非标准化的产品，是为个体风险量身打造的避险工具，其目的是满足各类定制化的风险管理需求。

我们以安然公司为例，分析衍生品交易商是如何为客户提供产品的。

对于美国的安然公司，我们了解较多的是作为企业内控的反面教材，由于高层管理人员利用会计审计制度中的缺陷隐瞒债务，人为操纵利润从而导致2001年申请破产。但另一面，安然作为全球最大的场外商品衍生品交易商之一，有值得我们学习之处。

上世纪80年代后期，美国政府开始放松对能源市场的管制，导致能源特别是天然气与石油价格的波动加大。无论是天然气的消费者还是生产者，都迫切希望价格与供应都稳定的环境。安然抓住时机，利用市场上出现的风险管理需求，创造性地将金融工程应用到能源交易领域中，开发了从购气合同（Gas Purchase Contracts）、天然气银行（Gas Bank）一直到数量型生产付款合同（Volumetric Production Payments, VPPs）等许多场外衍生工具。

购气合同就是购买天然气的—个远期合约；天然气银行就是以预付款的方式按照固定价格购买天

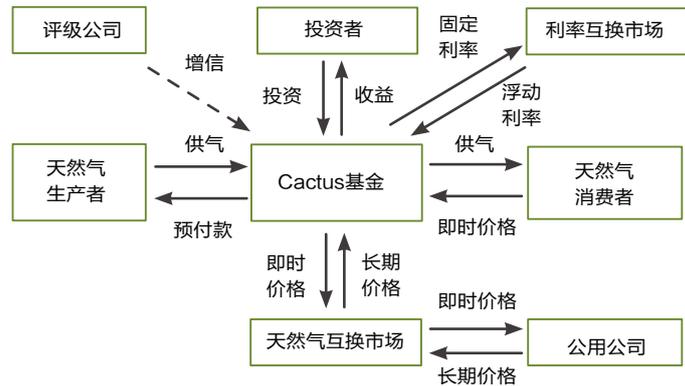
然气的合同；最为复杂的是VPPs，也是安然撬动整个能源市场的最为重要的金融工具。所谓的数量型生产付款合同VPPs，简单来说就是安然天然气服务公司（Enron Gas Services, EGS）预先支付现金给天然气生产者，并有权在一个确定期内获得一个事先确定的产出份额。作为VPPs的购买者安然来说，面临着许多风险，比如储备风险（Reserve Risk）、商品价格风险（Price Risk）、利率风险（Interest Rate Risk）、运营风险（Operation Risk）等。

安然最大的强项就在于管理这些风险，为此专门设立了Cactus基金作为特殊目的实体，利用利率互换、远期合同等风险管理工具来对冲这些风险，使得整个公司净风险敞口减少到最低。安然作为场外商品衍生品的交易商，主要是进行主动的风险管理来进行交易，而不是风险的承担者。依靠此类业务，安然在1985年到2000年的15年间，从一个地区性的能源供应商迅速演变为世界上最大的能源和其他商品交易商，详见图1。

境外场外衍生品交易商的监管

伴随场外金融衍生品的发展，欧美市场交易商的发展经历了从监管豁免到严格监管的过程，而导致监管理念转变的分水岭，则是2008年的金融危机。

图 1 VPPs 衍生工具结构



“

随着我国场外衍生品市场的稳步发展，必将吸引越来越多的交易主体参与其中，这些交易主体不仅繁荣了市场，活跃了交易，而且在实现自身盈利的同时，也为客户提供了优质的服务，满足了金融市场、实体经济的客观需求。

”

2008 年金融危机爆发前，欧美市场对场外金融衍生品交易和交易商基本实行监管豁免。美国立法机构对证券、期货机构一开始就采用分别立法的方式。美国对场外金融衍生品的监管经历了 CFTC 与 SEC 长达 35 年之久的监管权之争的演变，监管的不确定性，使得许多机构纷纷将其场外金融衍生品的重心转移到伦敦和其他金融中心。为确保美国在全球场外金融衍生品市场的竞争地位，CFTC 和 SEC 先后出台相关政策，对场外金融衍生品实行监管豁免。《2000 年商品期货现代化法案》(CFMA) 更进一步从立法层面明确了对范围更广的场外金融衍生品和混合工具进行排除和豁免，使场外金融衍生品几乎不受监管。

2008 年金融危机后，欧美国国家都加强了场外金融衍生品市场的监管，对交易商实行统一的市场分层管理，突出对核心交易商的监管。2009 年美国财政部发布的白皮书

计划提出针对场外衍生品改革，并在多德弗兰克法案中予以落实。主要包括：一是要求所有标准化的场外衍生品必须通过中央对手方进行清算；二是对于非标准化的场外衍生品合同，将提高交易双方的资本金和保证金要求；三是对场外衍生品交易商进行更严格的监管；四是提高场外衍生品市场的透明度和公开化；五是场外衍生品的监管纳入证券期货法律体系。

其中，对于互换交易商的监管主要包括：互换交易商的认定和豁免；互换交易商通过 NFA 的电子注册系统在 CFTC 注册；互换交易商的合规监管；互换交易商的自律管理（需向 NFA 申请为 Swap Firm）。

我国场外衍生品交易商的发展

随着我国金融市场市场化的推进，近年来我国的场外衍生品交易市场取得了较快发展。但由于我国资本市场是割裂的，各个市场发展

很不平衡，比如银行间场外衍生品市场发展比较迅猛，而证券场外衍生品市场和商品场外衍生品市场发展比较滞后。

我国银行间市场正在交易的场外衍生品品种主要包括汇率类、利率类、信用类以及其他类型的衍生品。其中外汇市场 2013 年掉期产品成交 3.4 万亿美元，期权产品成交 217.5 亿美元，远期和货币掉期产品成交 358.8 亿和 24.4 亿美元，连续五年保持上升势头；利率衍生品市场中利率互换是最主要的品种，2013 年利率互换累计成交 24409 笔，名义本金额达 2.73 万亿元；但信用市场发展比较缓慢，2013 年没有相应的成交。

在银行间市场从事衍生品业务的交易商主要包括银行类金融机构、非银行金融机构以及非金融企业。并且对市场参与者进行了不同的监管要求，已建立以中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心的业务监管和银行间市场交易商协会自律监管相结合的完整的监管体系。

证券场外衍生品市场和期货场外衍生品市场刚刚处于起步阶段。2013 年 1 月，中国证券业协会制定了《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》对交易对手方进行了规范，要求交易对手方应限于机构，包括专业交易对手方和非专业交易对手方。中证协负责对证券公司衍生品交易业务实施自律管理。

期货市场方面，准许期货公司以设立子公司的形式开展以风险管理服务为主的场外衍生品业务试点工作，中国期货业协会颁布了《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》，开展对试点业务活动进行自律监管。随着今后试点业务的深入开展，子公司可以探索设计互换、场外期权等风险管理产品来为实体产业客户提供更好的服务，也可担当做市商的角色成为连接场内、场外市场的纽带。

我国发展衍生品交易商的政策建议

与欧美发达国家不同，我国场外衍生品市场刚刚起步，场外衍生品交易商经验和技術储备不足，各类投资者对场外衍生品的认知较少，并且监管体系同国外也有不同，所以对于场外衍生品交易商的定位、监管也需要在考虑这些差异的情况下进行路径设计。

一是明确定位。结合考虑国外的成熟经验与我国当前的实际情况，应给予衍生品交易商如下定位：第一，作为衍生品市场的重要机构投资者以自有资金参与场外衍生品交易，也就是发展自营业务；第二，场外衍生品市场的个性化产品的提供者，为最终客户提供合适的风险管理工具，也就是发展柜台交易；第三，场外衍生品市场流动性的重要提供

者，为市场提供做市服务，也就是要鼓励发展做市业务。

二是鼓励创新。鉴于我国衍生品市场尚处于起步阶段，衍生品交易商还缺乏业务经验，实体经济利用衍生品市场进行风险管理的认识和需求尚需培养，交易商业务开展还面临一定难度，所以应建立较为宽松的监管环境，鼓励各类机构参与交易，鼓励各类交易商的发展，容许一些错误的发生，培育场外衍生品市场。但也要借鉴欧美经验，对衍生品交易商试行资格准入、数据报备、信息披露、投资者适当性制度等进行有关监管安排，切实保护好投资者的利益，防止金融系统性风险的发生。

三是加强自律管理。由于场外衍生品的复杂性和个性化使得监管比较困难，所以场外衍生品交易商的自律管理就非常重要。可考虑由行业自律组织对衍生品交易商实行自律管理，包括实施注册登记、信息报送、从业人员执业行为、市场纠纷调解等管理，逐步建立和完善风险揭示制度，制订投资者适当性制度。

随着我国场外衍生品市场的稳步发展，必将吸引越来越多的交易主体参与其中，这些交易主体不仅繁荣了市场，活跃了交易，而且在实现自身盈利的同时，也为客户提供了优质的服务，满足了金融市场、实体经济的客观需求。^[4]

（作者就职于万达期货研究所）



许丹良： 塑造“大金融”平台的期货支柱

■ 文/特约通讯员 汤巾

秋去春来，再至盛夏。
四季更迭间，期货行业的变化也在悄然发生。

去年9月，当记者来到位于北京东三环的泰康金融大厦时，正值

方正期货和北京中期重组的关键时刻，双方管理层还在这座写字楼里联合办公；今年7月，当记者再次造访，这里已有新的名字——方正中期。

原北京中期总经理许丹良，今年年初成为这家新公司的掌门人。

用许丹良的话来说，重组后的方正中期已经“脱胎换骨”、“实现质变”，但他仍有强烈的危机意识。

“行业创新的挑战大于机遇，一个战略失误，就可能满盘皆输。”因此，他一刻也不敢放松，无时不在思考公司的发展方向和业务规划。

许丹良给方正中期定位的市场角色是：大金融平台背景下，以金融期货为主要发展目标的综合类期货公司。对于期货公司转型，他亦有独到理解，他不认为经纪业务将无法“安身立命”，而是将促进经纪业务的增长作为未来三年的主要工作目标。

厂长出身的业务员

许丹良投身期货行业的过程，颇与众不同。

他出生于天津，在西安长大，从小就对军营充满向往。高考时，他的愿望是报考石家庄步兵学校（现石家庄陆军指挥学院），但当时该学校是专科院校，而许丹良的成绩足以考上全国名牌大学。最终，他选择了西安交通大学工程热力学学科中的制冷专业，这是当地最好的大学及该大学最好的专业。

毕业后，他被分配到北京机械局工作，后二次分配到一家国有企业——北京压缩机厂，由于工作表现优异，被调往上海任总工程师，没多久，就当上上海分厂厂长，那时，他还只有二十六七岁。

一切看上去都很顺利，但许丹良的内心却并不平静。“虽然国民经济离不开基础工业，但总觉得难有大的发展空间。”他希望投身于

一个更加超前的领域。

他看到《北京日报》上刊登了中国国际期货招聘业务员的启事，毅然决定前往面试。

“应聘之前看了些专业书籍，但心中仍然惴惴不安，面试官是如今郑州商品期货交易所总经理郭晓利，当时任中国国际期货交易所总经理。他也是我在期货行业的启蒙老师。”许丹良对那次面试印象非常深刻。经过培训，他从2000多名应聘者中脱颖而出，成为中国国际期货的一名业务员。

当时，有很多业务员开发来一个客户就开始指导客户做交易，然后就没时间开发客户了，直到客户亏损或不做了，才去开发下一位，中间的空档期会造成业绩严重下滑。许丹良发现了这个问题，凭借当厂长的经验，他想出解决办法。

“我是公司第一个做团队建设的，我成立了一个小组，最多时候有7个人。我每天安排两个人做客户交易指导，另外5个人开发市场，一个月一轮换，这样就能保证业务的连续性。”

出色的工作能力让他很快得到领导赏识，1995年元旦就被提升为业务主管，“五一”当上交易部副总。其部门业绩增长非常迅速，每年贡献的手续费在3000万元左右。1999年他被提拔为公司负责总部业务的副总经理，主抓公司业务及风险控制。

许丹良回忆道：“我们那一批

业务员不到200人，我可能是其中发展最好的。”

新官上任两大调整

2005年，原中国中期期货公司（原中国国际期货公司更名）剥离总部所有期货业务，成立北京中期期货经纪有限公司。2010年3月，许丹良正式成为北京中期总经理。

新官上任三把火，他上任之后做了一系列动作。

“当年中期被称为行业中的黄埔军校，行业中很多人都是中期培养的，我反思过这个问题，其实挺可悲的。说明你有超强的人才培养能力，但管理机制一定有问题。”

在许丹良接手北京中期之前的几年，公司走了很多人，包括六七十个业务骨干和中层干部，留下100余人。公司只有5家营业部，业务规模很小。

许丹良做的第一件事，就是将公司从人性化管理向制度化化管理过渡。他告诉记者，不希望公司是一种家长式管理。家长式管理会导致大家心思不在业务上，而在搞关系上。

同时，他做了一个重要的决定——放权。“做一件事，我最反感的是员工琢磨领导怎么看，我告诉员工只需要考虑三点：是否符合公司的发展战略，是否合法合规，能不能给公司带来价值的增长。如果符合这三点，那么你有什么样的想法，公司就为你搭建什么样的平台。”

管理制度落实之后，第二步，许丹良开始着手战略转型。他提出三个战略：第一，向产业化发展，这个行业如果不能为产业经济服务就没有存在的意义；第二，加大研究力度，提升服务质量；第三，实施扩张战略。

“我记得2010年3月召开全公司大会提到战略转型，当时还没想到如何创新，仅仅是传统业务的调整。到年底，我觉得行业发展速度很快，如果不考虑未来5年会怎么发展，一定吃亏。2010年底，我当选中国期货业协会理事，好处是逼着自己思考问题，为行业献计献策，同时接触到很多行业精英，开阔了思路。当时就想，我们必须做些前瞻性的部署。”

考虑到业务创新需要，2010年底，他成立了产品创研中心。“我有什么新的想法，都放在创研中心尝试，成熟了就拎出来，产品创研中心就像一个孵化器。”

2010年，期货行业进入下滑期，这时做转型压力很大。“我当时跟股东说得很清楚，熊市时必须为牛市做布局，否则，牛市真来了可能也跟你没什么关系。我们要忍受冬天的阵痛，第二年才能有发展。好在股东接受了。我们2010年开始布局转型，见效很快，当年并没有给公司利润带来影响。

更让许丹良骄傲的是，公司彻底改变了“黄埔军校”的状态，三年业务骨干流失率接近为零，还有

之前离开北京中期的人员回流。“作为公司总经理能做到这点主要靠什么？第一，有明确的战略发展目标，让大家能看到希望；第二，有实施的步骤，不是空谈；第三，管理上公正公平；第四，做好文化建设，创造良好的工作氛围。”

到2013年并购前，公司营业部从5家扩展到12家，保证金规模增长到25亿元，在交易所的业务量排名从四五十上升到前十，人员增加到280多人。

推动重组实现质变

“我觉得我这几年做了两个最大的动作，第一是公司建章建制，制度化管理，带领公司战略转型，站上一个新的平台，但这只是量变；第二个就是和方正期货合并，这才是质变，让公司脱胎换骨。”

为什么会和方正期货合并？这要追溯到许丹良掌管北京中期后的三年，虽然公司发展速度很快，但他逐渐感觉到头上好像顶着一个锅盖，无法更进一步，这让他开始有了引进新股东的想法。

2012年，他跟随中期协的培训来到美国，他惊讶地发现，传统期货公司在美国的生存环境一样很艰难。

“在去美国之前，我就考虑过大金融的概念，从美国回来信心更坚定了，我就跟股东勾通，我们必须寻找一个让期货能够发挥作用的

大金融平台，而不是期货公司独立去运作。”

许丹良向股东提出了并购的建议。他的思路是，不能单纯找一家券商，要找个大的金融平台。选择哪家平台，他进行了深入分析：中信平台，已经很成体系了，不需要外力的加盟；平安集团，收购了深发展银行后，其重心在保险和银行上，并不在证券期货上；方正集团，在全牌照集团中起步并不是很早，但发展速度很快，这些年动作很大，比如近期收购民族证券，能看到其发展决心。

正巧，许丹良在北大读EMBA期间结识了不少方正集团的人，通过沟通，方正集团也表现出很高的积极性。“在我表达了意愿之后，方正资本控股股份有限公司CEO李国军直接找到我谈话，结果，我们的想法高度吻合。”

并购从2012年四季度开始启动，到2013年12月31日全部完成，进展速度很快。2014年1月1日，许丹良成为方正中期总经理。

两家公司整合到一起并不容易，包括业务团队、中后台部门、管理制度、企业文化等方方面面。制度融合是其中非常重要的一环。虽然北京中期已偏向制度化管理，但一家300人规模的公司与一家集团构架的公司，在制度化程度上必然有区别。方正体系比较注重考核，而北京中期以激励为主，考核为辅。“因为北京中期在高速发展期，确

实要偏向于激励，但当公司到一定规模以后，如果考核跟不上，管理就跟不上。”

许丹良表示，2012年底，他原本也想引进新的人力资源管理办法和考核体系，但这项工作还没做就启动并购了。并购之后，正好可以把方正的制度直接拿过来。“大的框架沿用方正的考核体系，但我也根据公司实际情况做了一些调整。”

制度整合并不是最难啃的骨头，许丹良告诉记者，整合最大的难点，还在人员的合理安排以及中层干部任命。

据他介绍，高层任命还比较简单，因为北京中期和方正期货有个共同的特点——高管人数极少。中层领导则不然。中后台一个部门只能有一个正职，只能选择最适合公司发展的人。在此过程中，难免出现人员离职的情况。

“公司未来要做大金融平台，要综合发展，要兼顾证券、基金、期货综合运作，要有严格的制度保障，但有的营业部经理就喜欢做点散户，因为提成高，个人收入高，不理解公司大的发展战略，不理解公司的制度化管理。员工不调整思想，就只能选择离开，否则会影响公司整体前进的步伐。”

今年1月，人员基本调整到位，经过两个月的考察期，3月份正式任命，人员问题算是尘埃落定。

整合完成后，新公司有怎样的发展目标和规划？

在1月初举行的公司年会上，许丹良主题报告的大标题叫“大金融平台上的方正中期”，副标题叫“解放思想，打开思路，探索期货公司所有的经营模式”，一方面肯定了大金融的发展方向，另一方面则鼓励创新。第一年整合期的目标是，相对2013年两家公司的合并报表，2014年公司各项经营指标均要获得提升，真正做到一加一大于二。

挖掘经纪业务潜力

2013年年底，许丹良曾在《方正中期三年规划总体思路》中写道：“未来三年，经纪业务依然是行业的主要收入来源，也是方正中期的主要收入来源。与证券经纪板块的融合，是我们实现业务增长的重要保障。”

在行业高呼战略转型的时刻，为何方正中期依然以经纪业务增长为主要目标，而不将重心转移到资产管理、风险管理服务子公司等创新业务上？

对此，许丹良对行业实际情况有深入的分析。

今年5月，方正中期获得期货资管业务试点资格，方正期货和北京中期为此做了长期准备，人员、产品都是现成的。试点期货资管的产品模式是“一对一”，但许丹良表示，期货资管才刚刚起步，还没有很好的市场形象和声誉，发行“一对一”产品非常难。公司刚开始应发行结构化产品，成熟的投资者投

劣后级，不成熟的、风险偏好低的投优先级，各取所需，等市场普遍认可了，再逐渐发“一对一”产品。一上来就发“一对一”，和市场发展情况不相符。

“期货平台上的资管产品规模也就十几个亿，但实际上，目前行业上在运作的与期货交易相关的资管产品规模至少有两三百亿，很多产品都是绕道基金等其他平台运作的，人家能做‘一对多’，可以结构化。”

许丹良说，“我们的产品要通过银行渠道发，银行对这种产品根本不积极。因为银行要对自己的客户负责，如果客户买理财产品亏损了，也会影响银行的形象和声誉。为保障客户收益，银行提供的资金基本都是优先资金，劣后资金只能靠我们自己找些很专业的人投资，但这样，产品就不是一对一了，就不能在期货公司的资管平台上发。”

他认为，只有等监管放开“一对多”，可以做结构性产品，才是期货行业资管大发展的时候，目前根本发展不起来。

风险管理服务子公司也是行业一直呼吁的创新业务，但事实上，除了具有现货背景的公司，其他公司做得都很艰难。

“现在标准仓单质押几乎挣不到钱，因为交易所给的仓单质押利息很低，只有1.8%左右，要想挣到钱就只能做非标仓单。非标仓单涉及两大风险，第一，期货公司对

物权的控制，控制不住物权可能货就丢了；第二，对于非标仓单的处置有多大能力。我们子公司自有资金有限，期货公司又不能给子公司做担保，子公司就拿不到银行授信，靠自有资金开展业务难度非常大。”

许丹良告诉记者，接受采访的前一天，他们开了一天关于风险管理服务子公司的会，而采访当天下午的会，则是要和方正物产沟通。“方正物产的业务和风险管理服务子公司类似，在业内做得比较有名，我们在考虑怎么借助股东实力，与方正物产进行业务融合。”

从现实情况看，资管和风险管理服务子公司要形成核心竞争力还需要时间，短时间内难以成为利润增长点。但许丹良认为，经纪业务

竞争惨烈，利润越来越薄，资管和风险管理服务子公司虽然短时间不能给公司带来很大利润，但能通过服务加大公司与客户的黏性，促进手续费的增加，进而带动经纪业务的增长，

“资管业务自己能挣多少管理费很难说，但至少将资金带到公司平台上来运作，带来了保证金和手续费收入。风险管理服务子公司和产业客户在业务上结合，也会增强公司和产业客户的黏性，有助于提高手续费费率。”

许丹良对创新业务未来三年的定位是，“以促进经纪业务的增长为主要工作目标，同时打造自己的核心竞争力。”他并不同意经纪业务没什么可做的说法，只要中后台

服务做好，经纪业务依然是公司未来很大的一块利润来源。而两三年后，行业格局可能发生新的变化，创新业务或将成为公司核心竞争力的一部分。如果能成为独立的利润增长点，对经纪业务的促进会更大。

方正中期想要在整个期货市场成为一个怎样的角色？

“方正中期已经是行业第一梯队的公司了，我们的目标就是要依靠方正大金融平台，将方正中期打造成以金融期货为主要发展目标的综合性期货公司。并且借助方正大金融平台的资源，为广大投资者提供全方位的综合性金融服务。”

方正中期，将是许丹良和所有方正中期人大金融梦开始的地方。■



许丹良

人物档案

许丹良，1986年毕业于西安交通大学，获学士学位。2006年获北京大学光华管理学院“高级管理人员工商管理硕士EMBA”硕士学位。现任方正中期期货有限公司总经理，中国期货业协会理事，中国期货业协会申述委员会委员，北京期货商会副会长，北京大学光华管理学院EMBA金融协会副会长。

1986年大学毕业后进入北京压缩机厂从事技术和管理工作，历任技术员、工程师、分厂总工程师、分厂厂长。1994年3月加盟中国国际期货公司，历任交易部总经理、副总经理等职。

2005年8月，中期集团总部业务剥离，成立北京中期期货有限公司，许丹良任公司常务副总经理，分管一线业务。2010年3月任北京中期期货有限公司总经理、法定代表人。2013年12月，北京中期与方正期货合并，许丹良任合并后的方正中期期货有限公司总经理。

从业期间，许丹良曾荣获北京地区“十年期货高管荣誉奖”、“期货行业杰出贡献奖”和“期货行业二十年杰出贡献奖”。

对话许丹良： 把公司当事业的期货掌门人

■ 文/特约通讯员 汤巾

《你的企业，我的事业》，这是一本讲述企业员工职业精神的书籍。书中所传达的精神，似乎已经不符合这个浮躁的年代，很少有人会再把工作看成生命中特别重要的部分。

记者采访方正中期总经理许丹良时，他刚过完50岁生日，但他对工作依然葆有不输于年轻人的激情和追求。

“把公司当事业”，这句话被他反复提及，让人感受到公司已经融入他的生活，甚至他的生命。

强烈的事业心让许丹良的工作压力一直很大，厘清公司发展思路并制定具体规划，是他目前最重要的工作内容。

《中国期货》：能否谈谈家庭环境对你的影响？

许丹良：没有太多影响，父母主要注重道德上的教育，学业上没有任何指导，基本都是靠我自己，我从小独立性就很强。

《中国期货》：工作之余，你都喜欢哪些业余活动？

许丹良：我打网球已经好多年了，基本每周五晚上都会去打，一次能打两个多小时。我身体素质比较好，学生时代也没有刻意锻炼，但我有一大爱好，就是单双杠，玩得特别好。我喜欢那种比较剧烈的运动，多少人劝我打高尔夫，我也练过，真是爱好不起来，受不了那种慢节奏的、悠闲的运动方式。冬天我还喜欢滑雪，很享受那种速度感。此外，还练过几年合气道，属于一种反关节擒拿术，要知道，国内练这个的人很少。

除了体育运动，我还喜欢摄影。工作原因现在没有很多时间出去，但我特别喜欢拍照。刚毕业月收入只有100多块钱的时候，我就花1500元买了一架理光相机，存了好几年钱。我的摄影作品在北京期货商会办的比赛中还得过一等奖。

《中国期货》：平时喜欢看什么书？

许丹良：我看书没有什么方向性，就是博览。读EMBA时偏重看财经类书籍，现在除了小说什么都看，包括军事、历史、社会等各方

面书籍，党史类看得比较多，我最近在看第二遍的书是《苦难辉煌》。你看办公室这一书柜的书，所有的我都看过。

我看书主要是利用出差的时间，比如在飞机上、酒店里，你想象不到我在酒店从来没开过一次电视机。

《中国期货》：从小到大？你有没有偶像或敬佩的人？

许丹良：我还真没有任何偶像，因为经常看党史，所以对人物的评价都比较客观。

《中国期货》：多年从事管理的过程中，你最大的感触是什么？

许丹良：最大的感触就是要避免家长式管理，实行制度化管理。只有制度化管理，才能适应公司规模的不间断扩大，才能在管理中体现公平、公正，才能避免因为个人的失误，导致公司整体出问题。

《中国期货》：如果让你提供一条最有用的职场经验，你的答案是什么？

许丹良：我确实有一些职场经验想和年轻人分享。我认为，年轻人要想成功应做到两点：用心和坚持。其实成为一个专家只需要十年时间，看上去不是很难。例如，一个人大学本科、硕士、博士都是研究同一个学科，毕业后在相关学科科研单位继续工作两年，那么这个人就已经可以称作初具专家水平了。但社会上专家极少，因为很少有人能够潜下心来在一个领域面壁十年，都是东一榔头西一棒子，哪有热点投向哪。我在期货行业坚持了20年，到今天才小有成就。

《中国期货》：工作期间，为什么选择读EMBA，是自己决定的吗？

许丹良：我在2004到2006在北京大学光华管理学院读EMBA，对视野的开阔起到很大帮助。这是我自己决定读的，花费25万元。

决定充电的原因是，我1999年开始担任公司常务副总，后来也有机会到中期系统其他公司担任总经理。但一方面当时我不愿离开工作多年的中期总部，另一方面，我毕竟是工科的学生，管理经验的底气也不是很足，所以就沒有去。

到了2002年，我想人总得有发展，总要上个平台，如果真有一天能做到总经理，要对公司负责、对股东负责的时候，我不能把机会

浪费掉，因此，确实需要系统性地学习专业管理知识。读EMBA最大的好处是，听老师讲理论知识的时候，我会联想到平时管理工作中的实际问题，能把自己的问题和缺点看得很清楚，这让我后来做总经理时有很大信心。

《中国期货》：在担任北京中期总经理之初，你是否承受过压力？如今担任方正中期总经理，你是否又遇到新的压力？

许丹良：工作压力一直都挺大的，只是各阶段压力的概念不一样。刚接手时公司规模小，急于扩张、转型，那时有压力。转型成功后，又觉得公司遇到天花板，要突破，还是有压力。公司和方正期货重组后实现质变，突破天花板，但又有新的压力了，行业创新太快，我怕我一不小心就和摩托罗拉、诺基亚一样被市场淘汰。几乎所有人都说创新给期货公司带来机会，可我认为，挑战大于机遇，现在一个战略失误，就有可能满盘皆输。

其实，人有没有压力，完全看自己的事业心、上进心有多强。内心想发展，就会永远在一种紧迫感和压力下工作。

可以说，我也实现财务自由了，可以什么都不干选择休息，但我还是有事业心的，我把期货当做我毕生的事业来做，把方正中期当做我自己的事业来做。

《中国期货》：对于未来职业生涯，你有怎样的目标？

许丹良：如果我现在30岁，肯定会选择创业，按自己的思路做一家企业。但我现在50岁了，已经不太可能也不想再独立创业。现在的目标是，尽可能做到职业经理人生涯的顶峰，把方正中期带到行业前列。

我最大优点是把公司当事业。把公司当事业还是仅仅当成一个工作，对其投入的感情肯定是不一样的。在我退休之前，我希望把公司做到能多辉煌就多辉煌。一两百年后，翻开公司史册，能看到上面记载着我在某一阶段所发挥的作用。

《中国期货》：如果你现在30岁，会选择创办一家什么样的公司？

许丹良：我可能不会做一家金融机构，会选择做具有创新概念的科技型实业，并且把金融创新理念引入到实业中。

一个国家繁荣的根基是科技，美国的金融服务业的规模很大，做得很好，但美国领先于世界绝不是基于这个，而是科技。中国大量学生选择经济或金融专业，有些偏激了，总是哪收入高就涌向哪，前些年涌向外贸，这些年涌向金融。其实，外贸只不过是用贸易流通手段增加流动性，金融不过就是调节国家的资源配置，但这些都是为实业服务

的。我女儿去年考入北大，在专业选择上，我的建议是计算机，她可能是受我影响，也可能是受社会影响，也是喜欢金融，但我的建议是研究生可以考虑读个金融方向，但本科要学一门专业技术，将来把金融作为一个工具，而非一个职业。

中国为什么没什么人愿意做实业？第一，现在的年轻人很浮躁；第二，中国科技水平跟不上。

《中国期货》：在你看来，把公司当工作和当事业，有何不同？

许丹良：当公司遇到困难时，我要是把公司当工作，那我就辞职走了；但要是当事业，就不会放弃，而是想办法帮公司解决困难。你把公司当事业，公司就把你当老板，这是相辅相成的。

《中国期货》：你日常工作的主要内容是什么？

许丹良：上班时间安排得很紧，主要是和高管在一起探讨，如何实现发展思路，并沟通具体工作。现在具体的管理工作比较少，副总基本都能搞定，我们的副总都很敬业。

下班以后，我不喜欢一二十人的排场，更喜欢小范围交往，比如两三个人的聚会，这种交往信息交流得更充分。因此，晚上时间基本都被占用了，很少回家吃饭。

周末我不喜欢出去应酬也不愿

单独行动，而是喜欢跟家人在一起。

社会上的论坛我参加的很少，但像中国期货业协会、北京期货商会、北大EMBA组织的相关会议，还是会去参加。虽然占用了一些时间，但都挺开阔思路的。我现在还在北大光华EMBA金融协会担任副会长。

我认为，作为管理者，第一，要制定大的战略方向；第二，要保证执行过程中不出现大的偏差；第三，要不断产生新的思路。新的想法不是闭门造车，而是跟同行、朋友聊天过程中碰撞出来的。

《中国期货》：加入方正集团后，你是怎样与其他兄弟公司迅速融合的？

许丹良：刚加盟方正集团，在集团还是个新人，但我很注重和各个兄弟单位的融合、交流，抓紧时间增加了解没有坏处，无外乎就是谦逊一点，多谈自己的思路、想法，同时也尊重别人的想法，把姿态放低一点，融合是相互的。别人对我的评价，除了专业之外，一个是沉稳，一个是谦逊。

《中国期货》：你对行业监管有哪些建议？

许丹良：中国期货业发展历经20年，在强有力的监管下，行业发展比较平稳，这是监管一大功劳。但发展到今天，确实该走向市场化了。我希望证监会、期

货业协会、公司都能理清职权。

参照美国市场，证监会应只管法律法规的制定和监督，协会引导行业自律，公司负责经营。而现在，监管层对经营干预限制较多。为什么会出现手续费恶性竞争？因为期货公司只有一项业务，经营模式雷同，因此业务范围应该放开，让公司自己去趟路。我是生产坦克还是生产火炮，只要是在大的经营范围框架下，怎么挣钱，那是我们自己的事。而现在监管条框规定你只能做哪些具体业务，别的不能干。我认为行业创新有三步：第一步是监管政策放开，第二步是交易所提供各种衍生品工具，第三步是我们把这些工具运用起来做创新，服务于国民经济和投资者。

证监会应该制定一个大的法规框架，在法不禁止的领域，放开经营。

另外，期货市场对外开放不是很容易，涉及到外管局的审批，但确实应该允许期货公司代理外盘交易。在境外做期货交易的国内资金非常多，但都是通过非正规渠道出海，是在监管视线之外的运作，还不如放开期货公司外盘代理资格，让这些资金在监管视线内做交易，这样风险更容易监控。

再有，应该允许期货公司设立境外子公司，境外子公司除了可以代理境外期货交易，还可以有另外一个作用，就是联系境外机构投资者，以QFII的身份，反过来把境外资金引进到国内市场。■

我与中国金融衍生品共成长

【编者按】

“明天你是否会想起，昨天你写的日记，明天你是否还惦记，曾经最爱哭的你。”又到一年毕业季，《同桌的你》旋律再度轻扬。当多数期货人还在回味多年前告别校园的感伤时，新的惊喜不期而至。

为适应期货公司创新发展，培养金融衍生品研究分析、产品设计及基金经理类人才，自去年以来，中国期货业协会联合厦门大学金融工程中心在厦门连续举办了五期“金融衍生品高级研修班”，来自130多家期货公司的400余人参加了培训。培训班上，厦门大学金融工程中心郑振龙教授、陈蓉教授和长江商学院欧阳辉教授亲自授课，深入浅出、丰富精彩。面对“高强度、高难度、高质量”的“三高”课程，学员们享受着金融衍生品知识的洗礼——虽然辛苦，但却快乐。

如今，广大学员正运用所学知识奋斗在期货及衍生品市场一线，伴随着辛勤和汗水，与中国金融衍生品共同成长。正如陈蓉教授所说，“培训只是人生学习中的一小段历程。培训结束了，学习永无止境。希望学员们能举一反三，将所学所知与平时工作、与市场相结合，合理运用自己的知识与智慧，点燃创新的火花，为中国衍生品市场的发展、为衍生品在中国的合理运用，贡献自己的力量，实现人生价值。”

本期“文化生活”将跟随金融衍生品研修班学员们的神来之笔，探访他们的“蜕变”历程。



欲穷千里目 更上一层楼

■ 文/陈夏昕



2014年6月12日至21日，我有幸参加中期协与厦门大学联合举办的“金融衍生品高级研修班”。此次培训班师资队伍强大，讲课精彩纷呈，不断拓宽我们的思路，激发我们的灵感，让我收获颇丰。培训学习的日子令人难忘，盘点学习收获，体会颇多。

此次培训时间安排紧凑，课程内容涵盖衍生品定价、期权交易策略与应用、固定收益证券、数据分析与参数估计、风险管理原理、简单衍生品以及结构化产品设计等方面，每一堂课都十分精彩。

厦大的郑老师和陈老师视角独特，言语风趣幽默，在教科书的基础上，将近年来最新、最具代表的案例相结合，让我们充分感受到衍生品的魅力。长江商学院欧阳老师结合他在瑞士银行工作的经历，简要介绍瑞士银行多种结构化产品，并着重介绍一款跟踪并跑赢通胀的产品，讲课通俗易懂，分析深入浅出，并鼓励我们举一反三，让我们深感金融工程的变化万千。这是一次专业性很强的培训，能够面对面聆听顶级教授高层次、高水平的讲课，真是受益匪浅。

在上课期间，老师不断引导我们独立思考，让我们拓展思路，对自己“存量”的知识体系和结构进行梳理，厘清过往一些似是而非的概念，收获颇多。

这次培训除安排教授们精心授课外，还增加小组讨论环节。小组讨论环节，成员们热烈讨论，对不同产品设计方案进行筛选，

得到最优方案，并且对产品设计细节方面进行仔细研究，最后对设计结果不足以及改进方面进行认真思考，充分发挥各自所长，成功地完成产品设计。在与同学们的交流中，不仅对以前研究工作中忽视的细节更为关注，同时设计产品时不断引发头脑风暴，迸发出灵感的火花，感觉自己的专业知识“更上一层楼”。

虽然培训时间短暂，但是这次培训班编排合理，内容有较强的针对性，每篇讲义都可以成为未来研究的方向。通过学习衍生产品定价模型，使我们掌握对金融产品的定价方法，这是一切研究的基础。现在各大期货交易所正如火如荼地进行期权仿真交易，熟练掌握期权交易策略可以使我们在期权交易方面如虎添翼。在掌握固定收益知识后，可以与期权组合设计出更多结构化产品。

此次培训班，我们学习的内容不仅局限于书本，更多的是产品设计思路，但这需要我们继续学习，多多体会，才能学有所思，最后才能学有所得。

自 20 世纪后半叶期权问世以来，短短几十年间全球期权市场发展迅猛，全球期权交易总量长期领先期货交易总量。从产品种类来看，2013 年证券指数类的

期权产品交易量占全球衍生品交易量的 30%，市场份额接近三分之一，排名居首。从地域分布来看，亚洲股指期货期权市场已成为全球股指期货交易的最大阵地，市场份额占全球总量接近七成。由此可见，中国期权市场前景十分广阔。

期权能够为投资者提供更多风险管理工具。由于期货权利与义务相对等的风险特征，我们在利用期货进行套期保值时，不仅将对自身不利的风险转移出去，同时还将对自身有利的风险转移出去。但是，利用期权权利与义务不对等的特征，我们可以保留对自身有利的风险，与其他金融产品相结合，设计多样化的策略，为各类投资者提供其所需要的产品服务。

通过这次培训班的学习，我们对金融衍生品的知识体系有了较为全面的认识，为后续研究打下坚实基础。相信通过深入学习，我们能够为投资者提供量身定制的服务来满足不同风险偏好投资者的需求；相信通过不懈努力，我们能够为推进中国期权市场建设添砖加瓦，为中国资本市场深化发展贡献一份力量。■

（作者就职于金友期货研究所）

白日依山尽，
黄河入海流。
欲穷千里目，
更上一层楼。

辛酉年仲夏
金友期货研究所



纵情“权”海中 悠悠黄埔情

■ 文/周美莉



你是否有过一种感受——经历了千辛万苦后的酣畅淋漓？你是否有过一种拼劲——点灯熬夜却浑然不觉？你是否有过一种友谊——天南海北却志同道合？

很多人第一反应会是：高考、考研。都不是，这仅仅是参加“金融衍生品高级研修班”的一个缩影。每每想起，都会百感交集，五味杂陈；却都回味无穷，历历在目……

春暖花开的季节，我怀着美好的憧憬来到美丽的厦门，参加为期十天的金融衍生品培训。但上课的第一天，所有人都惊呆了。看着一页页的函数符号，听着一大堆的公式推导——布朗运动、伊藤过程、测度转换……虽然一个个都是公司精心挑选的硕士博士生，但对久违的金融数学依然是“我不熟悉它，它也不熟悉我”。再看看教材——两本专业书籍加500页的讲义，翻翻课程——几乎五天的内容都是数理推导与定价模型。

一颗颗兴奋的心安静了、沉重了。短短的十天，要彻底消化这些内容何谈容易？大家的闲情逸致不再，高谈阔论不再，唯有一双双求知若渴的眼睛，唯有埋头苦记的实际行动！

厦门的美丽、闲适，鼓浪屿的小资、情趣，与我们再无瓜葛。我们在跟时间赛跑，在跟难题攻坚。大家会为了靠前的座位而争先恐后，会为了节约时间而忍受一成不变的简易餐；每天的晚自习都是恋恋不舍地被服务员赶出会场，每天被迫回到房间，继续奋战到凌晨。一天天十四五个小时的学习，一日日五六个小时的睡眠，但大家浑然不觉，依然精神抖擞。

这是一种毅力——在困难面前迎难而上的精神毅

力，这是一种韧劲——一种不达目的决不罢休的韧劲！

十天的学习，大家更像是一个战壕的战友。虽然来自天南海北，但为着共同的目标——攻克技术碉堡。大家互帮互助，相互请教，共同学习，没有了年龄差别，没有了职位高低。尤其是小组讨论的产品设计，大家献言献策，分工合作。每当遇到难点，总有人相互鼓励；每当遇到瓶颈，总有人相互扶持。

这是一种情谊——一种团结互助的战友情谊，这更是一种精神——一种不达目的誓不罢休的精神！

经历了忘我的学习、紧张的考试之后，一个个紧绷着的神经松弛了。那是一种无以言状的酣畅淋漓，仿佛重温了高考与考研的感受，那是一种无以言表的自豪与轻松！

十天的时间很短，仿佛白驹过隙；十天的时间又很长，它承载了沉甸甸、金灿灿的期权海洋，承载了160个小时的战友情谊，承载了夜以继日、刻苦钻研的点滴汗水！

真心感谢老师——你们的博学与奉献培养了新一代的金融人才；感谢中期协提供这样的平台——你们的无私与努力肩负着金融市场的责任与使命；也感谢我们可亲可爱的战友——你们的鼓励与陪伴使得枯燥的学习轻松而愉悦！

这不仅仅是一次简单的培训学习，这更是一次“黄埔军校式”的洗礼。每一位从这里走出的学员，都将肩负着使命，在金融衍生品市场大显身手、发光发热！

纵情“权”海中，悠悠黄埔情！谨以此纪念那些难忘的日子。☑

（作者就职于西部期货投资研究部）

给你一个人生的新起点

■ 文/丁睿



起初，刚接到参加中国期货业协会举办的为期十天的“金融衍生品高级研修班”的通知，迷茫且忧虑。记忆模糊的课程、紧锣密鼓的日程、传说中通过率不高的考试、结束后要补上的一大堆日常工作……我只能说：“神啊，请赐予我力量吧！”

怀着不安的心情，终于还是来到了厦门闽南大酒店的学习会场，报道那一刻，收到了久违的几本教材，果然非常厚重。第二天的开学典礼，非常热烈。可以说，思想动员工作十分到位，几乎激起了心中热血沸腾的战斗情绪。

记忆最深的那句话是，“10天的学习之后，你就不再是之前的那个你了！”现在回想起来，要是没有那场战前总动员式的典礼，可能真的很难顺利地熬过紧张的学习时光。

班委一句“起立”，似乎把大家带入了遥远的学生时代，也提醒大家进入学习的状态。上课的节奏是紧张而欢乐的，陈老师和郑老师幽默风趣的语言、深入浅出的讲解，让我们远离了枯燥的填鸭式教学，对知识的理解也水到渠成。

对一些较难的知识点，晚自习时间，学员和助教、学员之间，都进行了热烈的交流和讨论。助教和学霸们充分展示了无私的传道授业解惑精神，虽说一时间不能穷尽地掌握所学，但是每解开一点困惑，大家都

会很开心。所谓教学相长，大概就是如此吧。

紧张的10天学习，夜以继日，艰难地抵制着吃喝玩乐各种诱惑。神圣的考试结束之后，我们的精神极度疲劳而亢奋。毕业典礼上，老师和学员们进行了最后的欢聚。我耳边又回想起开学典礼上的那句话，不由而想，10天的学程落幕了，我还是之前那个我吗？

我想，所有参加培训的学员，可能终生都不会忘记这次经历。按照发展的角度来看待，可能大家都不是当初的那个自己了。原来学得粗浅的知识，现在深化了；原来学得模糊的知识，现在概念清晰了；原来没有接触过的知识，现在入门了。也许，一些人今后的路，不会因为这次培训而改变。但是，它至少给了期货圈的新人和前辈们一次思想上和文化上的冲刷。在我们的人生旅途上，提供了一个重新开始的机会。

期货业的从业人员，需要顺应金融衍生品领域发展的趋势，时刻更新自己的知识和技能。不因循守旧，才能不被变革的浪潮所淹没。随着期权等衍生品在国内的崛起和发展，这次培训所教授的知识就会成为我们应对新问题的有力工具。当然，10天所学有限，未来要靠自己从广度和深度拓展。若践行之，必将迎来新的事业起点。■

（作者就职于中粮期货研究院）

恰同学少年，风华正茂

■ 文/温富山



转眼距离第一期“金融衍生品高级研修班”结束已近一年，回忆起在厦门大学 and 良师益友在金融衍生品这一知识海洋里遨游的情景，恍如隔世，却又历历在目。

指点江山，激扬文字，老师同学们，你们还好吗？

厦门的九月，秋高气爽，伴随着海风，空气中还是盛夏的味道。从机场到厦门大学的路上，当汽车驶上滨海大道，当大海突然闯入我的视野，我暗暗庆幸，中期协选择在厦门这个美丽的滨海城市举办研修班，让我们可以在学习的同时享受美景，可谓用心良苦。后来的经历证明，我的想法太单纯，十天紧张的学习，海滩近在咫尺，我们甚至没有时间去走一走。只是在考试结束的当天，才总算和同学们一起去了趟鼓浪屿，不枉来厦门一次，此为后话。

来到酒店，很快便领取了上课教材、证件等物品，并顺利入住。处处可见中期协工作的用心，自不必多说。我与一位北京中期的同学分在一个房间，我们在学习期间互帮互助，回到北京以后也成了好友。直到现在我和许多老师同学都保持着联系，并成为工作和生活上的朋友。这是研修班留给我们的一个宝贵财富，对此我深深感恩。

紧张的学习很快就开始了，尽管上课前我们对课程的紧凑程度已有了相当的心理准备，但拿到课程表时大家还是泛起了嘀咕。离开学校这么久，还能啃得下这些复杂的数学公式吗？金融衍生品涉及期货、期权、互换等内容，不仅需要金融知识，还需要坚实的数学基础。

很快同学们就体会到了“痛并快乐着”这句话的含

义。挥斥方遒，来自厦门大学的郑老师、陈老师，将复杂的数学公式化繁为简，并讲解公式背后的经济含义；如沐春风，同学们奋笔疾书，努力汲取知识的养分。与理论知识相对应，中期协还在课程中加入了实务知识的讲解。在这一领域，宝岛台湾走在了我们前列。为此，中期协邀请了几位在衍生品交易领域成绩不菲的台湾专家为我们讲解期权等衍生品的实际交易经验。

同学们普遍觉得，研修班课程设计紧凑而合理，将实际操作经验融入理论知识，能让我们更好地理解接受，同时也为以后的实际操作打下坚实基础。同学们抓住每一次和老师专家们学习交流的机会，课堂上、课间休息时、晚自习时。同学们仿佛又回到了大学校园，回到了那个青葱岁月，再没有比对知识的渴求更加动人美丽的了。

十天的紧张学习很快过去，最后一天是结业考试，恰是九月十日教师节。这是收获知识的一天，同时也是向辛勤劳动的老师们致敬的一天。考场上，同学们卯足了劲，把自己学习收获的最好状态在考卷中展示出来，作为教师节对老师们最好的礼物。

回到北京，重新回到工作岗位，回想起在厦门的那些人、那些事，我身怀感恩。在这十天中，收获的不仅仅是金融衍生品知识的充实提高，更是在工作中的良师挚友。展望未来，金融衍生品已在我国生根发芽，未来必将发展壮大，为我国的经济做出更大贡献。至此，研修班已经圆满举办五期，我衷心希望研修班能成为我国金融衍生品发展浪潮中的黄埔军校。

同学们，以后就看我们的了！加油！

（作者就职于银河期货金融市场部）

激发兴趣，开拓眼界

■ 文/李富



第三期“金融衍生品高级研修班”结束已半年之久，至今每每想起，都心存感激和欣慰。感激的是，中期协能为我们已走出校园的学员再次提供类此校园式学习的机会；欣慰的是，通过这次培训，进一步激发了我个人对包含期权在内的衍生工具的研究兴趣，也让我开拓了这一领域的眼界。

久违的学习氛围让多数学员感触良多。应该说，切身体会后发现，这次的培训学习周期之长是之前众多培训所没有的。并且，为达到更好的学习效果，中期协邀请的老师均是在学术界和实务界有丰富经验的专家，我印象最为深刻的是郑老师。郑老师不仅是国内金融工程学科研究的先驱人物，本身也在国外衍生品市场转战多年，更重要的是，郑老师讲课逻辑特别清晰，还能将看上去特别复杂的内容用幽默的方式简单化。

每天紧凑的上课时间仿佛让我们回到多年前的校园时光。虽然我们来自不同的城市，任职于不同的公司，但都怀着同样积极热情的学习态度。每天除课堂时间外，都特别自觉地在会议室自习，遇到晦涩难懂的地方会主动参与讨论，直到最后一天考核结束。我们在最后一晚聊天时感叹到，十天学习尽管充满艰辛，却受益匪浅。没有任何一名学员抱怨，反倒是在分别之时表现出诸多不舍。

系统性的学习内容拓宽了我们的研究空间。具体到培训内容，我最大的体会是自己之前所谓的研究在期权的领域里仍是井底之蛙。十天的学习结束后，我顿时感觉值得钻研的地方，还有太多太多。

比如，作为期货公司的衍生品研究人员，我们如何借助新的工具来提供更具专业化和针对性的套保方案以满足客户多样化的需求；随着国内期货市场的不断向前发展，我们如何设计出顺应宏观环境，同时具有个性化的资管产品；我们如何更加精细地去分析每一种复杂的期权组合策略等等。

这里我想要特别感谢欧阳老师，他所讲述的关于衍生品在国外投行产品设计中的运用给予了我极大启发。原本以为大投行们的理财产品都高深莫测，但欧阳老师分享了他自身的经验，并将他设计的产品进行了详细解析。

要说体会，方方面面有很多。但我想，作为一次理论与实际相结合的培训，激发学员兴趣及开拓学员视野是两点最重要的目的。这两点在我所参加的这一期研修班中都已实现。我个人真心希望，在国内金融市场（特别是期货市场）快速发展的阶段，中期协能举办更多这样的培训，持续性地提升从业人员的综合素质。■

（作者就职于长江期货研究咨询部）

能不忆厦门

■ 文/户涛



厦门的美不是浑厚深重，不是大气磅礴，亦不是雍容华贵，而是温文儒雅。就像郑老师给我的感觉一样，儒雅睿智。每一处的风景都是那么浑然天成，每一次的讲课都是那么挥洒自如。

初到厦门，机场的人很多，打车的队伍超过百米。给我的感觉是厦门很有魅力，备受青睐。和乌鲁木齐日渐转冷的天气相比，十月的厦门气候宜人，耳目一新。

与其他培训讲师相比，郑老师的讲课风格别具一格，用陈老师的话说，郑老师属于逍遥派，信手拈来、旁征博引、出口成章。在我看来比较枯燥的书本知识，用郑老师的语言表达出来，却能风趣、精彩，让人沉迷其中，不能自拔。培训班 80 多人，都是来自各家期货公司的精英，学术能力较强，课堂上和郑老师的互动也较多，郑老师总是很耐心、很彻底地回答我们的问题。

在交流的时候，我陡然觉得自己的大脑转化效率太低，太多需要学习的知识一下子超过了大脑容量，以至于我下课躺在床上，揣摩很久才有点豁然开朗的感觉。学习是一件既愉快又痛苦的事情：愉快的是能够学很多知识，尤其是自己不知道又想学的知识；痛苦的是很多知识需要大量的知识做铺垫，需要较广的知识面，否则就不明其中来龙去脉。

学习的日子总是过得很快，我对金融衍生品的了解也越来越多。了解的越多，发现不懂的越多，需要

学习的知识越多。这给了我最大的体会，学无止境。

我是一个好奇心特别强的人，喜欢从不同的角度观察一个城市。在别人即将睡觉的时候，我一个人去了海边，去听海水拍打岸边的声音。我的运气还算不错，那几天夜色特别好，皎洁的月光平铺在幽蓝的海面上，远处金门岛灯火闪烁，岸边不时溅起浪花，耳边传来大海低沉的呼啸，迎面而来的海风划过面庞，脚下细腻沙子按摩着脚心，心头陡然升起我欲乘风归去的妄想。月亮旁边有淡淡的浮云，沙滩上偶尔走过几对情侣，为这样的夜晚增添几丝旖旎色彩。

若是在这样的夜晚，邀约数个朋友，把酒言欢，指点江山，该是多么惬意的事情！一边是深邃的海水，一边是橙红的夜空，在眼中不断变幻或橙红或幽蓝的色彩中，思考厦门究竟是一个什么样的城市，这个问题貌似没有标准答案，因每人均可有自己见解。

有一天晚上，我和高中的兄弟在鼓浪屿码头吃饭，找个临窗座位，下面就是海，海面上的游轮灯火斑斓，人声鼎沸。我那兄弟给我讲他在厦门的一切，厦门的人文、风俗、特色、茶文化、名人等等，加深了我对厦门的认知，对厦门的爱增添几分。

日出江花红似火，秋来海水绿如蓝，能不忆厦门？

（作者就职于金石期货研究所）

厦大期货行

■ 文/赵晓慧



匆匆工作两载有余，在年轻梦想的征途上，我坚持不懈地奋斗，也曾无数次梦回校园，重温青葱岁月的美好。2013年9月1日，梦境终于实现。我很荣幸地成为“金融衍生品高级研修班”一期学员走进厦门大学，开始了我特殊的十日学生生涯。

十日的学生生涯里，我们并肩作战，为梦想孜孜不倦。相聚在厦大的教室内，我们很快熟悉了彼此。在小组活动当中，我们了解彼此负责的业务方向，升起了惺惺相惜的情谊，并就业务中的难点进行了积极讨论。这里有我们面红耳赤的争论声，也有谈到兴高采烈之时的开怀大笑。

除此之外，小组组长积极为我们担当起了向导，可谓湖光山色中话“革命友谊”。在课堂教室内，我们真实地感受到了“如饥似渴”的求知欲。课堂里一片安静，在老师的谆谆教导中，我们每个人睁着大大的眼睛，竖起耳朵仔细聆听，生怕错过一个细节。晚上自习课的房间里可谓“座无虚席”，惟有沙沙的写字声、轻轻地讨教声。偶尔，助教旁边会围着三五个同学讨论着什么。

一切，显得那么的自然和惬意。

十日的学习生活，我们听从教诲，畅游知识的海洋。在名师讲堂里，我们这些幸运儿如沐春风，对金融衍生品原理和结构型产品的设计有了更新、更深刻的认识和理解。陈老师可谓“仰之弥高，钻之弥坚”，却仍然能够循循善诱，我们在座的每一位同学均深深为此折服。郑老师的产品设计课程为我们揭开了理财产品背后的面纱，课堂上的互动模式激发了大家极大的学习热情。

课堂上，同学们的认真神态难以让人忘怀，有伸长脖子目不转睛盯着黑板讲义凝听的，有托腮凝思不时皱起皱眉头的，有如醍醐灌顶般欣喜的，有不断点头嘴里轻轻嘀咕的，还有用笔头匆匆在书上写着什么的。下课后，老师的周围总会有那么两三个学生围绕着。知识的力量竟是如此强大，它吸引并震慑着我们每一位学子的心。

十日的学习生活，我们硕果累累，携灯塔扬帆启程。在短暂的学习生活即将结束时，我们仔细梳理所学的知识内容，迎接结业考试。考试虽过，但我们知识收获的历程却刚刚开始。每一位同学的内心都充满了将所学知识转化为实际业务操作的愿景，同时，随时准备着为这样的愿景扬帆启程。现在的我们虽然各司其职，但知识的灯塔却将我们牢牢地凝聚起来，努力而踏实地运用所学知识活跃在当前岗位上，实现自我价值。

十日的学习生活，我们坚定信念，守行业春之愿景。在研修班的集体里，我们收获的不仅仅是知识，更有坚定的信念。

随着金融改革的深化和创新步伐的逼近，未来的金融时代里，我们坚信期货及衍生品的风险对冲作用将会积极地渗透到实体企业，切实提供保值增值作用；我们坚信场内标准化衍生品的推出将会为中国的投资者构建出多层次的立体投融资渠道，期货行业不可或缺；我们坚信随着期货业务的不断放开，期货行业的核心竞争力将日益凸显。

冬天刚过，期货行业的春天还远吗？在无数期货人的努力下，期货行业的春之愿景正整装待航。

（作者就职于国泰君安期货）

我与中国金融期货共成长

■ 文/何晔玮

2013年10月有幸被中国期货业协会选中，参加了由其主办的“第二届金融衍生品高级研修班”。尽管学习过程深感辛苦，但厦门大学金融工程专业的两位教授传道授业仔细认真，让我受益匪浅。

离开学校已6年有余，虽然这几年一直从事金融期货品种方面的研究，但工作中所用到知识仅是课本中的沧海一粟，时间久了，也逐渐淡忘。上学时，主要研究方向是数量经济学中的数据时间序列分析，但我国金融衍生品起步较晚，统计数据也不尽完善，很多学校里学到的模型并不能完美地在实际工作中运用。

这次培训给我这个已在期货研究领域工作了近6年的研究员带来了非常大的启发，可以说，是我从业6年来收获最大的一次培训。借着股指期货和国债期货的东风，加上自己在实务方面的一定积累，理论知识上也有较好储备，老师讲课时经常能一针见血地点在难点上。

厦门大学两位教授高理论水平、深业界实务经验的讲课方式，深受学员欢迎。课程内容从金融工程的定价原理到金融衍生品的产品设计，以及海外衍生品市场的种种案例，深入浅出。他们在平时的研究工作中，将理论和实践结合得非常好，接触过大量国际市场上的衍生

品案例，对风险管理有相当丰富的经验。在授课过程中，他们经常提到一些问题，而这些问题恰恰是我们日常研究工作中遇到的没有人可以请教的问题，从而为我们打开了一种新的研究思路和研究方法。

此次培训班上，不仅老师授课质量好、内容层次高，还有一群勤奋的同学。这些同学都是中国期货业协会严格选拔出来的，具有较强研究实力。通过培训班，行业优秀从业人员聚到一起，取长补短、交流经验，也让我有机会认识到自己的不足，找到差距，不再坐井观天。

厦门归来，我认真梳理了自身不足，并决定花一些更为踏实的理论学习。从培训班带回来的《金融工程》教材以及其他电子资料，都成为我新的研究任务。通过反复阅读教材，结合培训讲义，并在交易所模拟盘中实操训练，我打开了思路，收获颇大。

作为站在中国金融期货衍生品历史起点的从业人员，辛勤学习工作的同时，也深感光荣，为自己能够遇到好的事业发展机遇倍感庆幸。为了抓住这样的历史机遇，我不敢懈怠，希望能与中国金融期货灿烂的明天共同成长。■

（作者就职于宝城期货金融研究所）

Redang Island
photo by vinlio, May 2013

厦门培训探求源头活水

■ 文/邢亚楠



2013年11月，我和同事离开干冷的天津，飞到温度宜人的厦门，参加了“金融衍生品高级研修班”第三期培训。培训期间的点点滴滴给我启发很大，无论是在理论上还是在实际工作中，都对我有很大帮助。

在没有参加培训前，我一直比较迷茫，特别是在整个行业资管、投资咨询尚未成为期货公司明显增长点的现实下，不知道期货市场未来发展会怎样，不清楚自己个人的出路在哪里。通过这次培训，我坚定了信念——中国衍生品市场前途远大，中国期货人发展空间广阔。

培训的最大收获应该是夯实了理论基础，并找到了和现实的结合点。短短几天时间里，学界泰斗、业内大师现场授业解惑，使一直困惑我的很多问题迎刃而解。

对于期权策略，我以前总是简单地将几种期权产品组合，并没有考虑背后的逻辑。郑老师深入浅出地将期权交易策略娓娓道来，使我

能站在更高的层次看待期权交易策略。

在期权理论方面，我对期权定价推导、复制期权等内容，都是囫圇吞枣搬的生搬硬套，没有明白其实质。陈老师将枯燥的金融衍生品定价模型讲得条理清晰、逻辑严谨，使我懂得了B-S模型虽不完美，但却很有效。最好的模型不是完美的模型，而是大家都知道这个模型哪里会出问题，进而知道如何使用这些不完美模型，从而避免出现大的问题。

在理论联系实际方面，欧阳老师结合数十年欧美投行从业经验，详细讲解了几款实际产品的开发全过程，开阔了我的视野，引导我思考如何开发中国的结构化产品。

培训另一个让我感慨的地方是，学习的心无旁骛和学员的专心认真。培训只短短十天，我似乎又重回读书时代，每天6个小时的授课和3个小时的复习、答疑，每一个学员都很珍惜这难得机会。特别是考试前一天，大复习时每一个学员都认认真真地把每节课

的笔记及相关资料反复阅读，我甚至把每个模型都推导了一遍。

虽然顺利通过考试，但试题本身仍对我很有启发，比如给了一些实盘数据，让学员从中找出期权套利机会，这就需要对期权套利策略的真正理解和掌握。我深刻感受到这次培训的含金量。

培训还有一个不得不说的特色项目，就是小组设计方案评比环节。在培训前，中期协就分好了小组，小组成员分别来自不同的公司。在培训期间，我们利用晚上休息时间，通过和队友讨论，反复论证，设计出一款类似累计期权的产品，并通过相互推荐，选择出一名口才好的队友进行讲演。在培训的最后一天，每个小组都做了精彩展示，幸运的是，我们小组最后取了第一名的好成绩。精诚团结、优势互补的团队合作精神，让我看到了产品设计时分工协作的重要性。

培训含金量高还体现在，除了考试，还需要完成一项软性作业，就是1个月内提交一份设计合理、论证科学，并进行数据分析、模拟验证的产品。为了完成这份大作业，我查阅欧美最近10年各大投行的产品，并结合中国实际，利用临近要上市的股指期货，设计出了两款奇异期权结构化产品，并进行了产品定价和风险对冲。

培训虽然结束了，但我的思考却一直在继续。对于期货公司，未来服务大型机构时，可能不仅要提出一整套财务方案，还要满足客户需求，拿出在客户风险承受能力之下的收益率定制产品。而这些在现有的单一期货场内市场难以实现，必须借助期权这一金融工具，而场外市场发展空间可能更大。套用约翰·赫尔的一句话，“不管你是喜欢还是厌恶衍生产品，你绝不可能忽略他们”。

是的，未来衍生品市场将呈现出更加复杂、多样的特点。你也许不懂期权，但你买的理财产品可能就用到了期权，未来一些结构性票据可能都是奇异期权的组合。

而期货公司，需要从现在开始，万里高台平地起，脚踏实地在自己熟悉的田地里耕种。从期货公司现有人员配备、服务范围上看，商品还是最为熟悉的，毕竟股指期货、国债期货等金融期货类品种上市时间比较短。现在几大交易所上市商品期货品种达几十种之多，覆盖了能源化工、贵金属、黑色金属、农产品等。这些品种大多关乎国计民生，或是在我国生产量最大，或是在我国消费量最大。这里面聚集的产业资本相当可观，如果利用期权等工具设计出针对性强的票据产品，市场空间会很大。

而金融产品方面，期货公司软肋较多。外汇方面，期货公司比不过银行；国债方面，期货公司比不过银行、保险；股指方面，期货公司更是很难和证券资管、自营、对冲等部门相比。服务这些金融客户，现在的期货公司确实有点力不从心。

从这个意义上讲，中期协作为研修班主办方，很有远见和前瞻。众所周知，期货产品是“高大上”的金融产品，期货起着规避风险、价格发现等多种功能。未来上市的期权，更是将转移风险的功能发挥到极致。但受中国资本市场发展时间短，市场参与主体主要是以投机为主的散户，以及期货公司人才短缺与市场定位不清晰影响，期货行业却成为了金融业里的“低矮矮”，被戏称为“金融民工”。

中期协正是看到了中国衍生品未来市场的远大前景及行业内相关人才短缺的现状，相继组织了五期培训。虽然从目前看这五期培训的影响还没有怎么彰显，但风物长宜，十年以后，这批受过培训的专业人士一定会是中国衍生品市场的中坚力量。

通过这次培训，我深刻认识到未来中国衍生品市场将由散户为主向机构户为主转变，而量身定做的“一对多”产品将是发展的大趋势，期货人产品设计空间广阔。

11月的厦门，气候宜人。中国衍生品的未来从这里起航，难忘2013年11月厦门之行。

（作者就职于财达期货研究发展部）



小额交易人适合卖期权吗？

■ 文/臧大年 陈定远

期权具有保险合约的特性，影响其价值的关键要素是风险，期权的买方经由投保将风险移转出去，而卖方则承担买方所移转的风险，需强调的是，卖方风险必须进一步管理，绝不是赌风险不会发生。本文继续讨论期权风险管理的概念与操作，并列举几个实际发生案例，提醒读者风险处理的重要性。

期权的风险管理：移转与分散

经济学常用“甲与乙分苹果和梨”为例说明资源该如何分配。甲喜欢苹果、乙喜欢梨，苹果（梨）给甲（乙）带来的效用（Utility）

较大，经济学基本（也是核心）原理：多分些苹果（梨）给甲（乙），社会整体效用比较大。金融学中，风险是可交易的商品，处理风险的方式与分苹果和梨的例子是一样的，只是风险产生的效用是负的（Disutility），正效用愈大愈好，效用为负时，则愈小愈好。

由于财务状况、资产组合的内容与大小、使用金融工具降低风险的能力以及风险偏好（或态度）不一样，不同的人承担风险的能力有强、弱的差别，即便能力强的，承担风险时仍会产生负效用，但相对负的少些，就社会整体而言，这些人相对多承担些风险，总负效用比

较小，当然，市场机制必须对这些人予以补偿（Risk premium）。

日常生活中，对付风险的方法或工具有许多种，大致可分两类：风险移转和风险分散，实务上这两种风险管理方式通常搭配使用。

图1先说明保险市场运作情况，图2再延伸到金融市场（含期权市场）。以房屋险为例，房屋持有人甲藉由投保将风险移转给乙，保险公司资产组合比较大，可能有几十万套房产参加保险，分散在不同的地区，同时发生事故的机会不大，只要收进来的保费大过理赔金额，保险公司仍有利润，也就是说，可以利用分散的方式降低风险。

乙在风险分散之外，还可向再保公司再买保险，将风险进一步转移给丙（资产组合更大，可能有几百万套房产或更多投保，且分散在不同的国度）。

投资人甲（例如散户）向乙（可能是机构投资者或做市商）买期权，乙的资产组合较大（可能多、空部位都有），部位先在组合中相互冲销，无法冲销的部分可进一步移转给丙。另外，金融体系与市场提供了多项对付风险的工具或管道：远期合约、期货、期权、互换等等可资运用。

以指数期权做市商为例，为发挥扮演市场相对方的功能，交易过程中有买、有卖，所以组合中多、空部位都有，本身可能冲销，不能完全冲销的部分可以通过“场内交易”或“场外交易”的方式进一步管理。

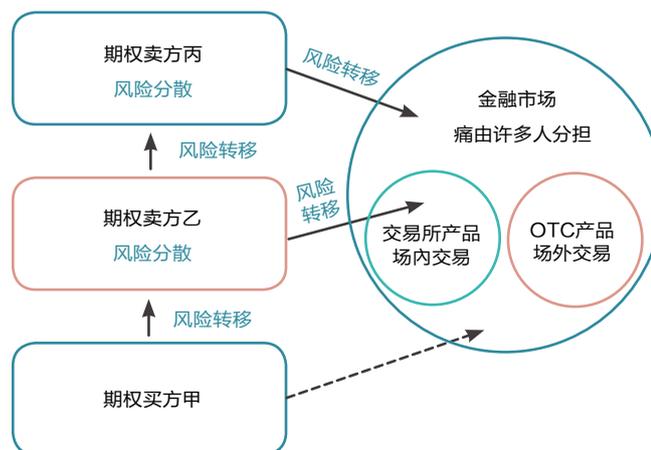
假设收盘前五分钟该做市商组合 Delta 为 0.1，快速将 Delta 降为 0 的方式为卖出 Delta 等于 0.1 的沪深 300 指数期货（即图 2 中“场内交易”部分）。

收市后，该做市商希望将 Gamma 也降为 0（或 Vega，概念与方式一样），Gamma 与 Vega 是非线性商品的特性，沪深 300 指数期货是线性产品，没有 Gamma 或 Vega（或 Gamma 与 Vega 都为 0），不要说在已收市的情况下，即便在收市前也帮不上忙。操作方式之一是，该做市商与国际银行量身定做并反

图 1 保险市场风险管理说明



图 2 金融市场（期权）风险管理运作



向交易一个期权（图 2 中“场外交易”的部分），国际银行扮演的是图 2 中“丙”的角色。

乙与丙因为具备必需的专业知识与人才、经营规模以及财力条件，分散不掉的风险还可以使用金融市场进一步作处理，以致于承担风险的意愿与能力比较强，负效用比较低，于是，甲将风险移转给乙（再间接移转给丙），社会整体负效用降低。甲本身可能不具备相关专业

知识、碍于不符合市场进入的门槛条件，无法直接利用这些市场与工具，或虽然可以进入，但成本很高，所以图中用虚线表示。

需要提醒注意的是，保险公司完整作业分前台、中台与后台，散户裸卖期权，充其量只有前台作业，缺少中、后台的支撑，而且前台作业规模往往不够大，上述风险分散的效果无从发挥或发挥的不全。

下面讨论两个发生在台湾及一



期权具有保险合约的特性，影响其价值的关键要素是风险，期权的买方经由投保将风险移转出去，而卖方则承担买方所移转的风险，需强调的是，卖方风险必须进一步管理，绝不是赌风险不会发生。



个在美国的期权风险事件，当事人心存侥幸，结果事与愿违，造成巨额损失，藉由这些实际发生的案例提醒读者卖方面临的情况与风险管理的重要。

台湾的“两颗子弹事件”

台湾指数期权于2001年12月24日开始交易，刚开始一两年很多人买深度虚值期权，把期权当彩券，试试运气。但这个策略基本很难赚到钱，所以愈来愈多的交易人因赚不到钱而却步，进而退出期权市场，部分期货商为维持客户，告知卖期权就等同开保险公司，引导客户进场卖期权（2003年），有些交易人尝到甜头，部位愈建愈大。

2000年，民进党第一次取得领导权；2004年改选前，普遍看好国民党，认为很有希望再度取回领导权，所以很多人买期权。但有

买定有卖，做市商之外，一些胆大散户也进场扮演卖方，但大多数没有进一步规避风险。

3月20日选举前一天（周五），收市后不久（下午两点左右）发生“两颗子弹事件”，隔天民进党以两万多票险胜，国民党方面认为选举不公，控诉选举无效。

3月22日（周一）开盘，市场全面跌停锁死，卖权全面大幅跳升，以执行价6900合约为例，价格从200+点弹到800点附近，次日（3月23日）开盘再度全面跌停，相关单位怕市场出状况，盘中有力介入，跌停打开。两个交易日中，许多部位因保证金不足招致强迫了结，损失非常惨重。

表1列示卖权合约3月19日收盘价与3月23日最高价，涨幅从3到20倍，读者应可清楚感受到在动荡时期权价格的急剧变化与裸卖部位的风险。

表 1 卖权合约 3 月 19 日收盘价与 3 月 23 日最高价的对比

合约	3/19收盘价	3/23最高价	涨幅(%)	涨幅(倍数)
6900PUT	271.0	1190.0	339.11%	3
6800PUT	231.0	1140.0	393.50%	4
6700PUT	185.0	1100.0	494.59%	5
6600PUT	145.0	990.0	582.75%	6
6500PUT	112.0	985.0	779.46%	8
6400PUT	81.0	950.0	1072.83%	11
6300PUT	57.0	765.0	1242.10%	12.5
6200PUT	43.0	745.0	1632.55%	16
6100PUT	29.5	510.0	1628.81%	16
6000PUT	19.0	424.0	2131.57%	21

台湾期货史上最大违约事件

2011年8月，台湾爆发期货史上金额最大违约案，损失金额约人民币一亿两千五百万元（新台币六亿元），主角D先生在早年台湾股市算得上名见经传，尤其是外资尚未大规模进入台湾股市前（2002年左右之前），上世纪90年代，D先生曾带领台湾某券商挤入前五大，后升任该券商总裁。从事件发生的前几年开始，D先生自股市转入期权市场，主要采用多采裸卖方式且头几年获利不错。

2010年9月到2011年8月近一年里，台湾股市基本在一个范围内整理，其中虽经历日本海啸引发的福岛核电厂事件（2011年3月），但因距离台湾有一段距离，市场有波动但不算大。在区间内整理的情况下，一头卖出买权、另一头卖出卖权，可以坐收两份权利金，胆大的D先生便持有数

万单位的卖出勒式交易裸部位。

8月5日（星期五），受欧债事件影响，S&P公司调降美国债信评等可能性越来越高，当天台北股市指数收跌6.3%（-464.14点），卖权一日涨升3-50倍不等。当天已经重创D先生，新台币三亿本金赔光外，还倒贴数千万元。但D先生误判情势，不仅没有停损了结部位，还再加码五千万新台币。

8月8日（星期一），股市再度大幅震荡，高低震幅6.3%，收盘跌2.7%（-300.33点），与最低点有3%以上差距。D先生因此大赔二亿八千万元，加上原本本金约三亿元，在这次股灾中赔近5.8亿元。

台北时间8月8日晚间，美国星期一早晨，S&P公司正式调降美国债信评等，从AAA+降为AA+，历史上头一回，道琼指数收跌6.3%。隔天（8月9日），台北

股市开盘下跌4.3%，并瞬间再下跌至6.1%。

表2列示卖权合约8月1日收盘价与8月9日最高价，涨幅从20到750倍。

这波股市急跌，受伤的当然不只D先生一人。据了解，股灾那几天共提报56个账户违约，其中还有股市浮沉多年的林姓金主等，只是金额没有D先生大，知名度不若D先生来得高，因此相对没有受到外界注意。

1985年春 COMEX 黄金事件

事件发生前很长的一段时间，黄金市场很沉闷，波动不大，几个在COMEX交易黄金期权的客户（都经由同一家结算公司）累积大量的市场中立（Delta neutral）虚值期权部位，获利丰硕。

1985年春，黄金突然大幅上升，部位瞬间从Delta中性变成负好几千的Deltas，造成客户巨额损失外，结算公司也被拖垮倒闭，连COMEX的清算机构都因此面临危机。

三个案例有类似地方：事件发生前一段不短的时间，市场波动不大，系列文章第一篇曾强调，天下太平对卖方有利，采卖出期权的策略，风险基本不大，获利可能还蛮可观，部分交易人因而心存侥幸，胆子愈来愈大，部位愈建愈多，但市场岂会永远太平？

（作者系台湾著名期货专家）

表 2 卖权合约 8 月 1 日收盘价与 8 月 9 日最高价的对比

合约	8/1 收盘价	8/9 最高价	涨幅(%)	涨幅(倍数)
8500 PUT	67.0	1430.0	2034%	20
8400 PUT	45.5	1360.0	2889%	28
8300 PUT	30.0	1260.0	4100%	41
8200 PUT	18.5	1120.0	6122%	61
8100 PUT	11.0	1110.0	9990%	99
8000 PUT	6.7	1000.0	14825%	148
7900 PUT	3.6	900.0	24900%	249
7800 PUT	1.7	750.0	44017%	440
7700 PUT	1.2	665.0	55316%	553
7600 PUT	0.8	600.0	74900%	749

下单思维

■ 文/曾栳财



从事期货行业十几年，目睹无数期货投资者为期货行业付出自己的辛苦、甚至付出原本幸福的生活、自己的家。这到底是谁的错？笔者认为是因为他们不具备下单思维。

也许有人会说，下单简单，不就是买或卖，还有什么思维不思维。其实，每个人做每件事都有思维来指导，下单做期货也不例外。下单思维的含义不是那么简单，它就像一道非常复杂的综合题，包含行情的研究、交易成本的认识、期货与赌博的理解、轻仓与多次的运用、不怕的思想、亏损的认知等几个方面。

第一，行情的研究。期货行情的研究说难也难，说简单也简单。难的原因是把一个期货品种每时每刻的波动掌握好，或把所有期货品种都掌握好，这通常是投资者的一厢情愿；说它简单，是思维方式的转变，无论上市多少期货品种，只选择一个期货品种来研究，每年的波动情况也不需都掌握，只要把握想交易的那几个月或一个波段，就可以了。期货行情的波动受现货价格影响，不是涨就是跌，抓住一波涨或一波跌就足够了。要做到这一点，必须有平常心 and 等待心。

第二，交易成本的认识。在期货市场待了十几年，常听有人因交易手续费而放弃交易。不用担心手续费，要看有没有利润，有利润就可以交易。多用时间来研究行情，而不是纠结于是否因较低交易手续费而换期货公司。

第三，期货与赌博的理解。二者差异在于，期货交易拥有过程，具有中间地带，能为国民经济服务；而赌博没有中间地带，单纯地看结果，是种消遣工具。

第四，轻仓与多次的运用。抛开为国民经济服务不谈，简单地说做期货的实质就是做概率事件。分析师的判断只是他们的一厢情愿，市场走势验证了他们的说法就是对的，反之就是错的。所以，分析师报告只能参考，不能迷信，涨跌概率事件反倒是千真万确的。做交易时，仓位轻点儿，次数多一点儿，设好止损点，这才是王道，也有利于初学者的生存与发展。当然，初学者不能简单以时间长短来判断，凡没有掌握期货实质的人皆为初学者。掌握了期货实质的人，交易时就应该反过来——重仓与少次，体现出博的思想，在这种情况下止损非常重要。

第五，不怕的思想。与传统行业的不同是，期货行业的信息技术大大缩短了传统买卖时间，并打破空间限制。期货并不可怕，它来源于现货市场，控制好资金投入比例，永远为自己留出一条交易的资金退路，大不了重头再来。

总之，期货下单不是难事，说的简单点就是买与卖。期货行业无数人赚钱与亏钱，能经久不衰的人太少，能从亏损变成盈利的人也寥寥无几，除了下单思维上的差异外，也是对亏损的认识不够。

为了更好地阐述这个问题，先看下网络上流传的《妈妈》这篇文章。

第一次参加家长会，幼儿园的老师说：“你的儿子有多动症，在板凳上连三分钟都坐不了，你最好带他去医院看一看。”回家路上，儿子问妈妈，老师都说了些什么，她鼻子一酸，差点流下泪来。因为全班30位小朋友，只有她的儿子表现最差；惟有对他，老师表现出不屑。然而她还是告诉儿子：“老师表扬你了，说宝宝原来在板凳上坐不了一分钟，现在能坐三分钟了。其他妈妈都非常羡慕你的妈妈，因为全班只有宝宝进步了。”那天晚上，她儿子破天荒吃了两碗米饭，并且没让她喂。

儿子上小学了。家长会上，老师说：“全班50名同学，这次数学考试，你儿子排在第40名，我们怀疑他智力上有些障碍，你最好能带他去医院查一查。”走出教室，她流下了泪。然而，当她回到家里，却对坐在桌前的儿子说：“老师对你充满了信心。他说了，你并不是个笨孩子，只要能细心些，会超过你的同桌，这次你的同桌排在第21名。”说这话时，她发现，儿子黯淡的眼神一下子充满了光亮，沮丧的脸也一下子舒展开来。她甚至发现，从这以后，儿子温顺得让她吃惊，好像长大了许多。第二天上学时，去得比平时都要早。

孩子上了初中，又一次家长会。她坐在儿子的座位上，等着老师点她儿子的名字，因为每次家长会，她儿子的名字总是在差生的行列中被点到。然而，这

次却出乎她的预料，直到家长会结束，都没听到他儿子的名字。她有些不习惯，临别去问老师，老师告诉她：“按你儿子现在的成绩，考重点高中有点危险。”听了这话，她惊喜地走出校门，此时，她发现儿子在等她。走在路上，她扶着儿子的肩膀，心里有一种说不出的甜蜜，她告诉儿子：“班主任对你非常满意，他说了，只要你努力，很有希望考上重点高中。”

高中毕业了。第一批大学录取通知书下达时，学校打电话让她儿子到学校去一趟。她有一种预感，她儿子被第一批重点大学录取了，因为在报考时，她对儿子说过，相信他能考取重点大学。儿子从学校回来，把一封印有清华大学招生办公室的特快专递交到她的手里，突然，就转身跑到自己的房间里大哭起来，儿子边哭边说：“妈妈，我知道我不是个聪明的孩子，可是，这个世界上只有你能欣赏我……尽管那是骗我的话。”听了这话，妈妈悲喜交加，再也按捺不住十几年来凝聚在心中的泪水，任它流下，打在手中的信封上……

其实，从事期货投资的每一个人都和上文中那个上学孩子一样，在投资的不同阶段会遇见不同问题，所不同的是：上学的孩子遇到了一个伟大的母亲，而期货市场上很难出现那样的“妈妈”，因为期货投资是成人做的事，每个人都有一套自己认为不错的思想，别人很难给予，想把亏损变成盈利必须自己去领悟，分析造成亏损的原因，千万别一遇到亏损就自暴自弃，让“期货不适合我”这句话成了离开的理由，也让自己充当了上文中可耻老师。

期货市场里很多人亏损的原因，都是没有清楚地认识到做期货交易不是价格在那里跳动你就得去交易，而是要通过大量的依据判断出行情的涨跌才去做交易，并且做适合你性格的交易品种，千万别什么品种都去交易。同时，设好止损和止盈点，明白空仓也是一种持仓，休息也是一种放松的交易，那你在期货市场上同样能收到一封“印有清华大学招生办公室的特快专递”，成为期货市场的赢家。☞

（作者就职于山西三立期货西安营业部）



期货公司全面风险控制体系研究

■ 文/兴证期货课题组

针对国内日益增多的创新业务，研究建立全面风险管理控制体系所需具有的特性，并就该体系的构建进行深入研究，有助于为在现有风控环境下构建有效的风控制度体系提供参考依据；同时，将创新业务纳入全面风险控制体系，有助于期货公司完善全面风险控制体系，更好地对创新业务进行风险管理，在金融创新的大背景下做好风险控制体系建设。

一、期货公司主要业务风险和风控现状

构建适应期货公司的全面风险控制体系，前提是明悉期货公司的各项业务所面临的风险。

期货公司的传统业务是经纪业务，涉及风险包括：信用风险、流动性风险和操作风险。其中，操作

风险最为多发。创新业务既包括近年来纳入期货公司业务范围的投资咨询、资产管理、风险管理服务子公司、基金代销等业务，和已在试点中的境外期货经纪业务，也包括未来可能开展的自营等业务。与传统业务相比，其模式复杂，涉及风险类型也更多样。

我们梳理出不同业务涉及的风险种类如图 1。

从建立风险控制体系的目标出发，建议依据创新方式的不同对创新业务进行如下分类：在传统业务上的创新，如境外代理业务、高频交易的直连服务；对其他金融行业业务的复制和改进，如资管和自营业务、基金代销业务；纯粹的创新业务，此类业务是对期货公司服务客户前所未有的探索，如“风险管理服务子公司”试点业务。

创新业务种类不同，风险也多种多样，这对于期货公司的风控提出了越来越高的要求。然而目前期货公司的风控体系比较初级，亟待改进，表现为：风险管理以合规管理为主，仍处于风险管理的初级阶段；风险管理自主性不足，以监管机构推动为主；风险管理平台未健全，以净资本风控系统为主；风险管理手段相对落后，以定性分析判断为主，定量分析甚至通过建立模型进行量化分析较少，风险管理手段相对落后。

二、经验借鉴：银行业成熟的风控模式最具有借鉴意义

国内外金融机构成熟的风险管理模式，对于期货公司构建风控体系具有重要借鉴意义。其中，银行的全面风险管理体系最成熟、先进

图 1 基于业务的风险分类



图 2 金融机构风险管理体系阶段



和规范，而国外证券机构的风控模式最易被期货公司“西学为用”。

从历史上看，金融机构的风险管理体系大体经历了如图 2 所示的 5 个阶段。

其中，风险确认即对业务中面临风险的分类和识别，是最初级阶段；风险计量阶段开始对风险进行量化；风险管理阶段则构建了全面的风险管理框架，将各种风险统一管理。优化风险与收益的匹配性，将风险管理与公司战略发展紧密联系，则是更高阶段的内容。

目前国内对金融机构的监管从围绕净资产设置监管指标逐渐向风险资本准备过渡。风险资本在计算时考虑了金融机构的总体风险和概率分布，在风险管理中应用广泛。相较其他金融机构，银行对于风险资本的计算方法最为成熟和全面，其内控流程和组织架构设计也最为完善，值得期货公司学习借鉴。

商业银行风控经验值得借鉴源于以下两点：其一，风控体系最为完善和成熟。2010 年巴塞尔委员会发布的 Basel III 构建了银行业

通用的风险管理标准，囊括了市场风险、信用风险、操作风险，以最低资本要求、监督检查、市场约束为三大支柱；其二，风险管理技术最为先进。违约损失率模型、CreditMetrics 模型、VaR 方法、压力测试等均有采用。

国外证券公司采用一系列量化的方法来计量风险、转移风险，从风险管理体系的发展来看，建立类似国外金融机构的风险管理体系是国内期货行业发展的必然要求。然而，由简单到复杂是事物发展的一般规律，在实际过程中，若期货公司对于完全仿制国外金融机构的风险管理体系力有未逮，则可以按照他们的风险管理思路建立一个初级版，待日后有余力时再逐步向高级过度。但风险管理体系的初级与高级之分，不是国内证券公司与国外金融机构那样的在风控思路上的区别，而是运用国外金融机构的风险管理体系时采用的具体技术的实现难易程度的不同。

三、关于期货公司全面风险管理体系的构建

（一）期货公司全面风险管理体系的构建目标和思路

国际先进金融机构的全面风险管理体系构建经验值得国内期货公司借鉴，但国内外不同行业的风控环境有别，生搬硬套不可取。当前期货公司面临的风控环境要求期货公司建立与之适应的全面风险管理

体系——即在金融创新和深化的大背景下，期货公司所需建立的全面风险管理体系必须具备以下5个特征：全面性、数量化、系统性、前瞻性与开放性、针对性与实用性。

这一风险管理体系不应只是静态制度，而是一个动态过程。主要表现在两个层面。

首先，风险管理控制体系是一个微观动态的过程。随着业务的开展和环境的变化，将会不断有各种新的风险与风险点产生。在一个微观动态的风险管理体系下，任何产品和业务风险产生，体系能立刻将其识别，并将其分解至对应的风险度量模块，用相应技术进行风险测度，从而立刻判断对这一风险暴露的合理操作，并进行相应的监控和效果评价。

其次，风险管理也是一个宏观动态的周期过程。风险管理的流程是互相交互，反复循环的。

(二) 期货公司全面风险管理体系的流程设计及相应技术

根据构建开放性前瞻性的风控体系思路，其重点和难点在于业务风险的识别和分类。全面风险管理的流程主要包括如下环节。

1. 风控战略和目标的制定。风控战略和风控目标制定包括三个层次——首先，根据公司发展战略和外部环境设定战略目标；其次，立足公司经营和财务现状确定公司整体风险承受能力；最后，确定具体业务层次上的可接受风险水平。

在制定的过程中，应当结合期货公司实际情况，综合考虑行业现状、经济环境、法规制度等因素，制定出合理的风控战略和目标。

2. 风险识别。风险识别是指期货公司运用各种方法认识风险、了解风险并最终对风险归类过程。风险识别的技术包括：生产流程分析法、因果分析法（鱼骨图）、专家调查列举法等等。在不同的情形下（如针对不同类型的创新业务），可以侧重选用某类分析技术对风险进行识别。

3. 风险的评估与计量。风险评估与计量是指期货公司在风险识别将风险归类后，评价风险，将风险数量化的过程，从而实现全面风险管理体系“数量化”的构建目标。

4. 风险管理对策的制定和实施。风险管理对策主要包括风险分散、风险对冲、风险转移、风险规避、风险补偿与准备等手段。期货公司宜根据风控的战略和目标以及自身优势，选择合适的风险管理对策组合。

5. 风控效果评价。风控效果评价则是指对于过去一段时间的风险控制结果的评价。期货公司根据风险监控获得的情况以及风控效果的评价对风险控制的前几个流程进行调整。常用的量化风控效果评价技术主要是回溯测试技术，如对于以VAR作为风险评估和额度控制手段的公司，可以使用Kupiec失败率检验法，动态

分位数测试法等来回溯测试，进行风险控制效果评价。

(三) 期货公司全面风险管理体系的组织架构建议

公司的风险组织架构是与其业务组合架构紧密相连的。因此，常见的风险管理组织架构往往是业务组织架构的影子，具体包括：风险管理部集权模式、事业部模式、矩阵模式、网络型模式。

目前，受制于业务的单一，期货公司的风控组织架构表现出风险管理部集权+各营业机构设置风控岗的矩阵组织模式的雏形。但期货公司的业务发展趋势决定了其所需要的风控组织架构必须能够在各营业部、各业务间有效的联络。因此，旧有的适合于多营业部、单一业务的风险管理部集权模式将无法适用于未来多营业部、多业务的风险管理需求。期货公司的风险管理组织架构将慢慢过渡到以矩阵模式为主。

四、关于期货公司全面风险管理体系系统解决方案的设计

在功能上，该系统力图实现业务/流程管理、风险识别、风险评估、风险管理、关键风险指标监测、相应数据库构建和分析、资本计量、监控报告等功能。

在结构上，将期货公司全面风险管理体系分为四个层级和五个模块。

四个层级为管理应用层、数

据层、分析层、报告层。

管理应用层包括风险识别、评估、风险控制、关键风险指标管理、损失数据报告、风险决策与处理，目标是为用户提供风险的管理平台。

数据层为风险管理软件建设底层数据库，包括：风险水平分析数据库、风险指标检测数据库和风险损失事件数据库。

分析层为用户提供风险分析模型，包括：风险评估模型、风险指标检测模型、风险损失分析模型、风险资本计量模型。

报告层为用户提供多种报告分析功能，包括：风险评估报告、改进措施报告、风险检查报告、关键风险指标检测报告、风险损失事件报告、风险资本计量报告。

五个系统模块包括监管资本计量系统、市场风险管理系统、信用风险管理系统、操作风险管理系统、流动性风险管理系统。

监管资本计量系统。通过系统自动化平台，采集各风险系统的统计数据，清晰合理地实现计量各类风险的资本准备和总的风险资本准备，测算各类风险监控指标，满足监管报送要求。

市场风险管理系统。此系统主要针对期货公司资产管理和风险管理服务子公司业务开发，系统设计具有可拓展性，需要时可应用于其他新业务。

信用风险管理系统。结合上文

对期货公司信用风险的识别与分析，期货公司信用风险管理系统应以违约率度量为基础，内置模型（包括判别分析模型、Logistic 回归模型、神经网络模型）可区分不同的业务模块，方便用户的选择。

操作风险管理系统。操作风险存在于期货公司日常经营管理的每个环节中，因此，我们建议的操作风险管理系统不仅包括风险识别、风险计量、风险应对、报告输出等功能，对业务流程的管理和优化也将嵌入在此系统。

流动性风险管理系统。期货公司的流动性风险包括资产组合市场流动性风险、保证金资金流动性风险。流动性风险与操作风险、市场风险有密切的联系。在实际操作中，可考虑将流动性风险管理系统与以上两种风险系统融合，实时监控、输出流动性风险度量指标。

五、将创新业务纳入原有风控体系

使风控体系具有开放性的核心要点是：将创新业务分解为一个一个不同的风险（市场风险、信用风险等），再将这些分解而得的风险按模块纳入风险管理体系中。这样，虽然创新业务“新”，但其内含风险却不新，完全可以纳入原有的风险管理体系内。

创新业务所属种类不同，在风控各流程中所侧重运用的方法也不一样。

对于在传统经纪业务上衍生的创新业务，由于其植根于传统经纪业务，因此，该类创新业务所面临的风险往往跟传统业务风险比较一致。其不同之处往往是由创新之处引起的。此类创新业务的风险表现为传统业务风险+创新点风险；同时，业务上的不少创新点在国内外或者国内其他金融机构亦有范例。在风控上，实际上已经做到了本土化及本行业化，只是需要对创新点带来的新风险纳入风险控制体系。

原先禁止的业务现在准许从事的一类创新业务，对于期货公司来说可能是创新业务，但对于国外的期货公司或国内其他金融机构则可能并不是创新业务。将此类创新业务的风险控制纳入全面风险管理体系过程中所涉及的一些问题，可以在借鉴国外同业经验的基础上予以本土化，或者在借鉴国内其他金融机构经验的基础上本行业化。

对于纯粹的创新业务，没有经验加以借鉴，将此类业务纳入全面风险管理体系主要依靠“摸着石头过河”，即对此类业务的风险管理，更多的是强调风险管理中各组织、各流程的互动及时性，通过动态实现各个风控流程的交互，达到不断完善风控体系的目的。^[4]

（本文摘自“第八期中期协联合研究计划”课题报告，课题组成员包括陈蓉、郑智伟、杨璇、苏闽兴、何边）

跨境期货交易中的投资者 保护问题研究

■ 文/南华期货课题组

一、境外跨境期货交易监管 及对投资者保护的相关规定

(一) 美国

《多德—弗兰克法案》强化了对美国交易者参与境外交易所的监管，重点在于监管境外上市且与美国期货合约密切联系的合约。该法案第二部分“互换市场监管”(Regulation of Swap Markets)中，对境外交易所、联系合约给出了定义，并具体规定了美国交易者怎样参与境外交易所的交易。

CFTC 根据《多德—弗兰克法案》修订的限仓规章，要求在以下两个条件满足的情况下，将美国交易者持有的境外交易所合约合并计算持仓，实施头寸限制：

第一，该合约以在美国指定合约市场交易 (Designated Contract Market) 或互换执行机构 (Swap Execution Facility) 上市的一个或多个合约的日结算价，或最后交割结算价为交割结算价格；第二，境外交易所为其在美国的会员或其他参与者提供该合约

的直接接入电子交易和指令撮合的服务。

CFTC 还针对居民参与境外衍生品交易和境外衍生品在美国上市有合约备案制度与参与许可制度，推出两项监管措施：一是美国居民参与境外市场，境外交易所需向 CFTC 进行注册；二是对于境外衍生品在美国销售的情况，美国《商品交易法》(CEA) 和 CFTC 的规则对于向美国投资者销售一般境外交易所的期货和期权合约没有限制，但是对于股票指数产品和境外政府国债产品，仍须遵守特殊的流程。

具体产品要求和限制为：第一，境外交易所的宽基股票指数期货合约（及其对应的期权合约）必须获得 CFTC 办公室签发的不行动豁免函 (no-action letter)；第二，符合特定条件的境外股票期货产品 (security futures products，包括股票期货或期货期权产品) 只能出售给美国合格机构客户 (qualified institutional buyers)。

除此之外，在司法领域，美国的《多德—弗兰克法案》在对跨境交易者保护方面重新引入了“行为标准”和“效果标准”，从而肯定了美国证券法具有跨境适用的效力。在该法案中，“行为标准”被界定为：如一行为发生在美国，是促成违法的重要步骤，即使证券交易发生在美国之外，并且仅包括外国投资者，法院有权管辖。“效果标准”则被界定为：如一行为发生于美国之外，但在美国具有可预见的实质性效果，法院有权管辖。

《多德—弗兰克法案》还规定了对本国投资者参与境外交易的一种保护措施“长臂管辖”概念，即“注册”制度。按其规定，注册仅是对美国境内的参与者从美国境内可以直接将买卖指令单接入外国交易所的下单和配对系统的情况。也就是说，只要与境外交易所系统最后的连接点是在美国本土（无论是在美国的期货公司还是美国投资者）就是直接接入，此情况下外国交易所必须在美国注册；其他情况

则是为间接接入，外国交易所无需注册。

（二）欧洲

发展至今，整个欧洲大陆的期货及衍生品市场以德国为核心，交易所跨越几个国家，遵守本国及欧盟有关规定的现状。因此以德国为例介绍有关跨境交易方面的监管措施。

目前，德国并没有专门针对期货范畴的专业法律，一直以来，德国立法上都采取“大证券”概念，有关针对期货及衍生品的监管法规，同证券市场一样，主要适用于《证券交易法》和《交易所法》。

其有关于跨境交易方面监管的法规集中在《证券交易法》，其中第十章“国外有组织市场”中“第37i条授权”规定：国外有组织的市场或它们的经营者想要授予在德国注册的交易者参与或者利用电子交易系统立即进入市场，将需要得到监管局的书面认可。同时，法律还规定监管部门可以禁止本国境内的人员参与未经许可的境外交易。

二、国内投资者参与跨境交易的自身权益保护

（一）交易前的准备

首先，要对所投资国家或者地区法律及规则的了解。全球大部分国家和地区的法律体系基本上分为两部分，一个是盎格鲁-美利坚的英美法系（或称普通法系），另一个是欧洲大陆法系。

英美法系以英国为首，以及所有现在或以前曾经是英国的殖民地、或属土、或英联邦国家及地区，例如美国、加拿大、澳洲、新西兰、新加坡、中国香港、马来西亚、印度、巴基斯坦等地，均采用这种法系。英美法系是以原则为本，以过往判例为法则。但当无案例可寻时，也就是说没有法律及规则可比照时，就引经据典，找全世界的案例，因此这个制度是有变通性的。

欧洲的大陆法律系统，采用规则条文法，虽然亦是实事求是，也有案可期，但是规则至上。当规则与事实有差异时，或新生事物发生时，因无规则和条文，一般解决方式是由政府重新制定规则来决定。

因此，普通法系与大陆法系的不同，会导致各国金融市场发展和投资者保护制度的不同。法律起源决定了一国的投资者保护程度。投资者保护又直接影响到一个国家金融体系的模式选择。我国投资者跨境交易时首先应注意所投资国法律与司法体系与我国的不同，以便在今后的交易和纠纷的解决中以适合的方式保护自身的权益。

其次，个人及机构投资者如何挑选合适于自身的中介机构。目前，世界各国和地区都在法律方面对期货中介机构的设立有专门规定，主要有两种方式：一是注册登记制，如美国《商业期货交易法》第4条规定，除非入市经纪商依法向商品期货委员会注册登记，否则，

根据合同市场规则执行商品期货买卖指令的，均属非法行为；二是许可证制，即由国家或地区期货管理机构对申请从事期货经纪业务的申请人进行实质性审查，经审查合格的，才颁发许可证，如日本和中国台湾。根据台湾《期货交易法》有关规定，期货商必须经主管机关许可并发给许可证，才能营业；境外期货商经台湾当局认许、主管机关许可并发照后，也可营业。也就是说，各国和地区对期货中介机构都采取较为严格的监管制度，同时，基本上在各国和地区的监管部门和行业协会的公开资料中都能找到合法注册登记的期货中介机构。

最后，对于国内投资者选择境外中介机构的建议。首先明确自己参与境外期货市场的需求：若只需要经纪业务支持，则应选择FCM（欧美市场）或Broker（香港市场）；若需中介机构提供交易意见，则应选择CTA；若需要中介机构代理交易则应选择CPO等；然后，明确所选中介类别及可提供的服务；并同时明确中介机构能够提供的交易品种；还必须了解中介机构的软件支持能力。

（二）交易中的注意事项及风险应对

由于法律基础、监管原则及政策、市场环境和市场结构等方面的不同，我国投资者参与境外期货交易时可能会面临较多不确定性，其中风险较为集中的环节有开户环



通过对稽查局反洗钱与涉外案件调查处的调研，引入有一定规模、正规、诚信记录好的特殊境外参与者及投资者是防范风险的前提条件，对对外开放后的期货市场的平稳健康发展具有重要意义。



节、交易环节的纠纷解决和特殊情况（境外经纪商破产）等。

1. 开户时注意事项及应对措施。

一般情况下，投资者与境外经纪商签订的代理合同要比国内合同复杂得多，且合同内约定双方权力与义务也与国内合同有非常大的区别。因此建议投资者在签订代理合同前，应对合同内容仔细阅读并尽量做到全面理解，以便充分了解自身的权利与义务，并在可能的情况下争取适合于自身的权益。大多数情况下，合同签订中容易发生问题和风险的地方大致分为以下三个方面。

自我客户分类的认定。较为普遍的情况是，境外经纪商对个人或普通机构投资者开户时的客户认定类型为零售客户（Retail party），并为其开立独立账户，以便于与境外经纪商自身的自营账户相区别。较为保险的做法是，要求与其签订合同的境外经纪商的开户银行为投资者提供独立账户开立的确认函。如经纪商更换开户银行账户，应立即要求其再次发出账户确认函。

尤其注意对方签字的文件。与我国必须要公司签章不同的是，一般情况下，对方签字的文件就具有法律效力，且重要约定内容大多都在其签字的文件上。因此投资者应格外关注对方签字的文件。

发生纠纷时仲裁和诉讼地点的

选择等。较为普遍的情况是，与境外经纪商签订的合同中，约定的发生纠纷时的解决方式和仲裁及诉讼地点等条款，不允许修改。因此，投资者应及时充分了解发生纠纷后自身的权益与义务，并采取措施了解对方提出的有关仲裁方式和诉讼地点所在国的法律等。

2. 纠纷解决方式的建议。

投资者进行跨境期货投资中如果发生纠纷，一般有以下三种纠纷解决方式。

调处：投资者可向境外经纪商所在国有权调处的机构（一般为该国的期货行业自律组织）就与期货交易事宜所产生的民事纠纷申请调处。如果合同中对调处有所约定，也可聘请私人调解员。如调处不成，投资者可继续进行仲裁或诉讼来解决纠纷。美国等国家的调处是具有法律效力的，可以通过法院去强制执行调处协议。调处协议的签署也会排除仲裁或诉讼的管辖。

仲裁：也可依据合同中约定的仲裁方式向有关机构提起仲裁申请。如果投资者在合同中约定适用仲裁方式解决纠纷，投资者有权向合同中约定的仲裁机构适用约定的仲裁规则，进行仲裁。实践中多数情况，投资者所签订的合同都会约定适用仲裁解决争议，同时对仲裁机构及仲裁规则有所约定。部分国家，例如美国，交易所或期货行业自律性组织对其成员间的争议具有强制仲裁管辖。

诉讼：如果投资者在合同中未约定仲裁解决纠纷或仲裁裁定被撤销，投资者可向有管辖权的法院提起诉讼。法院在审理诉讼时，会有一些的审理时程，往往需要两审或三审判决定案后，才能付诸执行，无论人力、时间、成本，均需付出相当的代价。部分国家对于滥用诉权的行为会有惩罚性措施，在缺乏证据或胜诉可能性时，投资者最好不要提起诉讼。

3. 境外中介机构破产倒闭情况下如何保护自身权益。

一是主动措施。在经纪商破产过程中，投资者可主动采取的自我保护措施有：自己联系新的经纪商，由原先的经纪商和新经纪商同时向交易所提出移仓申请，但要向新经纪商重新交保证金；或寻找熟悉的经纪商代为办理；或第一时间自己平仓，并及时划转资金至安全处；还有，也可将自身在破产经纪商处持有的头寸卖出，第一时间获得相对较多的资金回笼。

二是被动措施。如果给投资者代理交易的经纪商破产，投资者就不能通过仲裁或诉讼方式取回自己在经纪商处的权益。只能通过破产分配来取回权益。在经纪商破产后，其所在地的法院会指定一名管理人进行清算程序。管理人会要求债权人（投资者）在规定期限内申报债权。如果逾期不申报，投资者就可能分配不到任何债权。

管理人在收到债权申报后，会对债权进行甄别，一般会区分出客户财产和普通财产。如果投资者在经纪商处开户时选择为客户账户，此时投资者的债权就为客户财产，在分配时具有的优先权。在甄别客户后，管理人会尽最大可能偿还债务。期货投资保护基金会在客户账户不能全额取回的情况下，适当的有限赔付。如果投资者对管理人的决定不服，可以按照法律规定向依法具有管辖权的法院提起诉讼，但一般来说法院不会改变管理人的实体性决定。除非管理员在清算中出现程序瑕疵，例如：欺诈、收受贿赂、缺乏公正、存在不当行为、滥用职权等。

三、建立我国跨境期货交易中对本国投资者保护机制的建议

（一）在《期货法》立法中针对境外期货交易进行规范

效仿美国的“域外管辖权”概念和“长臂管辖”概念，在《期货法》中加入域外适用条款使《期货法》具有域外效力。

对于涉及欺诈客户、内幕交易、操纵市场等行为规定具体的侵权责任，使我国期货民事责任制度更加完整。

（二）调整相关监管规则

继续完善跨境执法协查的路径。随着某些期货品种的国际化，对于一些影响比较大的品种，考

虑与境外监管机构达成信息共享机制，根据法律规定尽可能扩大信息共享范围，加快提供共享数据的速度，提高信息的质量，以继续完善跨境协查的路径。

引入资信好的境外特殊参与者。对期货市场的境外投资者和中介机构的引入而言，由于跨境执法协查存在上述问题与障碍，风险控制关口前移是非常重要的。通过对稽查局反洗钱与涉外案件调查处的调研，引入有一定规模、正规、诚信记录好的特殊境外参与者及投资者是防范风险的前提条件，对对外开放后的期货市场的平稳健康发展具有重要意义。

加强跨境监管的研讨与交流。在投资者保护基金以外，适当引入商业保险保障投资者的权益。

（三）发挥行业协会在跨境交易中对本国投资者保护的作用

加强对投资者的教育，提高投资者对跨境期货交易风险的认识，了解境内外法律法规。制作指引性手册，对投资者在境外可能遇到的风险及应对做出说明。

在出现群体性期货跨境交易争议时，可以组织投资者进行集体维权。集体诉讼可以有效地降低投资者的诉讼成本，在和解时也可争取到较好的和解方案。^[15]

（本文摘自“第八期中期协联合研究计划”课题报告，课题组成员包括朱斌、张一伟、张静静、刘少杰、王晟）



彭云

广发期货发展研究中心期权研究员，主要研究期权定价和波动率理论，做市商报价和风险管理策略，以及建立在场内和场外期权基础上的多样化交易策略和综合性风险管理策略。

ETF 期权及仿真情况分析

文/彭云

在金融领域，任何资产都可以被期权化。目前，全球交易量较大的场内期权产品有股票期权、股指期权、商品期权、外汇期权和利率期权等。ETF 期权作为出现较晚的品种，由于兼具股票期权和指数期权的特性，逐渐被投资者熟悉和追捧，市场规模在短时间内迅速增长。

ETF 期权的标的资产为 ETF 产品。ETF 产品既可以像股票一样在交易所内交易，又可像指数一样追踪市场的某一个领域，如某些股票或商品指数、外汇、实物或金融产品等。它的市场特点，造就了 ETF 期权的独特优势。对于中小投资者而言，与股票期权和股指期权相比，ETF 期权更具有吸引力。

ETF 期权优势明显

ETF 期权对指数期权有较强的

替代性，其交易结构与指数期权也十分相似。此外，与股票期权和指数期权相比，ETF 期权还具有自身的特点和优势。

ETF 期权的流动性比一般的股票期权更好，交易量更大，买卖价差更小，而流动性充足与否，对期权交易尤其是组合策略交易有重大影响。ETF 期权合约的执行价格间距比股票期权合约更小，这使得投资者能够更精确地选择执行价格，投资风险管理的压力更小，策略的布局更加有利。由于 ETF 跟踪的是某一资产集合，因此，投资者交易 ETF 期权面临的隔夜风险或者事件冲击相较股票期权更小。

ETF 期权能够让投资者参与到某一领域或某一资产集合的整体涨跌趋势当中，比如投资者看空某一行业，可以买入该行业 ETF 指数期权。与使用 ETF 期权合约

相比，做空该行业股票和交易股票期权有两点劣势：首先，融券做空和交易股票期权的费用过高，而且资金规模要求较大；第二，市场不能保证所有成分股都能融券卖空或者有对应期权合约。

ETF 期权一般为现货交割，而指数期权一般为现金交割。现货交割为投资者提供了一个期权合约到期后继续原来投资方向的机会，但投资者需承担相应的风险。ETF 期权的合约规模相较对应的指数期权合约规模更小，交易的资金门槛更低，使得更多的投资者可以参与其中。ETF 期权合约的报价单位相较指数期权合约的报价单位也更小，在相同流动性水平下 ETF 期权的交易成本更低，从全球市场看，ETF 期权的流动性普遍较好，有些合约的流动性甚至远超对应的指数期权。

另外，在美国 ETF 期权投资

的税收政策与指数期权投资的税收政策不同，指数期权投资不论投资期多长均适用 60/40 税收政策，而 ETF 期权投资则依据投资期适用不同的政策。

全球 ETF 期权稳步增长

第一张 ETF 期权合约由美国证券交易所于 1998 年推出，距第一只 ETF 产品的推出仅 5 年。2000 年 CBOE 紧随 AMEX 推出 ETF 期权合约。自此，ETF 期权合约种类迅速扩张，交易量稳步增长。

从市场交易结构看，根据 WFE 的统计，2004 年全球 ETF 期权交易量为 5164 万张，仅占全球场内期权交易量的 1%。2007 年 CBOE 扩充 ETF 期权合约，ISE 开始推出 ETF 期权合约，NYSE 和 NASDAQ 也分别于 2008 年和 2009 年推出 ETF 期权合约，全球 ETF 期权合约交易量在这三年内暴涨 6 倍。2013 年全球 ETF 期权交易量达到 14.6 亿张，占全球场内期权交易量的 15.54%，仅次于股票期权和股指期权。

从交易所层面看，目前挂牌 ETF 期权合约的交易所并不多，历史上曾经推出过 ETF 期权合约的泛欧证券交易所、约翰内斯堡证券交易所、澳大利亚证券交易所以及德国证券交易所等都因为兼并收购或业务调整等原因放弃了 ETF 期权业务。根据 WFE 的统计数据，截至 2013 年底，全球仍有

ETF 期权交易的交易所共有十家，绝大部分交易都集中在四家美国交易所。WFE 的统计数据表明，美国的 CBOE、ISE、NASDAQ 和 NYSE 四大交易所 ETF 期权交易量占全球交易总量的 99.5% 左右，且这四大交易所的 ETF 期权交易规模都较为平均。分析全球 ETF 市场不难发现，美国 ETF 期权市场能有如此规模与其完善健康的 ETF 市场紧密相关。

ETF 追踪的标的种类非常丰富，产品设计也灵活多样，因此目前市场上可交易的 ETF 期权合约种类远高于股指期权合约。据不完全统计，目前 CBOE 挂牌的 ETF 期权合约超过 200 种，2013 年 CBOE 的 ETF 期权合约交易量与其股指期权合约交易量相差无几。

根据 FIA 的统计，2013 年全球交易量最大的十个期权合约中 ETF 期权合约占有两席，分别是标普 500 指数 ETF 期权和罗素 2000 指数 ETF 期权。与其他种类期权合约不同，由于许多 ETF 类产品在多个交易所交易，因此不同交易所可能会挂牌同一标的的 ETF 期权合约，标普 500 指数 ETF 期权和罗素 2000 指数 ETF 期权就在美国多个交易所挂牌交易。

从 ETF 的标的分类来看，股票指数 ETF 期权是全球 ETF 期权市场的主要交易品种。根据 FIA 的统计，全球前三大 ETF 期权均为股票指数 ETF 期权，占全球 ETF

期权交易量的 55.8%，其中仅标普 500ETF 指数期权的交易量就占当年全球 ETF 期权交易量的 40% 以上。商品 ETF 期权方面，交易量较大的有黄金 ETF 期权、白银 ETF 期权、原油 ETF 期权和天然气 ETF 期权等。

结合 ETF 产品的交易状况分析可知，交易量较大的 ETF 产品，其对应的期权合约交易量也较大。统计数据显示，标普 500 指数 ETF 的交易额是罗素 2000 指数 ETF 交易额的 3.6 倍，而标普 500 指数 ETF 期权交易量则是罗素 2000 指数 ETF 期权交易量的 4.4 倍，比率较为接近。根据美国四大交易所 ETF 期权的交易情况估计，股票指数 ETF 期权占全球 ETF 期权合约交易量的比重应该超过 80%。

中国 ETF 期权仿真交易活跃

我国香港地区于 1999 年发行第一款 ETF 产品，并于次年推出 ETF 期权合约。内地则于 2005 年在上海证券交易所上市第一个 ETF 产品，然而 9 年过去，直到现在内地仍没有推出 ETF 期权合约。经过多年的发展，我国内地 ETF 市场的产品种类不断丰富，市场规模持续增长，为 ETF 期权的推出奠定了良好的基础。

经过长时间的酝酿，上海证券交易所于 2013 年开始全面开

展个股期权业务的筹备工作，准备推出股票期权和ETF期权产品。ETF期权上市筹备工作主要包括合约设计、交易制度、风险管理制度、保证金制度、做市商制度、适当性制度等制度建设，技术系统建设、人员和资金配备、投资者教育等配套资源和相关业务准备。在经过较为充分的准备之后，上海证券交易所发布《上海证券交易所期权全真模拟交易规则》、《上海证券交易所期权全真模拟交易风险控制实施细则》、《期权全真模拟交易结算业务指引》、《期权全真模拟交易业务方案》等相关文件，并于2013年12月26日正式推出个股期权全真模拟交易。

就在各项准备工作按期推进之时，2014年5月中国证监会责成证券投资基金业协会组织相关会员对个股期权重新进行研究，这意味着股票期权推出节奏将放缓，但同时也说明，ETF期权的推出将能按计划进行。

上海证券交易所推出上证50ETF期权和上证180ETF期权两个ETF期权合约，进行全真模拟交易。在仿真过程中，上海证券交易所根据交易情况对合约条款、保证金要求以及持仓限额等方面进行调整。

自2013年12月26日至2014年6月25日，180ETF期权成交量接近580万张，50ETF期

权成交量接近720万张，而同期香港ETF期权成交量仅为107万张左右，足见内地投资者参与ETF期权交易的热情以及未来市场的发展潜力。

从交易结构看，上海证券交易所ETF看涨期权的交易量要大于ETF看跌期权。由于期权是用于风险对冲的重要金融产品，一般而言，看跌期权的交易量要大于看涨期权的交易量。上海证券交易所ETF期权仿真交易的这种状况，一方面说明市场参与者以期权投机为主，不过考虑到仿真交易活动并没有将ETF仿真交易一同纳入，这种状况可以理解；另一方面说明参与者受股票交易模式的影响，习惯性做多标的资产。

另外，上海证券交易所ETF期权仿真交易中近月合约的交易占比偏低。由于仿真交易参与者没有对冲需求，基于参与者以期权买方为主的假设，近月合约的交易占比较低说明参与者对于期权时间价值的理解比较浅，对于期权的交易特性认识不深。

随着交易量的上升，ETF期权的持仓量也逐步增长。2014年6月份50ETF期权的持仓量在60万张左右，180期权的持仓量在40万张左右。自仿真交易以来，ETF期权的持仓交易比呈现逐步上升随后又逐渐下降的变化趋势。

2014年6月份，50ETF期权的持仓交易比基本维持在5-7之间变化，而180ETF期权的持仓交易比则在2-4之间变化。与成熟市场相比，这一持仓交易比明显偏低，显示出ETF期权仿真交易的参与者投机情绪较浓。

从市场定价情况看，50ETF和180ETF的历史波动率水平和变化较为一致，但50ETF期权的隐含波动率水平较180ETF期权的隐含波动率水平高，且波动更大。尤其2014年4月至5月，50ETF期权市场定价明显高估。结合50ETF期权的交易情况分析，2014年4月至5月期间50ETF期权经常发生交易量突然放大的情况，市场炒作的可能性较大。这应该是推高ETF期权市场定价的主要原因。2014年6月50ETF期权和180ETF期权交易量稳步上升，但隐含波动率维持在较为合理的水平，市场交易趋于理性。

上海证券交易所半年多的ETF期权仿真交易表明，投资者对于参与ETF期权交易的热情十分高涨，未来市场发展空间巨大；随着参与者数量的持续增长和参与者角色的不断丰富，ETF期权仿真交易的交易量和持仓量不断上升，市场交易越发理性；不过仿真交易的情况也表明，大部分投资者对期权的产品结构和交易特性认识不够，投资者教育工作仍需持续开展。■



杨东

上海对外经贸大学金融学硕士，现就职于海证期货研究所，主要负责能源化工品种及期权研究，同时对套期保值和套利交易有较深入研究。曾在和讯网、搜狐财经等发表相关文章。

铁合金期货上市背景及功能分析

■ 文/杨东

2014年8月8日，中国期货市场即将迎来两个新的商品期货品种，硅铁和硅锰期货合约。铁合金是中国钢铁工业发展的重要支柱性产业之一，中国钢铁行业的发展离不开铁合金工业的进步与发展，中国钢铁行业的迅猛发展也成为铁合金工业蓬勃发展的契机。本文就铁合金期货上市背景及上市后的作用做一简要分析。

铁合金期货简介

铁合金的种类很多，根据不同标准，可以划分出不同类型的品系。如果按照系列来划分，铁合金可以分为硅系、锰系、铬系、钼系、钨系、

钛系、钒系和镍系；按照品种来划分，铁合金主要有硅铁、锰铁、硅锰、铬铁、硅铝锰、钼铁、钨铁、钛铁、钒铁、硼铁、磷铁、镍铁、金属锰、电解锰、金属镍、金属铬等。

铁合金期货主要针对硅铁合金、锰硅合金两个产品。

铁合金主要用来作为炼钢的脱氧剂和合金剂。而铁合金众多品种中，应用最广泛的是硅锰、锰铁及硅铁。郑州商品交易所首先推出硅锰及硅铁期货合约上市交易。硅铁还用作生产钼铁、钒铁的还原剂，铸铁中用作脱氧剂与变性剂，球墨铸铁的球化剂，生产金属镁的还原剂。锰硅除了用作钢铁生产的脱氧

剂和合金剂之外，还可以充当生产中、低碳锰铁的还原剂。

铁合金产品在钢铁生产中的用量，按粗钢产量计算大约在40kg/吨左右。分品种看，硅铁用量3-5kg/吨，（上市交易的75硅铁，平均用4kg/吨）硅锰用量6-20kg/吨钢，（6818硅锰，平均用量为14kg/吨钢）。从成本角度讲按照当前唐山钢坯2740元/吨，内蒙硅铁5850元/吨以及硅锰6375元/吨测算，生产每吨钢材硅铁的成本占比0.85%，硅锰成本占比3.26%。

我国铁合金生产企业主要分布在云南、贵州、四川、内蒙古、广

西等水资源或煤炭资源比较丰富的省区。其中广西、内蒙、湖南分列铁合金生产总量的前三位。三个省份 2013 年铁合金生产总量达到了 1434.7 万吨，占全国总产量的 38%。分品种看，硅铁的产区主要分布在内蒙古、宁夏、甘肃、青海等西部资源丰富的地区。这四个地区的硅铁生产量占到全国硅铁总产量的 85% 左右。而硅锰的产区主要分布在广西、湖南、贵州、内蒙古、宁夏等地区。其中广西、湖南、贵州企业最多，产能最大，但目前生产优势已经向北方转移。

近几年在产量快速增长的同时，铁合金产品的品种质量也适应新的需求，不断扩大和优化。我国铁合金产品涵盖了锰、铬、硅、钨、钼、钒、钛、镍、磷等多种复合合金，分别制订有国家级、行业级和企业的产品标准及协议标准。

铁合金产能供给过剩

中国钢铁行业总产量一直处于

增长阶段，但近几年增速明显下降。2001-2013 年我国铁合金产量逐年增加，表观消费量逐年增加。21 世纪以来，中国已成为名副其实的世界上第一铁合金生产大国和消费大国。2013 年，虽然国内铁合金市场疲软，价格低位波动，但铁合金产量仍呈大幅增长态势。2013 年 1-12 月份，全国铁合金累计产量 3940.5 万吨，同比增长 24.8%，而同期全国粗钢产量 77904 万吨，同比增长 6.5%，铁合金产量增幅比同期粗钢产量增幅高 18.3 个百分点。其中，江苏、山东、山西、重庆、河南、甘肃、内蒙古、宁夏、青海、河北、广西、四川、福建、辽宁、陕西等 22 个省、自治区、直辖市增产，只有吉林、云南、北京 3 个省、直辖市减产。

从经济规模及增长速度来看，我国铁合金冶炼业成长迅速，发展势头良好，但供需格局却发生了较大变化，实际消费需求明显低于

实际产量，供给过剩问题突出。硅铁和硅锰的价格也跟随整个行业的总体趋势在变动。硅铁的价格从 2008 年 7 月份的 10000 元 / 吨附近开始回落，跌至 7000 元 / 吨附近，跌幅达 30% 以上。而硅锰的价格从 2008 年 7 月份 14000 元 / 吨附近开始回调，回调至 7000 元 / 吨附近，回调幅度接近 50%。

供给端，2013 年我国硅铁产量为 597 万吨，实有产能超过 700 万吨，年平均差能利用率在 70% 左右。我国硅铁的产量增速在 2004 年达到顶峰，当年增长速度达到了 44%。2013 年达到了整个产量的顶峰，当年生产硅铁总量为 597 万吨，而需求端合计消费总量为 496 万吨，供给过剩严重。2013 年硅锰产量达 1103 万吨，消费总量 1091.39 万吨，供略大于求。总体来看，铁合金行业仍处于供大于求的，产能严重过剩阶段。

与此同时，钢材需求最大的房地产市场今年迅速转冷。2014 年 1—5 月份，房地产和制造业投资呈现较为明显的下滑势头，仅仅能够依靠基建投资维持投资增速不至于过快下滑。房地产投资下行，使得国内出现全国范围内的包括新房和二手房价格的松动，对于房地产市场的预期已经发生了逆转，房地产销售、新开工和土地购置均呈现负增长，考虑到截至 2013 年底存量的在建面积高达 66.7 亿平米，因此年

表 1 铁合金供需平衡表

年份	粗钢产量	铁合金产量	铁合金进口量	铁合金出口量	表观消费量	实际消费量	吨钢铁合金单耗
2008	51234	1900.8	131.5	302.6	1729.7	1556.7	30.38
2009	57707	2209.5	256.6	92.5	2373.6	2136.2	37.02
2010	63874	2435.5	203.0	113.7	2524.8	2272.3	35.58
2011	70197	2800.5	203.4	80.3	2923.6	2631.2	37.48
2012	73104	3156.7	188.6	54.0	3291.3	2962.2	40.52
2013	77904	3940.5	212.8	48.2	4105.1	3694.6	47.42

数据来源：郑州商品交易所

内房地产固定资产投资尚能维持13%-15%的增速，但其放缓的势头不会改变。

未来房地产市场调整势必影响到钢材总需求，从而影响铁合金的需求，在供给未能有效降低之前，需求端趋冷，必将导致整个行业产能过剩严重。

此外，国家在淘汰落后产能与环保政策方面逐渐加码。工信部下发2014年淘汰落后产能目标，其中包括淘汰生铁1900万吨、炼钢2870万吨，并于2015年1月1日起施行新的环保法。环保趋严能更加有效地抑制钢铁产能扩张，同时供给缩减预期将进一步加强。上述政策虽然对当前钢铁存量影响有限，但对未来增量具有显著的抑制作用。在上述政策的指引下，我国黑色冶炼企业的投资额度、粗钢产量在同比下降，铁合金的总产量也将同比下降。

铁合金期货上市后将发挥重要作用

从产业链上游角度来看，由于铁合金与螺纹钢价格有较大的相关性，同时与铁矿石及焦煤焦炭也有一定的相关性，铁合金期货合约上市将丰富黑金属产业链，增加产业链套保品种，有利于开展产业链间的跨品种及跨周期套利，让黑金属产业链企业利用期货市场的价格发现及风险管理功能，调节企业开工规模有效开展库存管理。

铁合金期货上市后为钢厂及贸易商提供了更多的套保品种，摆脱了仅通过螺纹钢进行套保单一现象，套保目标更明确，套保效果也更好。铁合金期货上市后，对钢铁产业来说，将形成贯穿“原料—成品—用户”的全产业链的期货品种结构。上游焦煤焦炭铁矿石企业可以进行产业原材料的套期保值，而钢厂既可以进行焦炭套期保值，也可以参与下游产成品的套期保值，还可以同时参与上下游的套期保值，锁定生产成本同时锁定产成品的利润，使企业经营利润变动幅度下降。而贸易商则可更加灵活地进行上下游产业链套期保值，当手中持有现货时则在期货市场对冲手中头寸，当未来一段时间需要买货时为了防止现货价格上涨则可以在期货市场做多。

黑金属产业链期货品种的完善将会吸引更多的套利资金入场。套利资金的加入更能有效发挥期货市场的价格发现功能，资金的参与热情也越高，不合理的定价偏差将会被市场抹平。比如今年螺纹钢主流合约价差最大达到2500元/吨，而螺纹主力合约和铁矿石主力合约的价差维持在2360—2380之间概率较大，因此当价差达到2500元/吨时，即可卖出螺纹，买入铁矿石主力合约；当价差缩小至2360—2380之间时平仓。一旦铁合金期货合约上市

之后，其与螺纹钢的高度相关性以及硅铁及硅锰之间的高度相关性都将成为对冲基金的乐土。套利资金的积极参与，一方面消除了过多的不合理定价，同时为套保客户提供了流动性及足够的资金容量。

铁合金期货上市之后进一步完善了黑金属产业链，提高了钢材行业的定价能力。现阶段我国钢材产量过剩严重，行业竞争非常激烈，钢厂可以利用期货市场指导生产经营计划，锁定成本和风险，熨平利润周期，保持生产经营的稳定性和连续性，避免在危机爆发时导致企业停产或倒闭，同时可以为企业赢得复苏时间和空间，为未来的兼并重组奠定良好基础。而铁合金生产企业则寄希望于硅铁及硅锰上市，利用期货市场打破钢厂的强势地位，建立铁合金新的定价机制。目前钢厂采购铁合金方式主要采取向铁合金企业直接采购，大宗的重要的稳定使用的高碳锰铁、中碳锰铁、硅锰、硅铁多数采取签订长期合作协议的采购方式。预计铁合金期货市场上市铁合金的定价权及定价方式将会有所改变。

综上所述，铁合金期货合约上市之后进一步完善了黑金属产业链，能吸引更多的资金参与黑金属产业链的交易，从而为黑金属产业链上的企业创造更好的套保流动性及足够的资金容量，更好地为实体企业服务。■

场外衍生品市场改革实施跟踪报告

■ 编译/吴世平

自 2013 年 9 月以来，场外衍生品市场改革已取得实质性进展。大部分 G20 峰会承诺领域的主要国际政策和标准已完成终稿，大多数监管辖区已完成各自立法框架下的必要改革，并进入制定细则或细则生效阶段，市场参与者也开始更多使用集中清算设施。

然而，整个进展过程中，各承诺领域的进度也有不同。各监管辖区普遍报告称，他们将在 2014 年末或 2015 年初开始实施符合巴塞尔银行业监管协会（BCBS）与国际证券监管组织（IOSCO）联合制定的保证金要求的监管与立法，而在推动场外衍生品电子平台交易方面的改革进展缓慢。

各相关领域的改革进展概要如下：

1. 交易报告制度。尽管交易报告制度取得了进展，各辖区监管当局报告交易数据库中的数据在使用过程中仍遇到一些问题。各监管当局因此强调交易报告更为标准范式的重要性。

2. 中央清算制度。目前采用中央清算方式进行场外衍生品清算的监管辖区为数甚少，中央清算制度在全球范围内推广的前景不容乐观。如果中央对手方（CCP）不允许参与跨境交易，就不能履行作为直接清算会员的清算义务，或为其客户提供的清算服务。辖区政府允许境外的中央对手方在辖区内为本国市场参与者提供清算服务是保持跨境交易市场活力的重要机制。

3. 资本和保证金要求。巴塞

尔协议Ⅲ中有关中央清算与非中央清算衍生品敞口的银行资本处理的标准大部分都已完成。截至 2014 年 4 月，15 个 FSB 成员监管辖区已按标准落实了相关要求。

巴塞尔银行业监管协会（BCBS）与国际证券监管组织（IOSCO）联合制定的非集中清算衍生品的保证金要求刚刚定稿，一些监管辖区已开始按此进行监管改革。

4. 有组织的平台交易。大多数监管辖区年内可完成必要的立法框架，这为场外衍生品日益增长的使用交易所和交易平台提供了支持。但各监管辖区的政策落实的时间安排和改革的规则设计存在着显著不同。很多辖区的监管当局发现市场主体对跨境监管问题的解决方案存在担忧。

场外衍生品改革进展情况

自 2013 年 9 月以来，各监管辖区的改革进展主要集中在交易报告制度和资本要求两方面。一些监管辖区仍倾向于使用激励机制来引导市场参与者参与集中清算，目前在利率与信用衍生品两个领域的集中清算增长态势良好。

1. 交易报告数据库数据标准尚不统一。

自 2013 年 9 月以来，中国、欧盟、印度、韩国和新加坡的交易报告制度已开始生效。截至 2014 年一季度末，交易报告部分或完全生效的 FSB 成员监管辖区已多达 15 个。2014 年底以前，所有监管辖区都将审议通过交易报告制度，或至少通过其相关立法。

截至 2014 年 4 月，11 个监管辖区的 25 个交易数据库已投入运转或计划投入运转。自上一份进展报告以来，各监管辖区交易数据库的覆盖面已经扩展，目前 13 个 FSB 成员监管辖区已至少有 1 个交易数据库可用接收交易报告，而在 2013 年 8 月时，这类监管辖区数量仅 10 个。但监管辖区以内以及跨监管辖区的交易数据库的标准不统一，所以各数据库接收的交易数据很难汇总。

2. 中央清算制度在部分领域进展良好。

目前，中国、日本和美国已落实第一批中央清算安排，韩国和印度方面已经立法通过，墨西哥和俄

罗斯也已进入磋商阶段。澳大利亚政府已经公布提案，允许大量从事某些跨境场外利率衍生品交易的大型金融机构通过中央对手方进行清算。欧盟自 2013 年三季度起允许中央对手方在境内开展业务。香港特区也已于今年 4 月立法通过了进一步改革措施所需的法律框架。

为建立一个高效的全球性中央清算体系，部分监管辖区也致力于四项保护措施的实施，它们分别是：一是市场参与者基于透明和客观标准，公开公平地参与中央对手方清算；二是国内外双边或多边监管机构的合作性监管安排；三是可确保危机发生时中央对手方核心功能可以维持并考虑所有监管辖区利益的解决方案与恢复性制度；四是中央对手方清算货币流动性的适宜安排。

自 2012 年 G20 峰会以来，很多监管辖区关于四项保护措施的信息都没有更新，国际相关政策的制定已转为关注更为具体的风险：一是为应对信用和流动性事件，制定更为稳健的中央对手方财务标准，以及清算复杂衍生品时更为严格的中央对手方要求；二是各监管当局为确保中央对手方流动性已经制定“无技术障碍”机制；三是平稳转移与分隔标准；四是中央对手方量化公式标准；五是市场参与者可匿名获取中央对手方风险信息以供决策。

中央对手方可以用于清算商

品、信用、资产、外汇、利率共 5 类资产类别中的部分产品。一直以来，最适宜中央对手方清算的产品是利率衍生品，目前其他资产类别的衍生品采用提供中央对手方清算的还不多。大多数监管辖区要求中央对手方提供服务前首先需要获得资格许可。

在全球范围内，利率和信用衍生品名义未清偿额在最近几个月小幅增长，191 万亿美元的实际集中清算额与 325 万亿美元的可集中清算额之间的缺口显示中央清算仍存在大幅增长空间。美国芝加哥商业交易所清算所和伦敦清算所这两家最大的利率衍生品的报告称，2014 年 2 月新增 11 万亿美元的客户清算总额，这比去年同期翻了一番。

3. 资本和保证金要求进展顺利。

自 2013 年 9 月起，加拿大、欧盟、印度和韩国的资本要求已完全生效，至此，所有监管辖区中资本要求完全或部分生效的数量已超过半数。展望未来，截至 2014 年底几乎所有的监管辖区的资本要求都将生效。

BCBS 与 IOSCO 联合制定的关于非集中清算衍生品保证金要求的框架已在 2013 年 9 月完成。尽管一些监管辖区曾报告称，他们希望在 2015 年采取进一步的落实措施，但该区域标准刚制定完成，实施这些标准的立法和监管进程尚未发生变化。欧盟和美国是仅有的两个监



各监管辖区本国法律框架是影响跨境监管问题的重要因素。一旦本国法律框架最终确定，各监管当局即可比照类似的法律结果做出相似或对等的跨境监管决策。



管辖区报告称已实施了一些监管步骤，其中美国已公布监管提案，而欧盟现在正在草拟一些规则，这些规则将于 2014 年底获得立法通过。

4. 电子平台交易进展缓慢。

截至 2014 年 4 月，中国、印尼和美国这三个监管辖区称已经制定有组织平台交易的法规。CFTC 宣布一些互换执行设施 (SEFs) 要求某些互换的交易需要强制执行。虽然一些监管辖区报告称已完成立法框架，或至少授予监管者做出交易决策的权利，但几乎没有几个监管辖区计划在 2014 年实施这些法规。正如 2010 年 10 月 FSB 报告中倡议的那样，各监管当局应该探究所有交易的成交价格与成交量透明及公开化的成本与收益，这其中包括一直以来在场外进行交易的非标准化或非集中清算的衍生品。

场外衍生品改革进程中的主要问题

G20 峰会提出的场外衍生品改革目标有两个：一是提高场外衍生品市场透明度、降低系统风险并且防控市场过度投机；二是打造一个更为普遍、可支撑全球经济增长的开放式全球性金融系统，包括确保政策实施一致性并推进合作。

随着一些监管要求细节的落实，一些实际问题出现。如果不加以妥善解决，这些问题将可能影响场外衍生品改革目标的达成。鉴于场外衍生品市场明显的跨区域交易

特征，许多监管当局和市场参与者的首要考虑是如何确保监管要求在各监管辖区能够一致并且相互协调的加以落实。

1. 解决跨境监管问题迫在眉睫。

根据国际清算银行 (BIS) 关于利率衍生品成交额额的统计，不同交易地点的对手方达成的交易占全球交易总量的半数以上，这说明跨境协调问题迫在眉睫。

各辖区监管当局确认的跨境监管问题，包括监管辖区的监管范围划分、监管重叠与要求的不一致和协调问题。各监管当局已经发现，在各自监管辖区所实施的规则存在大量差异。一些监管当局对允许跨境清算和交易的基础设施在本辖区内开展业务的必要性予以重点关注；一些监管当局已经观察到，在监管辖区间的边界一些交易活动的重构，这体现了一些对手方和基础设施提供者为了减小他们自己及其客户面对已经生效法规带来的风险而采取的措施。因为满足 G20 承诺的监管要求与进展的时间安排不断变化，一些交易活动的重构将导致市场参与者身处一个新的监管环境。大范围的重构可进一步增加交易和商业结构的复杂性，一些监管当局对此表示关切。

各监管辖区本国法律框架是影响跨境监管问题的重要因素。一旦本国法律框架最终确定，各监管当局即可比照类似的法律结果做出相

似或对等的跨境监管决策。G20峰会上重申各辖区监管当局应相互支持，FSB也将定期出版成员辖区落实进展情况报告，以供各监管当局参阅。

近几月中，美国与欧盟监管当局都开始借鉴此法。辖区间的法规差别是暂时的，并可以通过适当的过渡性方法加以消除。但有时这种差别的趋同则需花费更多的时间。

除了一些解决跨境监管问题的单边或多边行动，场外衍生品监管小组出于共同利益也在开展多边合作。该小组于2013年9月的G20峰会出版了一份各辖区达成跨境监管问题谅解的报告，该报告将现存的跨境监管问题划分为下述几类：

一是跨境监管小组正在着手处理的跨境监管问题；二是跨境监管小组之前已经达成谅解，目前正在落实阶段的跨境监管问题；三是在其他多边或双边会谈磋商中并且是跨境监管小组正在关注的跨境监管问题。

并且，该报告还称跨境监管小组达成下述协议：一是就法律对等性与替代性合规评价问题相互磋商；二是在非集中清算衍生品交易的保证金要求方面，求同存异，各监管辖区遵照国际现行标准；三是开发确保监管当局直接获取交易数据库中相关数据的途径，并在适当时候开发间接途径；四是在各监管当局获取交易

申请者的交易记录方面，继续保持双边谅解备忘录机制，如有需要，可做出特别安排。

为进一步解决跨境监管问题，FSB敦促各监管辖区：一是立即推动剩余立法及法规，并为满足跨境一致性和可能出现的其他问题留出一定空间；二是清楚说明其做出相似性决策的过程，FSB将于11月的G20峰会阐述各辖区立法框架；三是各辖区保持密切协调合作，跨境监管问题一经出现立即解决。

2. 交易数据库的数据标准影响了分析和加总。

2014年，随着交易报告制度在16个监管辖区逐步生效，数据质量、获取途径、数据加总和数据的实用性问题成为各监管当局首要关注的问题。各监管当局获取了大量交易数据，在开始应用这些数据时发现各数据库数据统计口径、格式以及方法的不一致影响了数据的分析和加总。在数据共享和获取方面仍存在着法律障碍，这阻碍了某些跨境交易中对手方信息的汇报，也可妨碍监管当局直接获取交易数据库中的数据。对希望获取并使用数据来进行风险管理的监管当局来说，这些问题的影响更加明显。并且，市场调研同时显示，随着越来越多的监管辖区的立法生效，交易数据库自身也不敢确保妥善管理如此庞大的数据。

在之前的进展报告中，一些监管辖区报告称现存的法律条款阻碍

了交易报告并限制了本国监管当局直接从交易数据库获取交易数据的途径。但目前，各监管辖区普遍报告称，一旦国内的交易报告制度生效，数据隐私或保密条款就不再成为交易报告的障碍。

3. 潜在的中介机构过度集中。

由于只有不到10家大型银行集团和交易公司在为全球范围内的绝大多数衍生品交易提供清算服务，市场调研显示，提供客户清算服务的中介机构数量正在增多。这种清算格局的产生有一定规模经济效应的原因。但中介机构过度集中积聚了金融风险，这已经引起了各监管当局的注意。

部分监管当局发现，市场较为关注客户在中央清算的获取路径方面可能受限这一情况，同时也意识到，清算中介机构需要平衡新客户的风险管理需求。场外衍生品市场规模较小的监管辖区对这个潜在的问题尤为关注，因其预测本辖区内大多数市场参与者将通过中介机构而非直接进行中央清算。因此，新的清算架构中，清算会员的作用很关键，并须确定清算活动是否会产新的风险。部分监管当局同时需要了解一家大型客户清算公司违约能否可控。一些市场规模较小的监管当局也担忧自身市场规模以及清算的合规成本难以吸引全球性的中介机构在本辖区内提供清算服务。^[1]

（作者系北京物资学院硕士研究生，本文编译自金融稳定委员会网站）

SEF 解密 掉期市场透明度增加

■ 编译/陈静怡

2014年2月，随着多德—弗兰克法案为交易制定的新规定开始执行，掉期市场随即进入发展新阶段。根据法案的要求，特定类型的利率掉期及信用违约掉期必须在所谓的“掉期执行平台（Swap Execution Facility，下称SEF）”中执行交易。这些场所的功能基本上与交易所相同，目的是希望在后金融危机时代给掉期交易带来更大的透明度。

虽然新的掉期交易平台还在初步发展阶段，但其披露的信息为掉期交易这个庞大的市场提供了一个前所未有的信息窗口。根据美国商品期货交易委员会（the Commodity Futures Trading Commission，下称CFTC）制定的条例，SEF需要公布每天的成交量及成交价格等详细信息，这为分析掉期市场的交易模式以及新交易场所的发展提供了很好资源。

今年4月，美国期货业协会（FIA）公布了第一期的《SEF追踪》，这是最近公布的一份周期性报告，其中提供的数据包括利率掉期、信用违约掉期以及外汇这三种资产类别合约的名义成交额（即通常所说的合约面值，下称成交额）。这份

报告为了解SEF的成交额水平及其构成，提供了十分可贵的信息。

除了SEF外，掉期市场还有其他新的数据来源，其中包括各种数据存管中心，在美国称掉期数据存管中心（Swap Data Repositories，SDR），欧洲及其他地区称为交易数据存管中心（Trade Repositories）。此外，国际掉期与衍生品工具委员会（ISDA）的掉期信息网站等也从这些新数据的来源处，收集整理数据信息进行公布。

虽然可获得的数据有所增加，但是要有效地利用这些数据仍面临着各种困难。美国期货业协会在建立SEF跟踪平台时发现，不同的SEF平台之间的数据模式需要进一步整合，才能够提高数据的统一性，有利数据的分析；其次，平台间对衍生品工具的描述也各异，这为不同平台之间的各金融工具的交易活动简单对比带来困难；再次，当前公布的数据只是市场体系中的一部分，而非市场全景，这在稍后内容中会有详细解释。

SEF 数据跟踪：完整 vs. 整合

FIA在建立SEF跟踪平台时，可以选择从各交易平台中收集数

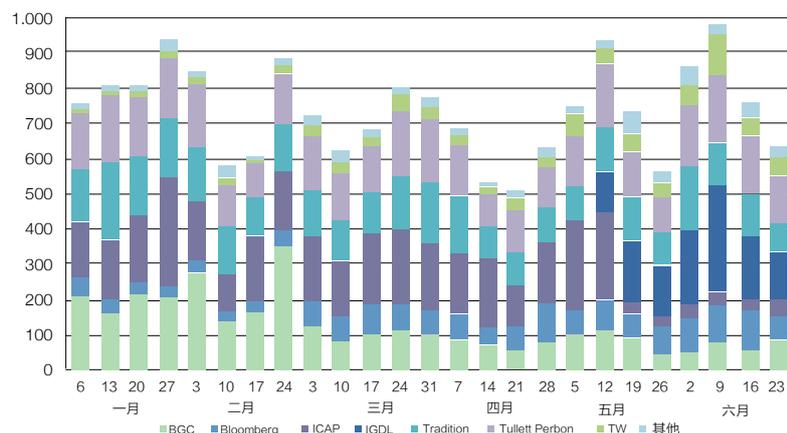
据，也可以采用掉期数据存管中心提供的数据。数据存管中心的优势是其中收集了单笔交易的大量信息，能够为交易量及交易风险等方面的分析提供深入的信息。然而，数据存管中心的数据不够全面，没有一个数据存管中心收集了100%的SEF交易数据，而且也不能够根据公开的信息整合不同数据存管中心之间的SEF交易数据。

因此，FIA基本上是直接从各个SEF平台中获取数据，这能够提供所有SEF交易的完整数据，并能够分辨每笔交易发生的SEF。此外，直接从各交易平台中获取数据和FIA从全球80多家交易所统计期货及期权数据的方法是一致的。

因SEF的数量众多，且各自的报告要求都不一样，数据的整合便是最大的挑战。FIA直接与报告的SEF沟通，确保其提供的报告中的数据和信息得到正确的解读。

其中，利率掉期市场尤其困难，因为利率掉期产品类型十分丰富，包括基本掉期、隔夜指数掉期、远期利率协议、零息掉期、跨币种掉期、掉期期权等。与此同时，各平台报告中对产品的描

图 1 各 SEF 利率掉期成交情况 (单位: 十亿美元)



注: 剔除远期利率协议的数据

述缺乏标准性, 也是数据整合的一大障碍。

各平台对各种金融工具的描述有简单直接的, 也有复杂模糊的。有些 SEF 把合约的计价货币放在名称的前面, 有些则把合约类型放在前面; 有些名称直接标明合约期限, 有些则是列出起始日及到期日。从中可以看出, 对各交易市场的习惯描述有清晰的掌握才能够理解 SEF 报告中各种利率产品的内涵。

成交趋势及市场份额

从最新一期《SEF 跟踪》数据(包含 2014 年 1 月至 6 月数据)可以看到以下成交趋势:

SEF 平台成交在 1 月达到高位, 2 月中, CFTC 的交易执行规定生效, 成交降至低点。而后虽有所反弹, 但仍未到达 1 月的高位水平;

到目前为止, 利率掉期仍是合

约名义成交额最大的资产类别, 大约有一半的利率掉期成交额出自远期利率协议;

在 2 月底信用违约掉期交易规定开始实施后, 信用违约掉期的成交额显著增加, 而随后有所回落。SEF 平台中交易的绝大部分信用违约掉期是 CFTC 交易规定监管的产品;

外汇成交额在 2 月前表现比较一致, 其中期权与不可交割远期的名义成交额平分秋色, 而在 3 月之后, 不可交割远期的成交占比逐渐扩大。

市场份额的情况则各有不同。在信用违约掉期市场中, 彭博占主导地位, 约占 SEF 平台中信用违约掉期成交额的 70%。利率掉期及外汇市场则略显分散。其中较为明显的特征是, 现有交易平台旗下的 SEF 通常也是成交额最大的平台, 而新成立的平台成交额则较小。

在分析利率掉期的市场份额时, 应该分别研究包括和不包括远期利率协议这两种情况所提供的信息。远期利率协议的名义成交额太大, 将其加入统计的话, 利率掉期产品的市场活动在其面前显得微不足道, 很难深入分析市场交易的模式。远期利率协议通常的合约面值十分高, 而且协议期限也较短, 所代表的风险度通常也比标准的 10 年期利率掉期低。此外, SEF 平台中大部分的远期利率协议的交易活动都来自 ICAP 以及 Tullett Prebon 运营的平台。剔除了远期利率协议的数据, 能够更加合理地体现各个 SEF 之间在利率掉期市场的竞争情况, 如图 1 所示。

从监管更替看市场结构的影响

当前推动 SEF 交易的监管因素有两个。首先, 符合 CFTC 制定的交易实现规定 (Make Available to Trade, MAT) 的任何类型的掉期交易, 只能在 SEF 或者指定合约市场 (Designated Contract Market, DCM) 上进行。若某个掉期类别需要接受强制结算规定的约束, 且 CFTC 批准 SEF 提交的 MAT 认定, 则认为该掉期符合 MAT 的规定。MAT 掉期不仅必须在 SEF 交易, 也需要遵守 SEF 的交易执行规则。MAT 交易也称作“规定交易”。

其次, CFTC 最终条例中对 SEF 的规定, 要求若一个交易场所的运

营符合 SEF 的定义，即使其提供的掉期合约并不需要强制结算，也必须注册为 SEF。这意味着，对于某些交易场所，若其客户接受 CFTC 的监管，那么这些场所也需要注册为 SEF。而这些场所的掉期交易则称为“许可交易”。

在信用违约掉期市场中，基本上所有在 SEF 平台的交易都集中在信用违约掉期指数产品，而这些产品都是 MAT 规定范围内的类型。相比之下，有相当多的利率掉期的交易并不在 MAT 规定的范围内，其中最突出的是远期利率协议的交易，约占利率掉期名义成交额的 50% 以上。再者，所有的外汇交易都不在 MAT 的交易规定之下。因此，到目前为止 2014 年的名义成交额中，有超过 50% 都是属于“许可交易”，而非“规定交易”。

此外，若一个掉期合约在 SEF 上交易，也不能因此知道该合约的执行方式。因为许可交易的执行方

式并不局限于规定交易必须遵守的几种方式。具体说来，这表示 2014 年 SEF 平台上超过 50% 的交易可能会通过 MAT 交易不允许的方式进行：某些交易继续通过传统的双边喊价协商方式进行，有些则是通过询价方式进行，还会有些交易通过自动化的挂盘成交方式进行。

而且，大多数 SEF 提供的交易方式不止一种。SEF 一般不会标明用的是哪种交易方式，因此，我们不能通过其提供的数据进行不同交易方式之间的对比，甚至都不能确定通过电子化交易的成交量有多少。

数据报告中缺少的另外一个重要的信息便是成交量大小。虽然有小部分 SEF 在日常报告中提供了这个信息，但是大部分只是提供合约名义成交额。因此，很难根据这些数据分析交易活动是否变得更加活跃或者更加萎靡，也无法确定平

均交易规模是在加大，维持不变还是在收缩。

后续展望

SEF 平台交易的产品及其交易模式会更加丰富。例如，在未来几个月中，组合交易，也就是至少有一边交易为 SEF 规定的掉期交易的多边交易将需要在 SEF 中交易。许多市场观点认为这对 SEF 的交易总额、SEF 交易额的构成以及 SEF 相关的市场份额都会产生巨大的影响。

同时，随着 CFTC 进一步扩大交易执行的规定范围，以及其他管辖区的 SEF 的加入，SEF 交易活动也会有所变化。例如，ICAP 最近刚推出其在美国的第一个交易平台并注册为 SEF，同时在英国设立一个多方交易平台。CFTC 官员透露，该机构对于不可交割远期的强制结算提议将要完成，这将会促使不可交割远期的交易从“许可交易”转变为“规定交易”。同时，随着新平台完成 CFTC 的注册流程，SEF 的规模也将不断扩大。

随着时间的发展，SEF 的交易活动与非 SEF 平台的场外衍生品市场的交易，以及掉期期货与其他场内衍生品市场的交易活动的对比分析将能够提供十分有用的信息。■

（作者就职于华泰长城期货，本文编译自美国《期货杂志》2014 年 6 月刊）

小贴士

CFTC对掉期执行平台（SEF）的监管规定

2013年5月16日，美国商品期货交易委员会公布掉期执行平台监管的最终条例，其中包括指定合约市场（Designated Contract Market, DCM）或掉期执行平台（Swap Execution Facility, SEF）确定提供掉期产品交易时的相关要求，即交易实现规定（Make Available to Trade, MAT）。

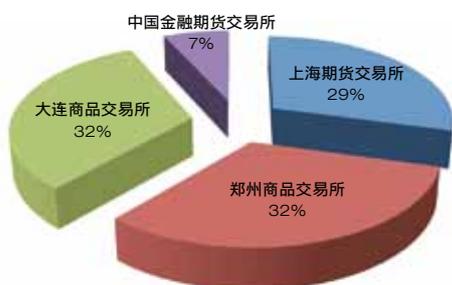
根据交易实现规定的要求，指定合约市场或掉期执行平台可确定其平台中能够交易的掉期产品，并向美国商品期货交易委员会提交《交易实现确认书》。一旦确认书获得批准，该掉期产品的所有交易必须在指定合约市场或掉期执行平台上执行，将不再允许该掉期产品的场外交易。指定合约市场或掉期执行平台在确定是否提供某掉期产品的交易时，必须考虑并说明掉期产品买卖方的参与意愿、交易的活跃程度与合约大小、交易量规模、市场参与者的类型与数量等因素。首批《交易实现确认书》机制将在利率掉期与信用指数掉期中运用，这两类产品也是目前要求强制结算的产品。

2014年7月中国期货市场成交情况统计表

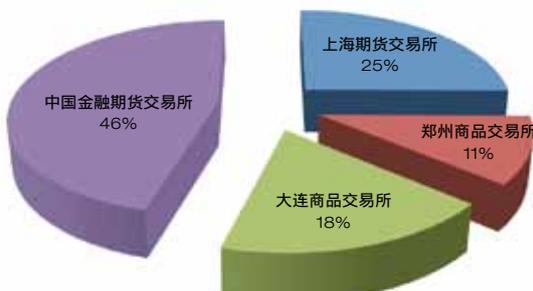
交易所名称	品种名称	本月成交量(手)	同比增减	本月成交额(亿元)	同比增减	今年累计成交量(手)	同比增减	今年累计成交额(亿元)	同比增减	本月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	6,142,996	-38.47%	15,509.57	-37.55%	41,586,167	-3.66%	99,986.33	-11.41%	288,379
	铝	2,024,137	820.63%	1,409.03	794.41%	6,423,725	201.26%	4,354.33	177.06%	217,181
	锌	7,899,565	759.42%	6,604.90	884.45%	12,563,721	53.78%	10,154.88	66.15%	248,806
	铅	317,818	7712.64%	238.83	1598.03%	478,221	1255.27%	350.76	174.84%	28,077
	黄金	1,590,619	-55.59%	4,183.51	-54.85%	12,961,312	79.23%	33,556.55	68.27%	99,724
	白银	10,850,462	-41.69%	7,040.42	-36.93%	113,846,339	219.60%	71,974.18	199.59%	235,695
	天然橡胶	7,107,778	-26.92%	10,671.44	-38.73%	54,961,654	42.07%	83,531.25	6.49%	184,348
	燃料油	54	12.50%	0.10	-14.72%	512	-18.08%	1.01	-36.47%	12
	石油沥青	37,268	—	15.88	—	613,815	—	261.44	—	13,043
	螺纹钢	28,184,729	-7.52%	8,711.66	-21.28%	148,901,585	-30.41%	47,949.90	-40.11%	1,284,085
	线材	120	-58.62%	0.04	-62.90%	552	-83.26%	0.19	-85.11%	17
	热轧卷板	74,652	—	24.74	—	777,900	—	259.92	—	17,276
总额	64,230,198	-12.64%	54,410.13	-27.05%	393,115,503	12.63%	352,380.73	9.05%	2,616,643	
郑州商品交易所	一号棉	1,420,422	220.69%	1,032.46	135.99%	3,933,115	-37.62%	3,217.48	-49.02%	192,277
	早籼稻	15,002	-67.59%	7.11	-70.01%	297,873	-38.41%	138.35	-14.82%	3,446
	甲醇 ME	1,020,198	4107.52%	1,384.99	4169.39%	5,278,528	648.44%	7,262.05	615.23%	44,001
	甲醇 MA	26,207	—	7.72	—	40,636	—	11.97	—	2,428
	菜籽油	945,068	-3.55%	623.96	-20.15%	9,487,439	221.16%	6,679.86	198.50%	155,106
	油菜籽	979	-85.85%	0.48	-86.54%	12,632	-98.92%	6.20	-99.02%	845
	菜籽粕	36,173,616	198.52%	9,890.81	251.67%	185,105,063	210.47%	50,870.16	253.16%	859,910
	白糖	6,029,571	6.75%	2,909.05	4.89%	48,262,324	2.42%	23,192.19	-6.64%	502,529
	PTA	15,444,578	175.19%	5,528.65	154.22%	50,874,925	-13.51%	17,265.28	-26.66%	373,101
	普麦	19	-91.16%	0.03	-90.57%	809	-36.15%	1.03	-33.12%	18
	强麦	63,975	-71.95%	33.67	-73.15%	833,560	-52.72%	459.15	-29.42%	28,287
	玻璃	9,039,880	-39.66%	1,849.09	-55.54%	35,514,372	-76.32%	8,240.03	-81.07%	380,070
	动力煤	290,217	—	286.50	—	2,823,418	—	2,960.20	—	42,002
	粳稻	96	—	0.06	—	8,627	—	5.38	—	22
晚籼稻	35,236	—	19.90	—	35,236	—	19.90	—	6,862	
总额	70,505,064	75.88%	23,574.45	76.93%	342,508,557	4.13%	120,329.21	2.55%	2,590,904	
大连商品交易所	黄大豆一号	1,444,713	18.04%	630.00	16.00%	11,176,565	73.63%	5,002.68	65.03%	220,095
	黄大豆二号	279	-63.62%	0.11	-66.56%	3,221	-30.88%	1.29	-36.20%	455
	胶合板	1,385,188	—	974.43	—	15,597,870	—	10,555.44	—	51,141
	玉米	1,009,537	-31.48%	237.99	-32.06%	4,736,967	-44.62%	1,117.87	-45.78%	194,728
	纤维板	899,628	—	274.06	—	13,852,495	—	4,408.16	—	55,939
	铁矿石	9,611,963	—	6,712.14	—	42,400,705	—	31,144.69	—	297,991
	焦炭	6,037,386	-47.76%	6,790.69	-59.45%	45,963,608	-44.26%	56,116.47	-57.52%	165,130
	鸡蛋	6,420,486	—	3,303.67	—	22,126,792	—	10,856.25	—	177,788
	焦煤	4,751,519	1.24%	2,250.63	-24.15%	39,052,956	146.92%	19,840.44	85.02%	164,270
	聚乙烯	7,096,612	-1.15%	4,113.18	8.58%	34,585,290	-19.79%	19,213.55	-15.04%	367,563
	豆粕	17,884,156	-28.23%	5,958.31	-26.29%	113,507,049	-29.75%	39,086.99	-26.30%	1,579,582
	棕榈油	6,442,740	7.88%	3,684.56	8.40%	37,936,278	-15.07%	22,812.70	-19.21%	328,645
	聚丙烯	2,665,760	—	1,464.37	—	8,300,883	—	4,534.34	—	108,011
	聚氯乙烯	64,047	-31.89%	19.34	-38.62%	672,830	-50.87%	205.74	-54.92%	16,271
豆油	4,212,567	-54.43%	2,757.74	-58.66%	37,918,427	-27.63%	25,933.35	-36.33%	521,763	
总额	69,926,581	5.38%	39,171.20	-8.01%	427,831,936	2.75%	250,829.95	-14.39%	4,249,372	
中国金融期货交易所	沪深300股指	14,846,667	-36.04%	98,378.35	-35.94%	98,740,497	-12.42%	646,555.60	-22.47%	186,322
	5年期国债	41,672	—	389.15	—	274,200	—	2,552.10	—	8,175
	总额	14,888,339	-35.86%	98,767.50	-35.69%	99,014,697	-12.18%	649,107.70	-22.16%	194,497
全国期货市场交易总额	219,550,182	8.06%	215,923.28	-23.99%	1,262,470,693	4.59%	1,372,647.59	-12.43%	9,651,416	

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

2014年7月中国期货市场成交量分布图



2014年7月中国期货市场成交额分布图





《K 线与波浪》

国海良时期货 李博 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0714 - L0173 号