



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2015年第6期/总第48期

准印证号：京内资准字0715-L0173号

(内部资料 免费交流)

封面文章

推进期货市场改革创新监管
服务构建开放型经济新体制

>p09

热点直击

新形势下期货公司如何转型
与发展

>p40

文化·生活

诚信做人 方能远行

>p45

博弈之道

期权风险管理技术之展期
策略

>p56

环球视野

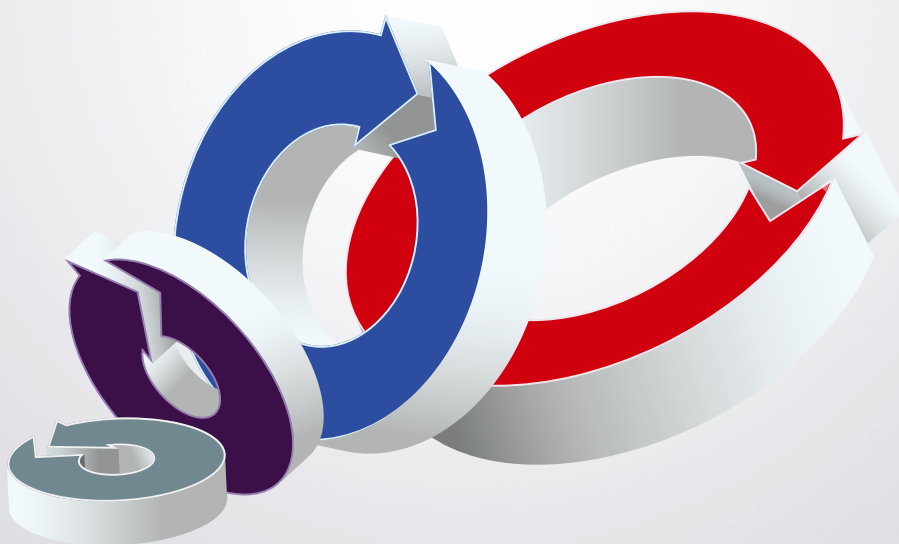
美国自动化交易的兴起与
监管

>p76

【封面文章】

第十一届中国（深圳）国际期货大会

>p08



中国期货业协会与ISDA签署合作谅解备忘录

12月4日，中国期货业协会和国际掉期与衍生工具协会（ISDA）在深圳签署合作谅解备忘录，中国期货业协会会长刘志超和ISDA首席执行官Scott O'Malia分别代表双方在备忘录上签字。

刘志超表示，期待未来在双方的共同努力下，推动衍生品行业发展。Scott O'Malia认为，该备忘录是双方建立牢固伙伴关系的重要一步，双方可以借此交流衍生品行业相关实践经验和专业知识。

该备忘录为双方合作关系建立了框架，有利于增进双方信息交流和业务合作，以促进衍生品市场和双方所代表行业的发展。在该框架下，双方管理层将定期进行沟通会晤，以增进理解、合作及人员交流和培训等。



▲ 12月4日，中国期货业协会会长刘志超和ISDA首席执行官Scott O'Malia分别代表双方在备忘录上签字。

跨界，是一次思想的呼吸。

“跨界·跨境·跨越”，更是一场触及思域的深层探索。2015年12月3日至5日，由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办的第十一届中国国际期货大会在深圳成功召开。“跨界·跨境·跨越”这一极具前瞻性的本届大会主题，让参会各方围绕机遇挑战、服务改革开放大局、提升实体经济风险管理效率等话题，展开了充分的交流和探讨。

随着“十三五”规划建议、“一带一路”战略、“互联网+”行动计划等重大政策的发布实施，自贸区金融改革开放政策的逐步落实，特别是在经济结构调整和产业转型升级过程中，实体经济对风险管理工具的需求更加迫切，认识也更加深入，中国期货及衍生品行业迎来了广阔的创新发展空间。

站在中国经济转型升级的新起点，面对未来五年中国经济发展的新常态，促进期货与现货、境内与境外、场内与场外、线上与线下的有效互动和跨界融合，探索更好发展路径和模式，完成自我超越和转型升级，已成为期货行业普遍关注的话题。本期“封面文章”荟萃了此次大会的主要图文资料，全方位带领大家直击会议盛况，学习会议精神。

2015年6月至8月A股市场经历罕见波动后，股指期货交易受限，期货公司传统经纪业务雪上加霜，期权等金融衍生品工具日渐式微，很多对冲类产品发行停滞，期货公司收入进一步下滑。期货公司转型升级压力已是燃眉之急。而构建以“通道+专业+资本”为核心的商业模式，形成期货公司核心竞争力，或许是突围路径之一。本期“热点直击”将对期货公司转型升级之路展开探讨。

期货行业的健康有序发展离不开诚信建设，加强诚信文化建设、优化市场诚信环境是每位期货人义不容辞的责任。2015年11月，中国期货业协会牵头开展期货市场诚信建设宣传活动，通过培训、座谈会、有奖征文、演讲比赛、微信答题、健步走等丰富多彩的形式，“期货市场诚信为本”的理念深深扎根于期货人心中。本期“文化·生活”选录了活动中较有特色的文章，不同侧面、不同片段折射着期货人的诚信风采。

自动化交易以算法和信息技术为支撑，拓展了交易者的策略应用能力，提高了交易速度和准确性，但也因此成为一些风险事件的诱因。美国是世界上自动化交易最发达的国家，其金融市场也经历了以人为中心到以自动化交易为中心的转变。本期“环球视野”梳理了美国自动化交易的发展历程和监管现状。■



编印单位 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 孙明福 郑小国 吴亚军 刘涛
执行主编 王春卿
媒体顾问 邓妍
责任编辑 杨琪 汪琳力 刘鸿雁 贾燕 陈茜茜
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0715-L0173号
发送对象 中国证监会及系统相关单位、中国期货业协会会员单位、有关部委等
设计制作 北京永行传媒广告有限公司
印刷单位 北京宝隆世纪印刷有限公司
印刷日期 2015年12月
印数 3500册

* 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

第十届中国（深圳）国际期货大会

12月3日至5日，由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办的第十届中国（深圳）国际期货大会在深圳成功召开。

“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 推进期货市场改革创新监管 服务构建开放型经济新体制 文 / 李超
- 11 完善金融业生态环境 推进金融与实体良性互动 文 / 艾学峰
- 12 推进期货及衍生品法治化 服务实体经济健康发展 文 / 尹中卿
- 17 全球衍生品市场监管改革及其影响 文 / Scott O'Malia
- 21 美国衍生品市场发展对经济的影响 文 / Leo Melamed
- 24 圆桌论坛 I：境外交易所高层论坛
- 29 圆桌论坛 II：境内交易所高层论坛
- 34 大会掠影

热点直击

- 40 新形势下期货公司如何转型与发展 文 / 邓衍辉

文化·生活

- 45 诚信做人 方能远行 文 / 赵小玉



P40

新形势下期货公司如何转型与发展



P44

期货市场诚信为本

- 47 期货与诚信 文 / 颜坚
- 49 聚辖区机构之力 建诚信期货市场 文 / 江琳彬
- 52 诚信建设之我见 文 / 侯雪玲

博弈之道

- 54 大资金如何进出场 文 / 袁帅
- 56 期权风险管理技术之展期策略 文 / 王晓宝
- 59 市场才是真正的“老师” 文 / 曾懿财

创新·探索

- 62 大宗经纪业务之国外经验及对期货行业借鉴 文 / 迈科期货课题组
- 66 风险管理公司场外衍生品税收问题研究 文 / 南华资本金融衍生品部

观察家

- 70 2016 年糖价将维持区间运行 文 / 宋焕
- 73 2016 年全球经济不乐观 大宗商品熊在途中 文 / 王骏

环球视野

- 76 美国自动化交易的兴起与监管 文 / 汪琳力



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

有色金属论坛在伦敦召开

2015 年中国有色金属论坛 10 月 13 日在英国伦敦召开。本次论坛由中国有色金属工业协会联合中国五矿有色金属股份有限公司、上海期货交易所、江西铜业集团公司、云南锡业集团（控股）有限责任公司共同举办，得到了伦敦金属交易所（LME）的大力支持，论坛主题为新常态下中国有色金属工业发展展望。

永安期货挂牌新三板

永安期货 10 月 28 日正式在全国中小企业股份转让系统挂牌，成为第二家挂牌新三板的期货公司。作为我国内地最优秀的期货公司之一，二十余年来，永安期货从杭州最小的兼营机构，历经 6 次增资扩股，成长为覆盖全国 38 个城市，有 12 家参控股公司，拥有近千名员工，经营触角延伸至境外的期货行业龙头企业。

上海自贸区金改“四十条”发布

中国人民银行、中国证监会等多部门 10 月 30 日联合发布《进一步推进中国（上海）自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》。《方案》共四十条，重点放在人民币资本项目可兑换、人民币跨境使用、金融服务业开放和建设面向国际的金融市场、加强金融监管等方面。

海航东银期货挂牌新三板

海航东银期货 11 月 10 日正式在全国中小企业股份转让系统挂牌，成为第三家挂牌新三板的期货公司。据悉，海航东银期货总股本为 5 亿股，挂牌新三板将促进公司法人治理、经营管理水平提升，同时拓宽公司融资渠道，激发公司在创新转型方面的活力。此前，创元期货、永安期货已先后在新三板挂牌。

第十届国际油脂油料大会召开

由大连商品交易所与马来西亚衍生品交易所共同主办的第十届国际油脂油料大会 11 月 12 日在广州召开。2006 年以来，大商所和马来西亚交易所开始共同举办每年一度的国际油脂油料产业大会。十年来，参会人数累计超过 8000 人次，累计召开了数十场主题演讲、专题论坛以及各种分会、分论坛。

郑商所召开农产品期货论坛

郑州商品交易所 10 月 24 日召开“郑州农产品（白糖）期货论坛”。据悉，郑州农产品期货论坛自 2010 年开始举办，目前已成为我国相关农产品期货市场的年度盛会，来自中国证监会、相关行业协会、国内外涉糖企业、专业投资机构和结算银行的代表 400 多人参加了本届论坛。

中德推动金融衍生品合作

中国外汇交易中心与德意志交易所集团 10 月 29 日在北京签署合作协议，双方将在德国建立合资公司，并分别持有 50% 股权。同日，上海证券交易所、德意志交易所集团、中国金融期货交易所就共同成立合资公司——中欧国际交易所股份有限公司签署了三方股东协议。

郑商所通报违规转移资金行为

郑州商品交易所 11 月 10 日集中通报了 7 起对敲违规转移资金行为。根据通报，13 名当事人在 2015 年 4 月至 8 月以粳稻 1507 合约、晚籼稻 1511 合约、精对苯二甲酸 1607 合约、动力煤 1512 合约、硅铁 1601 合约、动力煤 1603 合约、油菜籽 1607 合约、普麦 1507 合约为标的，实施对敲违规转移资金的行为。

大商所与大马交易所签署合作协议

大连商品交易所与马来西亚衍生品交易所 11 月 11 日在广州签署进一步深化合作的协议。据悉，此次协议的签署将进一步拓展双方的合作空间，致力于为国际油脂油料市场提供更多新的商品衍生品和避险工具，推动双方市场更好地服务实体经济。

大商所与涉农企业签署合作协议

大连商品交易所与 8 家涉农集团企业 11 月 12 日在广州签署战略合作框架协议，宣布携手共促市场发展和产业服务。根据协议，合作方将在新品种开发、制度创新、产业大会合作、业务培训和场外市场建设等方面进行深入合作，建立全方位的战略伙伴关系。

最佳期货分析师评选在郑州颁奖

由《期货日报》和《证券时报》联合主办的第八届中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选 11 月 13 日在郑州颁奖。本届评选活动共评出 16 个团体奖项、6 个人奖项。参加本届评选的机构逾 70 家，参评期货分析师达 561 位。2015 年中国期货业创新发展论坛同期举行。

上期所组织钢铁产业链调研活动

上海期货交易所 11 月 13 日组织期货公司优秀分析师、风险管理公司及涉钢品种投资机构代表 40 余人，赴河北石家庄、沧州、唐山开展钢铁产业链实地调研和学习活动。此次活动旨在促进机构投资者、期货中介机构与钢铁现货企业的沟通交流，提升期货行业服务实体经济和产业链的能力。

国投中谷期货吸并安信期货

据《期货日报》11 月 18 日报道，国投中谷期货吸收合并安信期货获得中国证监会核准。根据两家公司发布的联合公告，吸收合并完成后，国投中谷期货更名为国投安信期货，注册资本为 5.86 亿元。国投中谷期货联姻安信期货属强强联合、优势互补，是期货业低成本、高效率重组的典型案例。

中欧国际交易所在法兰克福开业

由上海证券交易所、德意志交易所集团、中国金融期货交易所共同出资成立的中欧国际交易所 11 月 18 日在德国法兰克福开业，首批人民币计价产品上线。据了解，中欧所首批上线产品包括 ETF 和人民币债券，已在德交所挂牌的 12 只中国市场相关 ETF 及 180 多只人民币债券也将一并转移至中欧所的交易平台。

5年期国债期货平今仓恢复收费

中国金融期货交易所 11 月 20 日发布通知称，根据市场运行情况，经研究决定，自 2015 年 12 月 1 日起，5 年期国债期货各合约的平今仓交易手续费调整为每手 3 元。2013 年 9 月上市时，5 年期国债期货交易手续费标准暂定为每手 3 元；2014 年 1 月 2 日结算时起，5 年期国债期货的平今仓交易免收手续费。

易盛千际农产品指数发布

郑州易盛信息技术有限公司与千际公司合作开发的“易盛千际农产品指数”11 月 21 日公布。据悉，该指数发布基期是 2005 年 12 月 30 日，基点是 1000 点，选取以农产品为核心代表的品种，覆盖了稻谷、小麦、棉花、白糖、菜油、菜粕等与生活息息相关的品种。

第六届期货机构投资者年会举办

由上海市期货同业公会联合上海市银行同业公会、上海市证券同业公会、上海市保险同业公会、上海市基金同业公会及上海上市公司协会共同举办的第六届期货机构投资者年会 11 月 24 日在上海举办。本届年会的主题为“经济新常态，市场新动向，监管新政策，投资新航标”，来自境内外相关机构的 1100 余人参会。

棉花期货首张中转交割仓单生成

郑州商品交易所首张棉花期货中转交割仓单 12 月 2 日生成，棉花期货交割中转库完成了全流程顺运行。在新疆设置的棉花交割中转库，是郑商所指定的为新疆棉花期货合约实物交割提供仓储等服务的经营组织；中转仓单是指在交割中转库中注册的期货仓单，其特点是新疆产、新疆检、新疆注册。

指数熔断机制2016年起实施

上海证券交易所、深圳证券交易所和中国金融期货交易所 12 月 4 日正式发布指数熔断相关规定，并将于 2016 年 1 月 1 日起正式实施。为了配合指数熔断制度的实施，当日，中金所发布了修订后的三大股指期货合约及其交易细则，将股指期货交易时间统一调整为 9:30—11:30、13:00—15:00，每日价格最大波动限制调整为 $\pm 7\%$ 。

上清所推人民币航运衍生品业务

上海清算所 12 月 11 日推出采用中国第三方航运指数为最终结算标的的人民币集装箱掉期和中国沿海煤炭远期运费协议中央对手清算业务。据悉，集装箱掉期的产品标的包括上海出口至欧洲集装箱运费、上海出口至美西集装箱运费；沿海煤炭远期的产品标的包括秦皇岛至上海航线运费、秦皇岛至广州航线运费。

港交所拟推镍锡铅期货小合约

香港交易所 10 月 12 日表示，计划推出第二批伦敦金属期货小型合约——伦敦镍期货小型合约、伦敦锡期货小型合约及伦敦铅期货小型合约。香港交易所于 2014 年 12 月推出首批伦敦金属期货小型合约——伦敦铝期货小型合约、伦敦铜期货小型合约及伦敦锌期货小型合约。

ICE宣布收购互动数据公司

洲际交易所（ICE）10 月 26 日宣布，将从银湖资本和华平投资手中收购金融数据提供商互动数据公司（Interactive Data），交易价格约为 52 亿美元。此项交易价格包括 36.5 亿美元现金，以及价值 15.5 亿美元的 ICE 股票。据悉，此项交易已获得双方董事会批准，预计将于 2015 年底完成。

泛欧交易所获准在港吸纳会员

泛欧证券交易所 10 月 29 日宣布，该交易所已获得香港证监会批准，可吸纳当地公司成为其直接会员。据悉，泛欧交易所一直致力于拓展中国市场，此次获得香港证监会批准意味着其开拓中国市场再进一步，中国香港及内地企业参与巴黎金融衍生品市场也多了一条便捷通道。

CFTC颁发有限时间掉期报告豁免函

CFTC 市场监管部 11 月中旬向部分在 CFTC 注册的非美国掉期交易商（SD）和主要掉期参与者（MSP）发布有限时间的无异议函。这些 SD 和 MSP 在澳大利亚、加拿大、欧盟、日本以及瑞士注册，总部未设在美国且无美国公司担保。通过无异议函，它们在与非美国且不受美国公司担保的对手方进行掉期交易时无需有关报告规定。

澳大利亚证交所更名为悉尼证交所

澳大利亚三大证券交易所之一的亚太证交所 11 月 19 日宣布，该证交所正式更名为悉尼证券交易所。悉尼证券交易所隶属亚太证券交易集团，后者为宝泽金融集团全资子公司。更名前的亚太证交所前身为澳大利亚太平洋证券交易所，2008 年被宝泽金融集团收购后易名。

CME集团下调农产品涨跌停板幅度

芝加哥商业交易所集团（CME Group）10 月 20 日宣布，CBOT 将从 11 月份起下调玉米、小麦和大豆期货的每日涨跌停板，KCBT 也将调低小麦的涨跌停板。根据交易所规则，CBOT 在每年的 5 月份和 11 月份，根据基准期货合约在大约 9 周观察期的平均结算价的某个百分比，对谷物和油籽期货的涨跌停板进行重新设定。

JPX拟引进中国股指期货交易

日本交易所集团（JPX）10 月 28 日宣布，旗下大阪交易所将引进中国股指期货交易。据悉，JPX 将在 2016 年 6 月前后配合大阪交易所金融衍生品交易系统升级时引进，名称定为“FTSE 中国 50 期货”，与香港证券交易所的上证 50 股指期货相联动。由此，大阪交易所的海外股指期货交易品种将增至 4 个。

欧盟考虑推迟金融市场改革

据《华尔街日报》11 月 12 日报道，欧盟正在考虑将定于 2017 年生效的金融市场改革的启动时间推迟一年。《欧盟金融工具市场法规》于 2014 年达成，意在遏制高风险证券交易行为。该法规涵盖范围广泛，从监管大宗商品衍生品交易到收紧对付费投资者研究的规定和推进有关债券交易透明度的规定。

CME推出亚铝日港均溢价期货

芝加哥商业交易所（CME）11 月 19 日宣布，将于 12 月 7 日上线交易亚铝日港均溢价期货合约。亚铝日港均溢价期货合约规模为 25 吨，以现金结算，并参考普氏能源日本铝主要港口溢价评估，该评估会通过普氏能源的“Metals Alert”及“Metals Daily”实时发布。

SGX推债券场外交易网上平台

据新加坡《联合早报》12 月 11 日报道，新加坡交易所（SGX）推出首个为亚洲债券设立的场外交易网上平台——SGX Bond Pro。据悉，该平台由 TradingScreen 的 Galaxy 环球固定收入平台基建所驱动，目前已开始以美元、日元和欧元进行亚洲企业债券交易，接下来将交易以亚洲货币报价的债券。

场外衍生品培训班在上海举办

中国期货业协会 10 月 24 至 25 日与芝加哥商业交易所 (CME) 合作举办场外衍生品培训班, 高盛等国际著名金融机构专家讲授了场外衍生产品的设计、开发及风险控制知识, 介绍了场外衍生品经营机构的组织与管理架构。来自期货公司、风险管理公司、证券公司及其他期货经营机构的 150 多名业务人员参加了培训。

期货投教网正式上线

由中国期货业协会开发的行业互联网投资者教育平台期货投教网 11 月正式上线。期货投教网通过整合行业监管单位、交易所和经营机构的投资者教育和保护资源, 为广大投资者和从业人员提供丰富的投教知识。网站设置了投教资讯、维权保护、期货学苑、投教展播等若干频道和栏目。

“中金所杯”知识竞赛决赛举行

由中国期货业协会和中国金融期货交易所共同主办的第三届“中金所杯”高校大学生金融期货及衍生品知识竞赛决赛 11 月 8 日成功举行。本届竞赛共有来自中国大陆、港澳台地区、北美地区、欧洲地区共计 772 所高校的 22742 名学生报名参赛, 为期货行业选拔了一批年轻的专业人才, 扩大了行业影响力。

首届衍生品学术论坛在深圳召开

由中国期货业协会主办, 上期所、郑商所、大商所、中金所下属研究院协办的首届衍生品学术论坛 12 月 3 日在深圳举行。作为第十一届中国 (深圳) 国际期货大会新设的分论坛, 该论坛邀请了近百位来自国内外的专家学者参会, 共同就期货及衍生品市场相关议题进行讨论。

中国国际期货大会在深圳召开

由中国期货业协会与深圳市人民政府共同举办的第十一届中国 (深圳) 国际期货大会 12 月 3 日至 5 日在深圳召开。本届大会以“跨界·跨境·跨越”为主题, 围绕如何更好服务实体经济, 促进期货与现货、境内与境外、场内与场外、线上与线下的互联互通, 以及金融混业、跨界融合等话题进行了深入探讨。

联合研究计划结项评审会召开

中期协联合研究计划 (第十期) 特别委托课题结项评审会 10 月 28 日在北京召开。评审专家对 2015 年四项特别委托课题进行了结项评审, 研究主题涉及场外衍生品税收、场外衍生品价格源选定标准、风险管理公司仓单质押业务、期货公司进入中远期市场等行业热点。

期货公司现场检查顺利完成

中国期货业协会 11 月 2 日至 13 日组织 7 个检查组共计 23 人对北京、上海、杭州、厦门、深圳、南京等地 33 家期货公司及其风险管理公司、资产管理公司开展现场检查工作。检查过程中, 重点对风险管理公司场外配资及分账户系统使用情况进行了自查核查, 并向相关部门提交了核查报告。

公益健步走活动成功举办

中国期货业协会 11 月 14 日至 22 日组织开展了“中国期货—鲁证杯悦动公益健步走”活动。本次活动通过新媒体组织“线上”健走比赛, 倡导参与者在追求绿色健康生活方式的同时, 践行社会责任, 为公益项目筹集善款。本次活动参与人数达到 175628 人, 鲁证期货作为活动赞助方捐赠善款 10 万元。

期媒投教联盟正式成立

中国期货业协会期媒投教联盟 12 月 3 日正式成立, 首批联盟成员包括上海证券报、证券时报、期货日报、和讯网、金融界、第一财经 (期货周刊)、七禾网、交易之家、扑克投资家。联盟成员将作为支持单位与协会共建互联网投教基地, 成员单位代表也将以协会投资者教育与保护委员会媒体顾问的身份参与工作。

中期协与ISDA签署合作谅解备忘录

中国期货业协会和国际掉期和衍生工具协会 (ISDA) 12 月 4 日在深圳签署合作谅解备忘录。该备忘录为双方的合作关系建立了框架, 有利于增进双方的信息交流和合作, 以促进衍生品市场和双方所代表行业的发展。在该备忘录框架下, 双方管理层将定期进行沟通会晤, 以增进双方的理解、合作及人员交流和培训。



第十一届中国（深圳）国际期货大会

【编者按】

12月3日至5日，由中国期货业协会和深圳市人民政府共同主办的第十一届中国（深圳）国际期货大会在深圳成功召开。本届大会以“跨界·跨境·跨越”为主题，中国证监会副主席李超、深圳市副市长艾学峰出席了12月4日的大会主论坛并致辞，全国人大财经委副主任委员尹中卿、国际掉期与衍生工具协会 (ISDA) 首席执行官 Scott O'Malia 和芝加哥商业交易所集团 (CME Group) 名誉主席 Leo Melamed 发表了主题演讲，境内外证券期货交易所展开了高层对话。

除主论坛外，本届大会还举办了包括衍生品学术论坛、境内交易所专场活动、CIDF 沙龙等在内的十六场活动，以及中国上市公司风险管理论坛、期货行业国际交流与合作论坛、场外衍生品市场论坛、“互联网+”金融创新论坛和期货及衍生品行业信息技术论坛等五个分论坛。

本期“封面文章”梳理了大会主要图文资料，为大家了解会议情况和精神提供参考。

推进期货市场改革创新监管 服务构建开放型经济新体制

■ 文/中国证监会副主席 李超

过去十年来,中国国际期货大会已经逐步发展成为全球性的期货与衍生品行业盛会,在促进期货、现货两个领域共同发展,以及境内、境外两个市场合作交流等方面发挥了日益重要的作用。我谨代表中国证监会对大会的召开表示热烈祝贺!对参加会议的各位嘉宾、各界朋友表示热烈欢迎!

今年以来,世界经济仍在深度调整,复苏面临诸多不确定因素,全球汇率及原油等大宗商品价格剧烈波动。受此影响,国内大宗商品期货指数大幅下跌近

15%,股市和股指期货市场也出现了异常剧烈波动。

在各方共同努力下,中国期货市场总体上继续保持平稳较快发展势头。今年新上市2个商品期货、3个金融期货和1个金融期权品种,全市场期货期权品种总数达到52个。截至今年11月底,期货市场共成交32.4亿手,同比增长49.3%;成交金额为538.7万亿元,同比增长1.3倍。今年上半年,中国商品期货成交量约占全球53.2%,已连续多年居世界前列。目前,期货公司总资产达4600多亿元,净资本达563亿元,净资本对风险资产的覆盖率达12.8%。

2015年,中国证监会在期货市场监管与发展方面着力开展了以下几方面工作:

一是严防市场风险,打击违法违规。积极应对股市和股指期货市场的复杂形势,组织和指导中金所按规则程序综合施策,采取了一系列遏制过度投机的监管措施,同时督促期货公司稳步清理规范期货配资活动。针对部分商品期货品种过度投机的苗头,要求商品期货交易所采取了针对性措施,防范风险于未然。今年前11个月,各期货交易所共查处异常交易4800余次,发现违法违规线索并移送稽查、公安部门21起。查处了甲醇期货1501合约、胶合板期货1502合约等市场操纵案。

二是完善监管规则,推进法制建设。借鉴国际市场程序化交易监管经验,研究制定《证券期货市场程序化交易管理办法》,并指导期货交易所制定配套实施细则。针对股指期货交易中暴露出来的问题,我们按照“趋利避害、循序渐进、完善规则、加强监管”的原则,正在研究起草专门规范期货交易行为的管理办法。联



合全国人大财经委开展中国期货市场在经济影响专项课题研究,配合推进《期货法》立法进程。

三是积极稳妥推进市场创新。协调推动财政部、国税总局、人民银行、海关总署、外汇管理局等部委先后出台了原油期货相关配套政策,原油期货上市准备工作正在推进之中。同时,加强协调沟通,扎实推进农产品期权试点的准备工作。稳步推进“期货+保险”及“粮食银行”等试点创新,服务农业现代化发展。强化期货公司中介服务定位,提升其创新服务能力。

四是深化期货市场功能发挥。经过20多年的发展,中国期货市场与中国经济和实体产业的联系和融合日益加深。在有色金属、油脂油料等领域,期货市场在稳健企业经营、改善产业链运行机制、服务国家产业政策和宏观经济管理等方面的积极作用逐步显现。一些较为成熟的品种,如铜、铁矿石、PTA等期货价格,已经成为国内外贸易的重要定价参考,国际影响力正在日益增强。

取得这些进步的同时,我们也清醒地认识到,与国际成熟市场相比、与实体经济的发展要求相比,我国期货市场在产品结构、市场结构、投资者结构和市场交易制度、系统性风险防范等方面还有较大差距。

随着“一带一路”建设的推进,未来中国与沿线国家在原材料、大宗商品现货贸易和期货市场方面的合作空间巨大。几天前IMF刚刚宣布将人民币加入SDR货币篮子,人民币国际化和中国金融市场的稳步开放将面临新的局面和要求。这些都对中国发展国际化的期货市场,为全球大宗商品贸易、货币和金融资产交易等提供更加丰富的定价工具和套期保值服务提出了迫切需求。

本届大会的主题是“跨境·跨界·跨越”。我们希望来自境内外的各位嘉宾、各位专家围绕期货市场的健康发展加强交流合作,分享智慧成果。

按照十八届五中全会提出的“创新、协调、绿色、开放、共享”的五大发展理念,中国证监会将继续坚持“稳定市场、修复市场、建设市场”的指导思想,扎实

推进期货市场改革创新监管各项工作,努力建设一个开放、包容、竞争、合作的期货衍生品市场,更好地服务于构建开放型经济新体制。

一是积极稳妥推进创新,更好地服务于实体经济发展。商品期货方面,结合现货市场的变化,不断完善规则制度,确保原油期货顺利推出和平稳运行。积极推进农产品期权试点工作。研究发展碳排放权期货。此次股市异常波动,各方对股指期货争论比较多,希望市场各方加强对股指期货功能作用的研究评估,以利于更加理性、客观地看待股指期货的作用,遏制过度投机,发挥好股指期货管理风险、价格发现的正常功能。

二是推进市场各方归位尽责,维护市场秩序稳定。期货交易所要进一步完善一线监管机制,加强监管异常交易、实控账户等,切实抓好风险控制和维护市场“三公”。期货经营机构要勤勉尽责,要“了解你的客户”,维护交易合规性,严格落实开户实名制及投资者适当性制度。投资者也要认真履行如实承诺及报告义务,依法合规参与交易。同时,监管部门也要加快监管转型,回归监管本位,健全符合我国国情和国际标准的监管规则,加大监管执法力度,维护投资者合法权益。

三是促进期货市场功能深化和研究宣传工作。期货市场应切实改变“重交易量,轻功能发挥”和“过度投机”的状况,深化期货品种功能评估工作,完善相关评估激励制度,为企业套期保值和风险管理提供更加便捷的服务。同时,期货市场作为风险管理的专业、小众市场,其服务实体经济具有隐性、间接性的特点,市场各方要加强对期货市场服务实体经济机制及典型案例的研究总结与宣传推广,争取社会各方对期货市场更多的理解和支持,积极营造良好的外部发展环境。

四是积极推进期货市场对外开放与合作。中国经济的转型发展和进一步改革开放,对期货市场建设提出了更高要求。我们不仅要学习、借鉴国际同行在产品创新方面的成熟经验,也要借鉴他们在市场监管方面好的做法,努力打造更加健康、有序、开放的期货市场。

(本文根据作者演讲记录整理,略有删改,未经本人审阅)

完善金融业生态环境 推进金融与实体良性互动

■ 文/深圳市人民政府副市长 艾学峰

期货市场立足于服务产业、服务企业，是金融服务实体经济的重要通道。党的十八届五中全会和我国“十三五”规划建议提出，加快扩大资本市场双向开放，积极培育公开透明、健康发展的资本市场。新“国九条”明确要求推进期货市场建设，提升证券期货服务业竞争力，为我国期货市场发展和对外开放指明了方向。

作为国内层次最高、规模最大、影响最广的期货业年度盛会，本届大会以“跨境·跨界·跨越”为主题，汇聚中外期货业界精英、专家学者，聚焦全球期货及

衍生品市场发展新趋势，探讨期货市场新产品、新工具、新业务，对于推动我国期货市场改革创新，加快完善多层次资本市场体系，促进经济提质、增效、升级，具有十分重要的意义。

作为全国的经济中心城市和重要的金融中心城市，深圳经济特区始终把金融业放在促进经济发展的重要战略位置，着力完善金融业的生态环境，依托前海深港现代服务业合作区，加快发展跨境金融、民营金融、互联网金融，推进金融与实体经济的良性互动、共生发展。

近年来，深圳期货市场发展迅速，截至今年10月底，深圳辖区13家期货公司资产总额近680亿，占全国的14.79%；A类以上公司数约占全国的1/9，成为我国期货市场比较发达的区域市场之一；辖区期货投资者结构发生了质的变化，产业客户和机构客户占比显著增加，权益占比已经达到70%左右；辖区期货市场运行质量和服务能力得到了进一步提升。

当前，深圳经济特区正按照习近平总书记对深圳工作的重要批示要求，以“四个全面”战略布局为统领，坚持贯彻落实党的十八届五中全会精神，以“创新、协调、绿色、开放、共享”发展理念为指引，全面落实国家“一带一路”战略，加快打造海上丝绸之路枢纽城市。

深圳将围绕加快建设现代化、国际化、创新型城市的目标，进一步推动金融改革、开放、创新，积极争取更多的期货产品创新、服务创新在深圳先行先试，为深圳期货业开放发展、创新发展做出更多努力。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



推进期货及衍生品法治化 服务实体经济健康发展

■ 文/全国人大财经委副主任委员 尹中卿

近一年来，我国期货市场在创新业务模式、提升服务实体经济能力、推进对外开放等方面取得了显著进展。与此同时，我们也遇到了重大挫折和挑战。从去年底开始，股市步步走高，再到今年3月至5月间不可思议地疯涨，尔后是6、7月份断崖式急剧下跌，差一点酿成股灾并引发系统性风险。

股市大起大落、暴涨暴跌的异常波动牵连到股指期货市场运作，关于期货及衍生品市场功能、风险防范和制度设计的讨论因此进入大众视野，成为

公众关注和评价的对象。

目前，股市异常波动虽已基本结束，对其原因分析却众说纷纭。有人认为是场外配资、程序化交易、股指期货助涨助跌，也有人认为是融资融券、银行理财、信托资金助纣为虐；有人认为是外敌入侵，也有人认为是内奸作乱。不一而足。这些现象、变化都对期货业和期货市场造成了很大影响。

一是引发社会大众热议。与其他金融行业和金融市场相比，期货及衍生品市场可以说是一个相对小众的市场，参与主体更多是专业机构和专业投资者，能接触和熟悉期货及衍生品市场的群体相对有限。今年下半年，期货市场一下子变成百姓关注的热点。大家从很多途径了解到期货及衍生品在股市异常波动中的是是非非，还有大量观点各异的分析文章。社会关注本身起到宣传、普及和推广作用，有利于帮助大众了解期货、期货业、期货市场的功能和特点。

二是促使期货业和监管当局思考。在股票市场出现异常波动的情况下，各方容易对期货及衍生品市场产生怀疑甚至误解。对于期货业界和期货监管当局而言，就有必要对期货及衍生品市场发展和创新问题进行深入研究。我国期货市场经过20多年发展，需要对过去进行总结，对未来进行研判。

今年上半年，全国人大财经委与证监会一起围绕“中国期货市场经济的影响”开展课题研究，就是要全面回顾和总结期货市场在经济运行、产业发展、企业经营中起到的作用，以及存在的不足，为期货立法



以及市场创新发展提供参考。近期股市的异常波动，为这项研究提供了现成的素材。我们将把课题研究成果补充到期货市场法治框架范围内，进一步推动期货市场法治化进程。

三是拖累期货立法。近两年来，我们一直在进行《期货法（草案）》起草和修改工作，在座许多同志为期货立法工作倾注了大量心血。在今年3月人代会上，我们曾经宣布争取在年底完成《证券法》修改工作，相隔半年同步将《期货法（草案）》提请全国人大常委会审议。遗憾的是，今年4月《证券法（修订草案）》一审之后就被放了下来，迄今没有再次审议，这直接影响了《期货法（草案）》的审议安排。

期货立法是关乎国家金融市场发展的大事。尽管目前我国期货及衍生品市场面临一些调整压力，但我们仍会坚定不移地继续推进期货立法工作，同时也会以更加审慎的态度总结这次股市异常波动的经验教训，从理论层面对期货及衍生品市场进行研究讨论，把《期货法（草案）》修改好、完善好，争取早日提请全国人大常委会审议。

第一，在期货立法中我们将更加重视促进期货服务实体经济发展，维护国家经济战略全局。

服务实体经济是金融业的职责和使命，当然也是期货业的职责和使命。国内外正反两方面的经验教训表明，实体经济发展离不开金融支持，而金融发展也与金融行业和金融市场充分发挥服务实体经济作用、不断提高服务实体经济效率密不可分。

改革开放以来，我国金融业和金融市场包括期货业和期货市场逐步发展壮大，在优化社会资源配置方面发挥了不可替代的作用。作为经济大国，目前金融包括期货还不能完全满足实体经济的要求，需要大力发展。然而，金融也不能过度自我循环发展，与实体经济渐行渐远甚至凌驾于产业发展之上。

当然，只要金融存在，就必然存在金融投机，期货业本身就依靠投机滋润，期货市场也为投机打开方便之门。如果金融投机交易过度膨胀，同实体经济、

实业部门和产业资本的成长脱离越来越远，便会造成金融市场自我循环，期货市场虚假繁荣，形成泡沫经济。近年来，有的企业家放弃产业，退出实业，搞起了资本运营、资产管理和虚拟经济，资金脱实向虚加剧，一些地方和行业出现了实体经济空心化的苗头或趋势。在流动性总量偏大的同时，股市剧烈震荡，金融风险积聚蔓延。对此如果不加以重视，很有可能对我国实体经济健康发展造成冲击。

过去20年时间里，我国期货市场在服务实体经济方面取得很大进步。在已经上市的40多个品种中，每一个商品期货品种背后都立着一个实体产业。上市期货产品在期货合约标的、交割制度设计中体现国家产业政策导向，有利于淘汰落后产能，促进产业升级。目前，我国正处于经济转型关键时期，农产品、煤炭、钢铁、水泥、玻璃、塑料、铜铝冶炼等产业进入下行通道，制造业采购经理人指数连续44个月负增长。在此背景下，充分发挥期货市场价格发现和套期保值功能，有利于引导现货价格规范化，帮助实体产业和企业客户抵御价格大幅波动带来的风险，改进库存管理和生产经营，不断增强自身的比较优势和竞争力。

中国经济的脊梁是实体经济，大量从事实体生产经营的各类企业对期货价格发现、套期保值、风险管理有着巨大需求。促进期货业和期货市场服务实体经济，支持实体经济发展，促进产业调整和转型升级，一直是期货立法的根本着眼点。我们要以制定《期货法》为契机，正确认识和处理实体经济与虚拟经济之间的关系，大力支持和鼓励各类经济实体参与期货市场，吸引全社会的沉淀资本通过期货、期权、金融衍生品工具，实现社会资源优化配置和重组，满足实体经济发展需要，提高实体经济运作效率。

第二，在期货立法中我们将更加重视统筹场内场外期货市场，维护金融市场完整性。

在期货立法中，我们一直围绕《期货法》调整范围进行讨论。现行《期货交易管理条例》主要规范场内期货合约，对场外期货及衍生品没有规定。制定《期

货法》遇到的难题是，场外期货及衍生品是否应该纳入法律调整范围？

长期以来，我国采取分业监管框架。然而，随着混业经营的发展，期货及衍生品的服务提供机构不仅在银行、券商、期货公司等传统金融机构中慢慢发展，还在一些实体企业和投资公司中生根发芽。由于场外衍生品灵活性和市场参与主体多元化，最早被官方承认且监管较为完善的是银行业的场外衍生品业务。

1988年，国家外汇管理局发布《金融机构代客户办理即期和远期外汇买卖管理规定》，最早开始规范场外衍生品制度；2004年，银监会发布《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，对银行业场外衍生品进行具体规范，并相继建立了场外衍生品交易的财务准则和审计准则；2012年，保监会发布《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》，进一步明确了保险业机构参与场外衍生品市场的具体要求。

令人遗憾的是，目前包括证券、期货、基金在内的其他金融机构并没有关于场外衍生品的相应法规规章进行监管，而多由行业协会通过自律规则的方式进行引导规范。对于非金融机构参与场外衍生品市场的部分，则基本属于法治空白。

这种状况不仅反映了场内期货市场的封闭性、规律性与场外衍生品市场开放性、灵活性之间的个性差异，而且也暴露出单一的场内期货市场监管机构和多种场外衍生品市场参与主体涉及的监管机构的矛盾。由于场外衍生品市场规模庞大且透明度低，容易滋生风险隐患，目前监管主体不明确、规则标准各异、规章制度过于零散、监管层级效力不高的现状，人为割裂了两个市场在基因构造和功能发挥上的天然联系，迫切需要通过期货立法为场内场外期货及衍生品提供统一的法律制度安排。

目前，混业经营已经成为我国金融机构发展的基本趋势。由于场内和场外市场的相似性，很多场内期货市场适用的法律关系、监管逻辑同样可借鉴于场外市场，按照基本相同的法律原则调整，适用同一部法律进行规范。在期货立法中，我们必须按照党的十八届

五中全会提出的“改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架”要求，重新审视法律调整范围，统筹场内场外期货及衍生品市场协调发展，将场外衍生品纳入《期货法》。这样做不仅符合金融危机后国际市场和监管的趋势，有效促进我国从制度层面跟上国际监管的步伐，也有利于为场外衍生品市场的发展提供统一的法律制度保障，消除市场分割格局，为期货及衍生品市场营造公开、公平、公正的法治化环境。

第三，在期货立法中我们将更加重视统筹国内国际期货市场，维护开放型经济体制。

经过快速发展，我国商品期货市场交易量已经连续多年位居全球首位。2014年，全国期货市场累计成交量超过25亿手，累计成交额超过290万亿元。今年前10个月，全国期货市场累计成交量超过29亿手，累计成交额超过520万亿元，创历史新高。然而，长期以来我国期货市场处于相对封闭状态，缺乏境外投资者，在全球市场缺乏相应的影响力。

在经济全球化条件下，期货市场本质上是国际化市场，国际市场大宗商品价格通常是由期货市场形成的价格决定的。2010年，我国经济总量超过日本位居全球第二；2013年，我国贸易总额超过美国位居全球第一。目前，我国已经成为许多大宗商品全球最大的生产国、消费国、贸易国。煤炭、稀土、有色金属、钢铁、水泥、玻璃等多种矿产品和制成品产量居全球第一，大豆、铁矿石、原油、天然橡胶等基本原材料外贸依存度分别超过80%、60%、60%和50%。但是，我国对于上述大宗商品还普遍缺乏定价权，在国际大宗商品贸易中处于不利地位。

对外开放是提高期货市场核心竞争力和国际影响力的必由之路。随着全球经济格局的持续调整变化，我国经济的全球影响力持续加大。近两年来我国积极推动“一带一路”战略和人民币国际化，展现了主动对外开放的积极姿态。实施“一带一路”需要大量的基础设施投资，势必带动对大宗商品的大量需求。通过发展期货及衍生品市场争取国际大宗商品定价权，有



利于增强“一带一路”战略实施的效果。人民币国际化实际上是跨国界发挥人民币的结算功能、储备功能和计价功能。近年来，人民币作为结算货币在跨境贸易中稳步增长，人民币加入 SDR 货币篮子也极大增强了储备货币功能。通过发展期货及衍生品市场，有助于提升人民币的国际地位，在新的国际环境下争取赢得一些大宗商品定价权。

目前，国内首个国际化期货品种——原油期货的各项制度趋于完善，有望于近期上市。铁矿石期货国际化工作进展顺利，初步运作方案也已基本完成。同时，期货经营机构双向流动稳步推进，大量境内金融机构和实体企业也通过外盘参与境外场内场外衍生品市场交易。现行《期货交易管理条例》缺乏期货市场对外开放的制度安排，需要在《期货法》中得到回应。同时，市场开放带来的参与主体安全保障、市场互联互通、跨境监管协助等问题，也需要在《期货法》框架内明确安排。

第四，在期货立法中我们将更加重视防范期货市场系统性风险，维护国家金融安全。

期货市场作为市场经济的重要组成部分，对标的资产相关行业的风险管理发挥着重要功能。我们建立和发展期货市场的初衷，就是为实体经济运用对冲或套期保值规避风险、管理风险。正因为期货市场具有流动性高和交易成本低的特点，同时采用杠杆交易，利用期货及衍生品市场进行风险管理，与保险等传统风险管理手段相比，具有更高的准确性和实效性。正因为有了风险管理手段，资本市场的融资功能和效率才能不断提升。在市场发达的经济体，几乎每一个成熟和有深度的资本市场都有一个高效发达的期货及衍生品市场与之相匹配。

然而，由于期货市场自身庞大的交易体量，以及机构风险管理能力的限制，如果因价格异常偏离、操作管理不当、违约出现问题，使得风险短时间内急剧累积，

最终也有可能引发大规模的系统性风险。期货及衍生品作为风险转移的工具，在管理风险的同时，也会因使用不当而触发市场风险。正因为如此，目前，社会上普遍存在误解，认为金融期货和期权会对现货市场带来负面影响。

随着国际形势变化和我国经济下行压力加大，金融风险明显上升。让实体企业了解并参与期货市场，通过期货市场的功能有效规避风险，为实体企业进行风险管理，已经成为“新常态”下期货金融机构非常重要的一个使命。前一段时间股市异常波动后，监管部门和交易所研究了熔断机制。这些措施应当如何根据期货市场和标的物对应现货市场发展的状况进行评估和调整，包括责任主体和具体实施方式，以及与其他风险控制措施的兼容性，都必须经过充分的论证，并融入到包括《期货法》在内的法律法规制度范围内。

从法律角度看，期货市场的本源是合约交易，期货市场交易的是具有法律约束力的契约、合同，这是期货市场区别于普通商品市场，以及其他金融市场的核心因素。在期货市场运作过程中，由于跨期性、杠杆性、灵活性和复杂性等特征，以及市场监管及风险防范的需要，形成了一些特定的程序和规则，其中一些比较成熟的做法，应当在《期货法》中予以确认。例如，可以考虑将《期货交易管理条例》中“为期货交易提供集中履约担保”上升为中央对手方制度，并按照国际证监会组织的要求在法律层面予以相应的制度安排，防范中央对手方机构潜在的风险积聚。同时，对市场运行中与现行基础民商事法律存在矛盾的制度，也应当在法律层面予以支持。

目前，由国内相关行业自律组织设计的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》以及《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议》都已明确采用“单一协议”、“净额支付”、“提前终止净额结算”等原则，这些原则一定程度上借鉴了ISDA主协议的设计，有利于降低信用风险，提高交易效率，并与成熟市场的行业惯例接轨。但目前它们与现行的《合同法》、《物权法》、

《担保法》、《破产法》存在冲突，需要通过制定《期货法》在法律框架内予以确认。

第五，在期货立法中我们将更加重视健全交易者保护制度，维护金融消费者权益。

期货市场的跨期性决定了期货市场是一个信用交易的市场，其中，对交易者来说，风险主要体现在高杠杆、信息不对称、违约风险等方面。随着我国期货市场改革发展不断深化，期货及衍生品日趋丰富，在为期货交易者带来便利的同时，也存在提供产品与服务的行为不规范，纠纷频发，期货交易者权益保护意识不强、识别风险能力亟待提高等问题。由于信息不对称，缺乏对等话语权，期货交易者特别是中小投资者在期货市场处于弱势，权益很容易被侵犯。

期货交易者期货市场的重要参与者，也是期货业持续健康发展的推动者。我国期货立法历来注重交易者保护，但对于交易者保护的制度散落于不同的法规、规范性文件和司法解释中，体系零乱且不够完备。在制定期货法过程中，我们特别重视从交易者适当性、交易、结算、纠纷调解等方面做好顶层设计，不断完善期货交易者维权相应制度安排，构建公平、公正的市场环境，建立期货交易者适当性制度，规范期货交易场所、期货经营机构、期货服务机构提供金融产品和服务的行为，统一监管体制，完善监管执法制度，强化对销售环节合规监管和市场行为监管，完善风险提示和信息披露机制，建立多元化纠纷解决机制，加大对非法期货活动的惩处力度，保障期货交易者知情权、自主选择权、风险提示权、公平交易权、依法求偿权、财产安全权、信息安全权，加强对交易者特别是中小交易者合法权益的保护。

全面推进期货市场法治建设是一项长期任务和系统性工程。我们将立足国情，认真借鉴境外成熟市场经验，加强顶层设计，尽快完成《期货法（草案）》修改完善工作，审慎评估和把握法律出台时机。希望在座的各位为期货市场法治化继续建言献策。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

全球衍生品市场监管改革及其影响

■ 文/国际掉期与衍生工具协会（ISDA）首席执行官 Scott O'Malia

很荣幸有机会在中国国际期货大会上发言。今天的大会高朋满座，既表明了大会备受国际重视，也反映了中国衍生产品市场的重要性日益提高。

随着中国金融市场持续开放及人民币国际化，加上全球市场趋于波动，衍生产品逐渐被中国企业视为管理风险的有效工具。无论是通过掉期、远期、期权对冲外汇风险的国内外企业，还是通过指数期货和期权对冲股票投资的投资者，或是在利率下降时通过利率掉期管理风险的公司，都让过去几年中国衍生品市

场得到了长足的增长与发展，预计未来的发展势头将持续。

这正是国际掉期与衍生品工具协会（ISDA）乐于与中国期货业协会（CFA）签订合作谅解备忘录的原因，签署仪式将于上午稍后时间举行。备忘录将为双方建立分享最佳实践和专业知识的的基础，我相信这将为我们各自的会员及我们所代表的市场带来莫大裨益。我十分期待日后与中国期货业协会的紧密合作，我们将预见全球衍生品市场的快速发展和变化。

今天，我将集中阐述催生变化的一个主要因素，这就是全球衍生品的监管改革。具体而言，我会首先介绍市场出现了哪些变化，他们对全球市场又有什么影响。然后，我将谈谈这些变化对中国及亚洲市场意味着什么。

全球衍生品监管改革回顾

首先，让我们回顾有哪些监管改革。早在2009年9月金融危机结束后，G20国家便同意改革衍生品市场的多个主要领域。他们提出：标准化衍生品应通过中央清算所清算；在合适情况下，标准化合约应在交易所或电子交易平台上进行交易；所有衍生品交易均应上报交易信息储存库；未经中央清算所清算的衍生品要遵守更高的资本金规定。G20国家领导人后来还决定未经中央清算所清算的衍生产品须受保证金约束的规定。

各国以G20国家的誓约来履行这些协议，这就是各国监管机构“承诺在国际及本国的层面上采取行动，



共同提高标准，确保国内机构统一执行全球标准，从而建立一个公平的市场，避免产生市场分化、保护主义及监管套利”。

美国是首批制定具体法例的国家之一。在 G20 国家发表承诺后仅 10 个月，即 2010 年 7 月，美国就通过了《多德弗兰克法案》(Dodd-Frank Act)。我们要知道，许多改革都是必须的。我曾是美国商品期货交易委员会 (CFTC) 专员，该委员会是美国的监管机构，负责制定执行《多德弗兰克法案》的相关法例。我和其他专员都十分清楚，改变势在必行。

让我用数据来说明一下。雷曼倒闭后，没有人知道哪些机构持有雷曼的未平仓合约和所涉及的风险总额。此后，情况有了巨大改善。在美国，CFTC 要求其监管的所有场外衍生交易均须上报交易数据储存库，以便监管机构审查交易活动。此外，银行为遵循分期执行的新的审慎监管要求，大幅提高资本金、流动性及杠杆比率。

目前，约 81% 的利率衍生产品及信用违约掉期指

数的日均成交量是经中央清算所清算的；约 58% 的利率衍生产品及 73% 的信用违约掉期指数的成交量是在掉期交易执行设施，即 SEF 进行交易的。与此同时，美国银行监管机构最近已颁布最终的保证金法例，市场预期 CFTC 于年底前也会颁布同类法例。

其他司法管辖区也取得了重大进展。大多数金融中心已实施衍生产品交易报告法例，中国也包括在内。另外，中国、印度、日本及韩国已实施强制性清算，澳大利亚、欧盟、香港及新加坡等国家和地区预计将于 2016 年紧随其后，推行强制性清算规定。全球各大银行正分期推行《巴塞尔协议 III》规定下的资本金、流动性及杠杆标准。

此外，预计若干司法管辖区即将颁布未经中央清算所清算的衍生品保证金的最终法例。美国、欧盟及日本已于 2014 年公布初步草案，加拿大及新加坡则于 10 月份发布建议法例。迄今为止，只有美国银行监管机构颁布了最终法例，而距离 2016 年 9 月的执行日期，准备时间已经不多。

改革对全球市场的影响

让我们再来看看刚才我提到的 G20 国家誓约，即有关改革旨在建立一个公平市场，避免市场分化。不幸的是，我们现在看到的是全球衍生品市场趋于市场分化的状况。从美国立法及实施法例的速度来看，监管机构之间没有充足时间协调统一全球法例。显然，不单美国有这样的问題，许多其他监管机构都只首先关注本国的金融市场。



虽然《多德弗兰克法案》先行出台，却与其他国家推出法例的时间和实际内容有所分歧，因而形成了一些挑战。目前看来，大多数困难出现在美国与欧洲之间。然而，随着其他司法管辖区，尤其当亚太地区国家和地区陆续实施自己的法例时，就难免在交易、清算及报告的规定上产生明显差异。

更大的问题是，许多国家的法例均具有域外效力，导致某些境外交易对手方和交易不得不符合两套规定：一套是本土司法管辖区的要求，另一套是第三国监管机构的法例。这有何重要？原因之一是衍生产品市场一直是一个全球性市场。过去，最终用户一直能够进入和运用这个全球性市场所提供的流动性。现在，衍生品用户因为面对互有抵触的跨境法例，既要负担高昂的交易成本，又要解决这些法规所引起的复杂性。这些用户正退回本土市场，造成各地区之间流动性的分化。

例如，《多德弗兰克法案》要求美国人及美国机构通过在 CFTC 注册的衍生品清算机构（Derivatives Clearing Organizations, DCO）来清算需强制性清算的衍生品。而海外的中央清算所可向 CFTC 申请豁免注册，只要他们的本土法规与美国法例相似。如选择注册成为衍生品清算机构，即表示该中央清算所须遵守 CFTC 对清算所的规定及其本土司法管辖区的法例，然而两者可能不尽相同。

目前，仅新加坡的新交所获准注册成为衍生品清算机构。日本证券结算公司于 2014 年提出注册申请，但后来又申请豁免注册，并于 10 月获得批准。此外，香港场外结算有限公司亦申请豁免注册，澳大利亚证券交易所及韩国交易所已获准成为豁免清算机构。

通过这种不太繁复的方法，获豁免注册的清算所可清算美国清算所成员的自营交易。但他们无法为美国清算所成员的客户进行清算，这意味着大多数美国人或美国机构无法在亚洲的中央清算所进行清算。

欧盟实施的等效性法例也为市场带来不确定性。现在，非欧盟中央清算所需向欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority）申请认

可，一经申请将启动等效性的判定程序。首先，欧洲证券和市场管理局会就第三国法例的等效性提供技术性意见，然后由欧盟委员会进行裁决。最后，由欧洲证券和市场管理局再考虑是否向提交申请的中央清算所授予认可。

过程可真复杂，不是吗？

如本土中央清算所不申请认可，就会出现为题。根据《欧盟资本金要求条例》（EU Capital Requirements Regulation），这些未获认可的清算所会被列为不合格的中央清算所，这意味着欧盟银行及投资机构会因在这些清算所清算持仓，而须遵守惩罚性资本金规定。当欧盟推出清算规定后，欧盟的机构将无法通过这些未获认可的中央清算所清算须按欧盟规定清算的衍生品。

ISDA 一直提倡改变这种程序。具体而言，我们已建议，欧盟委员会应考虑对尚未申请欧洲证券和市场管理局认可，但正在遵守支付和市场基础设施委员会及国际证券委员会组织联合颁布的《金融市场基础设施准则》（CPMI-IOSCO Principles for Financial Market Infrastructure）的中央清算所所在的司法管辖区准予等效性决议。这些司法管辖区包括中国、俄罗斯及土耳其。此举十分重要，如果没有此等效性决议，欧盟的机构如要在这些国家开展业务，则不得不遵守严格的资本金要求，这可能会限制他们在这些市场的交易量。

即将推行的未经清算衍生品保证金法例，也会增加跨境交易的复杂性。如我之前所说，目前美国、欧盟、日本、新加坡及加拿大的监管机构均已推出草案，但仅美国银行监管机构颁布了最终规定。有关规定将自 2016 年 9 月起分期推行。

根据 CFTC 提出的草案，若一家美国银行的海外关联机构的财务报表并入其在美国的母公司，则该机构即使并无美国公司担保，也须遵守美国规例。比起其他美国法例，例如在清算法例方面，关于保证金的规定有更多的域外权力的问题。因此，这些美国交易商的无担

保外国子公司需对非美国交易对手执行美国保证金的规定，即使这些非美国交易对手所在的司法管辖区尚未执行其保证金规例或者没有执行净额计算的规定。

按理这点应可避免。与交易、清算与报告法例不同，未经清算的衍生品保证金规例是在国际层面上，由巴塞尔委员会和国际证券委员会组织协定的。尽管如此，各国草案依然各不相同。这些差异包括提交保证金水平、合资格担保品和集中度规限及关联公司之间交易处理等。此类问题大大增加了执行有关法例的复杂性。市场参与者需要确保所使用的文件符合各个司法管辖区的特殊规定。这些规定之间的差距越大，法律分析与文件制订就越复杂。

我所讲述的上述问题似乎主要集中在美国与欧洲，但我可以向您保证，他们的影响触及全球。在任何国家，凡是妨碍本土交易对手与外国机构交易，或对外国机构，包括其本土子公司有所限制的法例，均不利于流动性。流动性减少意味着最终用户选择减少，这将增加最终用户妥善管理风险的难度，尤其是当市场陷入恶劣情况的时候。

已有证据显示市场分化正在形成。根据 ISDA 的调查，在 2015 年第二季，有 88.6% 的欧洲交易商同业市场的欧元利率掉期成交量，是在欧洲交易商之间完成的，而 2013 年第三季则为 73.4%。这些交易行为的变化与美国交易执行法例的出台时间相吻合，该法例限制美国人或美国机构在未经注册的掉期执行设施的任何平台上进行交易。大部分这类平台选择不注册，或不遵守 CFTC 豁免所需条件。

这些法例还使非美国机构不愿与美国机构交易必须在这些平台上交易的衍生品，这样他们就不用 CFTC 注册的掉期执行设施上进行交易。

中国如何应对监管改革？

您或许会问，这与中国有何关系？这正是我将在第二部分谈到的问题。

众所周知，中国是 G20 成员国，因此也承诺执行

2009 年形成的改革措施。如我已在演讲中所提到的，中国已稳步推进这些监管改革，包括实施交易报告法例，以及在 2014 年 7 月推出了第一份人民币利率掉期清算规例。中国各大银行也正在实施资本金改革。和许多其他司法管辖区一样，中国尚未公布有关交易平台或未经清算的衍生品保证金的法例草案。

在监管改革开展的同时，国内金融市场自由化和人民币国际化的进程不断提速，包括国家外汇管理局决定自 2014 年 8 月起放松对人民币外汇期权的管制，这让中国企业可以选择更多种类的避险产品。国务院国资委于今年早些时候宣布，无需监管部门批准而可于海外市场买卖商品衍生品的国有企业数目将增加三倍。

随着利率自由化和人民币国际化，我们相信中国的衍生品市场将会迎来显著增长。我们预期，中国企业和金融机构希望更好地管理利率风险、外汇风险和商品风险，从而产生的对冲需求将日益增加。例如，随着进军海外市场的中国公司和在岸投资的国际公司及金融机构的数目不断增加，对冲外汇风险的需求亦会提升。人民币获纳入国际货币基金组织的特别提款权货币篮，亦将提高外国公司的人民币资产配置。

随着中国衍生品市场的发展，中国在许多方面已做出充足准备。与许多西方司法管辖区不同，中国无需处理旧日遗留下来的系统，可以从头开始建设大部分基础设施，这些工作一直进展迅速。

同样重要的是，中国必须为支持衍生品市场的发展打下坚实基础，其中包括建立完善的法律体制和基础设施。尤其是，我们相信在每个司法管辖区，包括中国，净额结算的认可是至关重要的，这样银行才可以降低相互的信贷风险。如果没有净额结算的认可，银行将面对更高的资本金要求，衍生品业务的经济可行性就会降低，而交易对手违约对金融体系造成的破坏将更大。我们相信中国如能推出认可净额结算的法例，将会为金融机构提供更多的确定性，鼓励更多的参与。^[15]

(本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

美国衍生品市场发展对经济的影响

■ 文/芝加哥商业交易所集团（CME Group）名誉主席 Leo Melamed

过去一个世纪里，计算机技术已经把人类从广阔、浩瀚的尺度带到非常微观的尺度，这对我们理解衍生品市场的发展很有意义。上世纪初，爱因斯坦提出“广义相对论”，经过一个世纪不断发展，我们将科学带到微观的量子物理学。我们掌握了制造晶体管的能力，而晶体管让我们制造出个人电脑以及各种各样的电子产品，使得我们每天的生活获得改观。

不仅是物理学，生物学也经历了从宏观尺度到微观尺度的转变——从细胞到DNA，使得人类能进一步了解

遗传疾病和免疫系统，让我们找到各种治疗人类疾病的药物和方法。

同样，在金融科学领域，我们将电脑技术用于投资策略。这个演变也是从宏观转向微观，相似度惊人。因为随着计算机科学的发展，最复杂的风险管理架构都可以在微观上分解成独立的构件。换言之，我们是如何创造出金融衍生品的呢？就像找到量子物理学和分子生物学一样，我们通过技术手段使得投资科学发掘到金融风险的微观基本构造。根据这个微观构造，金融工程师就可以重新分解、包装各种风险和报酬，从而进行风险回报配置，以不同的风险回报配置来满足不同投资者的投资偏好。所以，金融期货的发明是巨大的成功。

衍生工具不可或缺

1972年，国际货币市场诞生以来，金融工具的演变给我们带来了风险管理的重大进展。简单的说，期货市场可以有效地把风险调配给那些需要风险保障的人，以及那些有能力承担额外风险的人。一开始，有人认为期货市场是一个糟糕的产物，说期货市场不就是一个赌场吗？但大量学术研究、政府课题研究的结论都与此相反。期货和期权在管理复杂商业风险中具有不可否认的巨大价值。过去四十年中，金融期货在全球资本市场中得到了巨大发展。全世界都在积极接受金融期货，除了美国以外，还有很多发达金融市场，包括澳大利亚、巴西、法国、德国、印度、日本、韩国、墨西哥、新加坡、英国，当然，还有中国。

这个事实对于中国来说是极其重要的，中国在与世界资本市场相互竞争的时候，必须关注这一点。诺贝尔



经济学奖得主莫顿·米勒让我把这段话带给大家，他说：“我们所看到的衍生品交易量的巨大增长，实际上给我们带来了相当可观的交易成本的节省。”使用金融衍生品执行金融策略的成本，可能只是现货市场成本的10%到12%。如果知道期货能带来这么可观的成本节省，我们绝对不可能走回头路，衍生工具必然是全球主流金融体系中不可或缺的一部分。

这些金融工具也被广泛使用，世界上规模最大、最先进、最精明的金融机构，包括国内银行、国际银行、养老金、投资基金、互惠基金、对冲基金、能源供应商、资产负债管理者、抵押贷款公司、掉期交易商以及保险公司都在使用。在不同环境中，不管经济起伏，衍生工具成交量都在不断上升，这正表明其能给我们管理风险带来重大价值。83%的公司会用衍生工具来管理外汇风险，76%的公司会用衍生工具对冲利率风险，56%的公司会用衍生工具来防范大宗商品价格风险，34%的公司会用衍生工具来对冲股票证券市场风险。

中国应进一步发展期货市场

上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所都经过了相应重组，然后进行特定品种的商品交易。直至2010年，中国才算进入金融期货时代，中国金融期货交易所推出沪深300股指期货。上述四家中国期货交易所虽然获得了巨大成功，但同时也面临着各种挑战和困难。因为他们主要还是服务国内交易者，很难有国际投资者参与。

我经常对此表达意见，中国必须对国际投资者更加开放，因为中国是世界上最大的基础商品进口国，其期货市场应该在国际商品市场中发挥更大的价格发现的作用，但中国的期货市场却不拥有这样的话语权。我曾经警告，如果中国期货市场还是这样限制跨境交易，那么中国经济的真正价值就不能得到全面体现。

直到今天我还是坚持我的想法，如果对国际参与者开放本国市场，中国就可以进一步促进本国期货市场的发展，期货市场的流动性和价格发现功能均能得到提升，从而给中国的实体经济带来真正的效益。无论是在公开场合还是在私下场合我都提到过，中金所80%的交易量

来自散户，而且主要是投机盘。80%的投机盘对于期货市场来说并不是有利的数据。中金所当然也非常关注市场的波动性。很多人认为股指期货是股市波动的主要原因之一，但我并不认为是这样。期货指数永远都是一个先行指数，他们最早发出预警，而且期货市场也有“消化”信息的责任，不管是好信息还是坏信息，他们都要忠诚地反映出来。期货市场的结构、透明度、产品覆盖、效率等都使得期货市场是最早对各种信息做出反应的地方。

现货市场对信息的反应比较缓慢，似乎期货总是引领现货，有人说问题就出在期货上，其实并不是这样。期货市场就像消防员，一旦闻到什么风吹草动，就要出动；像医生，病人有什么风吹草动，就展开治疗。现实中，首先发出警报的人总是受到责难。以前，送坏消息的信使让皇帝不高兴，往往被拉出去砍头。这是自古以来的习惯，如果期货市场不能正常发挥功能，或是受到强有力的政策干预，我们的消防员就不能及时救火，医生也不能及时拯救病人。就像把病人的温度计扔掉，你不知道病人发烧多少度，你就不能有效地治疗这个病人。

如果失去了这样的功能，中国就不会有高流动性的资本市场，人民币成为国际储备货币也会有一定困难。人民币加入SDR真的是里程碑事件，但是中国要从期货市场开始进行改革，这样才能增强资本市场流动性，资产流动性强了，人民币才能真正能成为国际货币。

实际上，我的观点是和清华大学研究报告一致的。中国人民银行前副行长吴晓灵和国务院研究中心前副主任李剑阁主导的这项研究，最后得出的结论和我的观点不谋而合，这就是股指期货不是造成股市大跌的原因，相反股指期货是辅助股票市场健康发展的工具之一。股指期货是一个利好的工具，而不是导致股市下跌的原因。

清华大学报告和我提出的观点有相同之处。

第一，要加强机构投资者对期货的认识。广大机构投资者必须更好地了解期货，增强对期货的认识，才能真正让期货为己所用。

第二，要鼓励机构投资者，包括券商、基金、信托等，去运用股指期货的套期保值功能。

第三，要进一步放宽QFII对股指期货的参与。虽说

有了 QFII 以后，可以有一定的外资参与股指期货，但 QFII 有很多限制，还无法向所有海外资金开放，符合 QFII 标准的只是很小一部分外资。

第四，要对投机商设交易与持仓的比例。

第五，要将杠杆率调整到适合的水平，现在中国资本市场利用杠杆好像太容易了。

第六，要加大“走出去”和“引进来”的双边交易。

“股灾”之归因分析及教训

接下来，请允许我再谈一下我的看法。今年股市异常波动之前，中国的股票市场好像成为了投资者眼中的一场必胜的游戏，市场提供了远远高出传统银行年利率的回报率，传统银行年利率大概不到 2%。每个城市的券商网点都涌入了小散户，他们紧盯着屏幕上的交易行情买入股票，大量散户的涌入使得股票市场价值急速膨胀。

去年夏天时，中国股市就开始发力，几乎是用直线的方式增长，泡沫越来越大。一些中国企业股票的平均市盈率达到 70 倍，而全球平均市盈率是 18.5 倍。因此，对一些公司来说，他们的 A 股市值几乎是 H 股相同股份市值的两倍。不到一年时间，上海证券交易所市值增长了 135%，深圳交易所增长了 150%。这意味着什么？答案已非常显而易见。任何像中国股票市场这样快速上涨到如此程度的市场，必然会经历某种形式的急速下跌。

我们不应该说是中金所导致的股市下跌，不是这样的。考虑到前面的发展过程，中国股市的经历是预料中的结果，而不是突发事件。我们不应该让中金所担负这个责任，很多经济学家也认同这一论点。清华大学报告也做出了同样的论断，清华大学是国内一流大学，也是经过自己的研究以后才提出了这样的观点。

现在这些投资人如果不做出改变的话，就会有非常可怕的事情发生。我就曾经亲身经历过 1987 年的美国股灾，所以我对此深信不疑。

1987 年 10 月 19 日，标准普尔一天暴跌 22%。这一经历和中国股票市场前不久的经历非常相似，所以我认为研究美国怎样应对危机，采取了什么样措施，存在哪些不足，是具有指导意义的。美国曾经有过类似的经

历，会成为非常重要的参考。我们学美国什么呢？我认为 1987 年股灾的教训之一就是当市场的狂热使得贪婪滋生，这一贪婪已取代了原本的理性，也就是你看到火箭式增长的股价远远高于合理价值时，基本上残酷的市场惩罚可以说是即将来临。

1987 年 10 月 19 日，是我毕生难忘的令人震惊的一个交易日。这一天我和美联储主席格林斯潘、经济顾问委员会主席贝利尔、纽约证券交易所主席约翰·费伦，以及有影响力的美国众议员、参议员和其他交易所负责人进行了对话，其中还包括一些非常具有影响力的人物，包括时任美国总统里根。当时我们有一个完全一致的观点，不应该关闭这个市场，不包括必要的修复时间。

为什么我们会有这个共识？我们都明白关闭市场意味着失去了倾听市场声音最重要的工具。就像我刚才打的比方，病人丢掉体温计，并不表示他好了，只是他不愿意了解自己是病了还是好转了。最终分析表明：不关闭市场是保护期货市场价值最重要的决定。

现在中国有一种观点认为，股市异常波动一定是由某一个特定原因引起的。我们看到市场上呈现了很多种现象，人们会觉得一定有某一个原因可以解释这场异常波动，找到这个原因就可以消除它，就可以阻止牛市的消失，通常这种情况下，人们就会把手指指向期货市场。中国的政府监管部门确实应该好好想一下这个问题，是不是真的只有一个因素呢？就好像在整个资本市场中，如果我们把保证金从 5% 提升到 10%，这才是正确的选择，除此之外其他都是错的。

我想跟大家说，期货市场是在世界上其他国家都已证明了的可以起到非常重要作用的市场。我想再强调一次，诺贝尔奖得主莫顿·米勒说，保证金是毁掉期货市场的关键，双方妥协的结果是把保证金提到 10%。

习近平主席说，“使市场在资源配置中起决定性作用”，我相信这是非常明智的决定。我也希望中国资本市场能够按照习主席的指导，真正地把市场交还给市场。中国的前领导人邓小平的“白猫、黑猫”理论同样适用于期货市场。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 I

境外交易所高层论坛：跨境合作

主持人：



中国证监会国际顾问委员会委员 郑学勤

讨论嘉宾：



Edward T. Tilly
芝加哥期权交易所 (CBOE)
首席执行官



Phupinder S. Gill
芝加哥商业交易所集团 (CME
Group) 首席执行官



Michael Peters
欧洲期货交易所 (Eurex) 执行董事



Lee Hodgkinson
泛欧交易所 (EURONEXT) 伦敦首
席执行官及全球市场与销售部总裁



李小加
香港交易所集团 (HKEx) 行政总裁



Chew Sutat
新加坡交易所 (SGX) 执行副总裁

郑学勤：我们每年都要请境外交易所参会，有两个目的：第一，向境外学习成熟经验；第二，我们逐步走向国际化。每次开会，你会发现第二个目的变得越来越重要，特别是人民币加入 SDR 后。怎么融入国际社会，怎么与国际交易所接轨，成为越来越重要的问题。

最近人民币加入 SDR 后，大家对汇率特别感兴趣。我们请芝加哥商业交易所介绍一下，为什么有这么高流动性的现货市场，怎么解释不同市场当中的价格分化，以及如果期货市场价格跟政策价格不同，该怎么解释、怎么应对，应不应该把期货价格压下去？

期货是重要风险管理工具

Phupinder S. Gill：为什么需要一个期货市场？我们需要一个高效的现货市场，必须是一个非常有效的市场。1972 年的汇率市场跟今天的汇率市场不一样，当时是双边交易，需要双方打电话由银行家撮合。当时的交易方式使得这个市场效率更高，更多人进入现货市场。现在虽然汇率市场是最大的交易市场，但流动性并不集中在一个地方，我们其实有好几个平台，包括一些银行都来提供这种汇率交易。每一个平台其实都限制自己的交易者数量和交易者性质，很多小参与者只能在一个平台上进行交易。

期货市场是一个公开参与的市场，具有安全、稳健

的特点，中国也在积极推进。通过盯市来提出保证金要求，这就是期货的特点。如果政策价格要指导期货价格的话，必须有一个机制。从最纯粹的角度来说，政策价格最终会给我们带来一个基差，就是政策价格和市场价格之间的基差，也包括远期价格跟期货价格的基差。这往往是我们之前就已经定义好的。

其实，期货价格已经考虑到这些基差，然后来定义当时的政策价格。市场如果正常运作的话，无论人民币、欧元、美元、日元，总有一个非常重要的特点，就是收敛功能，合约到期时必须有一定的收敛，期货价格一定要在到期时跟现货价格、政策价格收敛，不应该到期后再收敛。

期货的灵活性也是一个很重要的方面。在外汇市场当中，我们可以做现货交易，可以做一个月、两个月、三个月、七天的远期交易。我们可以定义在什么时候交易，可以定义到期日，这取决于我们的使用需求。

郑学勤：人民币加入SDR后，所有企业都面临汇率套保问题。期货已经很活跃了，解决了有效性、灵活性问题。期货价格跟政府公布价格不一样，这说明什么问题？第一，政府可能会参照市场价格；第二，市场也迫使政府调整价格，这是期货的特点。

芝加哥期权交易所是波动性指数交易的一个场所，现在很多政府、银行及其他全球机构也都在关注波动性指数。为什么每个人都在跟踪波动性指数？

Edward T. Tilly：波动性指数是一个很好的套保工具，跟标普500指数负相关。另外，波动性指数跟所有波动都相关，散户也可使用。利奥·梅拉梅德今天讲到期货价格有前瞻性，因为有前瞻性，波动性指数总是第一道预警。比如，我们在保证某一个标普500组合在美国头寸的时候，就可以跟踪波动性指数，上升或下降，他真正反映了个别投资者愿意付多少钱来保障其组合价值。

波动性指数很容易跟踪，全世界都有标准的方法来定义本国市场的波动性指数。波动性指数期货的发展一开始比较平坦，学术界说这个市场属于转型期。这段时间，我们看到一开始没什么波动性，然后慢慢进入期货看涨局势，这是一个非常正常的美国股市走势。最近在8月份，我们

看到进入现货升水阶段，波动性指数就很高了，因为美国市场受到压力。有人研判认为，在这段时间内风险将会不断上升或下降，我们就看这个波动性指数，投资者愿意付多少钱保证他的投资生意，这是一个有利的工具。

第二个功能，套保功能。因为波动性指数跟股票负相关，波动性指数头寸就可以让你在保持基础证券头寸的同时，又能对其进行套期保值，来保持市场稳定。

郑学勤：他讲了两点：第一，每时每刻波动性指数都可以反映出来；第二，随时随地可以告诉你要为投资组合付多少钱。这就是波动性指数在全世界如此受关注的原因。

下面我问李小加。小加刚才听了利奥·梅拉梅德的讲话后很有感触，他想对中国股市的股指期货和中国股市关系谈一点看法。

李小加：刚才听了利奥·梅拉梅德先生对中国股市的看法，他讲得特别好，我特别敬佩他。现在最重要问题就是，期货市场到底在这次股灾中的作用是什么？现在变成大家的一个争论，我经常感觉很无助、很无力。比如，我们讲期货市场是一个避险工具、一个风险管控工具，利奥·梅拉梅德先生是救火队员，不对火灾负责。

另外，有人说为什么市场这么乱？老百姓怎么知道？期货市场是不是对大家有影响？为什么老百姓没有做期货？为什么老百姓在股市下跌时损失这么重？为什么有的人还可以避险，还可以赚钱？

这就是鸡和鸭的对话，谁也说不通。他永远觉得你说的道理他听不明白，你也永远觉得他说的道理和你无法沟通。从这个角度来讲，境外交易所和境内交易所就要一起把中间的逻辑理顺。理不顺，最后的政策选择就是一种很不理想的状态。

比如看电影，这么多人坐在这里，房间里突然闻到烟味，好像起火了。有的人很聪明，有的人有期货工具，早早地感觉到起火了，起来就跑。他这一跑，别人看不出来怎么回事，跟着跑，大家一跑，全都死掉了。结果发现真的有火，有很大一堆干柴在那儿——有毒资产，有毒资产上还撒了汽油，等于上了杠杆。到底是火造成损失，还是大家跑造成损失？最后发现，有人是被烧死的，持有有毒

资产被烧死也没有办法，但是很多人是被踩死的。

到底是谁的错？是有烟味探测器的人、眼睛尖的人造成的损失，还是火灾造成的损失？两个人都对，又都不对，都没有说全面。这个火是一定要烧的，谁买了有毒资产，而且是用杠杆买，往下掉的时候不死是没有道理的。的确由于卖空造成恐慌，踩死不少人。但不能说以后不让有特殊工具的人进去，进去的人什么都没有，大家要死一块死。要么归咎于有毒资产，没有有毒资产就没有这个事。

所以，要放在一个层面说，房间里不能有这么多散户挤在一起，如果把散户分成群，有专门机构把大家组织起来，大家都有一个门，有什么问题，马上就被组织者发现，然后就组织老百姓从这个地方撤退了。房间里着火是必然的，出现损失也是必然的，但是跑的人，不能因为有了特殊工具就不让他跑，就变成他的问题。

这里有三个问题，第一，有毒资产；第二，有这样的工具，而且这些工具不是谁都可以用，关键时候老百姓没有这个工具，平常老百姓不会用这个工具，用得不好会把自己伤了；第三，最重要的是这么多散户直接入市，怎么把直接入市的风险封起来。比如，纽约时代广场每年的晚会，从来没有发生过踩踏。中国要解决大规模散户在没有自保能力情况下进入市场的问题，就一定要早日形成机构化市场。

交易所之间应加强合作

郑学勤：杠杆是用来管理风险的，不应该用来铸造财富。下一个问题，请教一下泛欧交易所。你们和上交所、中金所建立了一个联合平台，将来可以做跨境交易，对离岸人民币资产有一些影响，能不能详细讲一下这个合作。

Michael Peters：其实，我们的合作还是非常现实的。有两个原因：第一，中欧国际交易所对投资者来说是一个利好消息；第二，市场上有很多投资需求，这些货币如果没有合适的交易平台，就无用武之地。所以，它的成立是一个非常现实的需要。

我们和中金所、上交所一直以来就有合作。经过仔细思考和部署之后，上交所、中金所、德交所共同成立了离

岸人民币资产交易平台。正如刚才很多嘉宾提到的人民币国际化问题，其实还是要看其计价能力、储备能力。所以，我们将中欧国际交易所设在德国的法兰克福，在两国总理高层对话之后，我们最终看到了中欧国际交易所的真正成立。这个交易所就是离岸人民币资产交易平台，ETF、债券等产品都可以交易。我们现在大概有200个交易合约，我相信这个数字会不断地增长，2016年我们将会更多的产品挂牌。

成立离岸人民币资产交易平台，是我们已经采取的第一个步骤。接下来我们还有其他步骤，就是要开展离岸人民币资产衍生品交易，2016年我们就可以看到其正式挂牌运营。2016年之前，我们要把最后的手续办完。我们看到中国证券市场确实存在比较大的波动，这种波动可以通过引入人民币离岸交易得到一定缓冲和稳定。如果有常设的离岸人民币资产市场，我相信这对缓冲中国国内资本市场波动会有一个很有效的帮助。

郑学勤：美国好像对散户、机构客户都非常重视，欧洲是不是更看重其中一个，而不是两边都抓？您在对待散



户和机构客户方面怎么看，有没有区别？现在看起来，对于机构投资者来说，他们在流动性方面确实非常着急。

Michael Peters：我觉得市场能够多样性是非常好的。既有机构客户的资金流入，也有散户的资金流入，才能形成一个更加多样化的资本市场。所以不管是对于散户而言，还是对于机构投资者而言，其实我们都是欢迎的。只是对于散户而言，正如刚才大家都已经指出的，我们需要对他们加强教育，增加他们的资本知识，这样才能提高专业能力。

郑学勤：刚才小加讲到要把大量个体投资者引入机构投资者，到底采取什么比例，各国不一样。美国是个体和机构都比较发达，欧洲是机构比较领先，哪一个模式更加适合市场发展。

Chew Sutat：新加坡是一个非常小的市场，我们还在观望中国政府的态度。我们要看到各个交易所，他和谁进行合并或整合，我们要做这种决定的话，都是要全面考虑的。一旦要做任何整合行动，其实都要看有没有做好充分的准备，其中就包括市场教育的问题。像1984年之前，我们几乎没有电子化交易，现在电子化交易已经是非常常见的

一个事情。所以，我认为必须教育先行。一旦做任何改革，你让人家进行交易，如果他对相应知识都不了解，就像无头苍蝇一样，在这个市场当中完全不知道应该怎么做。

Edward T. Tilly：对于芝加哥期权交易所而言，我们会不会跟新加坡交易所联合？我们会把所有合作看成是长期合作，所以我们也非常期待和新加坡交易所达成新的伙伴关系。比如，保险领域的合作就可以进行扩展，地理上也可以进行扩展，不管是变成区域性的，还是国际性的。

郑学勤：大家反复讲，你把人引进来后，他不知道怎么用正确使用这个市场，这是一个问题。接下来请问新加坡交易所，在亚洲市场的培育以及国际化方面，我相信新加坡交易所肩上有重任的，新加坡交易所有什么办法保持自己的竞争优势？

Chew Sutat：我们觉得交易所与其竞争，不如合作，对市场都有好处。沪港通开的时候，我们的A50也比较灵活，未来国际投资者投资A股的时候，也需要一个系统做风险管理。

作为交易所，最重要的是以市场为准。新加坡交易所以顾客为重，把服务提高，努力创新产品。十五年前，我们和印度交易所合作，把印度股指期货发扬光大；两年前，我们在新加坡上市印度外汇期货。为什么？因为顾客的需求是要做避险或者外汇，在新加坡做股指期货、外汇期货，可以为机构投资者节省很多成本。新加坡交易所长期以来跟市场上有很多合作来设置新品种，比如铁矿石，从场外交易、掉期清算到期货、期权，都可以做到。我们觉得要健康地发展亚洲市场，做教育，对大家有利益。

郑学勤：泛欧交易所是第一次来到深圳，请你们谈谈对中国市场的建议。

Lee Hodgkinson：我们现在是在一个多极世界生活，这个世界已不再是以西方金融市场为主导。中国崛起了，印度也崛起了。中国市场特别重要，对于我们来说，可能100多年来从没有见过一个9万亿的市场开放其资本市场。我们还有这么多竞争对手，他们争相提供一些解决方案来争夺这个市场。所以我们在中国主要还是合作，帮助客户到欧洲投资。包括工商银行、中国银行、建设



银行、海通证券，都成为我们的客户。

我们和大连商品交易所合作，和深交所、上交所也有合作。我们的定位要能够发挥我们利基市场的作用，为欧洲实体经济提供融资。期货市场在提供资金方面是非常关键的，不仅是一个投机工具，还是金融市场非常重要的组成部分，来服务实体经济。我们也积极地跟客户合作，把资金包括人民币资金引向海外。

人民币国际化下的资产趋势

郑学勤：加入 SDR 后，人民币会慢慢国际化，成为国际货币，届时中国资产会升值还是贬值，怎么找到公允价格？

李小加：我觉得什么东西上去都得下来，下来都得上去，说上还是下，没有任何意义。关键是加入 SDR，人民币重要了。这说明大经济体的影响力有可能体现出来，实际上，正是美元的国际化造就了美国今天的全球经济影响力。我们不可能在一二十年年内做到，但至少要大踏步往这个方向走。

现在 SDR 创造了全球被动需求，由于 SDR 决策必须得持有人民币，我们要从他们的被动需求向主动需求转变。这样大家就愿意持有人民币，人民币得拿出来有用，不是放在家里看。有一个最容易做的载体，就是大宗商品。中国是世界上最大的大宗商品生产商、消费商，越来越多的定价、清算能够以人民币计价的话，人民币就能借大宗商品的船出去，或者把外面的需求往里拉。

第二点，得有人推啊。外面的人没有人民币，得把他们弄进来，让他们交易我们的人民币资产。但是也不敢让他们进来得太快，最近股市也得休养生息。

郑学勤：Gill，你觉得人民币在中国还是在海外更加有利？

Phuginder S.Gill：我觉得人民币入篮是向前迈出了一步，也是中国政府一直宣称希望“摸着石头过河”的体现。在伦敦、新加坡、法兰克福的人民币清算中心，也是不断向前迈进的体现。实现人民币中长期健康发展，不管是交易功能还是交易机制，都是我们外汇市场的一个问题。

人民币其实也是一个信使，只是传递了一个信息。人民币资产价值有多重影响因素，包括中国的城镇化，技能不断升级，熟练工人一直都非常优秀，以及中国资金的流动。当然中国资金现在非常充裕，但是投资去向确实比较有限，所以必须把中国资金引向海外市场。这个时候人民币就很重要了，这一切都是要搭通道路，使得人民币真正走上国际舞台。不仅是加入 SDR，这只是宏伟目标的一部分，中国一直走得非常成功，还要一直走下去。

Chew Sutat：新加坡是一个国际的贸易中心，也是亚洲第一的外汇中心。当然我们很同意小加说的大宗商品很重要，所以上个月在新加坡我们很荣幸地跟中国银行签署了备忘录，在新加坡发展大宗商品人民币期货及衍生品。我希望这个系统可以满足大家的需求，不仅是贸易、对冲、避险，还包括投资和风险管理。

Lee Hodgkinson：在巴黎，我们有 60 亿人民币的债券发行，而且这只是冰山一角。市场越来越国际化，价格发现的地方就是其交易的地方，哪里交易就在哪里发现价格。我们确实有足够的市场容量让各个交易所都能够有非常健康的业务发展，而且我们也看到了现在这个时代确实让人非常振奋，有这么多机会，每个交易所都可以做好自己的本份工作。

Chew Sutat：我们并不知道世界中心将移到何方，但是很重要的是新的监管法规，不管境内境外，都在不断落实。新加坡交易所是世界上唯一一个获得美国商品期货交易委员会认可的境外交易所，这使得欧洲、美国、亚洲的交易所都可以在新加坡交易所交易。当然其他申请注册的交易所也可以跟我们合作。

郑学勤：我最后讲几点总结一下。国外有些人对中国经济比较看空，但是每年中国作为一个经济体在全球经济中的比重越来越大。从外国人对中国经济的感受来看，中国经济每年的增长和规模，使你不得不介入，不得不跟他打交道。这也是全世界最大的交易所都汇聚在这儿的原因，你可以明显感受到这种感觉。

谢谢几位给我们带来的信息和提出的希望。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 II

境内交易所高层论坛：期市新机遇

主持人：



中国证监会国际顾问委员会委员 **郑学勤**

讨论嘉宾：



党剑
上海期货交易所总经理助理



张凡
郑州商品交易所理事长



李正强
大连商品交易所理事长



胡政
中国金融期货交易所总经理



周明
中国证券登记结算有限责任公司董事长

郑学勤：有请党总讲讲“一带一路”和国际战略机遇，你们有很多产品在“一带一路”沿线，还有很多措施在配合国家战略。

期货市场国际化机遇

党剑：我们宋理事长有公务不能参加这个会，也代为致意。郑总让我第一个讲是因为后面还有机会纠正我的错误，所以就先抛砖引玉。

上期所的产品经历了二十几年的发展，也得益于整个国内商品期货市场的发展成果，在交易、结算、风控、监管等方面都取得了很大成绩。我们的14个品种和其他交易所品种一样，在国际化方面都有所尝试。这些品

种对于服务“一带一路”国家战略、服务经济转型、为企业保驾护航等都有比较大的意义，我们觉得重任在肩。

下一步，我们会结合“一带一路”战略开展相关工作。以境外交割品牌为例，现在我们已经四个品种，39个境外交割品牌，包括铜、铝、锌、镍，尤其是铜，有12个国家的30个交割品牌。另外，泰国、马来西亚、印尼生产的天然橡胶可以在我们这儿交割；符合伦敦金银市场认证的20多个黄金品种也可以在我们这里交割。

从这个意义上来讲，我们在服务“一带一路”品种上的安排，包括在可覆盖的领域内，在“一带一路”沿线的64个国家，能够尽可能地设置保税交割仓库，我们的经验也能够起到一定借鉴作用。在这方面，我

们希望和其他交易所合作，包括铁矿石现在也开始了国际化进程，从而发挥国内商品期货保驾护航的作用，在下一个十年中为“一带一路”国家战略提供更多保护。

李正强：刚才党总提到铁矿石问题，李主席和尹主任也都讲过，尹主任还专门提到铁矿石国际化，我感觉挺振奋，尹主任还提到期货市场本身就是国际化的市场，也很受启发。从去年开始，我们就研究怎么在海外市场引入铁矿石期货，在“一带一路”背景下，各项工作都在有序推进。在当前市场情况下，期货行业应该在国际化方面更有紧迫感。“十三五”规划建议讲得特别清楚，开放是国家发展的必由之路，期货业不能偏，不能走特例。

最近习总书记说，“没有改革开放，就没有中国的今天，也就没有中国的明天”。我想这句话套在期货市场也完全适用。《中共中央国务院关于构建开放型经济新体制的若干意见》专门讲到一句话，“扩大期货市场对外开放，允许符合规定条件的境外机构从事特定品种的期货交易”，国家的战略部署和具体要求都非常清晰。这样的背景下，期货市场必须成为国家战略推进的重要组成部分，不能拖后腿。

此外，整个中国经济已经深入融合到世界经济里。我们的金融市场开放也在大踏步推进，比如人民币已经进入SDR篮子，而且比重还不低，股票市场有QFII、沪港通等，期货市场也要跟上金融市场改革开放的步伐。

从服务实体经济的角度来看，我们是世界上最大的贸易国，应该有义务为国际市场提供公开、透明、公正的价格，这样也有助于我们从贸易大国走向贸易强国。基于这样的考虑，特别希望上期所原油期货早点推出来，这是里程碑式的创举。

铁矿石期货国际化问题，我们一直在做研究，做了很多准备。铁矿石期货上市已有两年多时间，有5000多个国内法人客户参与交易，相对来说运作比较成熟，国内企业和个人比较熟悉这个合约。我想这都有利于我们推进铁矿石国际化，能适时平稳推出，推出后能有效防控风险。我们也会做一些准备工作，配合“一带一路”战略的有效实施。

发挥市场定价机制作用

郑学勤：李总讲的很有道理，我们要开展更高层次的国际竞争，商品国际化，争夺市场定价权，不能是碎片式、



象征式、政策性的开放，应该是全面、全渠道的开放，市场走通了才能真正形成市场价格。

中国进口原料、生产商品，商品最后的目的地是西方，所以定价中心也在西方。如果中央政策一直贯彻下去，“一带一路”沿线国家会慢慢以中国市场为主。要想以中国市场为主，首先中国市场要做得好，这就涉及到理清政府和市场边界，减少对价格的干预。边界应该界定在什么地方，你们在市场一线最有发言权，张总能不能给大家介绍一下。

张凡：国家定价不是拍拍脑袋就出来的，大家熟悉的成品油国家定价也有一个价格机制。郑商所相关品种价格都是从国家定价一步一步走向市场化，大多数农产品原来都是国家管制的。在这个过程中，我们几点认识：

第一，对于国家严格价格管制的品种，期货市场的作用空间是非常有限的，不要人为地制造市场繁荣。如果人为地去制造繁荣，可能是市场风险，也会造成期现货价格的背离。

第二，对于国家已经放开价格管制的品种，要认真地接好班，要更好地贴近现货市场，合约设计和规则制定都要符合现货市场的规律和实际，在这个方面，期货市场就有其发挥作用的空间。比如，近两年对于棉花、菜油，



国家都取消了临储政策，市场化程度提高，相关期货品种的市场功能就充分体现出来了；然而，主要口粮品种，像小麦、稻谷，现在还有保护价收购政策，期货市场发挥的作用就会弱一些，这都是非常客观的事实。

第三，既然国家选定了市场化的改革方向，某些原来管控比较严格的商品也将逐渐走向市场化，或者说市场化定价程度在不断提高，比如：原油、电力、天然气等。对于这些品种，既然选择了市场化定价方向，期货交易所就应该有足够的敏感性。实际上，早几年前郑商所就把眼光投放到相关品种上，现在国家政策全面推进，我们也在组织相关人力、物力，加大对电力、天然气期货的研发力度。

总之，经过三十多年的改革开放，市场化的选择方向，“发挥市场在资源配置中的决定性作用”，已经写进党的十八届三中全会审议通过的相关报告，这一点应该说是非常明确了。

金融基础设施建设刻不容缓

郑学勤：我们先跳过胡总，找到周董事长。周董事长此前在深交所一直负责衍生品交易，他对期货市场很

有感觉。“十三五”规划建议中提到清算所的监管，我想请周董事长谈谈理解。

周明：今天的主题特别好，“跨境·跨界·跨越”。沪港通做得非常好，一年了，换汇都由我们来做；“跨界”也做了，ETF 期权后台清算是我们做的。十年前，我在深交所参与过金融衍生品研究。深交所是起个大早赶个晚集，现在还在研究。郑博士为体现对我的重视，让我排在中金所前面讲，也体现了金融基础设施的重要性。

金融基础设施不是十八届五中全会首次提出，实际上在十八届三中全会上就提出了。有一段话，最重要的话，我念一遍便于大家的理解，“加强金融基础设施建设，保障金融市场安全高效运行和整体稳定”。五中全会提出的“十三五”规划建议再次提及，“建立安全高效的金融基础设施，有效运用和发展金融风险管理工具，防止发生系统性区域性金融风险”。

为什么这么重要？实际上刚才 ISDA 的 Scott O’ Malia 先生讲到，2008 年金融危机后，G20 国家十分重视金融市场基础设施原则，都在自评估、互评估，而且给出了时间表。中国也特别重视，人民银行牵头，证监会也在组织。我讲一下金融基础设施的重要性：

第一，金融基础设施确实保证了市场的高效稳定运行。对参与各方，包括清算银行，都在提高其效率。

第二，金融基础设施是防范系统性风险守住底线的工具。2008 年金融危机，场内市场非常稳健，场外衍生品市场出现了问题。这意味着要有金融基础设施这样的后台支持。

第三，金融基础设施可以为监管提供服务，包括监管预警。为什么 G20 提到金融基础设施？就是要把数据集中。场外衍生品市场没有数据集中，也没有集中清算，从而根本没有预警，突然就发生了系统性风险。

金融基础设施得到了我国高层和国际机构的高度重视，中国结算也在做工作。去年开始，我们已经实现证券账户统一，一码通已经完成，并且运转得很好，在这次股市波动中发挥了很大作用。我们的数据分析、比对，对决策有很大支撑作用。我们和中金所有监管合作，提供了一些账户数据分析。

我们下一步要做的很重要的一项工作，就是要建立多

层次资本市场账户体系。期现要一码连接,场内场外要打通,包括公募、私募也要纳入进来,现在我们在做一些基金账户整合工作。

郑学勤:我是交易所出身。场内场外一码通,期现一码通,你们和期货保证金监控中心、上海清算所之间的关系是什么?

周明:我们提供技术上的服务,从监管上来讲,我们没有承担,今后也不会承担。我们将技术上的连接提供给他们,一线的监管还是由中金所去做,他们的职能我们不会分担。我们是在技术上实现数据的统一,尤其是在金融衍生品交易中,他们的监管更及时、更精准。

郑学勤:等于建立一个数据库,每个交易者有一个身份证号?

周明:比对你的交易行为,有些可以大数据比对,对市场的操纵可以看得到的。

郑学勤:这是一个创举,国际上没人做得到。

周明:国际上二级体系。

期货市场要以服务实体经济为己任

郑学勤:8月份人民币调整以后,各机构对其国外投资的亏损非常敏感,有没有一个工具可以使用?中金所推出美元兑人民币期货有政策性障碍,有没有可能在这些品种上有些突破,为大家提供一些套期保值工具?

胡政:我还是要说商品期货,20年的从业经历中三分之二的时间是在和商品期货打交道。期货市场对外开放应该向大宗商品国际化方面积极推进,金融衍生产品应该本着稳妥有序的态度推进产品国际化,从而更好地服务于“一带一路”战略。

中国的经济总量已排在第二,人民币的国际应用也非常广泛,关于人民币汇率方面的产品,市场需求特别强烈。刚才的境外交易所论坛中,有的老总已经讲了,这里还有很大空间,还是离岸市场空间。其实在在岸市场中,我们也一直积极研究如何推出服务于人民币国际应用、中国进一步对外开放和“一带一路”战略的衍生产品。经过几年的准备,一些仿真产品已经运行了两年多时间。

我们在这过程中意识到一个问题,所有市场都必须清晰地知道需求在哪里。过去一年多时间里,中金所外汇事业部深入到对外经济联系比较多的企业里,进行研究和分析,看看我们到底应该推出什么样的产品来满足实体经济需求。市场现状是什么样的,这一条我觉得特别重要。

Leo Melamed的一个观点非常重要,由于技术的发展,衍生产品已经是资产管理中低成本高效率的手段。我们不能单纯强调衍生产品的风险管理作用,还要强调低成本高效率地服务于市场现实需要方面的作用。我们的衍生产品会随着中国对外开放和“一带一路”战略的推进,变得更加精细化、精准化,把在岸的汇率衍生产品市场有序发展起来。

我还想讲一下场外衍生品市场。中国跟欧美市场有很大不同,欧美市场是在场外衍生产品发展非常成熟的基础上,再来发展场内市场,再到场内集中统一清算、场内规范化交易。中国市场没有经历这个过程,我们在发展场内衍生品市场的时候和场外衍生品市场协调配合,看能不能找出一个更合适的方法推出外汇类衍生产品。

我想讲一个总体观点,随着经济总量的提升,随着进一步深化改革、扩大开放,随着“一带一路”战略的实施,在汇率衍生产品方面的准备要更贴近实体经济的需要,进而开发我们的产品。

李正强:期货行业高高举起服务实体经济的大旗,几家交易所都在探索。2013年,我们把银行动员起来,开始尝试“银期”合作。银行有庞大的客户资源和信贷优势,在引进产业客户参与市场方面,可以起到很大的作用。最近几年,银行开展的市场推介会明显多了。在服务“三农”模式创新上,2013年永安期货尝试农民租地收益保障模式,新湖期货开展辽宁义县玉米种植场外期权模式,浙商期货在黑龙江嫩江开展大豆种植场外期权模式,这是在银期合作的大背景下开展的。今年,我们把保险行业拉进来,组织、动员保险公司参与服务“三农”的新尝试。

7月,上海安信农业保险和新湖期货风险管理子公司——新湖瑞丰,开发了针对蛋鸡养殖的鸡蛋价格保险试点,保险公司开发产品,企业买保险,保险公司再购买期

货公司提供的场外复制期权，期货公司在期货市场进行套期保值；8月，中国人保财险和新湖瑞丰开展辽宁义县玉米场外期权试点；9月，农业银行、中国人保财险和美尔雅期货做了鸡蛋目标价格保值及期货价格保险试点，把期货、保险、银行及贸易企业整合在一起，为农户、农业合作社提供有效的保险服务。

我们感觉到，目前这些运作模式还是挺受欢迎的，特别是这种尝试得到了证监会、保监会的高度重视，保监会给予了非常积极的回应。商品期货在服务实体经济方面，还有很多工作要做。我们呼吁，一方面，加快期权市场建设，郑商所和大商所在这方面已经准备很充分了；另一方面，希望更多商业银行、保险公司、期货公司积极参与，我们也在做经验的梳理，适当的时候召开一些推广会议，希望大家更多地参与进来，共同探索商品期货服务“三农”、服务实体经济的模式。现在包括铁矿石、焦煤、焦炭、塑料，都在开展这方面的尝试。

张剑：我们交易所的发展得益于有色金属、贵金属、能源化工产品比较早地放开，我们在服务实体经济方面也做了一些工作，包括铜的价格已经成为产业链上很多生产贸易和消费企业的定价参考，一些品种的国际化程度也比较高。但是我们现在也在思考，几十万家企业，真正参与期货市场的少之又少，可能只有几百家，到底是什么原因？期货公司，包括券商，做一些场外产品，对于没有足够人力参与期货市场的企业来说，确实是一个福音，我们愿意在这个方面跟大家更多合作。

另外，我们也希望将机构投资者引入商品期货市场。白银期货 LOF 在深交所上市，得到了深交所、登记公司的大力支持。我们希望为市场引入更多活水，让市场需求者有更多机会把自己的风险化解在市场之内。

郑学勤：我想问周总两个事，一是联合监管有没有可能？你已经回答了这个问题，如果期现通是件很容易的事；二是沪港通也好，深港通或沪伦通也好，对交易所来说都是非常复杂的事情，不同的结算系统、不同的时间、不同的会员体系、不同的监管，这种方式会不会带来系统性风险？

周明：我们在设计的时候就已经把各种风险都考虑了，

肯定会控制，不会发生系统性风险。这次股市异常波动，实际上给中国证券登记结算中心带来了成立以来最大的问题，但我们守住了，考验了我们的能力。每天能不能正常清算交收是底线，那几天那么大的交易量，包括各种资金，我们是 T+1，国外是 T+3、T+2，考验是非常大的，我们完全经受住了。

现在沪港通运行非常平稳，有几天汇率巨幅波动，我们当时也捏着一把汗，但是我们的规则设计完全经受住了考验，没有给市场造成冲击。我们还要完善沪港通，现在有个什么问题呢？国内证券市场基础制度和国外还有很大差别，包括结算方面的技术制度，在法律上也有很多问题。我们和港交所，以及市场各方，还在不断研究、完善、解决这些问题。随着资本市场的双向开放，我觉得这些问题都能往前推进。系统性风险一定是守得住的。

郑学勤：从国外来看，沪港通是非常大的创举，这简直是不可想象的，更不要说实现了。我给胡总一个务虚的问题，不是回答具体的政策。你把资金从银行转出来，资金转出来的同时也把风险转出来了，你要承担风险，不然这个市场不是有效的市场。美国行为经济学有研究，如果认为市场没有风险，投机欲望就强一倍。如果没有任何风险管理工具可以宣泄风险，股市中的风险投资者会怎样？

胡政：风险是一种客观存在，无论是商品市场还是金融市场。正是由于这种客观存在，我们才利用期货管理风险，因为期货能把风险转移、化解。随着实体经济的发展，风险管理工具市场也需要发展，这是市场经济体系里非常明确的实践。在市场异常波动中，交易所采取了一系列有力措施，把交易规模控制在适当的范围内。我们的市场一定会经历从稳定到建设的过程，要研究和总结现在的制度设计，有什么可以改进和完善的地方，这样我们的市场才能够更好地发展。

交易所是一个自律性组织，能依据规则进行自律性管理。当市场出现问题时，我们的任务是反过来认真听取市场的意见，总结这个过程中发生的问题，然后修改和完善规则，再按照修改和完善以后的规则进行自律管理。我们正处在这样的发展过程中。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

大会掠影



▲ 12月3日下午，中国期货业协会组织召开首届“衍生品学术论坛”。第一节主题演讲部分由中国期货业协会原副会长兼秘书长、金融学博士生导师李强先生主持，中国期货协会会长刘志超、国务院发展研究中心任兴洲、美国著名期货杂志 Journal of Futures Markets 主编 Robert Ivory Webb、香港交易所及结算有限公司首席中国经济学家、中国银行业协会首席经济学家巴曙松、北京大学光华管理学院金融系教授刘玉珍发表主题演讲。



▲ 12月3日下午，首届“衍生品学术论坛”第二节圆桌论坛环节以衍生品理论与实践为主题，由国务院金融学科评议组厦门大学郑振龙教授担任主持，主要围绕三大议题展开，一是从学术角度看中国衍生品市场发展；二是金融衍生品研究与多学科融合的思考；三是中国高校教育与衍生品人才的培养。近三十位来自学界与业界的专家研究学者发表了观点。



◀ 12月3日晚上，中国期货业协会组织召开 CIDF 沙龙。



▶ 12月3日晚上，中国期货—鲁证杯悦动公益健步走活动获奖单位颁奖。



◀ 12月3日晚上，“公平在身边”微信答题活动十佳组织奖颁奖。



▶ 12月3日晚上，期货投资者教育新媒体联盟成立并发出倡议。

大会掠影



▲ 12月4日下午，上海证券交易所组织召开以“期权元年话期权：50ETF期权一年回顾”为主题的专场活动。



◀ 12月4日下午，深圳证券交易所组织召开以“衍生品市场创新与稳定”为主题的专场活动。



► 12月4日下午，上海期货交易所组织召开以“商品衍生品论坛：期货、指数及相关产品发展”为主题的专场活动。



▲ 12月4日下午，郑州商品交易所组织召开以“PTA 期货对外开放的前景与路径”为主题的专场活动。



▲ 12月4日下午，大连商品交易所组织召开以“创新业务模式，服务实体经济”为主题的专场活动。



▲ 12月4日下午，中国金融期货交易所组织召开以“服务金融改革创新，稳步发展金融期货市场”为主题的专场活动。



▲ 12月4日晚上，东证期货组织召开以“新常态下中国期货公司的挑战与机遇”为主题的专场活动。

大会掠影



▲ 12月4日晚上，徽商期货组织召开以“人民币国际化背景下的两岸期货行业发展机遇”为主题的专场活动。



◀ 12月5日上午，由中信期货承办的“中国上市公司风险管理论坛”顺利召开，会议围绕“优化风险管理模式，助力企业转型发展”进行了深入交流和探讨。



▶ 12月5日上午，由南华期货承办的“期货行业国际交流与合作论坛”顺利召开，会议围绕“构建开放的中国期货市场”进行了深入交流和探讨。



◀12月5日上午,由永安期货承办的“场外衍生品论坛”顺利召开。



▶12月5日上午,由交通银行和海通期货承办的“‘互联网+’金融创新论坛”顺利召开。



▲12月5日上午,由上海期货信息技术公司和上海金融期货信息技术公司承办的“期货及衍生品行业信息技术论坛”顺利召开,会议围绕“技术发展与创新”进行了深入交流和探讨。



新形势下期货公司如何转型与发展

■ 文/邓衍辉

近三年来，国内期货市场上品种不断增加，总成交量较十年前增长了数十倍，但行业整体盈利水平并未同步增长，部分期货公司营收反而下降。出现这一问题的原因主要在于，期货公司业务模式单一，仍停留在传统的以经纪业务为主的阶段。

因缺乏高质量的服务和产品，传统经纪业务依赖于牌照资源、竞争同质化的弊端已逐渐显现，期货行业竞争日趋激烈，对客户资源的争夺趋于白热化，经纪业务手续费、保证金利息等收入均趋于减少。传统经纪业务模式已经进入边际效益递减阶段，而近年来逐渐发展的创新业务，尚未成为新的利润增长点。

值得注意的是，今年6月至8

月A股经历罕见波动后，股指期货交易受限，期货公司传统经纪业务雪上加霜，期权等金融衍生品工具日渐式微，很多对冲类产品发行停滞。同时，为抑制过度投机，三大商品期货交易所均出台交易规则修订措施，市场交易规模连续下降，期货公司收入进一步下滑。

在当前形势下，期货公司急需转型。转型升级过程中，期货公司要充分利用投资咨询、资产管理、风险管理等新业务，转变盈利模式，寻找新的边际效益增长点，构建以“通道+专业+资本”为核心的商业模式，形成核心竞争力。

开展场外衍生品业务

场外衍生品市场是期货公司经营价值链的延伸，期货公司应依托

场内衍生工具开展场外衍生品业务，向客户提供场外衍生产品，充分发挥风险管理和财富管理职能，进而实现收入结构多元化。具体可以开展以下几项业务：

一是通道或中介业务。参与场外交易，需要一定的门槛和信用担保，如交易互换协议，期货公司可以对客户进行风险把控，作为其代理与场外市场交易商进行交易。

二是自有资金直接参与场外市场交易。场外市场包括场外期权交易和收益凭证类产品交易等。其中，收益凭证类产品类似于银行间市场，在场外市场交易中占较大份额。期货公司具备开发场外期权的能力，能利用现有品种复制期权，同时掌握相关对冲方式。期货公司的风险对冲能力越强，在市场上报

出的期权价格越优，成交量越大，盈利能力也就越强。此外，期货公司还可以通过单边投机、量化投资等方式投资获利。

三是发展对冲基金。金融衍生品本质上是对冲基金，期货公司一方面可以为对冲基金提供服务，另一方面可以投资入股，成立专门投资对冲基金股权投资的管理公司。

打造风险管理平台

作为全球第二大经济体，在当前期货市场与经济体量不匹配的情况下，随着实体经济不断转型升级，中国对运用期货及衍生品进行风险管理的潜在需求十分巨大。

2013年2月，《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》正式实施，期货公司可成立风险管理公司，依托自身对衍生品市场的掌握以及相对丰富的风险管理经验，为实体产业客户和高端机构客户设计个性化的风险管理产品，更好地帮助企业对冲系统性风险。

具体可以开展以下几项业务：

一是围绕产业客户和高端机构客户开展仓单服务、定价服务、合作套保、基差交易等风险管理服务。风险管理服务模式是在定价机制、融资服务、期现结合、贸易生产结合等创新的基础上形成的。这就要求场内和场外市场联动密切，双方可以通过两种方式合作，以建立取长补短、互通有无的合作模式，实

现场内和场外的有效对接：一是风险管理公司成为现货交易所会员；二是期货公司参股现货交易所。

二是风险管理公司可以开展现货贸易、做市商和交易商等业务，同时适时拓展资产证券化、私募基金等业务，做大做强风险管理平台。

三是在风险管理公司可以自营的背景下，其自有资金可以参与股票投资，也可以进入银行间债券市场参与现券投资。目前，期货公司自有资金有相当一部分投资于银行协议存款和固定收益理财产品，其收益率整体偏低。未来若外汇期货、期权、互换等风险管理工具推出，放开期货公司自有资金参与金融衍生品市场的限制，将有利于期货公司进一步拓宽收入渠道，壮大自身实力，从而更好地服务实体经济。

打造财富管理平台

2012年9月实施的《期货公司资产管理业务试点办法》规定，期货公司资产管理业务的投资范围包括期货、期权、股票、债券等。2014年12月，期货公司资管“一对多”业务放开，打破了“一对一”的业务限制，同时资产管理业务由行政许可改为登记备案。这意味着期货公司资管业务的投资领域和券商、基金公司等其他金融机构几乎无差别，而且期货公司可以利用期货的杠杆特征，吸引追求高额收益的投资者。

但就目前开展的情况来看，期

货公司资管还处于起步阶段，规模小且产品有限，远不能满足实体经济和投资者多样化的财富管理需求。就大部分期货公司资管部门开展通道业务而言，期货公司资管相对于基金、券商的优势并不明显，最终仍要靠价格战。因此，期货公司资管业务需加大力度推进。

在资管“一对多”业务放开后，期货公司可以拓宽资管产品的投资范围，创新服务形式，全方位满足实体企业和机构客户的风险管理和资产配置需求。例如：发展专业机构发行期货类理财产品、利用基金公司的合格境内机构投资者（QDII）实现跨境投资、发展程序化交易等。此外，资管业务可以与互联网经纪业务融合创新，如发展资管产品质押业务，发行以资管产品为质押物的融资产品；资管业务可以在流动性产品配置中增加支付功能，如期货保证金账户余额转“T+0”货币产品等。

此外，根据国际期货市场发展经验，期货资管可以进行相应分类。按照客户定位不同，期货公司资管业务可划分为定向理财和集合理财两大类，其中定向理财一般通过客户的账户管理其委托资产，主要面向高净值客户群体；集合理财一般通过签订集合资产管理合同，由专业投资人士进行管理，主要面向广大中小期货投资者。按产品风险等级不同，可以设计为保本型、部分保本型以及积极型资管产品。按交

“

当前我国期货行业正处于阵痛期，同时也正处于转型发展的战略机遇期，期货公司应转变思想，加快转型升级，推进期货行业的创新发展。

”

易策略不同，可以设计为套利产品、套保产品和投机产品等。

开展投资咨询业务

2011年，《期货公司投资咨询业务试点办法》正式实施，这项业务整体进展缓慢，未来期货公司投资咨询业务可以侧重在以下两个方面开展。

一是提高对高净值客户及产业客户研发报告的质量。目前，部分期货公司研究所已在重新定位，着重提升卖方研究与实战交易能力，进而向高净值客户以及产业客户销售深度策略报告和套期保值报告。研究所相关人员可以从中获得一定收益分成，这会使公司咨询业务与研究形成良性发展，既能提高公司研究员水平，也有利于提高公司业务收入。

二是加强客户交易指导。收集整理期货市场信息及各类相关经济信息，研究分析期货市场及相关现货市场的价格及其相关影响因素，制作、提供研究分析报告或资讯信息的研究分析服务。这有利于扩大市场信息供给，提高市场信息质量，既能为投资者提供投资决策及分析判断市场的信息，又能在一定程度上发挥投资者教育功能，提升整个市场的投资理性。

布局金融混业经营

中国期货行业尽管已发展20多年，但与其他证券、保险、基金、

银行等金融机构相比，整体实力仍较弱。从国际市场发展经验看，金融衍生品只有在广泛的金融业务实践中，才能实现风险和价格的最优配置。

2014年5月，国务院颁布新“国九条”，提出“将对现有的金融机构交叉持牌照进行研究，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，鼓励交叉持有牌照，让期货公司具备与商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、基金管理公司一样的资产管理资格”。这或意味着金融混业经营迈进了一步。

金融业交叉持牌制度的出台，将使期货公司在当前经纪业务、资产管理业务、风险管理业务和投资咨询业务的基础上，逐步涉足基金、信托、证券等相关业务，更好地开发和设计基于衍生品业务、具有一定竞争优势、符合客户差异化需求的财富管理产品和风险管理产品，从而提升整体竞争能力。此外，期货公司还可以利用杠杆和对冲优势，寻求合作发行资产管理产品；开展自营业务，为投资者提供以期货、期权及衍生品为投资工具的服务，实现投资策略多元化。

目前，交叉持牌已经在推进过程中，期货公司可以申请基金代销业务，同时风险管理公司也可以在中国基金业协会进行私募基金管理人注册。期货公司可成立专门的研究团队，对相关金融业务牌照进行

可行性研究，使未来的金融业务开展路线更加明晰。

当然，金融业交叉持牌的开放，也为期货公司引来了更强有力的其他金融机构作为竞争对手，从而面临更大挑战，这就需要期货公司在资本实力、人员素质等方面不断提高。

开展互联网金融业务

“互联网+”代表着一种新的社会形态，互联网平台突破了时间和地域限制，正在深刻影响人们的日常生活。金融领域也不例外，互联网金融是顺应时代发展的产物，可以衍生出新的金融服务方式。

期货公司传统经纪业务的战略重点应放在互联网渠道拓展，充分利用互联网技术，将传统开户业务从线下迁移到线上。首先，建设手机APP以及微信等移动开户终端；其次，从营业网点地域辐射的客户拓展模式，逐步转化为以网络为渠道的客户服务模式，开展轻型营业部建设，使营业网点逐步虚拟化、微型化等；最后，从现有的非现场开户模式，拓展到跨界合作开户模式，通过与互联网公司合作，实现业务的全面线上办理，打造快捷、方便、高效的服务体系，让客户从开户到下单交易更加流畅且简单易懂，增强公司与客户的互动、客户与客户的互动，提升客户体检。

当然，在互联网金融背景下，

期货佣金率竞争将更加白热化。如果只是利用互联网金融平台开展传统经纪业务，则只能节流而无法开源。因此，互联网金融重点应转向金融创新。

第一，期货公司可以同其他金融机构进行跨界合作，发行期货类基金产品，依托网络进行销售；第二，互联网金融平台的核心目标是为客户提供全方位投资顾问咨询一体化平台，期货公司可以对线上咨询业务模式进行探索，建立线上点对点投顾关系；第三，充分利用互联网数据分析系统，向客户提供一体化、多样化的金融解决方案，并不断推进金融产品创新，通过线上平台进行广泛辐射。

在创新方面投入较大、资源整合能力较强的期货公司，将体现出更大的竞争优势。例如，中国国际期货的控股股东中期集团上线了“中期通”网上平台，涵盖期货、理财、融资、彩票、资讯等多个板块的内容，用户通过该平台可以实现期货行情浏览和下单交易，还可以找到合适的理财产品以及扩展自己的“朋友圈”。

吸引人才 面向国际化

人才是金融机构竞争的根本。上文探讨的期货公司种种转型战略均离不开资本市场制度层面的创新和推动，而2014年5月国务院发布的新“国九条”为期货行业的创新发展提供了政策信心，但关键是

在如何有效落实。这就要求期货行业拥有高素质、高水平的人才。目前，期货公司创新业务停滞不前，其中一个原因就是期货行业薪水报酬偏低，人才缺失严重。因此，期货公司应进一步完善人力资源制度，特别是骨干型人才的激励和保留制度，以吸引人才，促进人才团队建设。

此外，新“国九条”对期货行业的国际化也提出了要求。期货公司一方面可以利用基金公司的合格境内机构投资者（QDII）实现跨境投资，使期货公司、产业客户走出去；另一方面探索合格境外机构投资者（QFII）制度，通过内地期货品种“走出去”和国际产品“引进来”（如原油等国际大宗商品），实现期货市场互联互通，吸引国外现货类企业和国际投资者参与国内期货市场，增强国际化竞争力。

综上所述，当前我国期货行业正处于阵痛期，同时也正处于转型发展的战略机遇期，期货公司应转变思想，加快转型升级，推进期货行业的创新发展。当然，不同的期货公司可根据自身专业特点，向自身有竞争优势的方向转型，逐步形成综合性、集团化的大型期货经营机构与各类专业性、特色化的中小型期货经营机构并存发展的差异化竞争行业格局，成为功能齐备、服务高效的期货等金融衍生品服务商体系。

（作者系国元期货代理总经理）



期货市场诚信为本

【编者按】

诚信是天空中的启明星，为我们指明方向；诚信是跌倒时的拐杖，助我们一臂之力；诚信是一弯清泉，提醒我们保持纯净坦荡。诚信既是中华民族的传统美德，也是市场经济之基、期货经营之本。

期货行业健康有序的发展离不开诚信建设。加强诚信文化建设、优化期货市场诚信环境是每一个期货人义不容辞的责任。今年11月，协会牵头并组织开展了期货市场诚信建设宣传活动，通过参与培训、座谈讨论会以及有奖征文、演讲比赛、微信答题、健步走等丰富多彩的活动，“期货市场诚信为本”的主题深深扎根在了每个期货人心中。

通过此次活动，协会共收到51份来自各行业协会和期货公司的活动总结反馈以及从业人员的数篇投稿。本期“文化·生活”选录了其中较有特色的宣传形式及文章，从不同侧面呈现出期货人如何看待期货与诚信。

诚信做人 方能远行

■ 文/赵小玉

诚信是天空中的启明星，当我们徘徊在真理前方时，可以为我们的远行指明方向；诚信是一根拐杖，当我们摔倒在困难面前时，可以助我们一臂之力；诚信又是一弯清泉，当我们蒙蔽于浮华时，可以提醒我们保持纯净坦荡。

关于诚信，不同的人会有不同的理解：对于懵懵懂懂、活泼可爱的三岁顽童，诚信也许就是两根纤细的小手指，拉过钩儿便不能反悔；对于意气风发、豪气万千的有志青年，诚信也许就是一张精致的信用卡，信誉是不能透支的诺言；而对于苍苍白发、垂垂暮年的长者来说，诚信也许就是一本厚厚的日记，一张不容打折的人生契约。

随着年龄增长、岁月更迭，人们对于诚信便有不同的理解。

作为一名期货从业人员，在五年的工作生涯中，我经历了前后台工作岗位的多次变动，也经历了中国期货市场快速发展中的变幻沉浮，通过深入地了解这个行业，我深深地体会到，要想在这个行业里走得更高更远，必须要诚信做人、踏实做事。

诚信做人，赢得信任

诚然，在我们现实的工作和生活圈子里，难免存在



为了眼前利益而欺骗客户的现象，他们得了一时之利却失去了客户的信任。工作以来，我的工作重心始终是围绕客户，身边的一件事充分印证了诚信在期货行业的重要性。

上个月，一位客户的朋友介绍了一名柳州的朋友到桂林找我开户，介绍人交代我要给予承诺的手续费，并告知被介绍人之前在当地期货公司已开有账户且已交易一年多时间，但曾因手续费跟对方公司以及客户经理发生过多次不愉快，原因是原开户期货公司未履行承诺给予的手续费。最后，这位朋友不得不投诉到

广西监管局，要求退还多收取的手续费。

知道此事以后，我对客户开户的后续工作格外上心，开户前就在电脑上贴好便签条，提醒自己开户完成后在第一时间调整手续费，并且在调整后认真地复核。

客户在开完户交易一段时间后，专门给我来电并对公司给予肯定。接完客户电话，我的心情难以平复，既有客户认可的欣慰，也有自我的鞭策，心里暗暗要求自己以后的工作和生活中一定要坚守承诺、诚信做人。

诚信做人，行业所需

诚信是一种美德，更是一种财富。作为一名金融工作者，诚信在金融工作中的重要性不言而喻。我们从事的是期货行业，如何保证客户资金的安全、如何实事求是地为客户介绍期货投资工具以及如何提示客户风险等，归根到底都离不开诚信。

近年来，政府部门、金融机构高度重视诚信在金融活动中的作用，央行“诚信体系”的建设，监管机构“诚信文化”的宣传，都在强调诚信意识。2008年，当时的中国证监会党委书记、主席尚福林启动了证券期货市场第一个统一的诚信档案工作，这标志着证券期货市场发挥诚信约束作用，实现有效监管有了重要的依托平台，证券期货市场诚信建设迈上了新的台阶。可见，从国家层面来看，对期货行业的诚信要求已越来越严格，只有坚守诚信底线，才能保证期货行业快速、平稳、健康发展。因此，只有诚信做人才能顺应行业发展，只有诚信做事才能做个合格的期货人。

诚信做人，迎接挑战

伴随着期货上市品种的不断增多，原油期货的逐步推进以及期权仿真的测试、成交量和成交额不断创新高，延续创新变革主旋律的期货业迎来了从量变到质变的飞跃发展，并且在多个领域实现新的突破。

但一直以来，我国期货行业饱受“大市场”与“小

行业”的矛盾之苦。常年依赖单一通道类业务盈利而导致手续费佣金的激烈竞争，使得期货行业出现成交量和成交额每年倍增但收入却持续下滑的现象，这严重制约着期货行业的发展。行业里现在存在一些违规展业的行为：以低佣金吸收客户、对客户给予配资、给未到条件的客户申请金融编码、承诺收益、夸大或隐瞒期货交易风险等，这些违反诚信的行为一旦被监管层查处，对公司和个人将带来很严重的后果。

2015年对于期货行业来说是充满希望和挑战的一年，处于行业创新和转型的重要时期，无论是资产管理业务还是互联网金融等的开展都要时刻牢记诚信展业。如何在飞速发展的行业里实现顺利转型？如何在激烈的竞争中脱颖而出？我认为，诚信从业、踏实做人是作为一个从业人员最基本的准则。也唯有如此，我们才能在大金融时代里得以生存。

诚信做人，享受快乐

都说爱笑的人总是很幸运，同样，讲诚信的人也会是幸运的人。诚信是做人的根本，会给我们带来安全感，会让我们的生活更方便，会让我们得到更多人的尊重和信任。讲诚信是心灵的需要。诚信做人不仅提高了我们的修养，而且升华了我们的思想，诚信对每一个人的成长都是十分重要的。诚信让我们学会爱身边的人、爱这个世界；诚信使我们的社会变得更和谐、世界变得更美好。因此，只有诚信做人，我们才能成为一个快乐的人。

诚信做人不仅是一种品行，更是一种责任；不仅是一种道义，更是一种准则；不仅是一种声誉，更是一种资源。就我而言，诚信是一种高尚的人格力量，只有诚信做人、踏实做事，才会让我们的人生走得更踏实、更坦荡；诚信是一种宝贵的无形资产，只有诚实做人、诚信做事，才会让我们在未来的工作和生活中走得更远、变得更强。■

（作者就职于格林大华期货桂林营业部）

期货与诚信

■ 文/颜坚



何为诚信？

诚，即真诚不伪；信，即严守信用，兑现诺言，实践成约。人无信不立，政无信不威，商无信不富。

诚信不仅是中华民族的传统美德，也是市场经济之基、期货经营之本，是社会资源合理配置的基础方式。诚实守信是一切经济活动和社会生活的基本准则。社会的发展需要诚信。

金融是现代经济的核心，金融活动是资金领域的信用活动。金融活动的基础便是以信用为规则的制度安排。期货市场在市场经济中发挥着不可或缺的作用，是高度依赖信用的市场。因此，加强诚信文化建设、全面提高公司合规经营水平，是维护市场秩序、保护投资者合法权益、促进期货市场规范健康发展的基石和保障，也是期货市场提升的重要内容。

近年来，随着法律法规制度的逐步完善，尤其是分类监管制度的实施，我国期货业的合规经营意识不断增强，诚信水平明显提升。但随着行业竞争日益激烈，各市场参与主体的不诚信行为仍时有发生，具体表现为：贬低他人抬高自己，低成本价格竞争激烈；有些从业者为了增加自己的收益虚假陈述，向客户提供虚假信息；甚至有些从业人员违反从业道德准则，从事期货交易等。这些失信行为如果得不到有效约束，必然损害我国期货业的正常经营秩序以及投资者的合法权益。

当前期货业的正常运行正受到失信的侵害。信用基

础薄弱、信用意识缺乏、信用秩序混乱加大了市场交易的风险和成本，阻碍了市场主体间的正常经济交往。加强诚信建设、增强信用观念、营造并维护良好的社会信用环境，是建立规范的市场经济秩序、促进期货业持续健康发展的重要保证。

第一，以法制信用建设为保证，规范期货诚信行为。期货诚信建设离不开法律的规范。通过不断完善法律、行政法规、部门规章，为诚信建设提供强有力的制度保障和支持，从而使合规诚信成为市场普遍认同、共同遵守的行为规范。

第二，加强行业自身建设，健全期货安全内控制度。期货行业是以信用为基础的金融服务行业，合规诚信的行业文化对于期货市场的持续健康发展至关重要。作为期货诚信建设中的重要载体，期货机构的各项业务都应建立在诚信基础上，严格把控诚信质量。加强行业诚信建设，一方面要切实加强行业自律，另一方面是要着重抓好行风建设。

期货市场的发展客观上要求行业不断提升自身的诚信水平。企业只有讲诚信才能做大做强；整个行业只有讲诚信，业内企业才能有发展壮大的社会环境。我国期货市场正处于从量的扩张向质的提升转变的关键时期，诚信体系的建立和诚信水平的提高将是行业发展的关键基石，守法合规经营才是期货公司生存发展之本。

全行业要共同培育团结协作、互信、和谐的行业风

尚,适度合理开发市场资源,理性规范竞争,努力赢得“消费放心、服务满意、信誉良好”的社会评价,树立期货业良好的社会形象。

第三,塑造企业诚信形象,建设现代企业。达芬奇家居、双汇集团、味千拉面等一些大型企业,近几年纷纷陷入诉讼或债务危机,其根本原因都是诚信的缺失。

诚信是企业安身立命之本,是市场经济的准入证。诚信对于一个企业来讲,具有黄金般的价值。企业只有增强诚信自律意识,内强素质、外树形象,才能为长久发展赢得广阔的空间。各期货经营机构应当根据实际情况,进一步细化标准、落实责任、加强诚信考核。

第四,进一步加强期货诚信教育。加强期货诚信建设,教育是基础。要让全体从业人员从自身、公司以及行业生存和发展的高度,充分认识加强期货诚信建设的重要意,并要将诚信教育制度化、经常化,通过系统、全面、持久的诚信教育,培养广大从业人员,特别是高管人员的诚信理念,恪守诚信职业操守,培育“诚信为本”的行业文化。

通过举办诚信建设论坛、报告会、研讨会或组织诚信知识考试等活动,进一步强化全行业的诚信意识。各经营机构要将诚信教育融入到员工录用、在职培训、职务晋升等人事管理环节。

第五,完善失信惩戒机制,营造良好诚信环境。提高失信成本,让失信者付出远高于其获取收益的代价,才能保障诚信的长效落实。加强市场行为监管,整顿规范市场秩序。将诚信建设与加强市场行为监管相结合,加大监督检查力度,把严重影响期货业诚信形象的违法违规行作为监督检查的重点,并将诚信水平较低、管理存在漏洞、内控制度执行不力的公司作为重点监管对象,对屡查屡犯、存在较多问题的公司,应加大处罚力度,促使各期货机构依法合规经营,共同营造诚实守信的良好发展环境。

完善信用信息披露机制,提高信息的透明度。逐

步建立并完善期货业信用信息披露制度,规范市场信息传递机制,增加市场交易透明度,避免失信成本行业分担。定期向业内公布各期货经营机构的真实诚信状况。

加强诚信建设必须坚持以人为本、当前与长远相结合、以点带面、全员参与、全程保障、道德教育与依法惩戒相结合的原则。

此外,加强诚信建设必须注意以下几方面。一是诚信建设必须与时俱进。期货业诚信建设面临的环境发生了很大变化,情况更为复杂,推进诚信建设工作必须坚持与时俱进,以新思路实现新突破,以新举措开创新局面。二是诚信建设必须坚持不懈、持之以恒。诚信建设面临着道德、法制、社会环境等诸多因素的影响,需要一个长期的过程,并要付出艰苦的努力,这是大方向、大趋势,必须毫不动摇地坚持下去。三是诚信建设必须端正经营指导思想,克服急功近利行。在急功近利、急于求成的心理下,考核指标常常脱离市场实际,迫使期货从业人员往往置诚信于不顾。此外,在市场主体不断增加的情况下,人员流动特别是高管人员流动频繁,导致经营行为短期化,盲目追求市场份额,忽视“诚信、效益、规范”。因此,各级期货公司必须在权限内,调整决策权,摆脱急功近利的干扰。

社会的诚信问题已引起政府高度重视,国务院部署制定了社会信用体系建设规划,实现对失信行为的协同监管,建设覆盖全国的征信系统。社会诚信体系的建立,公民价值观的改变已成为当务之急。要大力倡导精神文明建设,强调讲诚信、守信用,做一个诚实、讲道德、遵纪守法的公民,共同建立一个和谐、美好社会。

“诚信为本,操守为重”,年轻的中国国际期货公司只有把“诚信”作为自己的灵魂,才能赢得社会各界的认可。重塑诚信的期货行业,任重道远。让我们为之共同努力! ■

(作者就职于中国国际期货)

聚辖区机构之力 建诚信期货市场

■ 文/江琳彬

2015年11月,在证监会、中国期货业协会的指导和号召下,期货行业展开了一场全国性的诚信宣传活动。厦门协会第一时间积极响应、认真思考,围绕“期货市场诚信为本”这一主题,组织动员辖区各期货经营机构,共同开展了一系列丰富多样的宣传活动,并且取得了较好的效果。

加强内部培训,提高诚信意识

第一,开展内部座谈会与知识问答,宣传诚信理念。各机构多以内部座谈会形式,向员工宣传诚信理念、诚信要求和如何在实际工作中践行诚信,并做好相关留痕;此外,还有营业部以开展内部知识问答的形式进行。在各类内部会议上,积极倡导“诚信从我做起”,将诚信意识与日常工作紧密联系;要求员工知法守法,不参与违法行为,公开、公平、公正地对待每一位客户。

第二,加强内部培训学习与研讨。各机构培训内容围绕活动主题,并有一定针对性,主要包括:一是强化“诚信打造基础,合规创造价值”理念。针对中期协提示的有关文件进行研讨,再次强调《期货从业人员执业行为准则》和《期货行业诚信宣言》等自律规则和职业道德准则;二是建立健全“诚信经营,主动合规”的监督机制。倡导主动发现合规风险隐患,落实相关责任,建立有关惩戒办法;三是加强员工的合规服务能力。根据各岗位职责要求分别进行合规操作流程的培训。

深入客户群体,开展户外宣传

第一,开展“公平在身边·诚信伴我行”健步走宣传活动。协会借中期协“中国期货—鲁证杯悦动



公益健步走”活动契机,结合“公平在身边·诚信伴我行”主题,开展了户外健步走宣传活动,辖区共有15家期货经营机构近百名从业人员和投资者参与其中。活动中,各单位制作了主题横幅和公司标识,携带诚信建设宣传材料以及宣传横幅,在近五公里的健步行程当中进行分发,向沿途路人积极宣传期货行业诚信文化,统一行动,扩大声势,较好地展现了期货行业从业人员积极向上的精神面貌和诚实守信的行业风气。

第二,深入社区、街头进行宣传。大部分机构制定了社区宣传方案,组织员工积极走上街头,设置咨询宣传台,通过发放宣传材料和提供咨询的形式展开宣传,向公众普及诚信建设的内容,传播诚信文化,树立期货行业诚信形象。

第三,走进高校。部分机构制定“高校育英计划”,

开展期货走进高校的宣传活动，在高校普及期货投资、风险管理、诚信合规等行业知识。瑞达期货还举办了“高校精英杯”期货模拟大赛，从而达到宣传诚信合规的服务理念。本年度瑞达期货走进高校共 35 家，如西南财经大学、贵州财经大学、湖北经济学院、仰恩大学、华侨大学等，受众面达 3.8 万人次。

牢记诚信主题，贯穿日常工作

第一，借培训时机，宣传诚信建设内容。大部分机构在投资者教育、沙龙等活动中，结合诚信宣传主题，着重向投资者普及期货法律知识及《期货从业人员执业行为准则》，让投资者了解从业人员该如何诚信经营、诚信服务，告知客户如何通过法律维护自己的合法权益，提高投资者风险防范意识；部分机构整理编辑了诚信经营案例以及非法证券期货活动案例，并对案例进行分析讲解。

第二，严把开户关，切实落实适当性。在开户环节中，对各业务适当性规则进行着重讲解，对各类风险进行详细揭示，对诸如年龄偏大、身体明显不适的客户劝其不开户，对初入市客户进行特别揭示等，根据客户情况如实向其反映开户适当性。

第三，畅通咨询投诉渠道，接受广泛监督。大部分

机构在营业场所入口处张贴了“公平在身边”投资者保护宣传海报以及“多元化纠纷解决机制”投资者保护宣传海报，在前台摆放宣传册，以便投资者明确维权途径，并通过广大投资者对机构进行实时的监督。

第四，做好客户回访，明示职业操守。部分机构通过回访电话向客户揭示从业人员不得向客户做获利保证，或者承诺共担风险共享盈利，应当提示客户做好密码保护工作等。

第五，建立激励机制，带动员工积极性。华信万达期货厦门营业部开展年度诚信员工评比，并对各岗位员工进行了诚信考核，在内部形成鼓励合规诚信的示范效应。

借助媒体优势，扩大宣传效果

第一，与电视台联合制作诚信投教节目。建信期货厦门营业部在与厦门电视台《金融聚焦》栏目合作的节目中强调，“作为金融期货公司，需要合规经营降低金融风险，防止为片面追求高速业务增长而忽视风险防范”，并提醒广大投资者，“进行期货投资要了解期货规则，慎重选择期货杠杆。”

第二，在本地报刊刊登诚信主题宣传广告。为传播行业诚信文化，中国国际期货厦门分公司将“资本市场诚信建设”宣传活动刊登在了《海西晨报》诚信宣传板上。



第三，制作机构诚信内刊。瑞达期货开办《瑞达风》企业内刊，本年度印制并向各营业部发放共4000册，旨在将合规诚信意识渗透到企业文化建设中，通过长期熏陶，突出“合规执业，诚信经营”的企业精神，让诚信合规长驻每个员工心中。

利用网络优势，细化宣传渠道

第一，期货公司和营业部网站平台推广。大部分机构制作了诚信标语，并在网页显著位置进行了展示，此外还在网页中开设诚信专栏或上传相关法律法规及诚信宣传图片，营造诚信宣传氛围。

第二，微博、微信等社交媒体与互联网结合。部分机构在微博、微信平台上发布了期货行业诚信宣言、《证券期货市场违法失信典型案例》等，加强对期货业诚信建设意义、作用、主要任务和相关做法等内容的宣传，供投资者阅读学习。

第三，参与中国期货业协会的微信活动。在协会的动员下，各机构积极参加中期协主办的微信“公平在身边”诚信知识竞赛，激发员工及客户对期货基础及法律法规知识的学习兴趣，鼓励他们积极参与答题。其中，国贸期货在此前进行的中期协微信活动中已连续七个月获得月度组织奖。

其他宣传方式

第一，利用常规方式进行宣传。一是大部分机构摆放诚信宣传折页，张贴了内幕交易警示漫画宣传单，采用横幅、荧光板、走马灯等方式，将“诚实守信，合法经营”等相关口号和标语在营业部醒目位置进行公示，并在投资者保护园地等处张贴《期货业诚信建设实施指导意见》等有关文件；二是部分机构通过短信平台向所有存量客户发送了诚信建设宣传活动短信，引导其诚信参与期货市场。

第二，开展演讲比赛、征文活动。活动期间，国元期货厦门营业部开展了一次以诚信为主题的演讲比赛，所有员工参与了演讲。在锻炼表达能力的同时，也提高了员工的诚信意识。瑞达期货以“期货行业诚信建设，从我做起”为主题，开展了“梦·想·家”的征文活动，收到3000余篇征文，在公司内部进行了评优和宣传。

冰冻三尺非一日之寒。期货市场诚信建设之路依旧漫长，但在行业创新改革的蓝图下，在辖区各期货经营机构的共同努力下，我们相信，辖区期货市场一定会愈加诚信、健康，让投资者感受到期货行业的“正能量”。■

（作者就职于厦门证券期货业协会）



诚信建设之我见

■ 文/侯雪玲



通过对《期货业诚信建设实施指导意见》的学习，我对期货业诚信建设的重要性和作用，以及主要任务和具体实施步骤都有了初步了解，在此谈谈自己的感悟。

诚信建设的必要性

诚信是中华民族的传统美德，是值得人们坚守的信仰之一。然而在当今社会，“人无信而不立”这个中华民族的千古信条却面临着极大挑战。由诚信缺失引发的信任危机，使越来越多的人陷入渴望诚信却又不敢践行诚信的怪圈。

这一现象在资本市场尤为突出。期货业在资本市场中扮演着重要角色，作为以信用为基础的金融服务行业中的重要组成部分，期货业的发展在客观上需要有高度发达的信用水平和信用体系作为支撑。因此，只有建立合法诚信经营体系，才能取信于客户、取信于市场、取信于社会，实现行业的可持续发展。由此可见，推进期货业发展的重要任务之一，就是要加强诚信建设。

《期货业诚信建设实施指导意见》中指出，诚信建设是增强市场发展“软实力”的内在要求，而期货市场软实力的核心，就是期货市场的规范运作和诚信意识。

我认为，行业诚信是一个行业文化的重要组成部分，也是行业文化与行业核心竞争力的基石。行业诚信不仅仅是一种道德规范，也是能够为一个行业带来经济效益的重要资源，甚至在一定程度上，比物质资源和人力资源更为重要。因此，只有将合规诚信培育成为期货业文化的核心价值，期货行业才能自觉地对投资者利益为导向，不断提升专业化服务水平，进而

提升期货行业服务实体经济的广度和深度。

马克思主义认识论认为，人是生产力中最积极、最活跃的因素，也是生产力中唯一具有能动性、创造性的主体因素，再好的管理、再好的制度，也需要人来执行和运作。一个行业的诚信建设，从根本上取决于该行业从业人员的诚信和素质，也就是说，建设一流的从业人员队伍是推动行业诚信体系建设的重要保证。

因此，期货行业应当提供这样一个环境，来倡导诚实守信、勤勉尽责的专业精神和职业操守，对守信公司和从业人员进行表彰和奖励，引导树立“以诚信为荣、以失信为耻”的行业风气；与此同时，我们应坚持“弘扬守信和惩戒失信并重”的原则，提高失信成本，使具有不良诚信记录的期货公司和从业人员在业务开展过程中“处处受限”。营造讲诚信、重操守的诚信文化氛围，使诚信观念深入人心。

推进期货业诚信建设，需要市场各方面的广泛参与和分工协作，只有共同努力，才能实现这一目标。中期协负责统一组织和领导全国期货业诚信建设工作，使得各参与主体高度重视，合力推进诚信建设工作的顺利进行。各地方协会可以根据中期协的统一安排，指导所在地区诚信建设工作的贯彻落实，并结合自身实际，以多种形式组织推进行业诚信建设工作。各期货公司作为诚信建设的主要实施单位，应由公司主要负责人亲自挂帅，并根据各级协会的要求，结合本公司实际，做好本公司诚信建设项目的组织、领导、监督和贯彻落实。

只有确保每一步目标的达成，才能真正地加强期货行业诚信建设，提升期货行业软实力，营造一个诚实守信

信、合规自律的市场环境，为社会主义市场经济体系的完善和经济秩序、社会秩序的和谐稳定贡献出一份力量。

诚信建设的落实

根据《辞海》的解释，诚信是一个道德范畴，是日常行为的诚实和正式交流的信用的合称。诚信即指待人处事真诚、老实，讲究信用，言必行、行必果，一言九鼎。从这个定义可以看出，诚信建设就是每个个体修养提高的过程。因此，将诚信建设与期货具体工作有机结合，最重要的是从修身养性开始做起，不断地磨练自己的诚信品格，提高主观对诚信的重视程度，在日常生活中从小事着手、从细节出发，严格地要求自己，使诚信在工作中自然而然的体现出来。

具体来说，主要表现在以下三个方面：

首先，要戒欺，即在无人监督的情况下，做到不欺人亦不自欺。就研发工作来说，它要求日常工作中，写各种报告及对外交流时，所用信息、数据都要真实可靠、有据可查，不可弄虚作假、偷奸耍滑，切不可因偷懒、不重视等原因，把一些主观猜测、想象的信息数据，在未加说明的情况下，当作真实可靠的数据信息对外传播。

在行业中，我们每天都会面临一类很流行又无依可查的信息，即小道消息、市场传言。对于这类信息，讲诚信的做法为：首先根据知识先对其真伪性进行判断；然后在对外传播的过程中要明确强调其传言性，提醒其风险性。此外，戒欺的另一个要求是，对于工作中犯的错误，要勇于承认，并彻底改正，不可抱着侥幸心理，对错误放任自流。

其次，要信守承诺。即日常工作中如果对他人许下承诺，就必须认真对待，对自己的承诺负责，不要掉以轻心，失信于人。这方面最简单也最易忽略的，是守时。我们日常工作中很多内容都有时间限制，在不依赖他人提醒下，就能做到按时完成本职工作、不拖沓，这就是信守承诺的一个很好表现。再比如，在工作当中，就某一工作项目，答应了上级领导或其他同事，就承担了必须完成的义务，此时，要尽一切力量做好，精益求精，这样就达到了诚信的标准。

最后，要待人真诚，以诚待客。工作中，一个很重要的环节就是与人相处交流。作为研发部一名研发人员，我认为研发部内部之间、研发部与各营业部之间、研发人员与客户之间，都应真诚相待、说真话、做实事，反对欺诈和虚伪、冷漠敷衍。真诚是打开人与人之间隔阂的最好钥匙，是拉近距离的重要法宝。当然真诚也是双向的，若都以诚相待，自然而然就形成了和谐的工作环境，诚信的氛围就更容易建立。

以上，是我的一些心得。通过此次集中教育，我再次加深了对诚信的认识，重视了自身诚信素质的培养与提升，同时更加注重自己的言论和行为符合诚信要求。虽然我离诚信标准尚有不足，但是，通过我主观意识的不断调整，相信我将离诚信标准越来越近。同样的，如果我们大家都能不断修正自身的主观意识、提高诚信素质，诚信的氛围将更好地营造并延续下去。相信在不远的将来，诚信就会像吃饭喝水一样变成生活的本能。让我们一起迎接那样的世界到来吧！

（作者就职于国信期货）



大资金如何进出场

■ 文/袁帅

大资金如何入市，一直是困扰大机构的难题。散户因为单子小，不会对盘面产生大的影响，也不用担心平仓对行情造成冲击，从而丧失有利价位，所以，可以选择做突破，做跟进。而大资金由于体量巨大，对市场的冲击成本较高，如何开仓和平仓成了一道绕不过去的命题。道氏和索罗斯对这一问题，有着独到而深刻的见解。

道氏理论把投资者分为三类：“聪明资金”（最有见识、最有经验的投资者）、精明投资者和大众投资者。“聪明资金”在市场恐慌情绪蔓延充斥时买入建仓，在极度乐观和膨胀的市场氛围中逃离，这是道氏对于大资金建仓方法的点拨。

比如 2007 年股市不断创出新

高时，“聪明资金”已经落袋为安；精明投资者准备择机离场；而大众投资者却在排队开户，将所有积蓄投入到“最后的晚餐”，并且在市场已经翻转向下时，采取“鸵鸟政策”，等待救市，最终受到了市场的惩罚。在 2008 年股市触底后，“聪明资金”再次入市，而大众投资者却在愤愤地说了句“股市是骗人的场所”后，斩仓出局，发誓再也不入市。

以上三种投资者不是按资金量而是按投资的精准度和盈亏度来划分的，并且三种投资者可以相互转化。

用巴菲特的名言诠释“聪明资金”，即“别人贪婪的时候我恐惧，别人恐惧的时候我贪婪”。巴菲特

的操作风格其实就是“聪明资金”的手法。道氏理论中的“聪明资金”，指的是我们讨论的大资金和机构，他们如同大海中的鲸、鲨等“大鱼”；“专业投资者”指的是经验丰富、手法老到的职业投资人，他们如同海洋中的“快鱼”，同样属于掠食者行列，捕食“慢鱼”和“小鱼”；而“大众投资者”就是我们日常所说的散户了，是“大鱼”和“快鱼”的猎物。

索罗斯的核心投资理论是所谓的“反身理论”。简单来说，反身理论是指投资者与市场之间的互动影响。索罗斯认为，金融市场的投资者根据掌握的资讯和对市场的了解，来预期市场走势并据此行动，而其行动，反过来影响、改变了市

“

“反身理论”的过程本身不一定是对事实的完全扭曲，多数时候有相当的依据，但从自我强化，到超越事实时，最终会被市场校正，且通常是以一种惨烈、极端的方式回归。

”

场原来可能出现的走势，二者不断地相互影响。因此，根本不可能有人掌握到完整资讯，再加上投资者同时会因个别问题影响到其认知，令其对市场产生“偏见”。

当有风声说某个银行资信有问题，一万个人开始将信将疑，随后出现争相挤兑，那么，这个原本没有多大问题的银行真的要面临倒闭的风险了，而且，这个过程确实会不断地自我强化。一个故事开始人们不信，但随着大家不断地加入，故事描述的对象也开始改变了，最终故事变成了一种荒诞而极端的“真实”。正是因为参与者的增多改变了故事本身。可以说，反身理论在市场中的运作是从事实到观念，再从观念到事实，一旦投资者的观念与事实之间的差距太大，无法得到有效纠正，市场就会处于剧烈的波动和不稳定的状态。“三人成虎、一语成谶、以讹传讹”，表达的也是索罗斯这个意思。

当然，“反身理论”的过程本身不一定是对事实的完全扭曲，多数时候有相当的依据，但从自我强化，到超越事实时，最终会被市场校正，且通常是以一种惨烈、极端的方式回归。

虚拟经济对实体经济的能动作用源于众多跟风者对市场本身的推动，市场不断地在复杂的震荡中实现对真实情况的回归。例如，1992年9月索罗斯决定大量放空英镑，又如1997年泰国政府被国

际投机家一下子卷走40亿美元，操作依据正是“反身理论”。理性的人们看市场过分虚高或低估的时候通常是不满，断言非理性的状态很快会结束，但这种状态偏偏会持续很长的时间，并且变本加厉、肆无忌惮，直到人们习以为常，熟视无睹。

道氏和索罗斯，用了比较艰深晦涩的语言表达了自己对市场的看法，尤其是为大资金操盘暗指一条明路。道氏暗指的方法其实是“抄底压顶”，这是建立在对于市场深层次研究基础之上的，和散户蒙着头凭感觉抄底压顶完全是两码事，其区别如同东施效颦。

索罗斯的方法则更为犀利，他敢于在市场疯狂的时候再加上一把火，火中取栗，因为他会裹挟很多散户加上部分“理性人”的单子，而过早入市的“理性人”的单子只有被强平的命运。这一过程则会进一步强化市场的动作。在市场价值回归和尘埃落定之前，在量子基金“酒足饭饱”之后，索罗斯自会出局。

道氏理论所推崇的“聪明资金”的建仓方法可能被套，索罗斯运用的“反身理论”建仓方法则可能套住别人，再将其摧毁；“聪明资金”的方法是价值投资，索罗斯的方法是火上浇油，火中取栗，乱中取胜。^[1]

（作者就职于招金期货）

期权风险管理技术之展期策略

■ 文/王晓宝

期权交易以策略多样化著称，这里的多样化不仅指组合方式众多，也指风险管理方法灵活多变。成功的期权交易，绝少是构造好仓位组合后坐享其成的，一般都会涉及持仓过程中仓位的不断调整，而其中的调整方式，也即风险管理方法，便成为交易成功与否的关键。

期权展期，作为最重要的期权交易风险管理技术之一，应用十分广泛，常常起到化险为夷的作用。

顾名思义，期权展期即延展期权存续时间。它和期货移仓类似，但由于期权包括执行价格因素，又比期货移仓复杂，是指将当前期权合约平仓，并按当前持仓合约的相同持仓方向和相同数量以不同执行价格和到期月份重新开仓，实现仓位转换的交易过程。

在展期策略中，首先平仓当前头寸，同时开立一手新的头寸，这手新开立的头寸，一般来说属于下

面五种类型中的一种。

1. 向上展期：新开立期权与原有期权到期月份相同，但执行价格更高。

2. 向下展期：新开立期权与原有期权到期月份相同，但执行价格更低。

3. 向前展期：新开立期权与原有期权执行价格相同，但到期月份更近。

4. 向后展期：新开立期权与原



有期权执行价格相同，但到期月份更远。

5. 综合展期：新开立期权到期日和执行价格均不同于原有期权。

后面可以看到，在不明后市的情况下，综合展期是最理想的展期方法，它结合了其他四种展期的优势，对于卖出和买入期权有着不同的应用和作用。

展期在卖空期权交易中的应用

这里的卖空期权是指不搭配任何保护性头寸的单独卖出期权，即裸卖期权（Naked Option）。此类策略相当于设定了一个安全区域，当价格在安全区域内波动时，投资者可以获得权利金收入；当价格在安全区域以外，即风险区域波动时，投资者会蒙受损失，而这种损失可能是巨大的。

下面以裸卖空看涨期权为例，说明展期的应用。

当沪深300股指为4000点时，投资者卖出一手执行价格4000点，一个月后到期的沪深300股指平值看涨期权 Call-IO-4000，权利金120点，损益平衡点为4120点，最大收益120点。半个月后，沪深300股指上涨到4150点，卖空的 Call-IO-4000 权利金随之变为185点，投资者浮亏65点。如果什么都不做的话，可能会因为价格继续上涨而遭受更大损失，此时应积极调整仓位，展期便是值得考虑的一种方法。

在买入一手 Call-IO-4000 将原有头寸平仓，锁定亏损65点后，备选展期交易方式如下：

1. 向后展期：卖出一手执行价格4000点，两个月后到期的 Call-IO-4000，权利金为272点。算上前期亏损，最终损益平衡点为4207点，最大收益207点。

2. 向上展期：卖出一手执行价格4150点，与最初头寸相同到期日的 Call-IO-4150，权利金为85点。算上前期亏损，最终损益平衡点为4170点，最大收益20点。

3. 向后和向上综合展期：卖出一手执行价格4150点，两个月后到期的 Call-IO-4150，权利金186点，算上前期亏损，最终损益平衡点为4271点，最大收益121点。

需要指出的是，对于本例，向前和向下展期是不合适的，这两种方法会极大加剧风险，违背裸期权卖空赚取时间价值的交易理念，所以在此不做讨论。

由上述分析可知，最初头寸的损益平衡点为4120点，最大收益为120点。通过展期交易，虽然最大收益有所不同，但每种展期方式都提高了损益平衡点，间接提高了胜率，投资很快摆脱困境，为后期盈利提供了时间与空间。

需要注意的是，虽然应用向后展期能够增加最大收益，但它需要标的资产价格有实质性的下跌才行，而向上展期和综合展期只需要标的价格不再上涨即可。因此，三种展期策略的获利概率大不相同。

在不同的标的资产价格变化下，每种调整方式会产生不同的效果。

很明显，在任何状况下，将期权进行综合展期，都不会是最差策略。这主要是因为综合展期同时延长期权期限和改变执行价格为代价来换取安全边际，其中延长期权期限带来了更多的时间价值权利金，而提高执行价格加大了盈利区间。

总之，在裸卖空期权中，展期

表1 展期策略比较

展期类型	向后展期	向上展期	综合展期
构造方式	执行价格相同，到期月份不同	执行价格不同，到期月份相同	执行价格和到期月份都不同
损益平衡点（点）	4207	4170	4271
最大收益（点）	207	20	121

表2 不同状况下的调整方式比较

标的资产价格变化	最佳展期策略	最差展期策略
上涨	综合展期	向后展期
盘整	综合或向上展期	向后展期
下跌	向后展期	向上展期

作用体现在以下两方面：

1. 提高损益平衡点，这是通过抬高执行价格实现的。

2. 提高胜率，这是以牺牲最大收益为代价的。

展期在买入期权中的应用

由于时间贬值的存在，买入期权常常使投资者陷入选择困境。例如，当投资者以 120 点的价格购买了一个月后到期的沪深 300 股指平值看涨期权 Call-IO-4000，损益平衡点为 4120 点，最大风险 120 点，潜在收益无限。若半个月后，沪深 300 股指下跌至 3900 点，期权价格随之跌为 40 点。那么，是否应该以 80 点的亏损将其平仓？或者，继续持有下去，寄希望于在剩下的两周内标的资产价格出现上升？

为避免使投资者陷入两难境地，进行展期操作是不错的选择。

在卖出一手一个月后到期的

CALL-IO-2150 将原有头寸平仓，锁定亏损 80 点后，备选的展期交易方式如下：

1. 向后展期：买入一手执行价格 4000 点，两个月后到期的 Call-IO-4000，权利金为 125 点。算上前期亏损，最终损益平衡点为 4205 点，最大风险 205 点。潜在收益无限。

2. 向下展期：买入一手执行价格 3900 点，与最初头寸相同到期日的 Call-IO-3900，权利金为 80 点。算上前期亏损，最终损益平衡点为 4060 点，最大风险 160 点，潜在收益无限。

3. 向后和向下综合展期：买入一手执行价格 3900 点，2 个月后的 Call-IO-3900，权利金 170 点，算上前期亏损，最终损益平衡点为 4150 点，最大风险 250 点，潜在收益无限。

需要指出的是，对于本例，向前和向上展期是不合适的，这两种方法极大加剧风险，违背买

入期权要避免时间价值贬值，赚取行情利润的交易理念，所以在此不做讨论。

由上表分析可知，最初头寸的损益平衡点为 4120 点，最大风险为 120 点，通过展期交易，虽然最大风险有所增加，但除向后展期外，向下展期方式降低了损益平衡点，而综合展期小幅度提高损益平衡点，但到期日更长，二者都间接提高了胜率，投资很快摆脱困境，为后期盈利提供了时间与空间。

同卖空期权状况下的展期类似，在任何状况下，将买入期权进行综合展期，都不会是最差策略，这主要是因为综合展期同时延长了期权期限和改变执行价格来换取安全边际，其中延长期权期限为潜在盈利提供了时间，而降低执行价格则带来了更大的盈利空间。

总之，对于买入期权，展期作用体现在以下两方面：

1. 降低损益平衡点，这是通过降低执行价格实现的。

2. 提高胜率，同时加大潜在收益，但这是以增加最大风险为代价的。

以上讨论了期权展期在单一买入和卖出期权中的应用，事实上，展期对于组合策略同样有很多应用，这需要投资者在实际交易当中不断总结、创新，真正掌握展期思想和技术，才能做到处变不惊、游刃有余。^[2]

（作者就职于永安期货）

表 3 展期效果比较

展期类型	向后展期	向下展期	综合展期
构造方式	执行价格相同，到期月份不同	执行价格不同，到期月份相同	执行价格和到期月份都不同
损益平衡点（点）	4205	4060	4150
最大风险（点）	205	160	250

表 4 不同状况下的调整方式比较

标的资产价格变化	最佳展期策略	最差展期策略
上涨	综合展期或向下展期	向后展期
盘整	向下展期或综合展期	向后展期
下跌	向下展期	综合展期

市场才是真正的“老师”

■ 文/曾志财

我在大三时选修《期货实务》，这是学校金融系和一家期货公司联合举办的选修课，我所在的金融系亦是这家期货公司培养人才的基地。有幸成为第一批学员并获得奖学金，让我对期货行业有了一定程度的了解。因此，大四时我就开始从事期货交易，享受了期货交易亏与赚的痛苦与快乐的过程。

通过真枪实弹期货交易后，让我对期货行业有了更进一步的了解，知

道期货行业是个有前途的行业。于是，2003年毕业后我毫不犹豫地选择进入期货公司工作。几年来，我看到很多“战友”倒下，又有新的“战友”不断加入，真有点“铁打的营盘流水的兵”的感觉。

进入期货市场的投资者们都很用功，他们通常都会买期货书籍看，尤其喜欢看国外的期货书籍，有的还会和成功人士交流，不惜重金参加各式各样的期货培训班等，但最后结果

多数不如人意。直到从期货市场里被扫地出门的那一刻，很多人或许都未明白——市场才是真正的“老师”。

第一，市场教你下单。在期货市场里做交易，做多单还是空单，一定是市场行情告诉你的，而不是谁的行情评论、投资报告告诉你的，更不是各家期货公司的早盘提示告诉你的。

故做期货交易的人一定要看盘，看盘的过程其实是和市场行情对话的过程。按对话的不同程度，可以把期



期货市场里的人分成两种：一种是期货市场送钱给你的人，要做这种人，必须认真听它“诉说”做空还是做多；另一种是给市场送钱的人，这种人要么根本不听市场的“诉说”，要么一知半解。

如何才能做市场送钱给你的人，而不做给市场送钱的人？答案很简单。仔细看盘，行情正在波动时和行情没有波动时的盘都得仔细看——发现在什么情况下做多单、什么情况下做空单。开始看盘时必须具有专一性，看一个品种的一个合约就足够了，等到你随时能听懂市场告诉你做多还是做空信息后，你再去涉足其他品种、其他月份，千万别眉毛胡子一把抓——贪婪能

创造奇迹，同时也是很多投资者不能成功的绊脚石。

第二，市场教你止损、止盈。市场教会你下单，让你知道何时做多，何时做空，同时，它也馈赠止损和止盈两件法宝给你，为成为市场送钱给你的人保驾护航。做多的时候就是做空的止损或止盈的时候，反过来做空的时候也是做多的止损或止盈的时候，当然，也有放弃继续交易的止损或止盈的时候。二者的重要性就好比高速行驶的汽车，到达目的地下车——止盈，发现前面不能通行、倒车——止损。

第三，市场教你资金管理。资金管理应该包含下单资金比例、资金的有序进出、资金的市场容量三个方面。

1. 下单资金比例。在期货行业里一般流行下三分之一的仓位。根据交易策略、交易品种、活跃程度的不同，所下的资金比例有所不同也是很正常的事情。比如，有的投资者日内短线交易下一半资金或满仓资金，更有甚者过夜也满仓交易。我认为无论下多大资金都可以，但必须满足交易的持续性、风险的可控性，不能是赌博式的下注。虽然下单资金比例问题比较复杂、无法用统一的语言标准来表述，但我可以给你一个从自身感觉出发的标准——每次下单后无论行情如何波动心里都不着急的最大下单资金比例，就是你的最佳下单比例。

2. 资金的有序进出。期货业和其他行业一样，都是让人们赚钱过上幸福生活的渠道。一天到晚想着期货，说得好叫敬业，说得不好叫不懂生活，期货只是赚钱手段，而不能是生活的全部。因此，在期货市场里赚了钱要不断地往外提钱，而不是不断地给期货账户里加钱。很多人不从账户里提钱是因为贪婪，想赚更多的钱，还有一个原因是，不明白期货交易赚钱与亏钱和资金的绝对量没有关系——想法和做法与市场波动一致就赚钱，反之亦然，千万别想着账户的钱多了就能赚钱。

希望广大期货投资者别做期货的仆人，要做期货的主人，不断从期货市场里盈利，并不断地从期货账户里提走部分盈利，激进一点的投资者可以提出少一点的比例，让留在账户里的盈利多一些，保守一点的投资者就把盈利部分多提些出来，使资金有



“

期货市场的投资者，尤其是短线交易者，对容量的了解和执行非常关键，这在一定程度上决定了投资者的投资成败，超越了如何下单、如何止损和止盈。

”

序进出，养成良好的提取资金习惯，让期货成为提款机，为自己及家人的幸福生活服务，始终让自己处于期货投资的不败之地。

3. 资金的市场容量。这是大规模资金必须考虑的问题，是取得一定成功的投资者走向更加辉煌的障碍。期货市场里，有很多人拿着自己的小资金翻了百倍甚至千倍，这肯定算是不小的成功。他们信心满满地按照自己以往成功的方法向万倍或亿倍进发，结果命运给他开了个天大的玩笑，在很短的时间里让他回到了解放前。有的人从此一蹶不振——不断述说着曾经的辉煌；有的人痛定思痛后东山再起，可是当资金到了曾经的高点时又停滞不前，世间传言有人五次到了2000万资金又五次回到解放前。这个资金顶点或这2000万就是很多投资者所说的瓶颈，认为无法逾越。

开始，我也这么认为，随着对市场的不断深入了解，其实所谓的瓶颈就是投资者的投资方法所能容纳的最大资金——资金的市场容量。同一种投资方法随着品种的不同，资金的市场容量也是有差异的，它超越了如何下单、如何止损和止盈。为了更好地阐述资金的市场容量问题，我给大家讲述两个故事。

有4个只有15万资金的投资者，他们是比较好的朋友，没办法做股指期货，于是就联合起来开户，通过他们的短线交易技巧在股指期货上最少的赚了1000多万，最多的赚了3600万。他们让市场教会了如何下

单、如何止损和止盈，在股指期货市场上能容纳他们的资金。前不久国家为了抑制股指期货市场的过度投机出台了一系列政策，使得他们暂时放弃了股指期货市场。等待股指期货重开之际，他们按照以前成功的短线交易方法转战商品期货市场，虽然他们的方法已经经过股指期货市场的检验，但在甲醇期货的投资上还是出了问题——多次下单达到一千多手时方法就失效，出现亏损。好在他们及时醒悟减少了交易量，重新站在了盈利的队伍里。

还有一个投资者，是经营现货很成功的企业老板，进入期货市场后，做与自己经营的现货一致的期货品种。当时，那个期货品种交易特别不活跃，最大单笔成交不超过100手。该老板拿着1500万资金进来，一手5吨的品种，直接一次1000手做多，行情跌停，止损后又1000手做空，行情偏偏不久就涨停，1500万资金没多久就亏完了。

期货市场的投资者，尤其是短线交易者，对容量的了解和执行非常关键，这在一定程度上决定了投资者的投资成败，超越了如何下单、如何止损和止盈。

综上所述，在期货市场交易的投资者们，应每天多花时间仔细盯盘，少去崇拜他人之说，市场会教会你下单、止损、止盈和资金管理，市场才是真正的“老师”。长此以往，你肯定会成为市场送钱的对象，并让你的期货投资再无瓶颈。

（作者就职于申银万国期货西安营业部）

大宗经纪业务之国外经验及对期货行业借鉴

文/迈科期货课题组

大宗经纪业务 (PB) 是指投资银行、证券公司、商业银行等为对冲基金或其他高净值客户提供的包括清算、风险管理在内的多重服务业务，其中对冲基金是最为主要的客户群体。本文分析了国际成熟市场开展大宗经纪业务的经验，以期对国内期货公司开展大宗经纪业务提供经验借鉴。

一、国外大宗经纪业务发展现状

(一) 大宗经纪业务简介及发展历程

大宗经纪商的服务内容包括清算、交割结算、托管、合并报表编

制、融资、借券、技术及解决方案支持、风险管理、资本引荐等多个领域，如表 1 所示。其中核心业务是融资和杠杆交易。

大宗经纪商主要基于集中账户 / 管理账户 (Central Master

account) 帮助客户跟踪处理在不同交易商的交易及融资借券仓位问题，这为需要在多家以上交易商下单的对冲基金提供了很大的便利。集中账户涉及金融产品范围广泛，从最初的股票为主，逐步延伸到包

表 1 国际大宗经纪商提供的三大类通用服务

业务层级	具体服务
基础服务	清算、交收
	全球托管
	综合性报告
核心服务	融资 (杠杆交易和现金管理)
增值服务	证券借贷
	资本引荐
	衍生品服务
	资产组合分析及风险管理
	行业顾问
	办公室租赁等

括股票、债券、期货、期权、货币、大宗商品等多类别、多币种、多市场资产。这与对冲基金逐渐从单一策略向多策略，以及从单一市场向多个市场转变的情况是对应的。

参与大宗经纪业务的主体主要有大宗经纪商、机构客户（对冲基金、共同基金、高净值客户等）、经纪商（交易执行）、托管机构（也可能与大宗经纪商是同一主体）、第三方清算平台（也可能与大宗经纪商是同一主体），如图1所示。

国外大宗经纪业务发展主要经历了三个阶段。

一是20世纪80年代的探索阶段。服务机构的券商以摩根、高盛和贝尔斯登为代表，在此阶段迅速整合资源，发展主经纪商业务。

二是20世纪90年代至2007年的扩展阶段。以信息技术革命为基础的知识经济的迅速发展，推动了美国经纪和证券市场的飞速发

展，进而引发了私募基金特别是对冲基金的爆发式增长。而私募基金对PB业务的庞大需求及不断提高的服务标准，推动了PB业务的发展。随着对冲基金投资策略和产品的不断丰富，相应的对冲和杠杆需求也不断多元化，市场需求的扩张吸引越来越多的国际投行加入竞争行列，促进了PB业务的发展成熟，逐渐形成了我们现在比较熟悉的PB业务模式。

三是2008年金融危机后的转型阶段。2008年次贷危机爆发后，美国经济增长放慢，进入衰退区间，股市再次进入了调整阶段，对主经纪商市场也造成了巨大的冲击。金融危机后，各国监管提出了包括提高流动性监管要求、衍生品集中清算等在内的新要求。这意味着投行需要更好地匹配资产、负债，以满足更高的监管资本要求，同时衍生品的交易成本也随之增加。

（二）对冲基金与大宗经纪商的关系

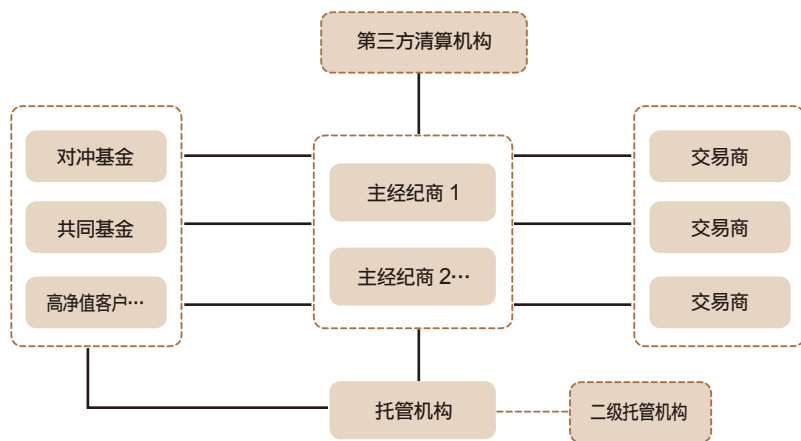
为了更清晰地分析对冲基金与大宗经纪商之间的关系，首先从时间维度出发理清对冲基金、金融工具和大宗经纪商之间的发展脉络。从图2中可以出，对冲基金概念的出现远远早于金融工具创新大爆发时代，更早于大宗经纪商的出现。

这种出现的先后顺序也是具有很强逻辑关系的，对冲基金概念在出现时就是为了对冲风险，采取的策略是市场中性，当时的金融产品是可以满足策略实现的，总体策略是单一的，投资范围也基本上集中在一个国家或者区域内；但随着全球经济和金融市场的发展，对冲基金的规模在扩大，只有不断地创新策略才能吸收更多的管理资金，而同时其风险对冲的需求也在上升，于是转嫁各种风险的金融工具集中出现，为对冲基金的发展奠定了一个基础。

与此同时，多种金融工具的应用也令对冲基金增加了除交易以外的诸多事宜，大宗经纪业务的出现为其增加了很多便利。资本都是逐利的，在机会众多的市场中，如何充分利用资金获得超额的回报是对冲基金的追求，利用资金杠杆和衍生品工具放大交易杠杆成为新阶段的新需求，也进一步促进了金融产品的创新，同时更为大宗经纪商提供了发展契机。

总之，对冲基金、金融工具创

图1 大宗经纪业务参与主体



新和大宗经纪业务的发展是相互制约、相互促进的。虽然并不是所有的对冲基金都会利用大宗经纪商来完成业务，但总体而言，大宗经纪商服务对对冲基金具有相当大的重要性，如果没有大宗经纪商提供服务，对冲基金很难成功执行其投资策略，双方在技术、制度、运营流程，甚至整个后台都有千丝万缕的联系，二者关系已密不可分。

（三）大宗经纪业务在组织结构中的地位

一方面，PB业务的产品和服务逐渐扩展，覆盖到固定收益类产品及衍生品，并开始为特定客户设计定制化、结构化的产品。另一方面，为了吸引客户，券商开始为客户提供包括资本引荐、风险管理咨询、基金设立咨询等增值服务。随着产品和业务范围的发展，国际投行大多在20世纪90年代末开始重新定位PB业务，整合资源，调

整组织架构，开辟独立的PB业务线和业务部门。

在投资银行机构，PB业务主要为机构投资者提供服务，一般涉及金额很大的交易，因此与零售经纪有本质的区别。PB业务一般归属于交易类部门，有的投行还会设立专门的大宗经纪部（Prime Brokerage Division），也有的投行把大宗经纪部和销售与交易部放在一起，因为两者的工作性质有很大的相似之处。

二、国外大宗经纪业务发展经验总结

（一）大宗经纪业务发展的驱动因素

PB业务之所以能够在40多年时间里不断发展，主要基于以下三点驱动因素。

第一，对冲基金的发展壮大有力推动了PB业务的不断发展，而

其拓展升级也助推了对冲基金的加速发展，二者互促并进。从20世纪90年代到2014年对冲基金行业发展迅猛，从500亿美元增长到3.02万亿美元左右，资产规模翻了近60倍。同时，对冲基金的投资产品及策略更加丰富，相应的对冲及杠杆需求也更加多样。市场需求的扩张吸引着越来越多的国际投行加入竞争行列，促进了PB业务的发展与成熟。

第二，欧美国家市场化的转融通机制与证券借贷市场的发展，为大宗经纪商核心业务扩大发展创造了有利条件。

第三，欧美大型投行普遍具备的完备灵活的托管清算功能和完善的资本融通功能，为PB业务的发展奠定了坚实基础。

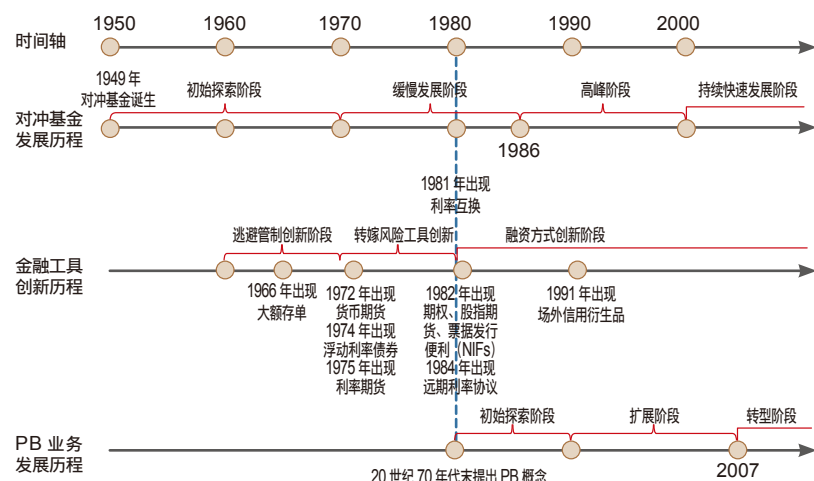
（二）大宗经纪商需要具备的能力

多市场、多种不同类型的资产、多个主经纪商的业务模式，使得大宗经纪商需要做出变化以满足对冲基金的需求。目前来看，大宗经纪商至少需要具备五方面的能力：

一是种类广泛的商品交易管理能力。对冲基金经理人因交易策略需要，希望大宗经纪商能提供种类广泛商品的交易管理能力，如证券、期货、期权、回购、外汇、OTC市场商品、利率互换商品、固定收益商品、非标准化商品。

二是全球市场交易能力。为方便对冲基金经理人追求可能的投资机会，大宗经纪商需有在全球各地

图2 对冲基金、金融工具创新及PB业务发展历程



证券市场交易的能力。

三是提供整合性服务的能力。除了提供研究、交易执行、投资咨询等服务之外,大宗经纪商需能够将对冲基金的交易策略,其中包括所有商品交易的结算及信用融通加以整合。

四是资产安全和风险管理能力。鉴于机构客户的交易品种日趋丰富,大宗经纪商面临的交易对手风险也越多,强大的风险对冲能力是非常重要的,只有这样才能给更多客户提供服务。

五是综合技术平台。大宗经纪商最好能提供一项充分整合的平台,将下单管理、电子交易执行平台、即时盈亏计算、投资组合会计服务、基金绩效计算、投资组合仓位内容显示等功能纳入其中。

三、国际大宗经纪业务经验对期货行业发展的借鉴

目前,成熟的PB业务运作模式短期还很难在国内市场完全开展和复制。但是,随着目前市场环境的变化,期货行业中两类重要的参与主体——产业客户和专业投资者正在寻求更全面的服務,市场需求正在倒逼国内服务中介机构的升级,服务中介也需要紧紧围绕客户为中心开展业务、延伸服务链条,才能在激烈的市场竞争环境中找到立足之本。

整合客户服务资源、提升机构客户服务层次,发展类PB综合业务,抢占战略制高点,这对国内的期货公司而言,有重要的借鉴意义。

(一) 期货公司大宗经纪业务的优势

目前国内市场中已经有券商开始借鉴成熟的PB业务模式,从客户、信息技术、服务体系上积极探索并布局PB业务,这也是以证券行业融资融券业务的升级、综合托管业务的回归为基础的。相比券商而言,国内期货行业的创新还处于起步阶段,多项业务还处于征求意见阶段,不过,期货公司和证券公司相比具有自己的优势。

从服务对象来看,国际市场中大宗经纪业务主要是服务于对冲基金。而期货市场具有风险对冲的功能,期货从产生到发展,从监管顶层到实体经济需求,都注重期货公司的风险管理功能。期货公司可以以此为切入点,在大宗经纪业务中寻找找到自己的蓝海市场。

从风险控制来看,期货交易本身具有杠杆的特性,且具有T+0和双向买卖的灵活交易机制,这对期货行业提出了较高的风险管理要求。期货公司和证券公司相比,在风险管理的经验方面具有一定优势。PB业务的开展,必然涉及到杠杆交易、多个市场、多个品种的策略组合交易,对于风险控制的总体要求也是水涨船高,期货公司可以在现有的经验基础上,逐步发展成更为成熟的风控管理制度。

总体上来说,期货公司和证券公司相比,虽然目前在业务多元化方面还有些不足,但从市场细分来看,期货公司可以寻找找到自己的蓝

海市场,同时在风险控制方面也存在一定的优势,与证券公司同步开展PB业务是可行的。

(二) 未来期货行业开展PB业务的市场格局设想

未来期货公司将是一个寻求特色经营之路的过程。从目前的整体格局,再结合国外的情况看,未来中国期货行业也将会形成“三足鼎立”之势——三种特色的经营模式,在发展PB业务中也将会发展出自身的特色。

首先,传统的期货公司在综合实力上目前处于行业领先地位的,已率先提出发展PB业务。从目前的机构、业务布局看,已基本形成体系,且形成了一套自身的服务特色。

其次,券商系的期货公司,未来可能更多的是纳入券商开展PB业务的构架中,充分挖掘金融期货风险对冲工具,为广大以股市为基础投资对象的对冲基金提供风险对冲策略和其他服务。

第三,具有现货背景的期货公司,可以充分挖掘自身股东的背景,整合现货贸易、仓储、物流等资源,利用长期积累的客户资源、银行资源、行业信用等,大力发展服务实体企业的风险管理、贸易融资等多项业务,将是充分发挥期货市场服务实体经济的中坚力量。这非常符合国情,也是将PB业务本土化的特色服务。^[4]

(本文摘自“第十期中期协联合研究计划”,课题组成员包括邓宏、姚瑶、马笑磊、刘森、吕远征、吴建国、黄健云)

风险管理公司场外衍生品税收问题研究

■ 文/南华资本金融衍生品部

从国外成熟市场的发展经验来看，场外衍生品市场规模远远超过场内市场，我国于 2012 年底开展了以风险管理公司为依托的试点业务，探索场外衍生品业务的发展。目前，已有诸多期货公司依托风险管理公司，探索利用仓单服务、合作套保、定价服务等方式，为中小企业提供风险管理服务。

然而，场外衍生品的税收尚缺乏统一的税收制度，存在税负过高等问题。本文拟对此进行深入研究，并提出针对性建议。

一、风险管理公司业务模式及对应税收品种

以钢铁厂为例，来说明风险管理公司的业务流程。

如图 1 所示，铁矿石进口成本对钢铁厂营业利润影响很大。若铁矿石价格上涨，将会造成生产成本升高，进而侵蚀利润。此时，钢铁厂可以选择自己在期货市场对冲铁矿石的价格风险，也可向风险管理公司咨询个性化对冲方案。

向实体企业提供个性化风险管理方案，是风险管理公司最主要的

业务。当风险管理公司接到实体企业的风险敞口时，需自行在场内交易所做风险对冲。若是承接的风险过大，可把相对应的风险敞口抛给另外一家风险管理公司，而在相互

抛补风险的过程中，就可以服务更多的实体企业，做大整个市场。

对应业务流程，风险管理公司会遇到印花税、增值税、营业税、所得税等税收，如图 2 所示。其中，

图 1 风险管理公司业务流程

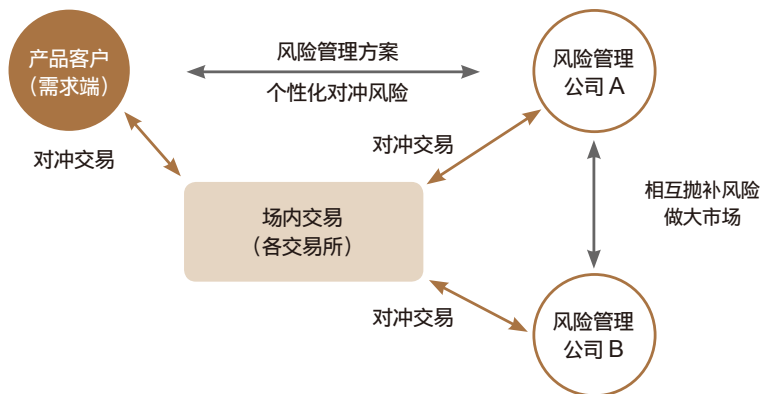
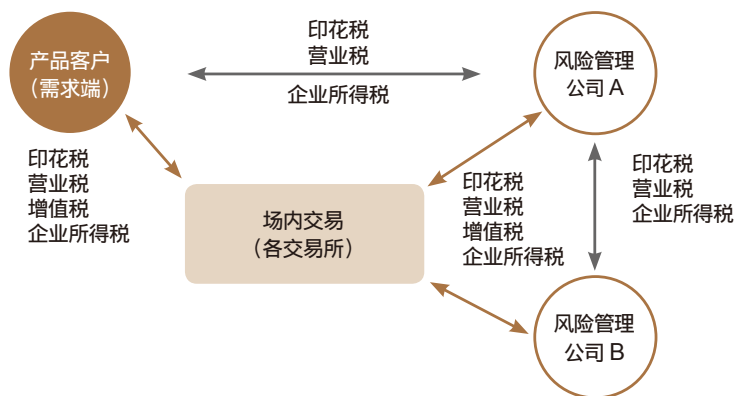


图 2 风险管理公司税收情况



增值税涉及实物交割, 所得税最后会合并在公司财务报表征税, 只有印花税和营业税属于每次交易都要课的税, 这也是影响整个交易流程最大的部分。

二、金融衍生品税收制度的国内外比较

(一) OECD 国家(地区)的金融衍生品税制

OECD 国家和地区对金融衍生品的课税制度相对较为成熟, 他们一般不设立单独的金融税种, 而是在签发、交易、收益三个环节分别征税。OECD 国家和地区金融衍生品税制可以为我国提供一定的经验和借鉴意义。

1. 签发环节

OECD 国家在发行环节主要针对对交易所场内交易征收印花税, 主要课税环节是债权、股票、股票期权的交易、继承和转让, 在这些环节中对交易双方或只对单方征收印花税。例如, 英国对场内交易股票的卖方征收税率为 0.5% 的印花税, 对期货类交易就不征印花税, 以此为金融衍生品投资者减轻税负, 提高国内金融衍生品竞争力, 并且能鼓励金融衍生品的创新发展。

2. 交易环节

交易环节税收包括交易税和营业税(或增值税)。

1984 年瑞典曾经对期权开征交易税, 税负高达交易者交易本金的 2%, 使得境内期权交易量持续

萎缩, 期权交易者转而奔向英国伦敦证券交易所, 最终迫使瑞典取消对金融衍生品交易征收的交易税。美国也曾提议征收金融衍生品交易税, 但遭到金融界极力反对, 最终未施行。目前 OECD 国家中很少对金融衍生品征收交易税, 只有芬兰、法国和意大利征收交易税。

目前很少国家对金融衍生品交易征收营业税, 但韩国、日本、新加坡、英国和德国等国家对期货交易的实物交割环节设有课征营业税(或增值税)的规定, 但未进行实物交割时, 上述国家免征营业税。

3. 收益环节

大部分国家对金融衍生产品的收益环节征收所得税和资本利得税, 但各国在确定纳税时间、区别交易性质方面存在着一定差异。在金融衍生品交易征税时点的确认上, 主要有权责发生制和收付实现制。在金融衍生品交易性质的区别上, 根据金融交易动机将其划分为避险和投机, 两者适用不同的课税原则。

(二) 我国现行的金融衍生品税制

我国金融衍生品市场有关金融衍生产品的征税规定主要集中在期货交易和股票期权方面, 下面就不同税种进行讨论。

1. 印花税

我国现行税法并没有明确规定金融衍生产品交易合同为印花税应纳税凭证。依据《中华人民共和国印花税法暂行条例实施细则》第十条

规定, 印花税只对税目税率表中列举的凭证和经财政部确定征税的其他凭证征税, 其中并不包含衍生品交易合同。

2. 营业税

期货经纪公司和金融机构交易者从事外汇、有价证券、期货等金融商品买卖业务, 以卖出价减去买入价后的余额为营业额征收营业税, 货物期货不缴纳营业税。金融商品转让业务, 按股票、债券、外汇、其他四大类来划分。同一大类不同品种金融商品买卖出现的正负差, 在同一个纳税期内可以相抵。

比如, 股票与股指期货的对冲操作, 一边赚 1 万元钱, 一边亏 1 万元钱, 亏钱的不用缴纳营业税, 而赚钱的需要缴纳营业税, 造成在整体交易未获利情况下却要支付营业税。也因如此, 国家税务总局[2013]63 号《关于金融商品转让业务有关营业税问题的公告》明确表示: “纳税人从事金融商品转让业务, 不再按股票、债券、外汇、其他四大类来划分, 统一归为‘金融商品’, 不同品种金融商品买卖出现的正负差, 在同一个纳税期内可以相抵, 按盈亏相抵后的余额为营业额计算缴纳营业税。”这更好地支持了金融创新。

3. 增值税

目前我国关于金融衍生品的增值税只针对货物期货征收。国税发[2002]45 号《国家税务总局关于增

增值税一般纳税人期货交易进项税额抵扣问题的通知》规定：对增值税一般纳税人通过期货交易购进货物，其通过商品交易所转付货款可视同向销货单位支付货款，对其取得的合法增值税专用发票允许抵扣。

4. 个人所得税

个人取得金融衍生品交易所得收入，主要按照“转让财产所得”和“工资薪金所得”应税科目缴纳所得税。财税[2005]35号《关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》规定，个人取得企业的股票期权时除另有规定外一律不缴纳个人所得税，但在个人行权时按照个人行使的股票购买价和当如股票市价之差计算应纳税所得，计入“工资薪金所得”。

5. 企业所得税

2008年新的企业所得税法和实施条例颁布后，依附于旧法存在的通知和法规作废，而此后国税总局几乎没有针对金融衍生品交易下发通知，故按照会计准则对金融衍生品交易进行征税。期货交易所、法人交易参与者以及期货经纪公司是金融衍生品交易市场中的企业所得税纳税人。

（三）风险管理公司场外衍生品业务税务问题难点

一是有关风险管理公司税务问题没有明确规定。

风险管理公司是依据中国期货业协会发布《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（修订）》所设立，主要目的是为了充分发挥期货公司作为风险管理中介的创新能力和服务能力，更好地为实体企业提供风险管理服务，促进期货市场与现货市场的结合和功能发挥。

然而在国家税务总局国税发〔2002〕9号通知印发的《金融保险业营业税申报管理办法》中，金融保险业营业税的纳税人不包含风险管理公司，所以针对风险管理公司税收问题并没有明确的规定。

二是政策导向不清晰。

当前，对金融衍生品交易的征税中，税收的调节收入分配和资源配置的功能被弱化，对金融衍生品交易没有规定起征点或者免征额，对不同性质、不同目的的投资交易没有区别对待，不能起到鼓励企业套期保值的作用。

三是税负过高。

我国场外衍生品市场的参与者中，风险管理公司占很大一部分，现行税制对衍生品交易各参与者征收营业税，对于风险管理公司来说，收益环节对同一税基又课征企业所得税，存在重复征税的情形，不利于实现国家希望利用资本市场服务实体经济的政策。

三、完善我国场外金融衍生品税收制度的相关建议

本文从风险管理公司的角度出发，对场外衍生品的税收

问题提出相关建议。

（一）进一步规范风险管理公司场外衍生品税收制度

在国家税务总局国税发〔2002〕9号通知印发的《金融保险业营业税申报管理办法》中，金融机构往来利息收入暂不征收营业税。风险管理公司并不在其规范之中，而后国家税务总局[2013]63号《关于金融商品转让业务有关营业税问题的公告》修正了[2002]9号文件的营业税计算方式为合并计算，其获益的主体也是金融保险业，风险管理公司不在其范围内。

在税法不断支持金融创新的前提下，应该把风险管理公司纳入支持范围。此外，风险管理公司主要是针对企业套期保值及风险管理做服务，从政策导向出发，应该对风险管理公司的税收问题更加支持。否则，如果针对同一类似业务，不同金融机构的纳税处理方式不同，就会违反税法的公平性原则。

（二）建议对一般企业的场外交易免征营业税

根据《营业税暂行条例实施细则》第十八条的规定：货物期货不缴纳营业税，这隐含了鼓励企业从事套期保值交易的精神。风险管理公司的场外衍生品业务，可以为企业量身定制风险管理的方案，若能针对企业参与场外衍生品做免征营业税，必定能有利于企业使用金



融市场做风险管理的效果，进而增加企业的竞争力。

此外，现有的税务政策，使得企业采取场外衍生工具进行套期保值时，无法找到对应的会计科目进行入账，由此产生的交易成本也就无法作为税前扣除成本，这大大降低了企业通过套期保值进行风险管理的积极性。

（三）建议对风险管理公司暂时免征营业税

我国市场广大，各实体企业遇到的市场风险不同，风险管理公司作为管理各企业风险的机构，需要利用衍生品市场或与其他风险管理公司对冲风险。若是在每个风险转移环节都征税，将会使整体套期保值的成本增高，不利于实体企业风险管理。此外，营业税是地税，各地方税务局对于如何征税也有不同看法，在没有统一明确如何征税前，建议暂免征收营业税。

从西方发达国家的税务情况我们可以发现，他们都暂停了对营业税的征收。即使一些国家，如瑞典和美国，曾提议征收金融衍生品营业税，但最后导致国内的金融机构逃到国外免税地区进行交易，使其暂停了营业税的征收。随着我国汇率政策的进一步开放，资本项目通道被打开后，国内的风险管理公司可以选择把公司注册地改在较低税务负担的地区（如香港），这将导致大量公司所得税外流，从而降低财政收入。

我国的衍生品市场尚且处于萌芽阶段，即使采取普遍的税收政策也会很大地限制其发展，各个机构的营业规模和交易品种也存在不小差异，不存在很好的纳税基础。此外，目前尚未存在一个统一的场外衍生品交易平台，每笔交易的品种和规模难以监管，即使征税其效率也十分低下。

（四）探寻合理的风险管理公司税务处理方式

从风险管理公司的角度出发，适当采取一些措施可以达到合理避税的目的。例如以下几种方法：

1. 到税率比较低的地区进行交易。调研结果发现，大多数地区的场外衍生品交易都是要交营业税，但也有少部分地区对这类创新业务采取宽松的税务政策，比如上海自贸区。公司可以在免税区域重新注册一个分公司，作为交易地点来达到减免税收目的。

2. 协调好公司与当地税务机关的关系。对场外衍生品影响最大的税种——营业税属于地税，其具体的操作规范都由当地的税务机关决定，存在很大的沟通空间。风险管理公司可以针对自己从事的具体业务特性，积极与当地地税局沟通，结合已有的成功案例，努力说服当地税务机关给予税收优惠。

3. 应用好会计准则，做适当的会计处理。由于不同的税务科目所对应的税率不尽相同，在不违反税法的前提下，选择一些较低税率的报税方式，并充分使用现有的税收优惠政策，也可以为风险管理公司节约下一笔不小的开支。

4. 风险管理公司都是期货公司的子公司，可以与母公司一起合并课征营业税，避免重复收税的问题。
（本文摘自“第十期中期协联合研究计划”课题报告，课题组成员包括朱斌、王敏楠、钟明希、赵明威、唐超、董翠萍、胡佳怡）



宋焕

永安期货北京研究院农产品分析师，农学硕士，具有三年现货企业背景，主攻油脂油料和软商品研究。曾在《中国证券报》、《期货日报》、《文华财经》、和讯等媒体发表专业评论文章或接受采访。

2016 年糖价将维持区间运行

■ 文/宋焕

国际食糖供需出现缺口以及国内甘蔗连年减产，促使市场一直期待糖“牛”的出现。

2014 年 9 月份，国内糖市率先触底反弹，一年多时间里，几经波折，郑糖主力连续合约价格从最低位的 4163 元/吨，上涨至最高时的 5798 元/吨，上涨 1600 多点，涨幅近 40%；国际原糖期货价格则于 2015 年 8 月底触及 10.7 美分低位后，直线飙升，于 11 月初最高涨至 15.25 美分，涨幅达到 42.5%。

整体商品熊市格局下，白糖为何率先走出独立上涨行情？白糖的上涨行情又能走多远？本文将从白糖市场的供需格局、价格影响因素、市场关注焦点等几方面展开分析。

国际市场：供需缺口和大库存博弈，糖价仍将低位徘徊

国际糖业组织 (ISO) 11 月的最新预估数据显示，2014/2015 年度全球食糖产量 1.71 亿吨，消费量 1.69 亿吨，过剩 218 万吨，库存消费比为 50.46%。2015/2016 年度产量 1.69 亿吨，消费 1.729 亿吨，短缺 352.7 万吨，库存消费比为 47.3%。另有其他国际知名糖业机构对 2015/2016 榨季的供需出现缺口的预期也是一致的，只不过在具体数量上稍有不同。

连续 5 年供应过剩后，国际食糖市场终于迎来供需缺口，这对糖价形成了一定支撑，配合低位买盘

的提振，形成了近期原糖市场价格强势上涨的态势。部分人士甚至据此认为，糖市新周期即将来临，糖价将就此展开新一轮的牛市行情。

然而，我们必须认识到，机构预估的供需缺口指的仅是当年产量减去当年消费量，却忽视了库存。经历了 5 年供应过剩后，食糖市场累积了巨量库存。根据 ISO 的数据，目前库存量为 8528 万吨，约为一年总体消费量的一半。笔者认为，单纯的供需缺口不能成为白糖进入长期上涨周期的理由，少量缺口完全可以由大库存弥补，去库存仍是主基调。

主产国的产量预期也是影响糖价的关键因素。2013 年以来，原糖

价格整体是在过剩结构中下跌。但期间的每次上涨几乎都与巴西、印度等主产国的天气异常有关。天气变化导致市场担忧供应减少，再配合低位买盘兴起和需求炒作，促成了几波反弹行情。

此外，种植面积也会对产量预期造成影响。虽然 2014/2015 榨季食糖价格弱势运行，但由于政府扶持等各种原因，目前巴西、泰国、印度等主产国并没有出现种植面积大幅减少的现象。

整体来看，2016 年国际食糖市场去库存仍是主基调，国际糖价未来维持低位徘徊的概率增大。

国内市场：供需维持平衡，糖价上有顶下有底

由于目前国内食糖需求较为稳定，供需结构的变动主要取决于供应。我国食糖的供应主要由三部分组成：一是国产糖；二是由进口原糖加工而成的加工糖；三是库存，包括工业库存、商业库存和国储库存三部分。

第一，国产糖减产幅度明显，新榨季将不足 1000 万吨。在甘蔗收购价连年下降的情况下，目前我国甘蔗主产区蔗农改种现象严重，导致甘蔗种植面积和食糖产量于 2014/2015 年度开始大幅下降。种植面积上，2014/2015 榨季同比降 15%，加上不利天气影响，食糖当季产量减幅为 21%，由上榨季的 1331 万吨减少至 1050 万吨。

2015/2016 新榨季，种植面积和食糖产量继续下降。从当前调研数据看，面积将继续下降 10% 以上，食糖产量可能下降至 910—950 万吨。

第二，进口糖同比小幅增加。为防止进口糖对国产糖的冲击，我国从 2014 年 10 月开始执行进口糖自律进口及配额外进口许可证的管控制度，2014 年的管控目标是 380 万吨。最新数据显示，我国 10 月份进口糖 35.6 万吨，同比减少 14.5%，但截至 10 月底，今年累计进口糖 408.6 万吨，同比增加 126.6 万吨。

第三，库存方面，2014/2015 榨季结束后，我国食糖工业库存为 93 万吨，同比减少近 100 万吨。而商业库存则同比增加，工业库存和商业库存二者综合起来，总

量跟去年相比变化不大，这也奠定了 2014/2015 榨季市场不缺糖的事实。

10 月以来，主产区云南糖库存较大且不断降价打压市场，导致期现价格齐跌，未来云南糖库存对市场的打压仍不可小觑。国储库方面，目前存糖量为 680 万吨，导致本榨季市场对于国储抛糖的预期增强。但笔者认为，国储抛糖的可能性较小，主要是因为：一方面，在保护食糖行业的大背景下，国储不宜抛糖打压市场；另一方面，国储糖的成本偏高，基本在 6200 元/吨以上，只有市场价格上涨到这一价位以上，才有可能抛储。

总体来说，从目前国内食糖的整体供需格局来看，国产糖虽处于减产趋势，但同时有进口糖补充，



亦有国储糖做后备，因此供需平衡将是决定新榨季糖价大势的关键，笔者认为，“上有顶，下有底”的区间运行是大概率事件。底部支撑主要考虑国产糖成本，以2015年甘蔗收购价440元/吨计算，国产糖成本应在5300元/吨左右，再考虑到某些短线利空因素的打压，本榨季糖价底部应该在5000-5300元/吨。而上部压力区，考虑到糖价高于6000后，抛储预期将更为强烈，且高糖价下，进口压力、替代压力、及走私压力都将大增，新榨季糖价上限应设在6000元/吨一线。

境内外阶段性行情影响因素

国际原糖市场上，天气、政策、汇率等问题依然是影响短期行情的关键因素。

首先，天气方面，厄尔尼诺将成为焦点。主要影响体现在：主产国巴西东南部降雨增多，影响到压榨的进行。而印度季风降雨量与正常年份相比减少14%，其甘蔗主产区马邦及北方邦旱情尤其严重。天气因素对原糖单产和含糖量都将产生不利影响，并直接影响2016/2017榨季国际原糖的价格。

其次，政策方面，主产区巴西乙醇添加比例政策及对汽油收税政策都将提振对乙醇的需求，从而导致甘蔗压榨成糖的比例减少。泰国方面一直执行扶植甘蔗种植政策，对甘蔗种植面积，尤其水稻改种甘蔗方面影响明显。此外，印度的食

糖出口政策和补贴政策也是影响国际糖价的关键因素。

再者是汇率因素。国际糖价之所以在今年连创新低，主要是受到巴西雷亚尔贬值的影响。国际原糖价格年初以来的下跌幅度和巴西雷亚尔的贬值幅度均达40%以上。虽然目前巴西雷亚尔短期企稳，但考虑到巴西目前经济形势仍不明朗，后期仍存在再度贬值风险，这将会继续给国际原糖价格带来压力。

国内食糖市场，在供需平衡的大格局下，主要会受到产销季节性、进口政策和进口量及进口节奏、淀粉糖替代、走私糖冲击等因素的影响。

首先，甘蔗/甜菜季产年销的特性，使得产销季节性对糖价产生一定影响。11月中后期是开榨期，此时会有多种因素引起糖价波动：一是对产量的预估，此前桂林糖会上，糖协预估新榨季食糖产量是1000万吨，该数据一般高估，市场调研数据显示约为910万吨；二是天气问题，开榨期无论是阴雨天气还是霜冻天气都是炒作题材；三是糖厂资金情况，年末涉及银行还贷压力，此时如果糖厂资金短缺，挺价能力就偏弱；四是消费季节性影响，元旦、春节是食糖消费旺季，此时新糖下来后，中下游备货情况、仓单注册情况都是左右糖价的关键因素。

3月份是全年供应高峰，随着4月份压榨结束，进入纯销期，销量和库存数据将成市场关注焦点。展

望未来，11月中后期到12月，市场焦点将重回广西主产区，可炒作利多题材比较多，糖价受到提振，上涨概率更大，但是随着春节备货结束，尤其到3—5月份，库存较大的事实、中间商出货、套保压力等将导致糖价走弱。

其次，进口方面。后期关注重点主要集中在自律管控政策的执行力度、配额下发和许可证下发情况，以及每次海关公布的进口数据。

再者是淀粉糖替代问题。玉米、淀粉价格下跌和白糖价格上涨引发了淀粉糖替代白糖的担忧。从淀粉企业和终端企业的调研情况来看，淀粉糖替代白糖的高峰期发生在2011年，剩下的可替代量有限。因此，淀粉糖替代因素短期内对糖价冲击不大。

最后是走私问题。在巨大利益驱使下，目前我国进口糖走私问题比较严重，从3月份以来基本呈喇叭口式扩大发展。据推测，今年走私量在百万吨以上，比往年30多万吨的量超出2倍多。走私问题对糖价的冲击一直存在，如果海关严厉打击，冲击会相对较小，但是在榨季末清库存压力较大时，冲击则更加明显。

综上，新的榨季，国际原糖市场虽然有望迎来缺口但是库存压力也较大，而国内综合各因素也将维持供需平衡的状态，因此国际原糖和国内糖市整体将维持区间运行的态势。■



王骏

方正中期期货研究院院长、投资咨询部总经理，经济学博士、管理学博士后，央视财经频道《交易时间》和《市场分析室》期货评论员。曾在大连商品交易所研究部、中粮集团油脂油料部从事期货研发工作，目前主要研究领域为宏观经济、能源金属市场。

2016 全球经济不乐观 大宗商品熊在途中

■ 文/王骏

2014 年以来，全球经济活动弱于预期，IMF、经济合作与发展组织(OECD) 和世界银行等国际组织和机构不断下调世界经济增速预期，全球宏观经济整体呈现出缓慢复苏的状态。2015 年，全球经济增长格局出现新变化，发达国家经济一改前两年的低迷状态，复苏速度有所加快，而俄罗斯、巴西等新兴经济体经济增速则进一步放缓，甚至出现萎缩。

整体来看，2016 年全球总体经济形势难有大改观，在此背景下，大宗商品走势仍将处于熊市格局之中。

2016 年全球经济仍将低迷

国际货币基金组织(IMF)10 月份发布《世界经济展望》修正报告，

指出世界经济走出战后范围最广、程度最深的衰退已经 6 年，仍难以实现回归强劲的全球扩张。尽管各国经济前景有相当大的差异，但几乎所有国家的近期经济增长率都已下调。不确定性和复杂的因素正在对全球经济增长产生不利影响，世界经济面临比几个月前更为明显的下行风险。

IMF 预测，2015 年全球经济增长为 3.1%，比 2015 年 7 月预测值下调了 0.2 个百分点，比 2014 年低 0.3 个百分点。2015 年发达经济体的增长将有所回升，新兴市场和发展中经济体的增长继续放缓。IMF 同时预计，美国、加拿大明年的经济增长将有所增强，2016 年全球经济增长将提高至 3.6%；发达经济体的经济增长在 2015 年、2016 年将

分别为 2.0%、2.2%。

美国和英国的复苏进展最快，货币政策看起来很快会收紧，而欧元区 and 日本的复苏更为不确定。IMF 预测美国 2015 年经济增长为 2.6%，2016 年将升至 2.8%。欧元区经济温和复苏，2015 年、2016 年将分别增长 1.5% 和 1.7%；2015 年日本经济将恢复正向增长，预计日本经济增长 2015 年为 0.6%，2016 年为 1.0%。

新兴市场和发展中经济体的经济增长 2015 年、2016 年将分别为 4.0%、4.5%，其经济增长连续第五年放缓是由多个因素共同作用的结果，主要原因包括：石油出口国增长减弱；中国经济减缓，对大宗商品密集型投资的依赖下降；信贷和投资繁荣之后的调整以及其他大宗

商品出口国在出口价格下跌后增速减弱。

在主要新兴市场和发展中经济体中，预计2015年、2016年中国经济增长分别为6.8%、6.3%，印度经济增长分别为7.3%、7.5%，巴西经济萎缩分别为3.0%、1.0%，墨西哥经济增长分别为2.3%、2.8%，俄罗斯经济萎缩分别为3.8%、0.6%。

OECD 11月在经济展望报告中将2015年全球GDP增幅预估从3.0%下调至2.9%，2016年的预估从3.6%下调至3.3%。不过，OECD预计2017年全球GDP增速将加快至3.6%，并对美国2015年GDP增速维持在2.4%不变，2016年GDP增速从2.6%下调至2.5%。OECD将欧元区2015年GDP增速预估从1.8%下调至1.5%，2016年的预估则从1.9%下调至1.8%；预计日本2016年GDP将增长1%，2017年将增长0.5%；OECD同时将中国2016年GDP增速的预估维持在6.5%不变。

OECD表示，尽管经济放缓大多集中在中国等新兴经济体，但随着美国和欧洲经济复苏加快，美联储(FED)应该会继续推进金融危机以来的首次升息计划，预计美联储将于2015年12月升息，而后缓步加息。OECD表示，美国推迟升息导致大量跨境资本流动。OECD预测，今年全球贸易可能仅增长2%，这说明全球经济处在低迷时期。

大宗商品市场熊在途中

全球低迷的宏观形势将直接影响大宗商品的整体需求。反映一揽子国际大宗商品综合价格表现的CRB指数，近期即创下2001年11月以来的新低，我们可以通过预测CRB指数的走势，来整体判断大宗商品价格未来的趋势。

纵观CRB指数长期走势，大致可分为八个阶段，如图1所示。

第I阶段：1944—1971年，布雷顿森林体系下，CRB商品期货价格指数走势相对平稳，虽然1957—1958年经历战后第一次经济危机，但由于美元与黄金挂钩，保持35美元/盎司的固定比价关系之上，大宗商品价格并没有出现太大波动，CRB指数围绕在100点附近波动。

第II阶段：1971—1980年，布

雷顿森林体系解体、美元贬值、石油危机左右大宗商品价格。

1971年，美国宣布美元与黄金脱钩；1973年，汇率紧盯制度解体，布雷顿森林体系崩溃，美元持续贬值，其后并伴随1973—1974年第一次石油危机、1978—1979年第二次石油危机，CRB商品期货价格指数经历第一次持续性上涨，由1971年11月的100点升至1980年11月的335点，并引发西方工业国的经济衰退，据估计，美国GDP大概下降了3%。

第III阶段：1980—1996年，工业国家经济衰退、复苏交替进行。其间先后发生拉美债务危机、海湾战争、日本金融危机、欧洲汇率机制危机、墨西哥金融危机等。CRB商品期货价格指数步入长期调整周期，围绕200—250点

图1 CRB商品期货价格指数走势(1956-2015)



区间波动，反弹趋势呈依次减弱的趋势。

第Ⅳ阶段：1996—2000年，世界经济结构失衡，区域性危机相续发生，先后爆发墨西哥金融危机、亚洲金融危机、以及美国网络危机，CRB商品期货价格指数承压走低。

1997—1998年东南亚金融危机演变成经济衰退并向世界各地蔓延。在金融危机冲击下，泰国、印尼、马来西亚、菲律宾四国经济增速由8%降至1997年的3.9%，1998年上述四国和香港、韩国甚至日本等地区与国家的经济都呈负增长。东亚金融危机和经济衰退引发了俄罗斯的金融危机并波及其他国家。巴西资金大量外逃，哥伦比亚货币大幅贬值，进而导致全球金融市场剧烈震荡，西欧美国股市大幅波动，经济增长速度放慢。CRB商品价格指数点位由1997年6月的240点迅速下滑至180点位附近。

第Ⅴ阶段：2001年1月—2003年6月，美联储为减轻股市泡沫破裂、“9·11”恐怖袭击以及华尔街会计作假丑闻等一系列事件对美国的影响，先后进行13次降息，从6.5%下调至自1958年以来的最低水平1%。美联储的降息政策极大地刺激了房地产业和信贷消费的发展，由此带来的财富效应极大地推动了美国经济增长；其次，欧元区、日本经济复苏以及新兴国家崛

起，拉动CRB商品期货价格指数快速上涨，迅速摆脱10年的颓势，由2001年的180点上扬至2008年7月的590点峰值。

第Ⅵ阶段：2007—2011年，次贷危机、欧债危机相继进发，需求、避险两者之间CRB商品期货价格指数蹦极式跳跃。

2007—2008年次贷危机全面爆发，美国股市标准普尔500指数下跌45%，房价从2006年高峰下跌20%，次贷危机迅速蔓延至全球。CRB商品期货价格指数呈断崖式下跌，由2008年7月的590点跌至12月份的320点附近，用时仅5个月。

2009—2011年，希腊新任首相乔治·帕潘德里欧宣布，其前任隐瞒了大量的财政赤字，随即引发市场恐慌。三大评级机构纷纷下调希腊的主权债务评级，投资者抛售希腊国债的同时，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅上升，欧洲债务危机全面爆发。大宗商品呈现避险功能。伴随各国相继实行经济刺激计划以及弱势美元政策，CRB商品期货价格指数强力反弹，升至660点位附近，累计最大跌幅56%。

第Ⅶ阶段：2011—2013年，世界经济步入后危机时代，经济复苏乏力，CRB指数走势与1980—1996年相似，不改弱势震荡格局，步入区间长期震荡调整格局。2012年12月美国实施

QE4，CRB指数由510升至590点位附近，上升力度较QE3明显减弱。2013年全球商品市场呈现出上半年大幅下跌，下半年见底反弹后震荡走势。从2013年全年来看，中国等金砖国家经济放缓、全球大宗商品去库存化、美国开始退出持续四轮的QE政策和欧洲经济复苏还漫长，是大宗商品价格再下一个台阶的主要成因。

我们认为，当前CRB指数正处于第Ⅷ阶段：2014年至2015年，全球经济增长不平衡，美国强劲复苏、欧洲日本经济反复、新兴经济体增长放缓，美元指数持续上涨，CRB指数步入长期下行阶段。

展望2016年，我们认为全球经济复苏仍将乏力，虽然美国经济在内生性增长动力的强劲带动下有望继续领跑全球，但中国经济开始步入“6”时代，经济结构正处于从增量扩能向调整存量、做优增量的深度调整中；欧洲经济虽然复苏曙光初显，但难民潮和巴黎恐怖袭击事件将对短期市场消费造成一定影响；日本经济仍将深陷衰退泥潭，“揠苗助长”的刺激方式不能对中长期经济恢复起到关键作用。这种情形下，2016年大宗商品的整体需求难有大的起色，市场供大于求的格局仍将持续，CRB商品期货指数可能会进一步下行，大宗商品市场仍将处于熊市格局之中。

美国自动化交易的兴起与监管

文/汪琳力

美国作为世界上衍生品市场最发达的国家，场内交易经历了以人为中心到以自动化交易为中心的转变。自动化交易以各式各样的算法和信息技术作为支撑，提供风险管理、交易撮合等功能。自动化交易拓展了交易者使用策略的能力，提高了交易速度和准确性，但也因此成为一些市场风险事件的诱因。

本文中的自动化交易，泛指运用电子和通讯技术实施的交易行为，既包括投资者端的自动交易系统，也包括交易所端的平台系统；而我国通常着眼于投资者端的自动交易系统，也称之为程序化交易系统。

一、自动化交易的特点和产生背景

自动化交易的交易指令在不同市场主体之间流动，流动过程中产

生的风险与一些关键的控制节点有关。这些节点包括：指令产生阶段的自动化交易系统、指令传送阶段的经纪公司、指令撮合之前的交易平台、清算阶段的清算所，以及其他一些风险节点，比如向其他市场转送指令的枢纽。

（一）自动化交易的特点

自动化交易系统主要是指产生交易指令并执行指令的自动化系统。指令产生系统依赖设定的规则或算法，通过计算机系统发出交易指令。自动化交易系统可用于减少大额订单给市场带来的冲击成本，以期达到市场平均价格；或者将人的交易思想翻译为程序语言，从而进行交易。

自动化交易的使用者分布广泛，既包括自营交易也包括代理客户交易。当然，不同使用者的自动化交

易系统的复杂程度也大有不同。比如，买方机构（共同基金和养老金）可以用自动化交易系统将大额订单切分为小额订单执行，这些系统可能需要大量的算法来管理订单的大小、频率和时机。另外，自动化交易系统也广泛应用于做市、投机、跨市场和跨品种套利等策略上。

2012年，美国期货市场91.5%的交易量通过自动化交易的方式完成。它的迅猛发展极大地缩短了交易流程的周期，目前一个交易流程的回转可达数个毫秒量级。在此基础上，高频交易逐渐成为自动化交易的重要组成部分。

根据美国行业专家组的意见，高频交易有如下一些特点：一是算法的自动化程度极高，可用于信息获取、投资决策、订单生成、订单执行、持仓管理等，提供了贯穿交

易全过程的一条龙服务；二是用于最小化交易响应时间的低延迟技术，包括交易主机托管的临域和共生服务；三是指令进入市场的高速网络连接；四是常态化的高数据流量（包括指令、报价和撤销），可以以下列指标予以衡量：撤销/达成比率、参与者/市场数据比率、参与者/市场交易量比率。

通常来说，高频交易只是自动化交易的一种形式，但并非所有的自动化交易都是高频交易。美国商品期货交易委员会也认为自动化交易给市场带来的不稳定性是由其内在特性促成的，与其是否实施高频交易策略还是其他策略关系不大。

（二）自动化交易兴起的主要市场背景

1. 高速通讯网络和低延迟技术的发展

自动化交易兴起的背景之一是，市场基础设施之间的高效连接，从而使交易平台可以更快地处理订单，进而使市场参与者能以更低的延迟与平台进行交互。需引起注意的是，高速的订单生成系统必须和同等速度的风险管理能力相匹配，否则有可能产生灾难性后果。

CME 集团数据显示，其交易平台上一次交易来回所需时间从 2004 年的 127 毫秒降到 2011 年的 4.2 毫秒；ICE 集团在报告中表示，其期货市场和 OTC 市场的混合交易时间已达 1.25 毫秒。交易速度的飞速提升得益于光纤技术和微波技术在

长距离通讯中的应用，极大地降低了交易延迟。2012 年，在纽约和伦敦之间修建的高速网络将两地之间的信息来往时间从 65 毫秒缩短至 60 毫秒。2013 年 3 月，CME 和纳斯达克计划在纽约和芝加哥之间架设专用无线传输网络，可将两地信息往来时间缩短至 8.5 毫秒。

在高速通讯网络相关技术上的投资，反映了市场参与者在获取交易速度优势方面的军备竞赛。交易延迟的降低可以通过订单生成、数据传输和交易执行等方面的技术进步实现，也可以通过缩减必需的交易前风险控制手段来实现。因此，市场人士追求低延迟技术的动机，一方面显著地促进了衍生品市场的技术进步，另一方面也导致了技术投资上的军备竞赛，同时也引发了市场关于追求交易速度甚于追求风险控制能力的担忧。一个每秒生成数以百计订单的交易系统若不能具备与之相匹配的同等速度的风险控制系统，则可能给市场造成不可预计的后果。

2. 多个自动化交易市场的互联互通

多个自动化交易市场的互联互通主要是指不同市场的自动交易系统或算法之间直接或间接的互动。这些互动主要以实时报价信息传输、自动订单生成以及不同交易平台之间通讯协议的标准化为支撑。自动化交易系统能在极短时间内在多个市场执行交易策略，这些跨市场的

交易行为主要试图把握潜在的跨市场套利机会，多个市场之间的高速连接也助长了这类套利策略的使用。

如果在不同市场交易相同或相近内容的合约，不同市场之间的高速连接的确可以促进定价效率的提升。然而，这也使得一个交易平台的异常波动可以很快通过相关自动化交易系统或算法传导到其他交易平台。比如，交易平台可能因为某个自动化交易系统的故障而导致价格、价差或波动率的异常波动，即使该交易系统并不在其他市场交易，这些异常波动也会通过其他针对价差套利的自动化交易系统迅速传导到其他交易平台。单一平台上单一系统的故障，则可能触发一系列市场的连锁风险事件。

二、自动化交易相关的风险事件

近年来，股票和衍生品市场发生了数起因自动化交易系统故障导致的风险事件，这展示了自动化交易系统在技术层面和操作层面的脆弱性。这些脆弱环节包括但不限于：算法设计缺陷、设计参数范围外的市场条件、内部风险控制失灵、通讯网络中断以及人工监控缺位。最近发生的一些由自动化交易系统引发的风险事件充分展示了这些脆弱环节。

2011 年，NYMEX 对一家疏于测试和监控其交易系统的公司处以 35 万美元的罚款，该公司同时也被

“

自动化交易系统有极其广泛的使用者，使用者主观目的的不同，会导致交易策略的极大差异，而不同的策略类型对市场异常波动有着截然不同的影响。

”

CME 处以 50 万美元罚款，原因是该公司对其交易系统疏于监控，多次发生故障并向市场递交错误订单。

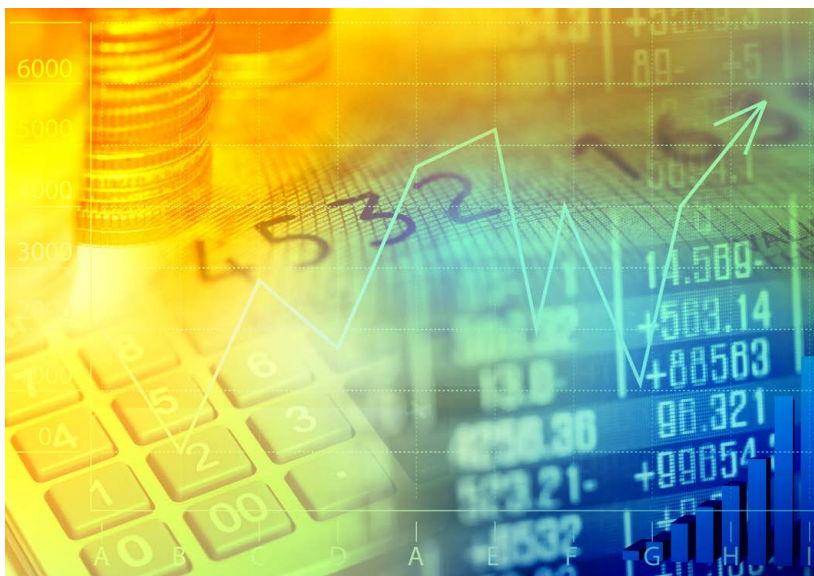
2012 年，纽交所当时最大的做市商和市场参与者之一——美国骑士资本集团（Knight Capital Group），上线的新系统和老系统发生冲突，无意中建立了比预想中大得多的头寸，结果导致公司亏损 4 亿美元。这场起源于自动化交易系统的风波广泛地影响了市场，造成超过 150 家公司股价大幅波动，甚至导致 5 只股票暂停交易。除了软件系统本身故障外，SEC 的报告还指出在人工干预之前居然有 40 分钟空白期。

另一起自动化交易系统故障同时影响股票和期货市场的案例是 2010 年 5 月 6 日的“闪崩”（Flash Crash）事件。当天，美国股票和期货市场的主要指数在数分钟之内下跌超过 5%，但随后迅速恢复了正常价格。经 SEC 和 CFTC 联合调查，事件的起因是某个基本面卖家用自动化交易系统在很短时间做空了 75,000 手 E-Mini 合约（合约总值约 41 亿美元），该交易算法仅仅基于当前交易量下单，但并未考虑价格或时间因素，所以产生了连锁反应并触发了后续订单，甚至当价格远远偏离正常区间还继续跟进。期货市场的下跌迅速渗透到其他交易所的相关产品上，同样的剧烈波动就发生在 S&P500 ETF 及其 500 只成分股上。

为应对此次闪崩事件，监管当局和市场参与者采取一些措施来应对市场的异常波动，包括使交易暂停的“熔断器”。2012 年 5 月，SEC 通过了“上下限”机制，该机制以股价的 5 分钟均线为中心，设置一定百分比的带宽（5%，10%，20%）为上下限，当股价超出上限或下限达到 15 秒，就会触发 5 分钟的交易暂停。上下限机制于 2013 年 4 月实施在 S&P500 和 Russell1000 的成分股和某些 ETF 上。

SEC 还实行了全市场熔断器机制，一旦熔断触发，将对交易所上市的所有证券暂停交易。该机制以 S&P500 前一天的收盘价为基准计算触发上下限。为与证券市场熔断机制保持一致，CME 集团也修改了 CME 和 CBOT 主要股指期货的熔断触发门槛，使其交易暂停和恢复与主要证券市场的暂停和恢复保持同步。2012 年 3 月，ICE 也引入了类似的熔断机制。

除了自动化交易系统故障，交易平台故障引发的市场异常波动是自动化交易环境脆弱性的另一方面。2010 年 11 月，美国 EDGA 证券交易所未经测试的软件程序的上线导致超过 1000 只股票出现异常交易，涉及金额达 7.7 亿美元；2012 年 5 月，BATS Global 平台软件系统故障使得其 IPO 过程遭到中断，并造成部分其他股票代码在平台上消失，



之后熔断机制被触发，错误交易也被取消；2012年5月，Facebook在纳斯达克市场的IPO也因技术原因遭遇重大冲击。大量买家的订单一直未被执行，而另一些买家则购买了超过他们要求的订单；2013年8月，纳斯达克市场又经历了一次长达3个小时的交易中断，调查显示，事故由连接另一家交易所的数据专线故障引起。

这些例子表明，充分的测试、熔断器的引入和恰当的危机处置对于防范和减轻市场异常波动的重要性。另外一些风险控制措施也被列入讨论之中。比如，所谓的“终止开关”使得市场参与者立即取消自动化交易系统生成的所有订单，并阻止系统提交后续订单直到有人工干预为止。“终止开关”可以在普通

市场参与者、经纪公司和交易平台等多个环节实现。

又比如，自动化交易系统监控行业标准以及危机管理预案能确保人工干预能在自动化交易系统出现问题时及时介入，并做出正确处置。另外，交易所对市场情况的快速分析和传播，也有利于缓解市场动荡。总之，适用于自动化交易系统的管控措施，对于自动化交易平台而言也是有益的。

三、CFTC 关于自动化交易的监管回应

美国商品期货交易委员会（CFTC）为应对自动化交易系统的发展，针对不同市场主体制定了诸多监管措施，相关主体包括交易所、互换交易设施、期货佣金商、互换

交易商、主要互换参与者等。2012年4月，CFTC要求所有期货佣金商、互换交易商和互换主要参与者为其自营账号和客户账号建立基于持仓量、订单量以及保证金要求等的风险控制规则。

CFTC规则1.73和23.609要求上述主体在自动化交易系统发出订单之前必须预先审核该订单是否符合上述风险控制规则。同时，互换交易商和主要互换参与者也要求就自动化交易系统的使用、监控、维护、测试等领域制定自律标准。

在期货交易平台方面，CFTC也制定了相关规则。CFTC规则38.255要求期货交易所建立健全风险防范机制以消除或降低价格扭曲和市场动荡风险，并建议交易所采取交易前控制，对订单量、价格区间、信息流量等指标进行控制。对于依赖证券交易所的证券价格或指数的期货合约，CFTC还要求其风险控制措施和证券交易所协同一致。

对于允许交易者直接接入的交易所，CFTC法规38.607要求其必须设计有效的风险控制系统，以便期货佣金商可以有效控制风险，其中包括可供期货佣金商实施交易前财务检查的功能。CFTC认为在直接市场接入的情况下，只有在交易所的帮助下，期货佣金商才能有效控制风险，并且要求交易所必须强制会员公

司使用其风险控制系统。

Dodd-Frank 法案 743 节禁止在互换、商品中进行操纵和欺诈。利用这一授权, CFTC 法规 180.1-180.2 禁止使用市场操纵或价格欺骗的设备, 无论其是否已经造成了扭曲价格的事实。Dodd-Frank 法案 747 节规定任何破坏性的交易行为为非法; CEA 法案的 4c(a)(5) 详细指出这些行为包括: 违反买卖规则、收盘期间有意或无意扰乱正常交易秩序, 以及其他通常被认为是欺骗的行为。

2013 年 5 月, CFTC 对这些法规的适用范围做出了进一步指引。基于上述法规, 2013 年 7 月, 委员会对一家高频交易公司提出指控, 指出该公司利用自动化交易系统在期货合约上非法挂单撤单以便达到欺骗目的。

四、美国自动化交易监管的启示

第一, 重视自动化交易带给金融工具的新趋势。

无论是在境外还是境内市场, 自动化交易作为先进生产力的代表, 其快捷、高效、准确的特点极大地促进了场内、场外市场的交易能力。境外有上百年历史的人工喊价式交易方式已经成为历史, 而我国在证券期货市场建立之初就采用了自动化交易方式。随着技术水平的不断提升, 投资者层面的自动化交易方式开始在我国兴起, 然而相

关监管规则却处于滞后状态。

无论是在交易所层面, 还是在期货公司层面, 因软件系统故障引起的纠纷时有发生。金融投资领域最本质的亘古不变的核心还是风险, 先进科技固然极大地提高了交易效率, 但风险仍然存在。当先进科技以不可预期的方式运作的时候, 风险甚至急剧放大。当前, 我们应全面系统地评价自动化交易的各个环节, 正视其风险, 健全相关制度。

第二, 行政和自律相结合, 推动建立相关行业标准。

美国是世界上自动化交易最发达的国家, 其对自动化交易的监管采取了“以行政监管定框架, 以自律监管定内容”的方式。目前, CFTC 正就自动化交易领域两个重要的焦点问题广泛征求行业意见。

一是自动化交易系统的开发测试标准认定问题。从美国几起风险事件案例可看出, 未经充分测试的软件系统是市场异常波动的重要诱因, 其中既包括交易平台的软件更新和互联, 也包括自动化交易系统的上线。因此, 制定统一的被广泛认可的开发和测试标准, 是程序化交易风险防范的第一道门槛。标准的制定不在于拔高行业标准, 而在于弥补个体技术和合规的短板, 把不合乎标准的风险因素拒之门外。

二是自动化交易系统的人工干预问题。从美国对自动化交易的监管和实践看来, 达成广泛共识的是自动化交易系统需要人工监控, 并

在交易系统出现故障时进行人工干预。人工监控的行业标准是什么? 专职还是兼职? 必要的监控环境有哪些? 职责和责任如何界定? 故障的应急预案有哪些? 在行业标准的制定过程中, 一定要考虑到期货行业的实际情况, 既要注意风险防范, 又要考虑成本问题, 力争取得平衡。

第三, 在同一监管框架内, 差异化管理自动化交易者。

自动化交易系统有极其广泛的使用者, 使用者主观目的的不同, 会导致交易策略的极大差异, 而不同的策略类型对市场异常波动有着截然不同的影响。总体而言, 大部分自动化交易策略是追涨杀跌型的, 当存在其他诱因的情况下, 容易助推市场异常波动。

当交易者的动机是进行单方向的投机时, 因这类行为既是市场流动性的一部分, 也反映了非自动化环境下的大众心理, 所以对其保持既不刻意支持, 也不刻意抑制的中性态度。对于以套利行为为基础的自动化交易, 主观上交易者的动机是有对冲的投机, 客观上有利于市场达到均衡状态, 应对其予以保证金方面的优惠。对于某些以欺骗为动机的高频交易者, 则应在自律框架内给予严厉的打击。总之, 应结合交易者的主观目的和对市场的客观影响综合考虑, 通过有代表性的行业自律管理, 对自动化交易行为进行差异化、精细化的管理。^[4]

(作者就职于中国期货业协会)

2015 年 11 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	11,733,570	121.73%	20,932.79	68.06%	78,503,085	24.25%	158,470.23	4.23%	389,615
	铝	6,261,356	484.05%	3,165.90	326.88%	15,790,888	23.00%	9,007.87	1.16%	388,128
	锌	11,803,897	182.88%	7,541.10	116.02%	36,539,637	-1.15%	26,612.63	-12.56%	221,889
	铅	153,559	187.65%	95.88	165.31%	1,137,062	-8.09%	733.41	-18.43%	15,248
	锡	47,251	—	40.81	—	423,317	—	476.28	—	2,294
	镍	9,874,832	—	7,028.05	—	52,255,044	—	44,168.48	—	228,280
	黄金	2,224,374	-32.07%	5,004.82	-34.25%	22,640,154	9.24%	53,885.46	2.95%	140,645
	白银	6,672,656	-71.64%	3,272.20	-72.58%	138,076,750	-15.40%	72,856.18	-26.57%	275,589
	天然橡胶	8,649,340	3.46%	9,018.84	-15.85%	73,469,498	-9.48%	92,519.68	-21.92%	170,376
	燃料油	57	-71.07%	0.07	-78.68%	3,758	182.77%	5.60	148.06%	8
	石油沥青	7,666,989	787065.20%	1,623.37	428613.87%	24,498,293	3670.62%	5,924.34	2041.06%	68,690
	螺纹钢	37,341,081	-40.44%	6,412.96	-59.30%	476,066,393	36.88%	103,879.10	2.99%	2,019,553
	线材	3	-81.25%	0.00	-88.51%	327	-48.42%	0.08	-59.97%	0
	热轧卷板	171,045	140.59%	29.98	47.16%	1,571,449	33.85%	349.13	-7.39%	31,988
总 额		102,600,010	-5.45%	64,166.77	2.23%	920,975,655	26.35%	568,888.45	0.89%	3,952,303
郑州商品交易所	一号棉	2,179,413	-61.51%	1,293.74	-64.73%	20,428,609	-24.16%	13,092.44	-30.16%	299,272
	早籼稻	96	-97.66%	0.05	-97.30%	3,333	-98.99%	1.64	-98.93%	73
	甲醇 MA	22,871,560	1333.95%	4,157.70	153.28%	293,436,989	2873.84%	65,894.11	415.39%	380,950
	菜籽油	819,955	-11.58%	462.40	-18.17%	6,742,333	-48.76%	3,951.30	-55.67%	105,214
	油菜籽	537	163.24%	0.22	138.89%	43,707	157.15%	16.53	99.82%	260
	菜籽粕	13,163,361	-47.77%	2,454.89	-56.91%	249,274,167	-9.58%	53,512.09	-25.19%	338,446
	白糖	23,831,817	107.95%	12,991.34	141.91%	169,383,175	93.88%	90,639.19	120.29%	739,318
	PTA	20,726,172	14.64%	4,773.80	-6.03%	216,173,957	118.26%	52,286.34	64.33%	411,359
	普麦	31	-60.76%	0.04	-66.67%	343	-68.00%	0.44	-68.25%	36
	强麦	84,493	162.55%	47.00	182.25%	370,345	-63.27%	202.89	-63.29%	28,436
	玻璃	6,888,718	28.96%	1,193.00	19.23%	38,068,446	-47.92%	6,842.93	-56.74%	162,599
	动力煤 TC	148,024	-73.79%	96.70	-82.81%	1,661,241	-67.81%	1,347.08	-74.84%	4,024
	动力煤 ZC	325,208	—	95.67	—	360,608	—	107.88	—	30,157
	粳稻	0	-100.00%	0.00	-100.00%	99	-98.88%	0.06	-98.91%	0
	晚籼稻	5	-99.70%	0.01	-99.48%	1,036	-97.96%	0.58	-97.99%	1
	硅铁	26,257	1.03%	5.03	-29.52%	31,326	-95.90%	6.20	-97.19%	509
	锰硅	32,034	222.01%	6.18	100.81%	45,311	-87.25%	9.72	-91.48%	729
总 额		91,097,681	32.20%	27,577.71	16.78%	996,025,025	68.00%	287,911.36	38.95%	2,501,383
大连商品交易所	黄大豆一号	1,859,351	-36.02%	705.97	-45.12%	17,041,007	-31.88%	7,066.69	-37.19%	146,565
	黄大豆二号	88	-74.79%	0.03	-75.77%	4,906	-25.68%	1.49	-38.91%	3
	胶合板	71	-99.98%	0.03	-99.98%	182,668	-98.96%	103.72	-99.13%	15
	玉米	10,424,009	1635.08%	1,936.58	1242.89%	35,162,833	310.65%	6,988.34	244.12%	981,495
	玉米淀粉	11,475,717	—	2,433.58	—	17,589,857	—	3,872.17	—	392,455
	纤维板	127	-99.94%	0.04	-99.94%	68,022	-99.55%	20.01	-99.59%	51
	铁矿石	27,346,512	124.00%	9,057.42	49.55%	226,978,745	170.68%	89,146.56	63.71%	1,020,827
	焦炭	1,749,609	-25.89%	1,166.06	-53.29%	13,813,907	-77.41%	12,000.94	-83.48%	124,011
	鸡蛋	1,378,543	-33.21%	498.99	-47.04%	13,577,588	-59.01%	5,560.69	-65.20%	86,134
	焦煤	1,838,091	-30.69%	589.43	-51.25%	13,416,977	-75.86%	5,199.57	-81.19%	93,183
	聚乙烯	11,444,718	40.04%	4,434.68	11.81%	108,900,660	82.33%	48,565.33	52.13%	287,504
	豆粕	20,478,756	-2.37%	4,933.64	-20.05%	269,914,379	45.44%	72,343.87	18.66%	1,315,755
	棕榈油	13,865,255	26.45%	5,954.50	1.86%	97,529,113	39.67%	45,943.36	15.79%	462,046
	聚丙烯	17,149,983	316.26%	5,253.31	168.57%	87,675,269	354.70%	33,311.76	234.82%	293,105
	聚氯乙烯	169,392	71.24%	38.69	37.65%	1,368,643	2.81%	361.51	-7.86%	31,594
	豆油	9,164,826	66.25%	5,040.16	55.00%	81,768,327	37.24%	45,786.18	17.83%	431,900
	总 额	128,345,048	75.47%	42,043.13	25.10%	984,992,901	41.64%	376,272.18	-1.64%	5,666,643
中国金融期货交易所	10 年期国债	505,934	—	4,972.01	—	1,269,267	—	12,385.94	—	26,134
	沪深 300 股指	395,279	-98.21%	4,306.15	-97.50%	276,683,636	61.64%	3,414,472.42	188.69%	41,861
	5 年期国债	1,248,135	448.72%	12,444.60	463.56%	3,789,795	465.29%	37,433.55	489.05%	23,111
	上证 50 股指	156,407	—	1,131.62	—	35,314,304	—	305,706.92	—	17,099
	中证 500 股指	226,056	—	3,278.76	—	21,969,516	—	388,188.15	—	17,932
	总 额	2,531,811	-88.67%	26,133.14	-85.03%	339,026,518	97.29%	4,158,186.98	249.69%	126,137
全国期货市场交易总额		324,574,550	18.93%	159,920.74	-45.70%	3,241,020,099	48.06%	5,391,258.97	130.13%	12,246,466

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。



《古城暮色》

中国期货业协会 贾燕 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0715 — L0173 号