



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2016年第1期/总第49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

《商品期货套期业务会计处理暂行规定》的政策解读

>p09

热点直击

规范程序化交易 实施“针对性”监管

>p32

人物·对话

毛海东：东航期货 大胆创新不走寻常路

>p36

文化·生活

感激不平凡的自己

>p45

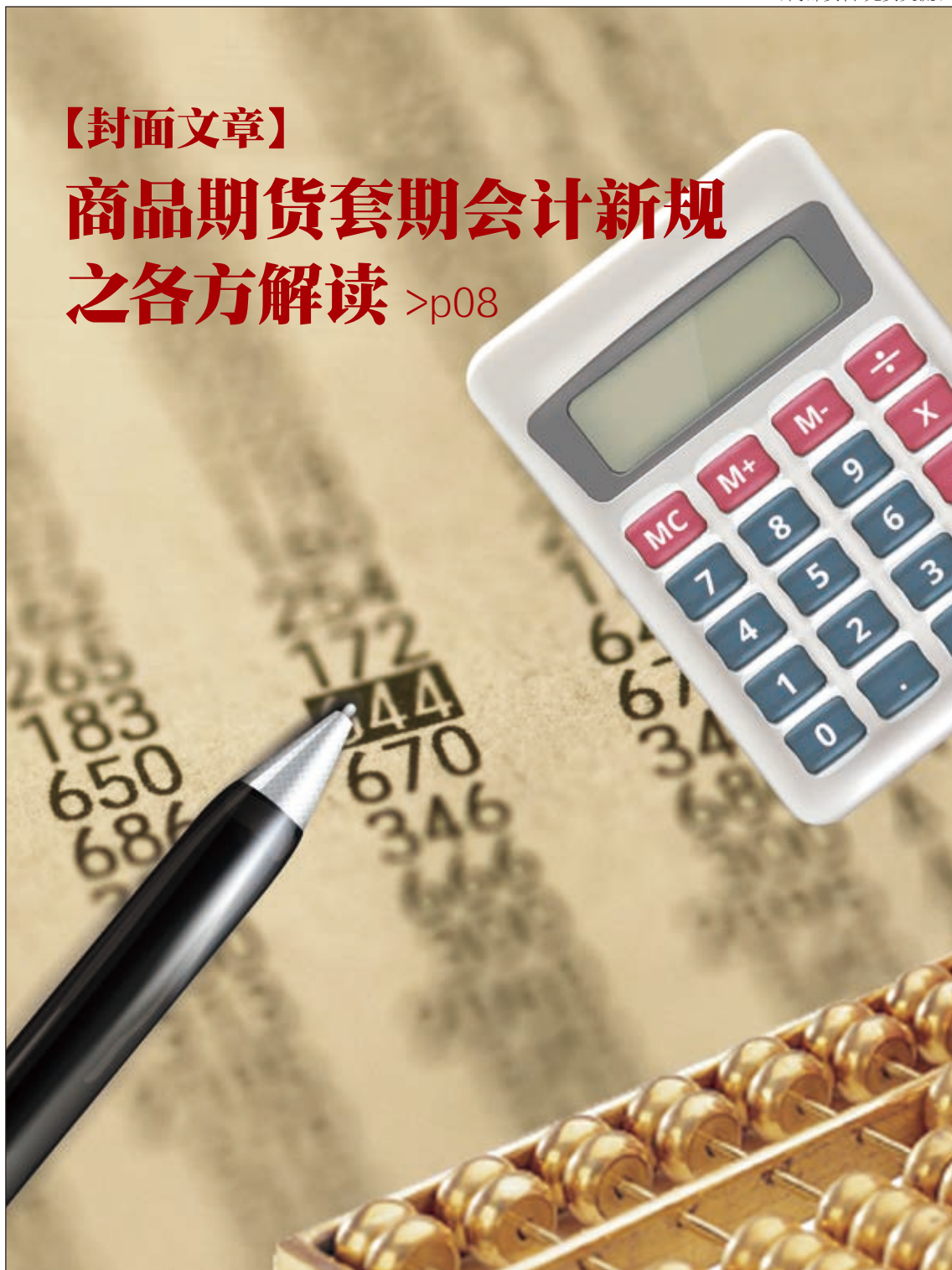
环球视野

金融衍生品的历史观和意义

>p76

【封面文章】

商品期货套期会计新规 之各方解读 >p08



第十届中国期货分析师 暨场外衍生品论坛

新动力·新平台·新服务——全面提升服务实体经济能力

时间：2016年4月22日-23日

地点：杭州·黄龙饭店

主办单位：中国期货业协会

大会议程

4月22日	4月23日
下午：专题活动 活动一：场外市场平台建设高峰会议——场外市场参与机构研讨会 活动二：期货资管与银行及其他金融机构合作座谈会 活动三：中国期货分析师论坛十周年酒会 活动四：中外金融分析师交流沙龙	上午：主论坛 开幕式&主题演讲 下午：分论坛 分论坛一：大宗商品 分论坛二：期权及场外衍生品 分论坛三：“期货+保险” 分论坛四：金融衍生品与风险管理
专题展览：中国期货分析师论坛十年回顾展	

【会务咨询】

咨询电话：010-88087205

E-mail：wuzehui@cfachina.org

官方网址：www.cfachina.org

随着我国商品生产和贸易量在世界经济中的比重日益增加，企业利用期货进行商品价格风险管理的需求日趋强烈，中国商品市场取得全球市场定价权的需求也更加迫切。在现行《企业会计准则第24号——套期保值》规定下，企业的风险管理活动往往不能恰当地体现在财务报表中，在一定程度上限制了企业运用商品期货进行套期保值。

为支持我国实体经济和期货市场发展，2015年12月，财政部印发了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》。暂行规定的出台让实体企业从事套期保值业务有了可操作的制度依据，对于真正入市做套期业务的企业来说，暂行规定为企业规避制度风险做了套期保值。如何依据新规第一时间未雨绸缪？如何遵循制度变化更好从事套期保值业务？本期“封面文章”从商品期货套期会计的政策与监管、实体企业应用以及会计审计等不同角度对暂行规定进行了研究与解读，以案例的形式对暂行规定进行了分析。

随着通信和信息技术的飞速发展，程序化交易在美国等市场兴起多年，当前美国期货市场绝大多数的交易是由程序化交易的方式执行。近年来，随着我国证券期货市场产品线的丰富和市场运作机制的完善，程序化交易迅速发展。但由于程序化交易自动快速执行的特点，以及在交易中频繁报撤单的常用方式，可能会产生助长助跌的后果。2015年6月股市出现异常波动以来，程序化交易在国内饱受争议并受到一定的限制，导致一些资管产品和创新业务受到较为严重的影响。如何认识程序化交易，如何对程序化交易进行适度规范和监管，成为市场高度关注的话题。本期“热点直击”围绕程序化交易的规范与监管展开讨论。

“碧玉妆成一树高，万条垂下绿丝绦。”谈起东航期货公司，脑海中不由得浮现出一副生机勃勃的春日图景。东航期货原总经理毛海东，虽然如今已回归集团，但日常业务上仍与东航期货多有交集。作为期货行业为数不多的“70后”老总，任职总经理三年间，他引领东航期货逐渐找到了在激烈竞争中生存发展的路径。本期“人物·对话”将走进毛海东的心灵深处。

绒絮落岁，岁月如梭。2015年已悄然离去，无论曾有过怎样的忙碌与迷茫，一切都已成往事；站在2016年的起点上，所有的一切，都是崭新的。过去的一年中，我国期货及衍生品行业在取得创新业务较大发展的同时，更经受住了来自股票市场和商品市场的严峻考验，基层期货从业人员在各自的平凡岗位上默默努力，让我们共同感谢不平凡的自己。本期“文化·生活”将带领大家走进平凡“期货人”不平凡的2015年。■



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 陈茜茜 汪琳力 刘鸿雁 贾燕 杨琪
电话 010-88086370
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 2016年2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

商品期货套期会计新规之各方解读

随着我国商品生产和贸易量在世界经济中的比重日益增加，企业利用期货进行商品价格风险管理的需求日趋强烈，中国商品市场取得全球市场定价权的需求也更加迫切。

“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 《商品期货套期业务会计处理暂行规定》的政策解读
- 12 规避期货交易制度风险 会计新规助企业做好套期保值 文 / 李军
- 19 商品期货套保会计在电解铜上的应用
文 / 永安期货股份有限公司计划财务总部
- 23 商品期货套期会计之常见误解分析 文 / 田雪彦 王霞
- 27 《商品期货套期业务会计处理暂行规定》
对天然橡胶产业运营商的影响浅析 文 / 程志勇 吕清华

热点直击

- 32 规范程序化交易 实施“针对性”监管 文 / 孙慧平

人物·对话

- 36 毛海东：东航期货 大胆创新不走寻常路 文 / 汤巾
- 41 对话毛海东：转型时代期货公司要修炼三大能力 文 / 汤巾



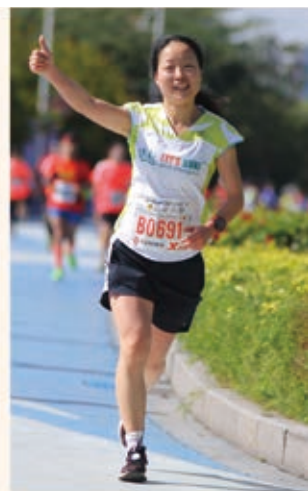
P36

毛海东: 东航期货 大胆创新不走寻常路



P44

感谢不平凡的自己



文化·生活

- 45 感激不平凡的自己 文 / 余瑒
 47 期货, 梦开始的地方 文 / 樊超
 49 一切刚好, 致 2015 跑马年 文 / 雷咏梅
 51 心中的水仙花 文 / 裴泽斌

博弈之道

- 53 交叉路口红绿灯频繁转换的启示 文 / 施海
 56 期货马拉松 文 / 吴向科
 58 加强逆周期调控 应对全球经济衰退 文 / 刘萌

创新·探索

- 62 期货公司大宗经纪业务研究 文 / 原欣亮
 66 利用期货市场设计农业保险产品对冲价格风险 文 / 李志勇 杨维 曾嵘

观察家

- 70 人民币国际化的几点思考 文 / 何海峰
 73 2016 钢矿价格筑底进行时 文 / 周骏鹏

环球视野

- 76 金融衍生品的历史观和意义 文 / 沙石



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

首届期货法论坛顺利召开

2015年12月18日,期货及衍生品法律专业委员会成立大会暨首届期货法论坛在中国金融期货交易所顺利召开。来自金融监管部门、司法机关、各交易所、各高等院校、金融机构以及律师事务所等机构的80余名专家参加了会议。专委会隶属于上海市法学会金融法研究会,是推进衍生品市场法治建设的交流、沟通、合作的平台。

大商所设立玉米期货延伸库

大商所12月23日公告,对《大连商品交易所指定交割仓库管理办法》和《大连商品交易所交割细则》进行修改,允许玉米期货的指定交割仓库设立延伸库区。首批试点的指定交割仓库为营口港,其延伸库区拟选择辽宁益海嘉里地尔乐斯淀粉科技有限公司和德惠金信粮油收储有限公司。新规则自C1701合约开始实施。

大商所提高聚丙烯期货交易手续费

大商所12月28日发布通知,自2015年12月30日起,聚丙烯期货交易手续费标准由成交金额的万分之零点五调整为成交金额的万分之零点七。此前的11月17日,大商所曾发布通知,决定自2015年12月1日起,聚丙烯期货同一合约当日先开仓后平仓交易不再减半收取手续费,手续费标准恢复至成交金额的万分之零点五。

上期所举办期货立法国际化研讨会

据上海金融报报道,12月下旬,上海期货交易所组织召开了“期货立法国际化的机遇与挑战”研讨会。据悉,来自全国人大、证监会及其派出机构、郑商所、大商所、中金所、会员单位、银行、科研院校、司法和仲裁机构、律师事务所等各界专家学者共80余人参加了会议。

郑商所修改动力煤期货业务细则

郑商所2016年1月4日发布公告,修改动力煤期货交割标准等业务细则,新修改内容将于1701合约开始执行。修改内容包括:进一步细化动力煤期货交割标准,进一步明确车(船)板交割流程,进一步明确动力煤期货标准仓单注销规定,进一步简化增值税专用发票的流转环节等。

大商所修改鸡蛋合约及规则

大商所于12月22日发布通知,修改鸡蛋期货合约及相关规则。修改内容包括:在现有10个合约月份基础上增加了7、8月合约,增加全月每日选择交割,引入车板交割,缩短仓单有效期,延后最后交易日,调整鸡蛋一次性交割结算价计算方法,修改交割质量标准相关规定,完善质量争议处理相关程序等。

青岛启动场外市场第三方清算平台

由青岛市人民政府批准筹建,海尔集团、山东鲁信集团、青岛国信集团作为战略合作方共同发起的青岛场外市场清算中心于12月24日在青岛举行启动仪式。清算中心将建立起资金统一存管、清算,交易信息统一登记、查询,仓单统一管理、公示等机制,进一步提高场外金融市场的透明度,降低场外交易风险。

两岸第三次举行证券期货监管合作会议

12月28日,两岸第三次证券及期货监管合作会议顺利举行。这对两岸证券及期货监管机构保持良好持续的沟通和交流,借鉴彼此发展经验,具有重要意义。双方同意,两岸资本市场存在着互补性与合作空间,通过不断加强合作,将有利于促进两岸资本市场的互利共赢与共同发展。

弘业期货登陆港交所

据中国证券报报道,12月30日,弘业期货正式挂牌港交所,这是内地第二家、江苏省首家登陆H股的期货公司。此次IPO共2.497亿股,招股价为2.43港元,募集资金总规模超过6亿港元,其中江苏沿海为公司“基石投资者”,认购约1.16亿港元。此前的12月29日,弘业期货证券投资基金业务资格获批。

期货监控中心将对三指数进行调整

据期货日报1月5日报道,中国期货市场监控中心近期将对中国商品期货指数(CCFI)、中国农产品期货指数(CAFI)、中国工业品期货指数(CIFI)进行例行调整。据悉,三指数样本品种和新权重于2016年第5个交易日(1月8日,即1月7日晚间夜盘交易时段起)生效。

银行间黄金询价市场引入做市商制度

据上海黄金交易所1月12日消息，上海黄金交易所会同中国外汇交易中心决定启动银行间黄金询价市场做市业务。为加强黄金市场基础设施建设，提高银行间黄金询价交易流动性，促进价格发现，银行间黄金询价市场于2016年1月正式引入做市商制度。银行间黄金询价市场做市商包括正式做市商10家，尝试做市商6家。

上期所举办锡冶炼企业期货交易研讨会

据中国证券报报道，1月14日，上海期货交易所与国际锡业协会（ITRI）组织国内主要锡冶炼企业在昆明举办了市场及期货交易研讨会。上期所相关负责人透露，截至2015年末，锡期货各合约成交量103.2万手（双边计算），约103.2万吨；成交金额0.11万亿元。

大商所调整玉米期货交割仓库升贴水

大商所1月15日发布通知，调整玉米期货交割仓库升贴水。营口港务集团有限公司与基准指定交割仓库的升贴水调为0元/吨，锦州港股份有限公司与基准指定交割仓库的升贴水调为-5元/吨，辽宁锦州锦阳国家粮食储备（中转）库与基准指定交割仓库的升贴水调为-15元/吨。上述调整自2017年4月1日开始实施。

全国证券期货监管工作会议在京召开

1月16日，2016年全国证券期货监管工作会议在证监会机关召开。会议总结了过去一年的工作，部署了今年重点任务。中宣部、最高人民法院、发改委等有关部门以及新闻单位的代表，证券基金期货经营机构主要负责人，证监会机关各部门、系统各单位的负责人及副处级以上干部在现场或视频分会场参加会议。

郑商所修订完善套期保值管理办法

郑商所1月19日发布通知，对《郑州商品交易所套期保值管理办法》进行了修订完善。修订内容自2016年1月28日起施行。修订后的《套保办法》针对套期保值持仓额度重新界定了一般月份与临近交割月份的时间，并且进一步明确了一般月份与临近交割月份套期保值持仓额度的申请起止时间。

OTC鸡蛋合约首笔交割顺利完成

据期货日报报道，1月22日，作为现货和期货以外的鸡蛋市场“家族”重要成员，OTC合约鸡蛋于湖北黄冈浠水县完成了首笔交割，该合约于2015年9月在四川天府商品交易所落脚，鸡蛋场外合约交割是继鸡蛋期货实现交割之后，鸡蛋相关金融衍生品服务实体经济的又一崭新成果。

郑商所与全国棉花市场开展战略合作

据期货日报1月25日报道，郑商所已与全国棉花交易市场在北京签署合作备忘录。双方将在市场培训、信息共享、市场调研等方面开展深入合作，共同探索期现货仓单互转、中转仓单运输、场外交易等创新业务，进一步促进棉花期货服务涉棉产业发展。

上期所举办铜期货市场系列研讨会

据金融时报报道，1月下旬，上期所联合江苏省期货业协会、四川省证券期货业协会、申银万国期货和五矿经易期货，在全国4个片区相继举办了4场铜期货品种市场分析研讨会，帮助市场参与者进一步了解2016年度宏观经济预期和铜行业的发展趋势，共计500余位产业客户代表、期货从业人员和个人投资者参加会议。

上清所正式推出五类中国信用债指数

1月29日，银行间市场清算所股份有限公司在上海举办指数发布会，正式对外发布中国信用债指数。据悉，此次推出的中国信用债指数，包括银行间信用债综合指数、银行间高等级信用债指数、银行间中高等级信用债指数、银行间高收益信用债指数、银行间区域（上海）信用债指数等共5类。

大商所新增广发银行为保证金存管银行

大商所2月4日发布通知，新增广发银行为期货保证金存管银行。广发银行符合《大连商品交易所指定存管银行管理办法》关于期货保证金存管业务资格申请的各项要求，自2月4日起成为大商所指定期货保证金存管银行。至此，大商所指定期货保证金存管银行已达14家。

洲际交易所完成52亿美元收购计划

洲际交易所 (ICE) 2015 年 12 月 14 日宣布完成以 52 亿美元对 Interactive Data Corporation 的收购，后者是金融市场数据、分析以及相关交易解决方案的提供商。本次 ICE 以近 36.5 亿美元的现金和近 647 万股 ICE 普通股从 Silver Lake 和 Warburg Pincus 手中收购 Interactive Data。收购结束后，Interactive Data 将成为 ICE 的全资子公司。

港交所拟延长人民币期货优惠计划

香港交易所于 12 月 28 日发布公告，将延长人民币货币期货的优惠计划，以巩固市场发展。具体而言，于 2015 年年初推出的“活跃交易者计划”将延长一年至 2016 年年底。通过该计划，符合最低成交量要求的交易者可享受港交所费用回赠优惠。

美国金融业监管局加大检视高频交易

1 月 6 日，美国金融业监管局 (FINRA) 主席兼执行长 Richard Ketchum 表示，这个由业界出资成立的监管机构正加大对高频交易公司的检视，因为透过这项技术来操纵美国各金融市场的种种措施越来越缜密。根据 FINRA 公布的 2016 年华尔街机构优先查核事项清单，该机构将会检视高频交易者保护系统免受交易员侵扰的能力。

港交所计划建立内地大宗商品现货平台

据期货日报 1 月 21 日报道，当天在港交所举办的周年传媒午餐会上，港交所行政总裁李小加在宣布未来三年的战略规划时表示，大宗商品业务发展远景方面，港交所计划在内地探索建立大宗商品现货交易及融资平台，结合 LME 全球 700 多家仓库的成熟现货市场运营经验，进一步推进内地大宗商品趋向“实体化”。

欧盟经济展望报告发布

欧盟委员会 2 月 4 日发布冬季经济展望报告指出，欧洲经济将继续复苏，欧元区 2016 年和 2017 年经济增长将较去年略为加速，但面临的新兴经济体增长放缓、全球贸易疲软、部分地区局势紧张等外部风险加大，须保持警惕。报告预计，欧元区 19 国 2016 年经济增长 1.7%，超过 2015 年的 1.6%，2017 年经济增长将达到 1.9%。

CME 暂缓推出外汇期权清算

2015 年 12 月中旬，芝加哥商品交易所 CME 表示，由于监管机构不断推迟颁布强制清算法令，目前不会推出场外外汇期权的清算，而其竞争对手 LCH.Clearnet 计划于 2016 年开始清算实物交割的外汇产品。CME 外汇期权的交易量截至目前年增长率达 27%，持仓量（包括未平仓的）为 870 亿美元。

加拿大推出原油实时价格指数

据期货日报报道，2016 年 1 月 5 日，加拿大某投资管理公司在纽约证券交易所网站（New York StockExchange Website）正式发布了 WCS 重质原油实时价格指数。据悉，该指数是以洲际期货交易所（ICE Futures Europe）的价格指数为基准编制设计的，意味着加拿大正式结束了以“WTI 原油基准价 + 升贴水”为其原油贸易价格的时代。

力拓将提高2016年铁矿石出货量

1 月 19 日海外媒体报道，全球第二大铁矿石生产商力拓计划 2016 年提高铁矿石产量。尽管铁矿石价格崩跌，但作为全球成本最低的生产商，力拓可以利用自身的优势。2016 年该公司将冻结所有员工的薪资，加大削减成本的努力以应对预期中的大宗商品价格长期下滑问题。

Pacorini 运营仓库获 CME 交割库资质

纽约 1 月 25 日消息，CME 集团在一份通知中表示，该机构已批准嘉能可旗下由 Pacorini Metals USA 运营的美国金属仓库为正规的铝、铜以及锌交割仓库。Pacorini 在马里兰州 Baltimore 运营的仓库获批存储铝和锌，在新奥尔良运营的仓库已被批准用于存储铝、铜以及锌，在肯塔基州欧文斯伯勒的仓库已被批准用于存储铝和锌。

嘉能可信用评级遭下调至最低投资级

据相关媒体 2 月 5 日报道，标普宣布将大宗商品巨头嘉能可公司的信用评级由 BBB 级下调至 BBB- 的最低投资级，仅比垃圾级高出一档。出于对大宗商品价格继续下跌的担忧，这使标普将嘉能可公司的信用评级再度下调。标普还下调了包括铜、锌和镍在内的嘉能可关键产品的价格预期。

“锡”品种期现结合业务培训班举办

2015年12月9日至11日,协会联合上海期货交易所,针对2015年新上市的“锡”品种,在云南举办期现结合业务培训班,来自37家期货公司的42名有色金属分析师参加了培训。此次培训的成功举办有利于推动期货公司期现结合业务的开展,加强期货研究人员与现货企业的交流,提升期货行业服务实体经济的能力和水平。

第四届理事会第九次会议在京召开

12月22日,协会第四届理事会第九次会议召开,会议审议并原则通过了《关于制订〈期货业服务实体经济行动计划(2016—2018)〉的建议》(草案)、《期货行业协助打击非法期货活动工作指引》(草案)、《中国期货业协会自律规则制定办法》(草案)、《期货公司诚信评估方案》(草案)及《期货公司诚信评估指标》(草案)等议题。

中期协第11期联合研究计划选题征集

12月下旬,为推动我国期货行业的研究工作,促进期货市场健康发展,协会向社会各界征集了“中期协联合研究计划(第11期)”的选题。选题针对期货市场及期货行业发展的重点和难点问题,主要内容涵盖期货市场服务实体经济发展、期货行业创新、公司发展、监管自律及相关理论研究等诸多方面。

投资者教育调查统计工作开展

1月14日,协会发布通知,针对期货公司和地方协会会员单位2015年投资者教育工作的开展情况进行调查统计,并就中期协投教基地宣传、防非打非等相关工作进行安排。该调查统计将有助于中期协了解行业投教工作现状,引导和督促会员单位开展相关工作,并有助于会员单位间开展更多的沟通交流。

协会会员管理办法等发布

1月27日,协会发布经第四届理事会第九次会议审议通过的《中国期货业协会会员管理办法》、《中国期货业协会自律规则制定办法》、《期货行业协助打击非法期货活动工作指引》、《期货公司诚信评估方案》,并自发布之日起正式执行。

创新业务评估工作顺利开展

12月中旬,协会根据证监会机构部要求,通过走访调研、问卷调查、数据分析、专题研讨等多种方式,对《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》发布以来期货公司及其子公司创新发展的情况进行了分析评估,以便全面了解期货经营机构创新业务开展的基本情况和发展形势。

期货市场年鉴编纂工作座谈会召开

12月24日,协会与证监会期货部、机构部、各期货交易所、期货市场监控中心共同举行了《中国期货市场年鉴》编纂工作座谈会,并围绕《中国期货市场年鉴》和《中国期货业发展报告》合并之后的具体编纂任务,进行了深入探讨。

第五届证券期货业科学技术奖公示

2016年1月11日至12日,证券期货业科学技术奖励工作办公室组织召开了第五届证券期货科技奖复审和终审会议,共选出一等奖拟授奖项目1项,二等奖拟授奖项目1项,三等奖拟授奖项目4项,这些奖项已于1月25日在协会官网公示。

2016年投教项目评审会在京召开

1月26日,2016年投教项目评审会在协会召开,来自和讯网、中国财政经济出版社、交易之家、南华期货、扑克投资家、农大期货、上海第一财经电视、金融界共8家单位参加了项目评审。协会投教委及相关专家组成评审团对参评单位的投教项目进行了集体评议。

商品期货套期会计视频培训举办

1月28日,证监会会计部与协会联合举办《商品期货套期业务会计处理暂行规定》专题视频培训,旨在使期货公司更全面深入地了解财政部近日制定的暂行规定相关内容,推动会计新规在企业套期保值实践中的应用,以使暂行规定尽快得到广泛普及和推广,从而更好地服务实体经济发展。

商品期货套期会计新规之各方解读

【编者按】

随着我国商品生产和贸易量在世界经济中的比重日益增加，企业利用期货进行商品价格风险管理的需求日趋强烈，中国商品市场取得全球市场定价权的需求也更加迫切。在现行《企业会计准则第 24 号——套期保值》规定下，企业的风险管理活动往往不能恰当地体现在财务报表中，在一定程度上限制了企业运用商品期货进行套期保值。

为支持我国实体经济和期货市场发展，2015 年 12 月，财政部印发了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》。暂行规定的出台让实体企业从事套期保值业务有了可操作的制度依据，对于真正入市做套期业务的企业来说，暂行规定为企业规避制度风险做了套期保值。

如何依据新规第一时间未雨绸缪？如何遵循制度变化更好地从事套期保值业务？本期“封面文章”从商品期货套期会计的政策与监管、实体企业应用以及会计审计等不同角度对暂行规定进行了研究与解读，以案例的形式对暂行规定进行了分析。

《商品期货套期业务会计处理暂行规定》的政策解读

为适应商品期货市场发展需要，使套期会计更好地反映企业商品价格风险管理活动的影响，2015年12月，财政部印发了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（财会[2015]18号，以下简称《暂行规定》）。财政部会计司有关负责人就制定《暂行规定》的有关问题进行了政策解读。

问：请介绍制定《暂行规定》的背景。

答：随着我国经济发展和市场体系的不断完善，企业利用期货进行商品价格风险管理的需求越来越强烈。同时，随着我国商品生产和贸易量在世界经济中的比重日益增加，中国商品市场取得全球市场定价权的需求也更加迫切。

近年来，随着大宗商品价格波动日益剧烈，企业普遍反映现行《企业会计准则第24号——套期保值》（以下简称24号准则）所规定的套期会计与企业风险管理活动相脱节、应用门槛高、处理复杂。在实践中，企业的期货损益不能与现货公允价值变动实现对冲，对企业开展商品期货套期业务的积极性产生一定影响，进而可能影响期货市场发展和我国在商品定价权中的地位。

我国24号准则与《国际会计准则第39号——金融工具：确认和计量》（IAS39）中的套期会计规定趋同，并面临同样的问题。国际会计准则理事会（IASB）于2014年7月发布《国际财务报告准则第9号——金融工具》（IFRS 9），降低了套期会计运用门槛，允许在2018年1月1日（生效日期）前提前采用。经我国有代表性的企业测试，能够在一定程度上解决我国企业从事商品期货业务当前面临的问题。

对此，期货业界以及相关监管部门纷纷呼吁，尽快引入IFRS9规定，改进现行套期会计，降低套期会计成

本，放宽套期会计门槛，促进更多企业参与商品期货交易，为我国商品期货市场的发展创造更加有利的环境。

然而，直接修订24号准则将牵涉到复杂的金融项目，意味着改进商品期货套期会计规定问题最早要2018年或以后才能解决。鉴于商品期货套期业务相对简单，财政部将国际上利好的改进内容先引入到国内企业商品期货套期业务中，以回应社会相关方面关于改进商品期货套期会计的强烈呼吁和迫切需要，支持我国实体经济和期货市场发展。

问：请介绍制定《暂行规定》的过程。

答：《暂行规定》的制定历经了前期研究、模拟测试、起草和征求意见、修改完善四个阶段。

前期研究阶段。2012年初，接到期货行业的反映后，深入企业和期货交易所了解情况。2013年11月，研究并探讨了IASB发布修订内容对我国企业的适用性及其潜在影响。2014年4月，联合证监会会计部委托上海期货交易所开展课题研究。

模拟测试阶段。2014年11月至2015年1月，组织开展了商品期货套期业务会计核算测试工作。测试表明，IFRS 9有关规定能够解决当前企业面临的问题，核算结果更好地反映了企业风险管理活动的影响。

起草和征求意见阶段。2015年1月开始起草征求意见稿，于3月中旬形成草稿。之后联合证监会会计部召开座谈会，了解企业、期货公司、期货交易所和会计师事务所各方意见。经过反复讨论修改，形成征求意见稿，于2015年5月29日印发公开征求意见。

修改完善阶段。反馈意见逐份逐条梳理分析，吸收合理意见，全面修改征求意见稿，并再次征求部分事务

所和企业意见，经内部充分讨论和修改完善后定稿，履行会签和报批程序后印发。

问：请介绍《暂行规定》的主要内容。

答：《暂行规定》包括九大部分，对套期会计的应用条件、会计处理原则、详细账务处理、列示与披露等做了较为全面的规定。

第一部分为适用范围，明确了《暂行规定》与现行 24 号准则的关系、《暂行规定》的适用范围等。

第二部分为相关定义，对商品期货套期、套期关系、被套期项目公允价值或现金流量变动、确定承诺、预期交易、项目的组成部分、套期有效性、风险管理目标等需要在该规定中明确的专业术语进行了定义。

第三部分为应用条件，规定了采用《暂行规定》的套期会计方法对商品期货套期业务进行处理所应具备的条件，包括如何指定合格的被套期项目、如何指定合格的套期工具、套期关系应当符合哪些套期有效性要求，以及以书面形式指定套期关系应载明的事项。

第四部分为会计处理原则，对公允价值套期和现金流量套期进行了界定，规定了套期期间、套期关系终止、后续期间等环节的会计处理原则，并对套期关系的评估、组合套期的运用等提供了详细指引。

第五部分为会计科目设置，明确了企业按《暂行规定》对商品期货套期业务进行处理应当设置和使用的会计科目。

第六部分为主要账务处理，区别不同的套期类型、不同的被套期项目，针对不同的套期环节，全面规定了具体账务处理。

第七部分为列示，规定了在资产负债表和利润表中如何列示商品期货套期业务有关项目和金额。

第八部分为披露，明确了企业应当披露的与商品期货套期业务有关的信息，并通过附表提供了相关量化信息的披露格式。

第九部分为实施与衔接，规定了《暂行规定》的施行日期以及新旧衔接办法。

问：请问《暂行规定》相比现行 24 号准则主要有哪些方面的改进？

答：《暂行规定》的核心理念就是要让套期会计更加

紧密地反映企业的风险管理活动，使企业的商品价格风险管理活动能够恰当地体现在财务报表中。按照这一理念，主要的改进包括以下几个方面：

一是扩大了可以被指定的被套期项目的范围。允许将风险敞口的某一层级（例如库存原油中最先实现销售的 100 桶原油的价格风险）、某一风险成分（例如铜线价格中的铜基准价格风险）指定为被套期项目，也允许将风险总敞口、风险净敞口指定为被套期项目。可以指定的被套期项目范围的扩大能够更好地适应企业的风险管理策略和目标。

二是取消了 80%—125% 的套期高度有效性量化指标及回顾性评估要求，代之以定性的套期有效性要求，更加注重预期有效性评估。定性的套期有效性标准的重点是，要求被套期项目和套期工具之间应当具有经济关系。对套期高度有效性量化指标以及回顾性评估要求的撤销，降低了企业运用套期会计的门槛，减少了企业运用套期会计的成本和工作量，并有助于在财务报表中更加恰当地反映企业的风险管理活动。

三是引入灵活的套期关系“再平衡”机制。要求当套期比率不再反映被套期项目和套期工具所含风险的平衡，但指定该套期关系的风险管理目标并没有改变时，企业应当通过调整套期比率来满足套期有效性要求（即“再平衡”），从而延续套期关系，而不必如 24 号准则所要求先终止再重新指定套期关系。“再平衡”机制的引入更加适应企业风险管理活动实务，简化了企业会计处理。

四是对列示和披露做出了更为明确、详细的规定。一方面，明确规定了商品期货套期业务相关的项目和金额如何在资产负债表和利润表中列示；另一方面，要求企业充分披露商品期货套期业务风险管理活动有关的信息，帮助报表使用者从总体上理解企业商品期货套期业务风险管理目标、过程和预期效果。同时，对于定量信息披露设计了表格样式（附表），便于企业理解和操作。

五是区别公允价值套期和现金流量套期两种不同的套期类型，区别存货、采购商品的确定承诺、销售商品的确定承诺、预期商品采购、预期商品销售等不同的被套期项目，针对指定套期关系、套期关系存续期间、套

期关系终止、后续处理等不同环节，全面规定了具体账务处理，更加方便企业理解、掌握和操作。

问：请问印发施行《暂行规定》与修订 24 号准则的关系如何？选择执行《暂行规定》的企业未来执行修订后的 24 号准则时会不会面临会计政策的重大调整？

答：首先，印发《暂行规定》后，我们将抓紧对 24 号准则进行修订。修订后的 24 号准则实施同时，《暂行规定》将废止；其次，《暂行规定》引入了 IFRS 9 中适用于商品期货套期会计的规定，在核心原则和内容上与 IFRS 9 保持了实质趋同。未来修订的 24 号准则也将保持与 IFRS 9 中套期会计规定的实质趋同。因此，执行《暂行规定》的企业在未来执行修订后的 24 号准则时不会面临会计政策的重大调整。

问：请问《暂行规定》与现行 24 号准则的关系如何？如何理解《暂行规定》的适用范围？

答：《暂行规定》印发后，现行 24 号准则仍然有效。一是《暂行规定》只规范商品期货套期业务，而 24 号准则规范所有的套期业务，《暂行规定》在范围上无法替代 24 号准则；二是为保持国际趋同。IFRS9 允许在其生效日（2018 年 1 月 1 日）后的长时间内（宏观套期项目完成前），采用 IFRS9 的企业仍然可以选择适用原来的套期会计规定（即 IAS39 中的套期会计规定），这意味着 IAS39 中的套期会计规定将保持有效直至宏观套期项目完成。

在《暂行规定》的适用范围方面，企业应当把握以下几点：

一是《暂行规定》仅适用于采用商品期货合约为套期工具，对企业现货经营中的商品价格风险进行套期的业务。

二是企业开展商品期货套期业务，可以选择执行《暂行规定》，也可以选择继续执行 24 号准则。考虑到 A+H 股上市公司的现实情况，对于从事商品期货套期业务的 A+H 股上市公司，可以通过在 A 股财务报告中选择继续执行 24 号准则，而确保 A 股财务报告和 H 股财务报告不因此产生差异。

三是如果企业选择执行《暂行规定》，应当对所有的商品期货套期业务都执行《暂行规定》，不得对一部分商

品期货套期业务执行《暂行规定》，对另一部分商品期货套期业务执行 24 号准则。此外，如果企业选择执行《暂行规定》，应当执行《暂行规定》的所有适用条款。

四是无论企业选择执行《暂行规定》还是 24 号准则，在套期会计方法可选择性上并未发生变化。即对于符合应用条件的商品期货套期业务，企业可以选择采用套期会计方法进行处理，也可以选择采用套期会计方法。

问：请问对于既开展商品期货套期业务，又开展其他种类套期业务的企业，由于分别采用《暂行规定》和 24 号准则的套期会计模型，是否将可能影响财务报表信息的内在一致性和可比性？

答：《暂行规定》已经确保在套期会计类型、会计科目使用、账务处理原则及方法等方面与 24 号准则保持一致。因此对于该类企业而言，不同套期业务适用不同的套期会计模型，只是主要是在应用条件上存在不同（实质是将使更多的企业可以在商品期货套期业务上应用套期会计方法），而对于该项不同，企业可以在报表附注中进行充分披露。套期会计为企业可以选择采用的会计处理方法，以及可以选择采用《暂行规定》或 24 号准则的政策也有助于缓解上述问题。此外，上述问题仅为 24 号准则修订出台前的过渡期内暂时存在且不可避免的问题，新准则实施后，该问题将自动解决。

问：财政部对贯彻实施《暂行规定》有哪些要求？

答：相对于现行 24 号准则，《暂行规定》在降低套期会计应用门槛和复杂性的同时，也对被套期项目的指定、套期关系的评估、套期关系指定文件的编制以及信息披露等方面提出了新的要求，将可能对企业商品价格风险管理活动及相关内控流程等产生影响。

从事商品期货套期业务的企业要充分认识《暂行规定》发布实施的重要意义，加强内部财会、风险管理等部门的培训，预先评估其影响，做出是否执行《暂行规定》的合理决策。如果决定执行《暂行规定》，应当加强内部相关部门的协调配合，深入研究，提前规划，做好内控流程、信息系统调整等方面的准备，切实贯彻实施好《暂行规定》的各项要求。

（本文根据财政部官网发布信息整理，略有删改）

规避期货交易制度风险 会计新规助企业做好套期保值

■ 文/李军

“经济越发展，会计越重要。”中国期货市场发展 20 多年来，实体企业在利用期货市场进行风险管理的探索中历经坎坷，用套期保值业务实践有力验证了这句会计箴言。从上世纪 90 年代的清理整顿，到现在稳居全球商品期货成交量第一，我国期货市场发展速度不可谓不快。但当我们静下心来评估期货市场发展历程，挥之不去的缺憾就是，在服务实体经济方面总感觉不给力。

政府从允许开展期货市场试点，到进行期货市场清理整顿，再到规范发展期货市场，始终有一条主线贯穿其中，那就是希望中国期货市场能更好地发挥套期保值、发现价格的经济功能，服务于实体企业风险管理的需要、服务于国民经济发展的需要。

统计数据显示，我国商品期货市场 1993 年成交量 890 万手、成交金额 5521 亿元；2015 年成交量 32.37 亿手、成交金额 136.47 万亿元，分别增长了 364 倍和 247 倍。市场规模快速扩大的同时，我们市场的投资者结构变化并不大，始终是自然人客户占绝大多数。虽然市场成交量实现了数百倍的增长，但法人客户数在市场中的占比从未超过 3%。

人们常说，“不要因为走得太远，而忘记为什么出发。”笔者认为，这句话可以借来反思我国的期货市场。

风风雨雨二十多年，期货业内同仁殚精竭虑为发展市场艰辛努力，为什么在服务实体企业方面差强人意？市场各方对我国期货市场投资者结构、特别是实体企业参与度进行过深入研究，造成实体企业参与度持续低迷的原因是多方面的。但有一点可以肯定，期

货市场套期保值相关制度，尤其是财务会计制度的缺失和不完善，是多年来影响实体企业特别是国有企业参与套期保值的重要障碍。

有些企业曾经为风险管理需要而入市套期，最终因套期保值与投机套利的界定标准不清晰，时刻面临触犯制度红线的风险而无奈退出。因为，国资委在有关文件中明确规定了“国有企业只允许套保不允许投机”的铁律，在套期制度不明确的情况下，国企高管们的普遍心理是：与其提心吊胆做套期保值随时会因“违规”而丢掉位子，不如远离期市做现货，即使企业因现货风险巨亏（公认的客观原因）也不会因此而丢位子。

套期会计新规定的出台，让实体企业从事套期保值业务有了可操作的制度依据，套期保值与投机套利的区分不再困难，解开了实体企业做套保的心结。实体企业只要严格按照《商品期货套期业务会计处理暂行规定》的要求，从风险管理决策、套期方案制定、套期有效性评估和“再平衡”都有明确的原则可以遵循，最后对套期结果的确认、计量、列报和披露都有明确的制度规范。对于真正入市做套期业务的企业来讲，新规定等于为企业规避制度风险做了套期保值。要说清楚这个道理，让我们回顾一下商品期货套期业务会计制度从老规定到新准则再到新规定的演变。

一、老规定无明确标准，企业处理随意性大

（一）老规定的背景情况

上世纪 90 年代末，我国期货市场已从清理整顿转

向规范发展，期货交易所也由几十家合并到三家，仅保留上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所。随着实体企业进入期货市场从事套期业务的意愿不断增强，实务处理中对相应的会计制度的诉求也是不断升温。

当时，我国会计制度改革方向已经明确，要建立《企业会计准则——基本准则》和若干具体准则组成的企业会计准则完整体系，企业会计基本准则已出台，具体准则正处于研究制定阶段，企业的会计实务处理仍以分行业的会计制度为依据。如期货经纪公司执行《饮食服务企业会计制度》；生产加工企业执行《工业企业会计制度》；商品贸易流通企业执行《商品流通企业会计制度》等等。

由于期货交易相关业务在已经发布执行的分行业会计制度中均未涉及，为满足企业对期货业务进行会计处理的需要，财政部于1997年首先制定并出台了《企业商品期货业务会计处理暂行规定》（财会字[1997]51号），对企业参与期货交易涉及的期货保证金的出入金、平仓盈亏、手续费、期货会员资格费、质押保证金、期货年会费等业务做出规范。

为了规范企业商品期货套期保值业务，又于2000年制定并出台了《企业商品期货业务会计处理补充规定》（财会字[2000]19号），作为对财会字[1997]51号的补充（这两个制度下称“老规定”）。2000年同时还制定并出台了针对期货经纪公司和期货交易的商品期货业务会计制度，即《期货经纪公司商品期货业务会计处理暂行规定》、《期货交易所商品期货业务会计处理暂行规定》。

（二）套期保值会计制度的理论基础

在当时，上述会计制度的出台是基于两个现实考虑：一是在期货界，业内对企业参与套期保值的理解，普遍认同教科书理论，即套期保值应大致遵循“交易方向相反、商品种类相同、商品数量相等和月份相同或相近”等四大原则。如果企业不是遵循这些原则，所做的交易就可能起不到套保效果，达不到规避价格风险的目的。

二是在会计界，我国对公允价值概念还很陌生，

市价原则还不普遍，历史成本原则是我们的会计理论基础。期货合约的平仓盈亏可以理解为已经实现的损益，但对于持仓盈亏的损益确认，会计理论并不支持，虽然按期货结算规则（每日无负债结算制度）与平仓盈亏没有区别。立足于国情实际，为了尽快制定出适用于我国企业套期保值业务的会计处理规范，在老规定研究制定中，先就有关会计问题形成以下共识（基于当时对期货业务的理解）。

第一，套期保值与投机套利的显著区别在会计上表现为套期保值与被套期保值项目“息息相关”，甚至可将其视为被套期保值项目的附属行为；而投机套利则是投资的一种特殊形式，是独立的、旨在牟利的行为。所以，从期货合约会计角度来看，套期保值与投机套利对于持有期货合约的结果，即损益的归属和处理有着本质的划分。

第二，对于投机套利交易，其实质是一种投资行为，合约市价变动形成的浮动盈亏代表了企业投资于期货的回报，应计入市价变动当期的损益。期货交易实行每日无负债结算制度，每个交易日期货合约市价的有利或不利波动会马上增减企业期货保证金余额，而在期货合约市价变动的同时并不引起企业另一项资产的减少或负债的增加，因而合约市价的变动使企业净资产发生了增减变化，即产生了损益。而且逐日盯市、每日无负债结算制度使确认与计量具有可靠性。

第三，为反映套期保值的经济实质，对作为套期工具的期货合约价格变动形成的盈亏，在确认时点上应考虑与被套期项目的价值变动影响相配比。只有在同一时期计入损益，通过两者损益影响的相互抵消将使“锁定成本或收益水平”的经济实质得到反映。

若对市价计量的项目套期，则期货合约市价变动给企业带来的浮动盈亏，应在发生当期与被套期项目相关价格的影响一起确认为损益，以真实反映套期保值的经济效果，即套期保值合约的盈亏不做递延处理。

若对以历史成本计价的现存资产或负债套期保值时，期货合约市价变动形成的盈亏不能在当期确认，而应做递延处理，即待被套期项目价值变动损益被确

认时再一同计入损益。由于套期工具与被套期项目属于不同的计价原则，若把按市价变动计量的期货合约盈亏在发生当期确认，将导致把具有相互抵消关系的期货盈亏计入不同期的收益期中，结果会使会计报告给人以企业套期保值反而风险增大（表现为报告收益波动加大）的印象。而递延处理方法可配比反映出被套期项目成本或收益水平的变化，正好体现企业进行套期保值的经济效果。

（三）套期保值业务会计制度的主要内容

企业在办理期货套期保值业务时，应在现行会计制度的基础上增设“期货保证金”科目，并下设“套保合约”和“非套保合约”明细科目，分别核算企业进行套期保值业务和非套期保值（投机）业务买、卖期货合约所占用的资金。设置“递延套保损益”科目，核算企业在办理套期保值业务过程中所发生的手续费、结算盈亏。

老规定从实际执行效果来看，总体不理想，原因有三：

一是当时参与期货交易的企业个数本来就不多，对参与期货交易尚在摸索过程中，对于规范的套期保值业务会计处理许多企业管理层不重视。领导不重视，会计人员也就不学习，导致真正执行商品期货套期保值业务会计制度的企业偏少。

二是会计制度给出了企业商品期货套期保值的会计科目设置及账务处理方法，并没有明确套期保值会计的应用条件。在实务中，有的企业把通过期货交易所的套保审批，作为其套期业务的界定标准；也有企业依据其已有的采购订单、存货或销售订单，想当然地把在期货市场的交易指定为套期保值；也有企业在前期制定套期保值策略时，确实能做到期货与现货相关性的分析，并确定了套期比率，但由于期现货市场行情的变化，原定的套期保值策略在不断的开平仓交易中被抛到九霄云外。最终，企业自己也不清楚正在交易中的期货是否真正属于套期保值，随意性太大。

三是许多企业出于专业管理和风险控制考虑，把从事套期保值交易的人员与从事现货业务的人员分属于不同部门管理，部门间独立核算与业绩考核，在

企业的组织形式上人为割裂了期货交易与现货业务的相互抵销机制。期货交易部门往往从做大部门业绩、追求交易盈利的角度进行期货交易；而现货业务部门也是基于同样的考虑，注重研判现货市场开展业务。

这种期货与现货两张皮的管理模式，也就不可能形成期货与现货相互抵销实现综合损益的效果。套期保值对于企业也仅仅沦为一个说辞。由于指定套期保值业务无标准、很随意，期货盈亏与现货盈亏相互独立，没有形成综合损益，在企业纳税时，税务部门也就不会认同套期保值的盈亏对冲。

二、套期准则标准太严，企业难以执行

2006年，是我国会计改革具有里程碑意义的一年，财政部以财会〔2006〕3号文的方式下发了《关于印发〈企业会计准则第1号——存货〉等38项具体准则的通知》。通知要求自2007年1月1日起在上市公司范围内施行，鼓励其他企业执行。同时明确，执行该38项具体准则的企业不再执行现行准则、《企业会计制度》和《金融企业会计制度》。按财会〔2006〕3号文的精神，对于上市公司来讲老规定的历史使命已经完成，企业开展套期保值业务必须执行《企业会计准则第24号——套期保值》（以下简称“套期准则”）。

（一）套期准则发挥积极作用

财政部于2006年发布的套期准则，基本实现了与《国际会计准则第39号——金融工具：确认和计量》（IAS39）中的套期会计规定相趋同。套期准则的出台，在当时对于规范企业套期会计处理发挥了积极作用，与前述老规定相比，其作用体现在以下几个方面：

第一，对企业套期保值从会计理论和实务处理角度给出了明确定义。套期准则中明确，套期保值是指企业为规避外汇风险、利率风险、商品价格风险、股票价格风险、信用风险等，指定一项或一项以上套期工具，使套期工具的公允价值或现金流量变动，预期抵销被套期项目全部或部分公允价值或现金流量变动。

与套期业务相关的概念也给出了定义，如套期工具、被套期项目、确定承诺、预期交易、公允价值套期、现

金流量套期、套期关系、套期有效性、套期工具展期等等。这些定义更多的是引用了国际准则内容，内涵或外延比较宽泛，且偏重于金融工具和金融衍生品业务。客观地讲，对于国内许多企业，只是利用国内期货市场的商品期货合约进行套期保值，这些概念略显晦涩。

第二，明确了指定套期工具和被套期项目的条件。如可以指定单项衍生工具对一种以上的风险进行套期，成为套期工具的条件包括：各项被套期风险可以清晰辨认；套期有效性可以证明；可以确保该衍生工具与不同风险头寸之间存在具体指定关系。对被指定为被套期项目的对象也有一定的条件规定。

第三，定义了套期有效性并明确认定高度有效的条件。这也是该准则最核心的内容之一，直接影响了套期准则的可操作性。准则规定，套期同时满足下列条件的，企业应当认定其为高度有效：(1)在套期开始及以后期间，该套期预期会高度有效地抵销套期指定期间被套期风险引起的公允价值或现金流量变动；(2)该套期的实际抵销结果在80%—125%的范围内；(3)企业至少应当在编制中期或年度财务报告时对套期有效性进行评价。

第四，对公允价值套期、现金流量套期以及套期会计终止等均给出了明确的条件。

总之，我国会计准则制定部门在坚持会计准则国际趋同的原则下，对套期保值业务涉及的许多概念给出了比较国际化的定义，对规范我国企业套期会计处理起到了积极作用，但当时不接地气的弊端也较明显，从而影响了该套期准则的可执行性。

(二) 套期准则执行中反映出的问题

到目前为止，我国衍生品市场的发展和企业对衍生工具的理解与运用，同国际上衍生品市场发达国家相比还有不小差距。而国际会计准则，特别是《国际会计准则第39号——金融工具：确认和计量》(IAS39)中对套期会计的相关规定，主要是基于金融市场发达国家的实际情况制定的。多因素共同作用的结果，套期准则虽然实现了国际趋同，但国内水土不服，企业很纠结：

首先，套期有效性判断标准过严，难以操作执行。对套期有效性的判断与执行，在套期准则中有明确规

定，至少有两个方面的要求，对于一般企业难以操作。

在套期开始及以后期间，该套期预期应高度有效地抵销套期指定期间被套期风险引起的公允价值或现金流量变动；该套期的实际抵销结果在80%—125%的范围内。我们知道，按国际上对套期有效性的评估计量方法主要有三种：

——主要条款比较法。是通过比较套期工具和被套期项目的主要条款，以确定套期是否有效的方法。如果套期工具和被套期项目的所有主要条款均能准确地匹配，可认定因被套期风险引起的套期工具和被套期项目公允价值或现金流量变动可以相互抵销。套期工具和被套期项目的“主要条款”包括：名义金额或本金、到期期限、内含变量、定价日期、商品数量、货币单位等。这种定性评估法不可量化，不能完全满足套期准则对高度有效性的要求。

——比率分析法。是通过比较被套期风险引起的套期工具和被套期项目公允价值或现金流量变动比率，以确定套期是否有效的方法。运用比率分析法时，企业可以根据自身风险管理政策的特点选择以累积变动数(即自套期开始以来的累积变动数)为基础比较，或以单个期间变动数为基础比较。

如果上述比率在80%—125%的范围内，可以认定套期是高度有效的。企业之所以开展套期保值交易，也就是因为现货价格波动风险已经大到对企业经营有明显影响，现货价格的波动幅度难以预测。期货价格的形成除了受现货市场供需基本面的影响外，还要受金融市场特殊因素(如流动性、外围市场、投资者情绪、技术性涨跌等)的影响，期货价格波动通常较现货更加频繁。期货价格与现货价格的波动不同步，导致基差变动。在实务中，套期有效性比率突破80%—125%的范围，理论上应是大概率事件。企业对此则无法预测和控制，在一个特定期间内，用一个静态的量化指标(85%—120%)评估套期有效性，让企业无所适从。

——回归分析法。是在掌握一定数量观察数据基础上，利用数理统计方法建立自变量和因变量之间回归关系函数的方法。将此方法运用到套期有效性评价中，需

要分析套期工具和被套期项目价值变动之间是否具有高度相关性,进而判断套期是否有效。运用回归分析法,自变量反映被套期项目公允价值变动或预计未来现金流量现值变动,因变量反映套期工具公允价值变动。这种评估方法从形式上有别于比率分析法,但实质上依然是用一个静态的量化指标(85%—120%)评估受基差变动影响的套期有效性,让企业仍然难逃无所适从的尴尬。

其次,用套期高度有效性的量化指标做回顾性评估,企业面临制度风险。套期准则要求企业应当持续地对套期有效性进行评价,并确保该套期在套期关系被指定的会计期间内高度有效;企业至少应当在编制中期或年度财务报告时对套期有效性进行评价。这种对套期有效性的评价,实际上隐含了预期性评估与回顾性评估两方面,特别是把套期高度有效性的量化指标与回顾性评估要求相结合,在实务中的可操作性都更差。由于基差变动的客观存在,经常出现的结果可能是:刚开始套期业务的短期内套期为高度有效,但完整的套期保值流程结束后,进行回顾性评估时会突破量化指标范围,而形成无效套期。

鉴于期货交易的高风险,政府对国有企业参与期货交易始终持谨慎态度。在政府制定的有关加强国有企业套期保值管理的文件中,有两个文件影响力最大。即《国有企业境外期货套期保值业务管理制度指导意见》(证监期货字[2001]29号)和《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》(国资发评价[2009]19号)。

特别是在国际金融危机前后,有的国有企业投资金融衍生品发生过巨大损失,动辄几十亿的亏损,已严重危及了企业的持续经营和国有资产的安全,管理层对中央企业投资金融衍生品高度关注。国务院国资委于2009年紧急印发《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》,要求中央企业全面清理各类金融衍生业务。

虽然文件精神是明确的,即金融衍生品不是不能做,而是要正确认识金融衍生品的功能,发挥其套期保值作用;国有企业从事金融衍生业务的目的是为了避险,是为了套期保值,而不是作为盈利的手段,更不能抱有侥幸的心理进行投机。恰恰是上述政策性的原则要求,使

得套期准则中评估套期有效性的量化指标成为决定国有企业命运的标尺,而这个标尺过度严格的要求,往往使真正做套期保值的企业也被动成为期货投机者,这让许多国企面对制度风险而无奈放弃套期保值。

三、新规定全面明确,会计处理与风险管理有效对接

如上所述,套期准则存在的问题多年困惑着有套期保值需求的企业,导致期货业界和企业界全国人大代表连续多年联名就有关问题形成提案,呼吁有关部门加强研究,出台符合我国期货市场实际、满足企业套保需求的财务会计制度。财政部于2015年底印发的《商品期货套期业务会计处理暂行规定》(财会[2015]18号,以下简称“新规定”)非常及时,为实体企业做了一件大好事。

(一) 新规定出台背景

实际上,套期准则在我国执行中存在不适应的问题,《国际会计准则第39号——金融工具:确认和计量》(IAS39)也面临同样的问题。国际会计准则理事会(IASB)在近年来的金融工具准则修订项目中,对套期会计进行了大幅改进,并在《国际财务报告准则第9号——金融工具》(IFRS 9)中降低了套期会计运用门槛。

经过企业测试,IFRS9中有关套期业务的处理原则,能在一定程度上解决我国企业从事商品期货业务面临的问题。IFRS 9将于2018年强制生效,我国会计准则要实现与国际准则的同步,需要做大量的基础工作,企业若要执行新的套期准则必须有其他准则完成配合,最早要到2018年或以后才能得到解决。鉴于商品期货套期业务相对简单,无需考虑各种复杂情况而做出繁琐的规定,财政部将国际上先进适用的套期会计改进内容,先引入到国内企业商品期货套期业务上来,出台了新规定。

(二) 新规定的适用性调整

主要体现在四个方面:

第一,套期有效性的判断注重定性与预期。判断套期有效性,首先是被套期项目与套期工具之间应当存在经济关系,使套期工具和被套期项目因被套期风险而产生的公允价值或现金流量预期随着相同基础变

量或经济上相关的类似基础变量变动发生方向相反的变动。两者经济关系的存在，是评估套期有效性的前提条件，在此基础上通过对预期变量的测算，就能从量化角度评估套期有效性的程度。

期货交易就是对未来价格的交易，这种建立在对未来预期基础上的套期有效性评估才更符合风险管理目标。新规定取消了对套期高度有效性量化指标（85%—120%）以及回顾性评估要求，降低了企业运用套期会计的门槛，减少了企业运用套期会计的成本和工作量，并有助于在财务报表中更加恰当地反映企业的风险管理活动。

第二，套期关系的“再平衡”机制与企业风险管理目标更一致。当企业评估认为，套期比率不再反映被套期项目与套期工具所含风险的平衡，但指定该套期关系的风险管理目标并没有改变，企业应当调整指定的被套期项目或套期工具的数量，从而维持套期比率以满足套期有效性要求。由于套期工具与被套期项目会随着这两个基础变量之间关系的变动而发生变化，两者之间原来保持的套期关系（套期比率）也就发生了变动。

正是由于套期关系的变动是基于经济上相关的基础变量所导致的，经济关系的实质没有发生变化，套期工具和被套期项目之间关系发生的变动，就可能通过调整套期比率得以弥补，从而使套期关系通过再平衡得以延续。通过再平衡后，套期有效性得以提高，套期业务的抵销程度重新提高，再度符合风险管理目标，这种再平衡就应当作为套期关系的延续进行处理。

原套期准则要求套期关系只要评估为非高度有效，就应当终止原来的套期关系，新的套期关系应重新指定，这必然涉及一系列的期货头寸管理、现货配比和会计账务处理，也必然导致企业损益的波动。由于套期业务中的经济关系并没有变化，企业的风险管理目标也就没有必要调整，通过“再平衡”机制的引入，就更加适应企业风险管理活动的实务，简化了企业的期现管理流程和会计处理，从而大大减轻了工作量。

第三，对各种套期业务的确认、计量、列示和披露有明确详细的规定，可操作性。借鉴我国会计制度设计的成功经验，对期货业务分门别类，明确了具体

的账务处理方法。首先区分公允价值套期和现金流量套期两种不同的套期类型，再区别存货、采购商品的确定承诺、销售商品的确定承诺、预期商品采购、预期商品销售等不同的被套期项目，针对指定套期关系、套期关系存续期间、套期关系终止、后续处理等不同环节，全面规定了具体账务处理方法。明确规定了商品期货套期业务相关的项目和金额如何在资产负债表和利润表中列示，还要求企业充分披露商品期货套期业务风险管理活动有关的信息，帮助报表使用者从总体上理解企业商品期货套期业务风险管理目标、过程和预期效果。同时，对于定量信息披露设计了表格样式，便于企业理解和操作。

第四，会计处理可以更好地反映期货实务。随着期货市场的发展，企业套期保值的策略不断丰富，不再局限于经典套期。企业会根据市场情况，选择采用如分批建仓套期、净敞口套期、分层分组套期、期现组合套期等。

新规定在原套期准则基础上，高度扩大了可以被指定的被套期项目的范围。允许将风险敞口的某一层级（例如库存原油中最先实现销售的100桶原油的价格风险）、某一风险成分（例如铜线价格中的铜基准价格风险）指定为被套期项目，也允许将风险总敞口、风险净敞口指定为被套期项目。可以指定的被套期项目范围的扩大能够更好地适应企业的风险管理策略和目标，提高企业成功应用套期会计的可能性。

四、对实施新规定的几点建议

第一，政府有关部门应及时调整完善企业套期保值监督制度。毋庸讳言，在多年的套期业务实践中，我国企业交了不少学费，对期货市场的认识也在不断提高。我们必须认识到，在经济全球化迅速发展、投资经营日益国际化的今天，我国企业如果不利用期货市场规避风险、发现价格的功能，不对未来难以预料的经营成本风险予以对冲，就很可能在激烈的国际竞争中处于劣势。党中央制定的“一带一路”走出去战略，使这个问题更加突出。

在新形势下，政府相关的政策制度，应当是倡导企业在风险可测、可控的前提下积极参与套期保值。新规定已经对商品期货套期、套期关系、套期有效性、套期会计处理等有了明确界定，监管部门可以结合新规定的内容，及时调整完善不适应企业开展套期保值业务的政策制度。正确理解和贯彻执行党中央确立的“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”的经济发展战略，进一步简政放权。

第二，企业开展套期保值业务要目标明确准备充分。新规定以明确会计制度的方式为企业从事套期保值提供了政策保障，企业可以有效规避套期与投机难以区分的制度风险，实际上是企业长期面临的制度风险做了套期保值。同时，企业也应当清楚，期货交易的特殊性决定了它是企业风险管理的工具，同时也是一把双刃剑。企业（特别是国有企业）要用好这个工具，必须关注几个问题：

一是要严格合规。政府有政策制度要求的，作为企业必须遵守。有的重点企业可能需要得到政府批准才可以做套期保值，没有得到批准的就不能去做，这是基本原则。

二是要目的明确。作为实体企业参与期货交易，是利用期货市场管理现货价格风险，入市的初衷只有一个，那就是为了规避风险，锁定成本，绝不是为了投机。当然，对于情况特殊的实体企业，对期货市场有投资理财需求，也是可以适当投机套利，但绝对不能因此影响到套期保值的宗旨，这需要企业有严格的内控制度进行约束。对于明确的套期保值业务，交易过程中就一定不要越过红线。

三是套期策略要具体。企业应在全面分析现货风险的基础上，明确风险管理目标，决定套期策略。把套期工具、被套期项目、套期关系与套期比率、套期有效性的评估方式、再平衡的程序等具体化。

四是要控制风险。同现货业务相比，期货交易本质上是一项高风险业务，企业一旦从事就必须加强风险控制，强化内部管理，建立风险管控制度。要培养专业的人才，要对主要操作人员进行实时实地监控，前中后台一定要严格分开，相互制约。要建立起有效的风险评估及预警机制，严格执行

风险监控部门的独立报告制度，定期进行外部审计。

五是牢固树立期现对冲的整体观念。期货套期保值的核心原理，就是期货盈（亏）与现货亏（盈）相抵销，已经建立套期关系的现货与期货之间，两者的公允价值变动或现金流量变动是反向互动的。在经济关系不变的情况下，可能由于基差因素，期货与现货的价格变动幅度会有不同，但并不破坏两者之间的套期关系。这种情况下，企业应当关注套期比率的变动，通过再平衡保持套期业务量要与企业的需求及规模相适应。严格执行套期会计新规定，把期货与现货作为套期保值产品的统一体，统一考核，不以单方面盈亏为考核依据，关注套期业务期现抵销后的综合效果。

在企业内部的组织架构设置及业绩考核中，企业应当在体制机制上，体现套期保值策略下的期现一体观念，不应把套期保值业务与被套期的现货业务相互独立，任何时候都能把期货与现货结合起来考虑，贯穿到人员配备、策略制定、头寸管理、资金调配、风险控制、业绩考核、纳税申报、账务处理等各个方面。

第三，期货交易所、期货公司要适应新变化，完善规则做好服务。期货交易所作为市场组织者，对套期保值业务的管理，主要是基于对交割风险管理的需要。通过交易所审批套保头寸的方式，实质是要达到调控或尽量减少临近交割月持仓的目的，防止逼仓行为的发生，把风险防范摆在首位。多年来，许多期货公司对企业客户套期保值业务的服务，除了按交易所规则帮助客户申请套保头寸外，基本上就是提供通道服务，与非套期客户没有区别。

新规定出台后，政府有关部门会适应新变化完善对企业套期保值业务的政策制度，套保企业更会从体制机制、风险管理、期现结合、业绩考核、资金管理、业务核算等多方面进行调整。这些新变化都要求期货交易所和期货公司，重新评估现行规则和服务的适应性，为实体企业开展商品期货套期保值业务提供更优质、高效的服务。■

（作者长期从事中国期货市场监管工作，期货会计专家，曾编著《期货会计实务》一书）

商品期货套保会计在电解铜上的应用

■ 文/永安期货股份有限公司计划财务总部

财政部会计司于2015年底发布的《商品期货套期业务会计处理暂行规定》(以下简称《暂行规定》),将24号准则遵循的理论化的套期保值操作变为更向市场实际靠拢的套期保值操作,能够较圆满地解决会计核算政策的适用困难问题。例如,《暂行规定》引入了“再平衡”概念,也允许套期工具在同一品种、不同到期日之间的商品期货合约中进行转换,解决了实际操作中合约数量调整及移仓的问题;取消了量化的套期有效性评价标准,打开了企业使用套期保值会计核算的长久束缚;将实际套保操作中的“风险总敞口”、“风险净敞口”作为被套期保值的认可项目,大大贴近了企业实际的套保操作需求等。

可以说,《暂行规定》的推出与实施,一方面使得企业实际操作的套期保值业务能够更真实准确地反映在会计核算上,消除了核算制度的约束与困难;另一方面对相关企业优化内部流程、提高人员素质,使各项套保数据、流程、文件满足期货会计核算监督管理的需要提出了新的要求。本文以电解铜案例对《暂行规定》的应用做具体解读。

电解铜案例背景介绍

A公司为有色金属商品经销商,2014年1月初,A公司与海外某供应商签订了一批数量为1,000吨的电解铜采购合同,作价方式为LME 2014年1月均价加120美元,于3月中旬交货。为了有效规避该项合同价格变动风险(价格变动影响的合同公允价值变化),A公司在伦敦金属交易所(简称LME)卖出2014年1月均价铜期货合约40手(每手25吨)。

2014年1月底,LME 2014年1月均价为每吨7,300美元,1月31日时点结算价为每吨7,090美元,现货

升水每吨130美元。美元兑人民币汇率为1:6.10。

2014年2月底,LME 2月28日时点结算价为每吨7,100美元,现货升水每吨140美元。美元兑人民币汇率为1:6.15。

2014年3月中旬,该批货物报关进口,公司支付海外供应商货款7,420,000.00美元 $[(7,300+120) \times 1000]$,美元兑人民币汇率为1:6.20,支付海关进口货物增值税人民币7,820,680.00元 $(7,420,000.00 \times 6.20 \times 0.17)$ 。此时,公司在LME将40手铜期货合约以每吨6,500美元平仓,LME电解铜现货升水150美元;同时,在上海期货交易所以每吨人民币46,200元卖出沪铜1404合约200手(每手5吨)。

2014年3月底,3月31日沪铜结算价为每吨人民币47,000元,现货升水人民币每吨150元。

2014年4月,该批货物中的500吨以上海期货交易所沪铜时点价每吨人民币47,700元,加升水每吨人民币200元的价格实际对外销售,同时,将100手沪铜期货合约在47,700元上平仓。同时,预计另外500吨需要在5月完成销售,将对应期货合约做不同月份间的合约移仓,新合约开仓为每吨47,700元。

2014年5月,剩余的500吨以47,300元加升水220元完成销售,将100手1405沪铜期货合约在47,300元平仓,完成该次套期保值。

初始评估套期有效性

A公司应分析被套期项目与套期工具之间的内在经济关系,在此基础上进行套期决策。本案例中,被套期项目是满足LME和上海期货交易所电解铜期货合约(套期工具)实物交割标准的存货,购买的期货合同所对应的交割品与被套期的存货在交易时间、商品品种、数量、质量、货币单位等方面均相同。

根据过去几年的统计分析，LME 和上海期货交易所的电解铜期货合约的价格变动与电解铜的现货价格高度相关（A 公司应注明近三个月或近六个月的期货与现货价格相关系数具体数据，以说明两者的相关性），可以按照一定比例进行套期保值。基于套期工具与被套期项目之间高度相关的内在经济关系，公司将套期比例设定为 1:1。在上述套期决策的基础上，A 公司应指定套期关系并准备相关套期文件。

套期关系指定及相关文件准备

准备套期保值前，先准备套保关系指定文件，见表 1。

A 公司应完善内部信息流管理，对被套保的现货、预期销售以及对应的套保工具要移交专门的部门进行风险控制和后续操作管理，该笔套保后续的套期工具确定，阶段性平仓确定以及重平衡关系确定或套期工具移仓

等，都应由该部门的风控人员进行记录和监控，并按时将该套保项目的进程反馈给套保需求部门及相关领导。

在管理效果好的公司中，对套保头寸的管理应该给予高度的重视，对套保情况的数据统计应该是非常准确的，否则就意味着有重大未知风险敞口，将会造成重大的原则性错误。

会计处理及有效性后续评估

第一，公允价值套期会计处理。

假设不考虑交易手续费、仓储费用及递延所得税的影响，以下单位均为元。

1. 2014 年 1 月初在 LME 建立铜期货头寸仅涉及期货保证金的核算（省略）。

2. 核算 2014 年 1 月底套期工具与被套期项目的公允价值变动。

(1) 2014 年 1 月底核算在 LME 铜期货合约浮动盈亏：

表 1 A 公司套期关系指定及相关文件表

A 公司电解铜公允价值、现金流量套期业务管理文件	
文件名称	A 公司电解铜公允价值、现金流量套期业务管理文件
文件编号	电解铜 - 公允价值、现金流量套期 - 2014 年 1 月 -1
风险管理目标和策略	预期电解铜市场价格波动较大，为规避 2014 年 1 月初 1,000 吨电解铜（采购合同 XX 号）采购、境内销售的价格风险，买入时间、数量、规格标准最匹配的商品期货看空合约以进行风险控制。管理层预期将在业务实际履行的相近时点结算该期货合约，争取将这批电解铜从采购到销售期间的价格波动风险对冲掉
套期类型	1. 公允价值套期 2. 现金流量套期
被套期项目	1. 境外采购 2014 年 1 月 LME 均价加 120 美元作价签订的 1,000 吨电解铜合同（公允价值套期） 2. 境内销售 1,000 吨电解铜的预期交易。（现金流量套期）
套期工具	1. LME 40 手铜期货合约 2. 上期所 200 手铜期货合约
初始套期比率	由于 LME 和上期所铜期货合约的价格变动与现货价格变动高度相关，将期现套期比率确定为 1:1
套期有效性评估	套期开始时，根据套期工具与被套期项目之间的内在经济关系，采用主要条款比较法或回归分析法进行预期有效性评价。套期开始后，于财务报告日或套期工具和被套期项目之间的经济关系发生重大变化时（两者孰早），按照金额对冲法（即比较现货价格波动的累计影响与期货价格波动的累计影响）测算期货合约公允价值变动能够抵消现货公允价值变动的程度，并合理预计被套期项目和套期工具的内在经济比例与原设定的套期比例是否发生了重大偏离
套期比例调整	套期关系开始后，如果套期有效性评估的结果表明期货合约的公允价值变动无法完全对冲境外采购合同或现货的公允价值波动，应分析对冲比例变动的原因，评估套期工具与被套期项目之间的内在经济关系是否发生变化（评估方法与确定初始套期比例时评估两者内在经济关系的方法相同）。如果内在经济关系发生变化，应在执行本公司相关风险管理审批程序后，调整套期工具数量并进行月份移仓，以满足套期有效性的要求。如果套期关系已不存在，则终止应用套期会计。本套期文件应在调整套期比例或终止套期关系时进行相应的记录与更新
套期工具及被套期项目公允价值的确定	期货合约公允价值为 LME 和上海期货交易所电解铜看空合约在评估日结算价；境外采购合同公允价值参考 LME 和上海期货交易所公布的期货结算价加升贴水作为销售价格确定
文件日期	2014 年 1 月 X 日

借：套期工具—期货合约 1,281,000.00

贷：套期损益—公允价值套期 1,220,000.00

公允价值变动损益—套期工具无效部分

61,000.00

(2) 核算采购合同的公允价值变动：

借：套期损益—被套期项目 1,220,000.00

贷：被套期项目—电解铜采购合同 1,220,000.00

(3) 截至 2014 年 1 月 31 日的有效性测试：

采购合同的公允价值变动： $1000 \times [(7,090+130) - (7,300+120)] \times 6.10 = -1,220,000$ (损失)

期货合约的公允价值变动： $1000 \times (7,300-7,090) \times 6.10 = 1,281,000$ (利得)

风险的抵消程度： $1,281,000/1,220,000=105\%$

虽然当期期货合约的公允价值变动高于采购合同的公允价值变动，但管理层经分析认为，产生该差异的原因是基差的短期大幅异常波动，且预计波动是暂时性的。因此，从长期看，1:1 的套期比例仍然体现采购合同和期货合约之间的内在经济关系，无需做出调整，套期关系仍然持续有效。

3. 核算 2014 年 2 月底套期工具与被套期项目的公允价值变动。

(1) 2014 年 2 月底核算在 LME 铜期货头寸浮动盈亏：

借：套期损益—公允价值套期 51,000.00

贷：套期工具—期货合约 51,000.00

(1,230,000-1,280,000)

(2) 核算采购合同的公允价值变动：

借：被套期项目—电解铜采购合同 113,000.00

(-1,107,000+1,220,000)

贷：套期损益—被套期项目 51,000.00

公允价值变动损益—套期工具无效部分

62,000.00

(3) 截至 2014 年 2 月 28 日的有效性测试：

采购合同的公允价值变动： $1000 \times [(7,100+140) - (7,300+120)] \times 6.15 = -1,107,000$ (损失)

期货合约的公允价值变动： $1000 \times (7,300-7,100)$

$\times 6.15 = 1,230,000$ (利得)

风险的抵消程度： $1,230,000/1,107,000=111.1\%$

基于与 1 月底有效性测试分析相同的原因，管理层认为 1:1 的套期比例仍然体现采购合同和期货合约之间的内在经济关系，无需进行重新平衡。

4. 2014 年 3 月中旬，货物报关进口。

借：库存商品—电解铜 46,004,000.00

$[(7,300+120) \times 1000] \times 6.20$

应交增值税—进项税 7,820,680.00

贷：银行存款 53,824,680.00

5. 2014 年 3 月中旬，LME 铜期货合约平仓。

(1) 平仓前核算在 LME 铜期货合约浮动盈亏：

借：套期工具—期货合约 3,730,000.00

贷：套期损益—公允价值套期 3,667,000.00

公允价值变动损益—套期工具无效部分 63,000.00

(2) 核算采购合同的公允价值变动：

借：套期损益—被套期项目 3,667,000.00

贷：被套期项目—电解铜采购合同 3,667,000.00

(3) LME 铜期货合约平仓，结转套期工具：

借：其他货币资金—**期货公司 4,960,000.00

贷：套期工具—期货合约 4,960,000.00

(4) 将实际无法抵销的部分公允价值变动损益转入投资收益：

借：公允价值变动损益—套期工具无效部分

186,000.00

贷：投资收益

186,000.00

(5) 将采购合同公允价值变动结果调整存货采购成本：

借：被套期项目—电解铜采购合同 4,774,000.00

贷：库存商品—电解铜 4,774,000.00

第二，现金流量套期。

1. 2014 年 3 月中旬在上海期货交易所建立铜期货合约仅涉及期货保证金核算（省略）。

2. 核算 2014 年 3 月底套期工具利得或损失。

(1) 截至 2014 年 3 月 31 日套期有效性测试：

预期现金流量变动： $1000 \times [(47,000 + 150) - 46,200] = 950,000$ （利得）

期货合约的公允价值变动： $1000 \times (46,200 - 47,000) = -800,000$ （损失）

风险的抵消程度： $800,000 / 950,000 = 84.2\%$

管理层经过分析认为，产生该差异是暂时性的无需做出调整，套期关系仍然持续有效。

后续测算同理，已测算均为期货部分是有效部分，该步后续省略。

（2）核算上海期货交易所铜期货合约浮动盈亏（套期有效部分）：

借：其他综合收益—套期储备 800,000.00

贷：套期工具—期货合约 800,000.00

3.2014年4月中旬货物对外销售500吨。

（1）确认销售收入：

借：应收账款 23,950,000.00

贷：主营业务收入 20,470,085.47

应缴增值税—销项税 3,479,914.53

（2）结转销售成本：

借：主营业务成本 20,615,000.00

（23,002,000.00 - 2,387,000.00）

贷：库存商品—电解铜 20,615,000.00

4. 上海期货交易所铜期货合约对应100手平仓盈亏。

（1）平仓前核算上海期货交易所铜期货头寸浮动盈亏：

借：其他综合收益—套期储备 700,000.00

贷：套期工具—期货合约 700,000.00

（2）上海期货交易所铜期货平仓，结转套期工具：

借：套期工具—期货合约 750,000.00

贷：其他货币资金—**期货公司 750,000.00

5. 转出100手套期工具相关利得。

借：主营业务收入—期货保值 750,000.00

贷：其他综合收益—套期储备 750,000.00

6. 预计剩余500吨将在5月卖出，将期货合约移仓。做移仓审批登记。

7. 销售剩余500吨，并将剩余100手期货合约平仓。

（1）确认销售收入：

借：应收账款 23,760,000.00

贷：主营业务收入 20,307,692.31

应缴增值税—销项税 3,452,307.69

（2）结转销售成本：

借：主营业务成本 20,615,000.00

贷：库存商品—电解铜 20,615,000.00

（3）平仓前核算上海期货交易所铜期货头寸浮动盈亏：

借：套期工具—期货合约 200,000.00

贷：其他综合收益—套期储备 200,000.00

（4）上海期货交易所铜期货平仓，结转套期工具：

借：套期工具—期货合约 550,000.00

贷：其他货币资金—**期货公司 550,000.00

（5）转出100手套期工具相关利得：

借：主营业务收入—期货保值 550,000.00

贷：其他综合收益—套期储备 550,000.00

除进行上述账务处理外，根据《暂行规定》的要求，A公司还需要充分披露其商品期货套期风险管理的目标、过程、有效性等相关信息。本案例的套期工具与被套期项目是完全1:1比例匹配，在实际应用中，企业可根据不同项目进行不同套保比例判断。《暂行规定》中允许采用项目组成部分、净敞口、总敞口等多样的被套期项目类型，应能满足现有实际套保需要。

由此可见，套期保值业务会计的每一步核算，都离不开企业内部有效的数据及资料传递。应用好《暂行规定》规定的套保会计核算，将在规范企业会计核算的同时，更好地促进会计准确反映和监督控制两项职能落到实处。会计监督控制功能是企业整体风险控制中的重要组成部分。企业的财务部门应当通过内部核算的管理，对企业现货和期货的头寸进行每日监控，形成每日风险报表报送各相关部门，帮助企业牢牢监控住每一天的风险敞口，推动公司套期保值业务的持续开展，发挥出更多的管理功能。■

商品期货套期会计之常见误解分析

■ 文/田雪彦 王霞

中国是大宗商品的贸易、加工大国，大宗商品价格的波动时刻考验着企业的盈利乃至生存能力。商品期货作为标准化且流通性较强的套期保值工具在企业的风险管理中广为应用。然而，由于现行企业会计准则中套期会计门槛较高，上述风险管理活动往往不能恰当地体现在财务报表中，从而引发投资者乃至监管者的顾虑，甚至一定程度上限制了企业运用商品期货进行风险管理。因此，修订针对风险管理的套期会计便成为众望所归。

暂行规定改善的四大亮点

2015年末，财政部借鉴国际财务报告准则的进展适时出台了《商品期货套期业务会计处理暂行规定》（下称“暂行规定”），暂行规定立足于企业的风险管理，引入了更灵活及人性化的机制打破了现行套期会计准则的种种桎梏，使得中国企业有机会在既有的套期会计准则之外提前选择运用更贴合其风险管理活动的会计处理标准。这将促使企业运用期货对大宗商品的的风险进行管理，并进一步加强中国企业对大宗商品的定价话语权。

暂行规定的改善主要体现在以下方面：

第一，贴合“企业风险管理”。当企业的风险管理目标是运用特定的商品期货合约对商品的价格风险进行管理时，企业可以考虑根据企业的风险管理目标来运用套期会计，反映风险管理活动的目标、过程和结果，最终缓释套期工具的公允价值波动对利润表的影响。

第二，拓宽“被套期项目范围”。暂行规定从企业在实务经营中的风险管理活动出发，极大程度拓宽了合格被套期项目的范围，包含但不限于对于商品整体价格风险中特定的一个或多个风险组成部分（“风险成分”）的套期、对于库存商品中底层存货的套期、对于风险集

中管理的一组项目的套期等。

第三，改善“有效性测试”。暂行规定取消了实际抵销结果在“80%—125%”之间的限制性条件，也不要求企业进行回顾测试，而更注重套期工具和被套期项目之间是否存在经济关系，也就是更注重“预期有效性”。

第四，引入“再平衡机制”。当市场的变化使得经济关系中蕴含的套期工具和被套期项目在数量上的比率（即“套期比率”）发生变化时，暂行规定要求企业通过改变套期工具或被套期项目的数量来重新达到风险的平衡，并且不需要全面地“撤销与再指定”，而是采取了“既往不咎”的策略，也就是仅仅针对发生的改变在既有的套期关系中增加指定或部分撤销，而未受影响的套期关系延续既往的会计处理。

暂行规定的三大误解分析

诚然，新的标准并非随心所欲，对于企业在运用暂行规定核算风险管理活动时的种种疑问和挑战，我们选择部分容易误解的要点分析如下：

惑之一：被拓宽的“被套期项目范围”= 什么都能套？

相较于现行套期会计准则对于商品价格整体风险套期的严苛规定来说，暂行规定从企业在实务经营中的风险管理活动出发，拓宽了合格被套期项目的范围。

例如，当企业采购的铜线根据沪铜期货基准价格加上加工费进行定价时，企业通常利用沪铜期货管理沪铜基准价格的波动风险；类似地，当企业通过分析认为航空煤油依据其主要原材料，即原油的基准价格进行定价时，通常也会使用原油期货对冲所采购的航空煤油中原油成分的价格波动风险，这便是“风险成分套期法”。

对于风险成分的套期，企业仅仅需要考虑风险成分引起的被套期项目公允价值或现金流量变动能否和套期工具的公允价值变动进行抵销，这将在很大程度上贴合企业的风险管理活动，并提高套期有效性。

很多人直觉上会认为“风险成分”就等于商品实物的材料成分，例如原油作为上游基础原材料，可以向下游生产加工成汽油、柴油、石脑油等，继而加工成不同类型的塑料以及玩具、汽车零配件等下游产品，是否都能从中识别出原油的成分进行套期？

暂行规定允许将可单独识别且可靠计量的风险成分作为合格被套期项目指定在套期关系中。这包含了“合同明确的风险成分”或者“非合同明确的风险成分”。对于采购合同中有明确定价公式的沪铜期货基准价格风险成分，大家很容易理解该风险成分可以“单独识别”，并且由于企业可以在市场上观测到沪铜期货基准价格引起的公允价值或现金流量变化，因此也满足“可靠计量”的标准。但是对于整体定价的很多原油下游产品来说，如何识别其中的原油价格风险成分？我们以航空燃油为例进行解析。

例如，某企业经营所处地域的原油基准为布伦特原油。原油是各种成品油产品最基本的原材料，并且影响着成品油的价格。原油的产品之一柴油是成品油价格的基准，普遍地被用作石油馏出物的定价依据。成品油产品的定价不取决于特定炼油厂所加工的特定原油。该企业市场中的原油及成品油产品衍生金融工具也反映了上述定价关系：(1) 基准原油期货合同（针对布伦特原油）；(2) 基准柴油期货合同（用作石油馏出物的定价依据）；(3) 基准柴油裂解价差衍生工具 [涵盖了原油与柴油之间的价格差异（炼油利润）]；(4) 航空燃油价差衍生工具（涵盖了航空燃油与基准柴油之间的价格差异）。

因此，尽管航空燃油合同上没有明确原油和柴油的价格因素，该企业通过上述分析认为，其航空燃油购买的价格风险包括基于布伦特原油的原油价格风险组成部分和柴油价格风险组成部分。虽然合同并未列明，但这两项风险组成部分能够单独识别且可靠计量。换言之，如果企业使用基于西德克萨斯轻质原油的原油衍生工

具，则布伦特原油和西德克萨斯轻质原油之间的价格差异变动将形成套期的无效部分。

尽管在上述特定情形下，企业可以确定原油和航空燃油之间的经济关系，接下来的问题便在于，原油作为上游基础原材料，其再下游的产品，例如玩具、汽车零配件等等该如何考虑？尽管从长远角度来看，原油价格的变动会影响下游产品的定价，但对于加工工艺复杂、品牌价值较高的产品来说，可能会很难识别出原油价格对产品价格的影响。因此出于套期会计目的，我们也很难仅仅由于原油是主要的原材料，便自动认为原油是所有下游产品的风险成分。

所以，企业在对实物中的组成部分考虑风险成分套期法时，需要根据市场结构和定价惯例深入了解产品定价的驱动因素，并通过数据分析来验证该风险成分是否能够单独识别并可靠计量。

惑之二：改善的“有效性测试”=套多少算多少？

暂行规定移除了现行套期会计准则下实际有效性要求的“80%—125%”的生死线，也不再要求企业进行回顾有效性测试，而是更加注重套期工具和被套期项目之间是否存在“经济关系”，使得套期工具和被套期项目因被套期风险而产生的公允价值或现金流量预期随着相同基础变量或经济上相关的类似基础变量变动发生方向相反的变动，简而言之，就是更注重“预期有效性”。

暂行规定较现行套期会计准则的要求看似门槛大为降低，甚至会产生一种“套多少算多少”的美好错觉，但事实果真如此吗？答案可能并不尽然。暂行规定要求套期工具和被套期项目之间存在可以产生“预期抵销效果”的经济关系，如果套期工具和被套期项目的基础变量完全相同时，两者理所当然存在预期有效抵销的结果，然而在很多情况下，当被套期项目与套期工具的基础变量存在品质、位置、期限等差异时，如何确保“预期有效性”？这就需要企业根据事实和数据来定性或定量地分析其中的经济关系，而并非简单地“碰运气”。

众所周知，伦敦和上海是国际上两个主要的铜定价中心，企业认为沪铜期货和伦铜期货存在相关性，因此卖出沪铜期货来管理基于伦铜期货定价的采购合同确定

承诺的公允价值变动风险。企业采用了回归分析法验证沪铜期货和伦铜期货之间的相关性（图1）。

R^2 是统计学中的决定系数，反映因变量的全部变动（如本例中沪铜期货的价格）能通过回归关系被自变量（如本例中的伦铜期货价格）解释的比例，也就是沪铜期货的价格变动在多大程度上能被伦铜期货价格的变动所解释。通常 R^2 在 $[0, 1]$ 之间， R^2 金额越大，说明因变量和自变量之间的关系越强。

实务中，当套期工具和被套期项目之间由于位置、品质、期限等差异越多时，因变量和自变量之间难以通过统计学解释的因素会更多，也就是存在更多的套期无效因素，企业在判断两者之间的经济关系时也相应需要引入更加复杂的判断。因此，暂行规定要求企业披露对于套期工具和被套期项目经济关系的分析，以及对于套期无效部分来源的分析，来供投资者、监管者等利益相关方分析企业的套期活动。

当然，回归分析仅仅是辅助企业进行经济关系分析的其中一种技术手段，统计上的相关性并不必然等同于两者之间存在经济关系，原因在于回归分析立足于历史数据的统计分析，而经济关系着眼于未来风险的互相抵销，虽然未来终将成为历史，但历史并不尽能代表未来，企业在实际应用中需要审时度势，进行持续分析和判断。当套期工具和被套期项目的经济关系发生改变时，企业必须进行“再平衡”；而经济关系一旦不复存在，

企业必须终止使用套期会计。

惑之三：灵活的“再平衡机制”= 不爱调就不调，爱怎么调就怎么调？

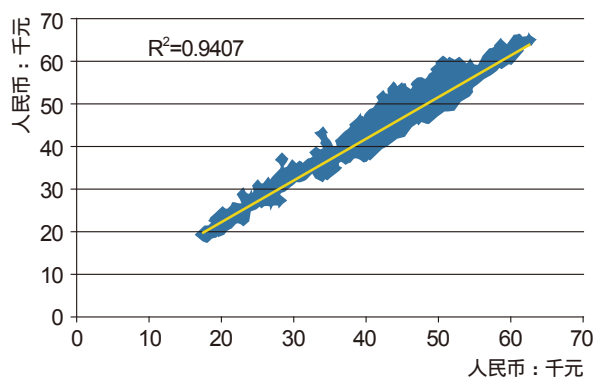
市场风云变幻莫测，企业在进行风险管理时通常需审时度势，当市场的变化使得经济关系中蕴含的套期工具和被套期项目在数量上的比率（即“套期比率”）发生变化时，如若听之任之，那么将产生不必要的套期无效成分，当然，这也不是企业在风险管理中所追求的目标。因此，暂行规定要求企业通过改变套期工具或被套期项目的数量来重新达到风险的平衡，并将上述重新平衡的过程和结果反映在套期关系的会计处理中。

例如，在公允价值套期关系中，当经济关系发生改变需要企业调减被套期存货的数量时，如果企业故意不调或少调被套期存货的数量，将导致企业对更多存货的账面价值进行公允价值调整；或者在现金流量套期关系中，当经济关系发生改变需要企业调增套期工具的数量时，如果企业故意不调或少调套期工具的数量，就可能导致套期工具的公允价值变动按照“孰低原则”全部确认为套期有效部分，从而出现“套期不足”。当套期比率造成了套期工具与被套期项目所含风险的失衡时，这些失衡会产生与套期会计目标不一致的结果，在这种情形下，暂行规定要求企业适时调整套期比率以顺应经济关系的变化。

另一方面，并非所有抵销程度的变动均能通过套期比率的调整得以弥补。例如，当抵销程度围绕套期比率上下波动，但套期关系未发生趋势性的改变时，人为调整套期比率并不能减少未来的套期无效因素，因此也就无需也不能进行再平衡，而应当将抵销程度的变动确认为套期的无效部分。

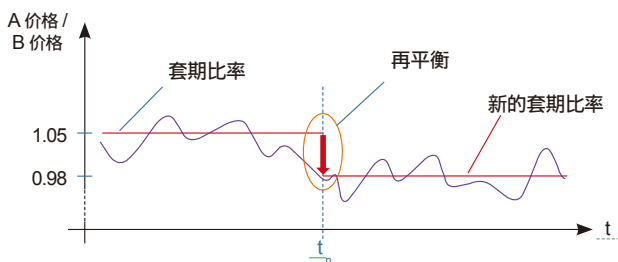
如果抵销程度的变动表明该波动围绕的套期比率不同于当前的套期比率，或存在偏离的趋势，保留当前套期比率将越来越多地产生套期无效部分，则企业必须通过调整套期比率来降低套期无效部分。也就是说，再平衡仅仅来源于被套期项目和套期工具之间经济关系产生的变化，而并非出于其他任何原因对于套期工具和被套期项目数量的调整。

图1 沪铜期货与伦铜期货的相关性



数据来源：2008-2014年3个月伦铜/沪铜期货价格

图2 套期比率的再平衡



如图2所示，企业指定布伦特原油期货合约作为套期工具，以对很可能发生的西德克萨斯轻质原油的预期采购进行现金流量套期，根据历史数据及预期分析实际采用的套期比率为1.05:1，尽管每个月末滚动更新的回归分析不同于1.05:1，但企业认为两者之间的经济关系尚未发生趋势性变化，所以依然使用1.05:1作为套期比率。一段时间之后，企业通过更新的数据分析认为，布伦特原油相对西德克萨斯原油二者价格的经济关系已经发生了趋势性的变化，预期日后很长一段时间两种基准价格间的关系会在0.98:1左右，因此对套期比率进行了再平衡。

暂行规定允许企业仅仅针对发生的改变在既有的套期关系中增加指定或部分撤销，而未受影响的套期关系延续既往的会计处理，因此企业在再平衡时可以指定更多的西德克萨斯原油风险敞口或终止指定部分布伦特原油期货合约套期工具。这种“既往不咎”的机制忠实地反映了企业风险管理活动，同时避免了在撤销指定并重新指定过程中可能由于套期工具公允价值不为零而导致的无效因素。

然而，企业在实务中判断套期比率是否发生趋势性变化，以及如何对套期比率进行调整，都需要进行审慎的分析和判断。因此，暂行规定要求企业在其财务报告中披露如何确定套期比率，并记录在企业的套期文档中。

相关制度的后续探索

暂行规定以商品期货套期业务进行“先行先试”，同时对下列业务仍在继续探讨过程中。

一是除了商品价格风险之外，企业还有金融风险需

要管理，例如对于借款利率风险的管理、对于金融资产价格风险的管理、对于已确认资产负债或预期交易的外汇风险的管理、对于海外经营净投资的风险管理等等。上述风险的管理对于企业的稳健经营来说也至关重要，因此有待于参考国际财务报告准则拓宽有关金融风险套期会计的要求。

二是除了商品期货之外，企业也正在或将会使用更加多样以及灵活的远期、期权等金融衍生品对商品的价格风险等进行管理，暂行规定目前规范了运用商品期货对于商品价格风险的管理，有待于参考国际财务报告准则引入对于远期、期权等作为套期工具的新规定，这将有利于促进我国金融衍生品的创新。

三是对于构成风险净敞口的一组项目，暂行规定要求企业将构成净敞口的所有项目的项目组合整体指定在套期关系中，并追踪被套期项目的变动。然而，企业在风险管理实务中，通常基于定期（例如每天、每周或每月）更新的风险净敞口进行动态的风险管理，可能难以逐项追踪构成风险净敞口项目的变动。目前国际会计准则理事会正在其“宏观套期”项目中探讨如何对动态风险净敞口运用套期会计，我们可以关注该项目的最新进展。

四是对于我国“A+H”股企业来说，由于暂行规定引入了国际财务报告准则中尚未强制生效但可以整体提前采用的IFRS 9中的部分规定，所以不论企业是否提前采用IFRS 9，均会产生准则差异。因此“A+H”企业为了避免准则差异，只能选择使用现行套期会计准则，或者选择不运用套期会计，上述差异有待于全面修订现有套期会计准则并且与IFRS 9同步应用来解决。

综上所述，暂行规定降低了企业运用商品期货对价格风险进行管理的门槛，部分解决了我国企业的商品期货套期会计问题，但未来仍有待于进一步全面修订和完善现有套期会计准则，使企业能够更好地运用会计语言反映其风险管理活动。^[4]

* 上文观点只代表作者的意见，未必代表安永全球机构内的其他成员公司的立场。

（作者系安永华明会计师事务所高级经理）

《商品期货套期业务会计处理暂行规定》 对天然橡胶产业运营商的影响浅析

■ 文/程志勇 吕清华

天然橡胶作为战略物资应用广泛，兼有大宗商品属性，期货市场表现极其活跃。作为从事天然橡胶种植、加工、贸易的天然橡胶产业运营商，XYZ 公司面临市场价格波动风险，需要通过套期保值来管理价格风险，为产业运营及拓展保驾护航。同时，由于天然橡胶存在现货品种较多，期货品种较少，期、现货频繁交易，不同市场和品种之间基差风险显著。

然而，XYZ 公司在现行会计准则 24 号下难以运用套期会计，由于商品价格风险管理活动未能恰当地体现在财务报表中，限制了 XYZ 公司正常的市场风险管理活动的开展。本文根据《商品期货套期业务会计处理暂行规定》，结合具体业务，浅析天然橡胶运营商存在的机会和挑战，及应对措施。

一、XYZ 公司套期保值业务概述及 24 号准则下会计处理简析

（一）业务概述

1. 风险敞口分析

XYZ 公司的天然橡胶业务按产业链划分，包括种植、加工、贸易等环节；按运营区域及结算币种，分为美元国际、美元中国、人民币中国等；按品种及产地划分，包括 SMR20/CP、SIR20/CP、STR20/CP、TSR20、SCR5、SCR10、TSR9710、WF、RSS3 等，其中 XXX20/CP、WF 为主要交易品种。

采购分为长约采购和随机采购。长约采购定价基准为 SICOM TSR20 订单上月期货月均结算价格，

根据不同品种、交期、区域调整升贴水因素，现货价格主要参考 SICOM TSR20、沪胶主力合约价格及走势。

销售分为长约销售和随机销售。长约销售定价基准为 SICOM TSR20 订单上月期货月均结算价格，根据不同品种、交期、区域调整升贴水因素。境外销售现货价格主要参考 SICOM TSR20 近月合约结算价格，境内销售的现货价格主要参考 SICOM TSR20 近月合约结算价格、沪胶主力合约价格及走势。

风险敞口来自于买入和卖出业务的对应关系之中，基于品种、交期、区域对“对应关系”的影响不一，XYZ 公司将业务分成若干业务单元，以识别风险敞口；敞口方向由买入先定价还是卖出先定价决定，敞口持续的时间由买入定价和卖出定价的时间差决定。

例如，在新加坡国际市场买入 100 吨、2 个月后交货（交期）的 SIR20，当日同时在国内卖出 200 吨、1 个月后交货的 TSR20，尽管一卖一买，但面临的是国际和国内市场，同时交期也不同，则分别形成美元国际 100 吨采购敞口、人民币中国 200 吨预售敞口。

2. 套期工具分析

目前天然橡胶期货市场最有影响力的主要有上海期货交易所挂牌的天然橡胶（沪胶）、东京工业品交易所挂牌的天然橡胶（日胶）和新加坡交易所旗下的新加坡商品交易所（SICOM）挂牌交易的 RSS3 和 TSR20 两个品种的天然橡胶。

SICOM 一直是全球天然橡胶产地的定价中心，

SICOM 的天然橡胶期货价格是全球天然橡胶销售采购的定价基准，但是由于当地资金缺乏参与兴趣，SICOM 天然橡胶期货市场流动性明显不足。随着上海期货交易所天然橡胶成交量和活跃度不断提高，其影响力逐渐增大，国际天然橡胶定价权有向上海转移的趋势。

目前沪胶合约成交量大，但通常每个交易日主力合约只有一个（1月，5月或9月合约），非主力合约的成交量相比主力合约明显较小，并且能够交割品种包括 RSS3 和国产 WF 胶，不过，由于 RSS3 价格偏高，用于交割的可能性较小，实际交割以国产 WF 胶为主。目前，可交割的国产 WF 胶仅占我国天胶产量的很小部分，市场需求最大的乘用车轮胎市场以 XXX20 为主。

3. 总体套期需求

为了降低上述存货、已定价采购承诺以及已定价销售承诺的市场价格风险，企业根据对市场走势的判断对天然橡胶贸易业务的存货、已定价采购承诺和已定价销售承诺进行动态的风险管理。

（二）套保业务具体业务流程

XYZ 公司根据国资委对金融衍生品监管的相关规定，制定了期货等衍生品管理办法，通过事前审核、事中管理、事后监督等机制进行合规管理。

各业务单元逐日分别汇总存货风险敞口、已定价采购承诺风险敞口、已定价销售承诺风险敞口，对于期限、品种、交货区均完全匹配的存货、已定价采购承诺及已定价销售承诺，会从风险敞口统计中移除。对于不能完全匹配的敞口，根据公司事先制定的套期策略以及对于价格走势的判断，分别对存货以及已定价销售承诺风险敞口决定套期的方向以及数量。

例如，在判断市场价格下行时，企业会选择对部分存货以及已定价采购承诺进行套期保值，而当企业判断市场价格上行时，企业会选择对部分已定价销售承诺进行套期保值。套期保值比例会随时跟踪市场价格的变化进行判断并做出调整。套期数量不超过国资委规定的现货敞口的 90%。

（三）24 号会计准则下企业未能采用套期会计的原因

在 24 号会计准则下，对一组项目的套期（Group item）要求总体套期关系实际上等同于个别套期关系之和，因此，通常对一组项目应用套期会计的门槛较高，而企业在实务中往往会对一组项目进行集中风险管理，此时，逐个指定被套期项目，客观上不仅不符合企业风险管理策略，也增加了操作复杂性和套期无效因素，这在企业仅对部分风险敞口进行套期并且动态管理被套期风险时表现得尤为明显。

第一，套期关系难以逐一指定。由于现货商品流动性强，购、销、存始终处于变动状态，加之 XYZ 公司根据对期货价格走势判断不断调整套期保值工具的数量，客观上在指定、追踪、调整套期关系以及结转套期损益等方面需要运用大量的主观判断，不仅不符合企业实际的风险管理方法，也增加了操作复杂性和套期无效性。

第二，套期有效性难以保证。被套期现货的品种繁多、地域分散且通常基于新加坡商品交易所的近期期货合约进行报价，可供选择的套期工具却仅有上海期货交易所的沪胶主力合约，两者之间存在显著的基差风险。当企业在 24 号会计准则下将相关现货敞口整体指定为被套期项目时，套期关系通常难以满足该会计准则下 80%—125% 的回顾有效性要求。

二、浅析暂行新规下天然橡胶运营商的机会、挑战及应对措施

（一）机会

一是新规扩大了可以被指定的被套期项目的范围。允许将风险敞口的某一层级（例如库存原油中最先实现销售的 100 桶原油的价格风险）指定为被套期项目；允许将某一风险成分（例如铜线价格中的铜基准价格风险）指定为被套期项目；允许将构成风险总敞口或风险净敞口的一组项目指定为被套期项目；

二是取消了 80%—125% 的套期高度有效性量化指标及回顾性评估要求，代之以定性的套期有效

性要求，更加注重预期有效性评估；

三是引入套期关系“再平衡”机制；

四是对会计处理、列示和披露做出了更为明确、详细的规定。

下面以 20xx 年的原料采购预期交易为例，分析上述第二点“取消 80%—125% 的套期高度有效性量化指标及回顾性评估要求”，如何使得原准则下无法采用套期会计的价格风险管理活动成为可能（表 1）。

根据 24 号会计准则，即使企业在指定套期关系时满足预期有效性标准，但当回顾有效性量化指标为 65%，受制于 80%—125% 的有效性指标要求，企业无法采用套期会计，则财务报表中的毛利润减少 950 万，而非经常性损益中的投资收益增加 1463 万，且期货合约持有期间其公允价值变动会带来利润波动。

按照新规，若能满足套期有效性定性评估，通过采用套保会计处理，利润表中因原料价格上涨对毛利（假设 12 月份采购完成并已实现销售）影响为零，非经常性损益影响只会增加 513 万（1463-950），同时，相比 1463 万的期货公允价值变动，减少了期货合约持有期间利润大幅波动，真实反映企业的套保业务，合理反应企业毛利水平。因此，对于上市公司盈利能力及盈利稳定性的评估非常重要。

依据的主要新规条款如下：

“（七）套期有效性。本规定所称套期有效性，是指工具公允价值或现金流量变动与被套期项目公允价值或现金的抵销程度。套期工具公允价值或现金流量变动大于或小于被套期项目公允价值或现金

流量变动的部分为套期无效部分。”

（二）挑战及应对措施

第一，新规中套期关系指定、套期比率、失衡、再平衡等会计语言的概念理解对实际业务处理的挑战。

例如，企业持有 100 吨可交割 WF 天然橡胶库存，为敞口，由于是可交割品种，其与期货主力合约存在经济关系，同时价格波动幅度一致（即一吨套一吨）。

场景一：业务发生时间点为 2015 年一季度，现货与期货的价格同涨同跌且幅度一致。若企业业务语言表达的策略为：拟对 100 吨 WF 天然橡胶库存进行针对性的在主力合约 RU1505 卖出 40% 保值，若实际也针对性的成交了 40 吨，则其保值比率为多少呢，是 $40/100=40\%$ ？结合新规，翻译成会计语言应该是：企业指定该 100 吨天然橡胶中的 40 吨作为被套期项目，套期比率为 $40/40=100\%$ （即一吨套一吨）。

场景二：天然橡胶期货可交割现货有新胶老胶之分，且在每个交易月份，期货市场中只有一个成交非常活跃的主力合约。若场景一中的业务在 2015 年 10 月份，则期货近月合约约为 RU1511，主力合约约为 RU1601。当持有的现货为老胶时（意味着只能交割在 RU1511，而不能交割在 RU1601），此时，若企业是出于对保值而不是卖交割，则期货持仓会在 RU1601，那么当反映现货价格的 RU1511 与保值持仓的 RU1601 出现基差（价格变化幅度不同步影响）变化时，就会带来“失衡”，需要根据基差判断调整“套期比率”来达到“再平衡”。

表 1

日期	原料市场	期货市场	价格风险管理活动及评估
20xx 年 9 月 5 日	产区原料生胶片价格 18300 元 / 吨	买入 xx01 合约 4000 吨，价格 21617 元 / 吨	未来原料采购面临成本上升压力，而市场看涨需要做买入保值
20xx 年 12 月 26 日	产区原料生胶片价格 20675 元 / 吨	xx01 合约分批平仓 4000 吨，均价为 25275 元 / 吨	年底国内产胶区停割，工厂基本停工，原料采购成本压力基本没有，期货平仓止盈
涨幅	2375 元 / 吨	3658 元 / 吨	65%
盈亏	成本增加 $4000 \times 2375 = 950$ 万	盈利 $4000 \times 3658 = 1463$ 万元	通过期货市场减少原料旺季采购成本 1463 万，提高加工工厂产品的价格竞争力

第二，高可能性的预期交易与未确认的确定承诺可以作为被套期项目，对企业内部管理提出了更高要求。

根据套期会计准则，预期交易与未确认的确定承诺，都可以作为被套项目。采购、销售计划以及采购、销售合同都具有风险属性，不仅被纳入了风险管理与套期操作，相应的风险敞口价值变化也被纳入会计核算且影响会计报表。原来对企业属于隐性损益的事项，现在变为显性损益反映在会计账务之中。一般会计确认和计量的现货主要是指实物商品，而在套期保值概念之中，现货业务还包括了计划和合同。这就对企业的业务计划管理、合同管理提出了特别高的要求，如果计划与合同管理体系不完善不严密，则会出现套期保值行为与实物购销存业务以及企业各项管理、决策行为割裂的情况，造成套期保值的衍生品交易与现货业务、风险敞口无法对应，不是“指哪打哪”，而是“打

哪指哪”，从而演变为投机。

企业需要建立完善的运营信息跟踪体系，根据业务属性细分业务单元，建立逐日跟踪并更新的合同、计划体系，与期货保值管理部门共享现货信息，并逐日回顾期现业务信息。

第三，被套项目公允价值计量标准、套期有效性评估的市场价格难以准确获取。

实际业务中，企业经营品种数量多，且与期货交割品之间存在品种、成份、结算方式、交付方式、交易策略、地/区域的差异，带来价格水平、价格波动性方面的偏差，因此，被套项目公允价值计量中所需要的市场价格输入值的选择、数据来源、数据维护极为繁琐且“公允”的标准难以确定。

XYZ公司通过成立市场部，赋予其跟踪各品种、地/区域、客户分类的现货市场价格的职能，通过按日跟踪、建立专有价格数据库来解决此类问题。

第四，不论是公允价值套期还是现金流量套期，尤其是与预期交易有关的现金流量套期，给企业留下了粉饰财务报表的空间。特定期间，经营者的短期业绩压力会给财务人员的职业判断及业务的一致性管理带来巨大挑战。

1. 企业对套期会计方法的运用具有自主性

运用套期会计方法的条件之一是，在套期开始时企业对套期关系（即套期工具和被套期项目之间的关系）有正式指定。这项指定涉及主观认定，主要由企业的意见来决定。例如，企业对于符合条件的现金流量套期保值可能不运用套期会计方法，或中途修改“套期关系指定的选择权”，但监管机构难以查证。

2. 企业对预期交易的确认依赖会计估计

对预期交易的现金流量套期，预期交易应当“很可能”发生，“很可能”的概率依赖于企业的估计。与具有法律约束力的确定承诺协议不同，预期交易缺乏有效的法律保障，并不对会计主体产生义务或享有权利，只要依据企业的套期意图和主观认定，



“

从保值策略设定、保值预案制定到保值策略调整，各环节都要求财务人员高度贴近业务，合理设计盈利测算模型，提前测算盈利弹性，做到“勤算账、会算账、算好账”，不仅仅是真实反映业务实质，更多地是通过测算、回顾、分析评价来满足企业管理诉求，从而为企业管理层提供决策支持。

”

就可以对没有可靠履行保障的预期交易进行套期会计处理，带有较强的管理者意图。

预期交易中对“最终影响损益的现金流量变动风险”也需要企业来预测。对未来现金流量的预测需要合理的估计和较为复杂的计算，折现系数的确定也依赖于职业判断，不同财务人员可能会得出不同的结论，不同的判断和处理将直接影响计入权益的金额，间接影响无效套期部分，最终影响当期损益。

第五，套期会计的适用给企业现行的账务处理信息系统、合并报表编制系统带来挑战。

以XYZ公司为例，该公司早已实施SAP，会计信息均已实现系统集成，采购和销售的会计处理均是通过物料（MM）、生产（PP）、销售（SD）等模块与财务管理（FI/CO）模块集成，日常的会计处理基本无需手工输入。采用套期会计需要对销售成本、销售收入的调整进行系统外计算然后录入，对现有的岗位分工、信息系统核算配置、报表取数逻辑确定、同比数据维护提出了更高的要求。

同时，XYZ公司是集团公司，开展天然橡胶业务涉及母公司及境内、海外多个子公司。XYZ公司的套期保值方案根据集团内全部母子公司的风险敞口确定，并随后通过集团母公司及子公司分别进行期货操作，各母、子公司单体中的现货风险敞口和期货套保业务是相对独立的。在会计核算上，不同法人单位单

独核算，不会采用套期会计处理，适用新规前，集团合并报表按常规合并即可，不用编制调整分录；若集团适用套期会计处理，则单体报表继续不采用套期会计处理，而在合并报表层面适用套期会计，需要编制套期会计凭证，即需要新设跨母、子法人的集团账务处理系统。这对业务复杂，信息系统不完善的企业会面临巨大挑战。

当然，XYZ公司为解决合并报表的难题，在建立详尽的业务信息跟踪系统的同时，设计了母公司委托子公司保值的内部委托保值协议，如此，子公司无需确认期货套保业务中套期工具的公允价值变动，合理简化并解决了跨平台保值的难题。

第六，套期会计的适用为企业财务人员的管理转型带来新的契机。

套期会计适用与否、如何适用、何时适用、对什么样的业务适用，均会对企业的盈利区间分布及波动带来影响。从保值策略设定、保值预案制定到保值策略调整，各环节都要求财务人员高度贴近业务，合理设计盈利测算模型，提前测算盈利弹性，做到“勤算账、会算账、算好账”，不仅仅是真实反映业务实质，更多地是通过测算、回顾、分析评价来满足企业管理诉求，从而为企业管理层提供决策支持。^[4]

（程志勇系中化国际股份有限公司天然胶事业总部财务总监；吕清华系上海期货交易所商品二部总监助理）

规范程序化交易 实施“针对性”监管

■ 文/特约通讯员 孙慧平

自2015年6月股市异常波动以来，程序化交易在国内遭遇争议。为了限制程序化交易，监管政策先是提高了期指挂撤单手续费，随后还对期指进行了较为严厉的限仓提保政策，自此，曾经火热一时的程序化高频交易，大面积停滞运行。

为何会遭受争议？据交易员介绍，程序化交易在美国等地区已经兴起多年，并且逐渐进入国内资本市场。从2014年下半年开始，国内股市、股指转暖进而行情火爆。“监管方面认为，程序化交易中虚假频繁报撤单的方式，会对行情助涨助跌”。

此前，美国监管曾对程序化交易出台“针对性”措施和法案。2015年10月，上交所发布了《程序化交易管理细则征求意见稿》（下称细则），尽管细则还没有正式出台，但相关资料显示，中国将是继美国之后第二个试图限制程序化交易的大国，而中国的限制政策可能会较为严厉。

无论如何，在期指被限制的条件之下，程序化高频交易只能暂退舞台。在此背景下，国内期货公司的经营普遍受到打击，经纪业务“打对折”、资管业务受影响等现象屡见不鲜。而在困难面前，公司高管普遍认为，需要进一步促进创新业务发展。

程序化交易曾引发“黑天鹅”

程序化交易，具有技术上的先天优势，在订单报入场内的时间上要优于人工方式。而由于技术性问题、监管不充分等原因，程序化交易可能会在市场内引发“连锁效应”，过去也曾引起一些“黑天鹅”事件。

最为著名的，莫过于2010年美国资本市场的“闪电崩盘”事件。当时，美国期货和股票市场的主要指数在短短几分钟之内大跌5%。美国有关部门调查发现，原来一个卖家通过自动化交易算法，在很短一段时间内卖出了75000手E-mini合约（市值相当于41亿美元）。而在E-mini合约价格波动

后，S&P 500 SPDR ETF 和这 500 个成分股中的很多股票都产生了巨大的价格波动。再深究其原因，主要是这个卖家使用的算法，没有把价格和时间因素考虑进去，只是基于最近的交易量来下单，同时这一失误还导致该算法在某个阶段不停被触发，从而在市场内形成恶性循环。

由此，美国监管部门判断，一个自动化交易系统或交易算法的故障，可能导致某一交易平台一个或多个产品的合约价格、价差、波动率等出现大幅变动。即使这个算法并没有在其他市场进行交易，但由于其他自动化交易系统试图捕捉价差进行套利，会导致其他市场上相关品种的价格、价差和波动率也随之变化。于是，一个交易系统的故障就导致了一连串的市场遭到破坏。

除此之外，程序化交易平台也出现了因为系统故障导致市场遭到破坏的案例。2010 年 11 月，美国某证券交易所操作人员未经测试就变更了一段代码，导致系统报错，结果超过 1000 只股票出现超额成交，损失超过 7.73 亿美元。

还有一个例子，2012 年骑士资本集团上线了一个交易 NYSE（纽约证券交易所）产品的软件，产生了代码冲突，造成系统故障。这家公司是一个证券交易公司，也是 NYSE 最大的参与者之一，同时也是一家做市商。当时，系统故障导

致其持仓超过预期，造成 4.4 亿美金的损失。这一故障对市场影响广泛，造成 150 只股票价格大幅波动，直接导致 5 只股票暂停交易。除软件自身故障外，有报道称故障发生将近 40 分钟后，该公司才采取人为干涉。

对于程序化交易引发的系列事件，哈尔滨工业大学主要研究程序化、量化对冲方向的陈声利博士首先说到，程序化交易系统、交易模式甚至人为操作不当等，的确可能会对市场造成短时间的大幅波动，在我国就有比较有名的光大“乌龙指”事件。

不过，他同时认为，趋势性的行情是由基本面、宏观面等复杂因素交织而形成的，而程序化高频交易对市场的影响往往是短暂的，“在我国，程序化交易整体量并不是非常大，可以说是起步发展阶段，在这个时期可能会出现不成熟的现象，为了维护市场健康、稳定，监管方面也正在酝酿相关政策”。

境外实施“针对性”分类监管

2010 年“闪电崩盘”事件发生以后，美国监管部门和市场参与者着手研究美国市场的波动率问题，引入“熔断机制”暂停或停止交易，后来一些针对性的措施或者法案也陆续出台。

根据美国监管部门的调查，很多“事故”是由于程序化交易环境下技术和操作方面的缺陷造成的，

比如算法设计漏洞、市场环境超出预设范围、内置风控失灵、与获取市场数据的交易平台间的网络故障、人工监控不足等。

2011 年，由于某公司对其自动化交易系统缺乏足够的监控、测试和控制，NYMEX（纽约商业交易所）对其罚款 35 万美元。NYMEX 提到，该公司在进行了有限的测试之后就上线了自动化交易系统。同时，CME（芝加哥商业交易所）也因为该公司缺乏对其系统的监控而对其进行了 50 万美元的罚款，CME 商业管理委员会监控到该公司的系统出现过多次故障并发送了错误订单。

在 2012 年 4 月，美国监管部门颁布规定，要求作为清算会员的 FCM（期货经纪商）、SD（互换交易商）和 MSP（主要互换市场参与者）为所有自营或客户账户设置相关风险控制阈值，包括持仓量、下单手数和保证金率等。同时，其也对交易平台（包括交易所）制订了相关规定。法规 38.255 要求交易所发布和维护风险控制机制，有效预防和减少潜在的价格扭曲和市场破坏风险。

而经过委员会多次修订以后，最终他们在 Dodd-Frank 法案第 747 章修订了商品交易法案（CEA）。其中规定，任何人参与破坏交易规则的行为均是违法的。具体的行为分别是：违反市场最新买价或者卖价，无论是主观故意或者疏忽大意，

“

在股指监管政策未松绑之前，期货公司也不必悲观，重要的是能够积极面对困难，谋划公司发展战略、发展新方向，争取能够在严寒中生存下来，由于每家公司的的发展方向各有不同，未来的“自救”行动也将有所差别。

”

在收市期间扰乱正常交易秩序或者其他类型欺骗性质的交易方式，通常视为交易欺骗行为。2013年7月，他们还对一家高频交易公司进行了罚款，因为该公司利用计算机算法在期货交易中非法下单和撤单，扰乱了市场。

对此，香港金融资产交易及清算所董事长尹满华表示，在美国“闪电崩盘”事件以后，包括后来几次由程序化引起的市场动荡中，美国监管机构并未选择暂停股票和股指期货交易，而是对监管政策进行完善，对市场中故意或者无意通过程序化交易扰乱市场的行为，采取处罚手段。他还介绍，香港目前并没有限制措施，不过香港地区程序化交易发展并不成熟。

中粮祺德丰投资者服务公司董事总经理黄敏则提到，欧洲个别地区对程序化交易也有一些规定，比如高频做市商要登记备案，收费方面不是按照交易笔数来计费，而是按照报出的单子和实际成交的比例来综合计费，交易所还会计算每个月交易者占用多少网络带宽，超出限制也会罚款。

境内程序化交易呈现“本土”特点

据了解，程序化交易在我国发展较快，尤其是2014至2015年的股指行情火爆，一大批量化对冲基金崛起，其中不少都采用了程序化高频交易。除此以外，也有专门

从事股票或者股指的程序化高频交易者。

至于总体量能有多大，目前并没有明确的数据来支撑。不过有交易员表示，从盘面上看，确实有些速度极快的单子，而盘面波动上的一些变化，应该也是程序化高频交易造成的，但并不是说程序化高频交易是过去股指市场上的主角，不可忽视的还有大量的人工高频交易者，他们都在为市场提供流动性，“当然，在国内来讲，那段时间程序化高频交易的胜率较高”。

针对这种现象，陈声利解释说，影响程序化高频收益主要有两个方面，一是策略问题，这牵涉到交易者的技术性好坏；二是速度问题，这牵涉到算法和通道，在国内现在速度成了很重要的因素。

据一位不愿透露姓名的期货公司高管介绍，在行情比较好的时候，有交易员或者私募基金经理和期货公司协议，租借期货公司的服务器，同时可以在距离交易所比较近的场所办公，从事程序化高频交易，而一些交易软件供应商，也为程序化高频交易搭建了专门的平台。这些做法都令其享有更快的交易速度，从而在市场中占有优势。

陈声利还介绍，在美国只有做市商可以进行程序化交易，或者一些机构可以通过程序化交易实现订单拆分；但在国内这一点至今还没有限制，可参与者比较广泛。实际上，程序化交易在国内至今并未成

熟起来，参与者依然较少，这也令其竞争压力较小，再加上速度优势，盈利的可能性较高。

除此以外，国内股指期货在未受到严厉监管以前，可承载资金能力较强，这一点并非国内商品期货可以比拟。当股指期货限仓、提保等严厉监管政策施行后，程序化高频策略无法执行，同时由于资金承载力、盘面波动等情况不同，目前许多程序化高频交易策略无法套用到商品期货，只能选择暂停。

据了解，市场目前十分关注监管政策的变化。在2015年发布的细则中，上交所明确表示将对几种情形予以重点关注，其中包括：一个交易日内出现五次以上每秒申报5笔；一秒内完成申报并撤销申报，且日内出现3次以上；日内申报2000笔以上等情况。

对此，汇丰银行、法兴银行交易部门主管PETER LEWIS评论称，对于合法的程序化交易者来说，新规影响不大，主要是那些原来滥用市场漏洞的虚假报价再撤单行为，制造需求假象，诱使其他交易员入市，从而实现获利。

尹满华认为，在程序化交易进入国内以后，的确呈现出了一定的“本土化”特点。他建议，不管国内监管政策最终如何落定，肯定都会有“本土化”的特点，监管政策最好是有“针对性”的监管，从而给予其健康发展的空间。

陈声利也认为，程序化高频交易具有一些不能忽视的作用，比如能够提供流动性、活跃品种，又比如理论上可以降低买卖价差、降低资产波动率等，对市场有一定积极意义。

期货公司创新促发展

当前，股指期货被严厉监管，程序化交易大面积暂停，期货公司比较“受伤”。至今为止，手续费收入依然是许多期货公司赖以生存的“主阵地”，由于行情迟迟没有好转，许多高管都认为，2016年期货公司可能会面临比较困难的局面。

股指期货被限制后不久，作者就咨询了不少期货公司高管。其中，海通期货徐凌表示，公司手续费收入至少“打对折”，甚至更加严重。据了解，这并非独有现象，尤其是具有券商背景的期货公司，过去依靠股东和自身经营发展，积累了大量的股指期货客户资源，而因为严厉监管措施，期指程序化和人工高频交易都只能退出股指舞台，期货公司的资产管理业务也因此受到明显影响。

一位西南地区券商背景的期货公司高管也表示，公司2015年下半年收入锐减九成，尽管公司总体实现了利润增长，但主要是依靠上半年行情火爆，而获得了较为丰厚的手续费收入。对于新一年的经营情况，他们丝毫不敢乐观。

近期，永安期货率先披露了未经审计的2015年度主要财务数据和指标，各项指标均取得大幅增长，其中净利润规模超过4.7亿元。其发布的公告内容还显示，2015年公司业绩变动主要得益于客户权益大幅增长、资产管理和风险管理公司业务较快发展。

金瑞期货总经理卢赣平则介绍，2015年金瑞期货受期指遭遇严厉管控影响较大，手续费收入总体下滑，但依靠创新业务实现了总体盈利增长的目标。在经纪业务不景气甚至无法顺利开展的情况下，公司将进一步集中精力发展创新业务。

对于股指和程序化高频交易的未来，江浙地区一位期货公司高管认为，程序化交易具有活跃市场、向市场提供流动性的特点，而且还能够在理论上降低资产波动，这些优势对市场的发展有着积极的促进意义，“很多程序化交易策略，没办法移植到商品期货，所以他们绝大多数已经离场，都寄希望于期指能够放松政策限制，这也是我们的希望”。

他还说到，在股指监管政策未松绑之前，期货公司也不必悲观，重要的是能够积极面对困难，谋划公司发展战略、发展新方向，争取能够在严寒中生存下来，由于每家公司的发展方向各有不同，未来的“自救”行动也将有所差别。



毛海东： 东航期货 大胆创新不走寻常路

■ 文/特约通讯员 汤巾

“碧玉妆成一树高，万条垂下绿丝绦。”谈起东航期货公司，脑海中不由得浮现出一副生机勃勃的春日图景。

东航期货原总经理毛海东，虽然如今已回归集团，任职东航金控有限责任公司（下称“东航金融”）

总助兼财富管理中心总经理，但日常业务上仍与东航期货多有交集。记者在采访中，不难看出他始终对期货行业“情根深种”。

1978年出生的毛海东，是期货行业为数不多的“70后”老总，其身上自然带着一种初生

牛犊不怕虎的冲劲——看到了行业创新转型的趋势，就要坚决迈进。在他任职总经理的三年间，东航期货逐渐找到了在激烈竞争中生存发展的路径，并凭借“敢于创新”的犀利作风在市场上崭露头角。

扎根东航集团

毛海东的从业经历并不复杂。1999年，他从华东师范大学国际金融系毕业，因为对投资兴趣浓厚，便自主应聘到东航集团财务公司就职。当时的他或许想不到，在东航系统，一干就是十多年。

在财务公司的任职经历加深了毛海东对于投资的理解。作为非银行性金融机构，财务公司的主要功能是进行集团内部资金管理，相当于集团内部的银行。东航集团下属的成员单位，都会把闲置资金存放在财务公司，由财务公司来满足其融资等金融需求。另外，财务公司也可从事自营投资业务。

“虽然财务公司不是太市场化，但投资方式比较灵活，除了衍生品以外基本都可以投。”据毛海东介绍，财务公司有较多闲置资金，主要是做固定收益投资，甚少涉足股票市场，那时还没有货币基金，主要是买卖国债。

“我在财务公司的投资部门一开始是做国债交易，当时正处在降息通道，国债的优势比较明显。我们不光买国债现货，也通过回购进行再融资，再去买现货，放大杠杆，通过这个过程获得了非常可观的收益，在同行中收益率处在前列。”

这是毛海东首次接触有杠杆的金融交易，为他之后进入期货领域埋下伏笔。

东航系统有足够大的平台让毛海东获得历练。2002年10月，财务公司觉得香港市场有潜力，认为应该“出海”寻找投资机会。当时内地的证券公司、期货公司还没怎么涉足香港市场，但事实上，港股估值较低，投资者对港股的需求很大，内地的大型国企也开始到香港上市。

于是，毛海东和另外一个同事就被财务公司派遣到香港，任务是设法成立一家持牌的证券经纪公司，并通过自营业务把资本金赚出来。这家公司就是后来的东航国际金融（香港）有限公司，是东航集团在香港的“基地”，也是较早拥有全牌照的金融机构。

在香港工作了一段时间后，毛海东回到内地，在东航金融研究发展部做了一年研究工作。当时，东航金融旗下除了拥有财务公司、东航期货和上述香港公司，还参股了汇添富基金公司和国泰人寿。毛海东的主要工作是参与制定金融产业的发展规划，以及提供投资建议。

2005年初，毛海东通过了东航金融的竞聘，进入财务公司综合管理部。该部门负责行政管理和制定资金运作计划，类似于计财部。两年后，他又进入东航期货做行政部经理，开启了崭新的期货从业生涯。

时间定格到2008年初，中

国期货行业经过七八年清理整顿，正逐渐恢复活力。然而，东航期货还没有走出冬天，行业排名比较靠后。“印象中当时就1000多个客户，日常交易的就几百个客户，保证金规模不到1个亿，量级和现在没法比。”毛海东说。

事实上，东航期货是国内第一批成立的老牌期货公司，成立于1995年2月11日，起初是国资委直属中央企业中国东方航空集团公司的全资子公司。2014年4月22日公司完成股权变更，东航金融成为公司唯一股东。

毛海东告诉记者，“一开始公司做得还不错，当时期货公司还比较多，有300多家，东航期货排名靠前，还参与过‘327’国债的套利，赚了第一桶金，员工也不少。但随着期货行业压缩整顿，公司步入萧条，人员逐渐流失。到2008年整个公司就30余人，专业素质也跟以前没法比。为了适应期货行业新的发展需要，期货公司领导向东航金融提出需求，增配人手，准备把期货公司好好做起来。”

在东航金融旗下，除了香港公司以外，东航期货是唯一面向市场的控股企业。汇添富和国泰人寿毕竟是参股企业，因此，面向内地市场，东航金融实际上只有期货公司一个立足点，其地位之重不言而喻。

曾经，东航金融也有收购证

“

在产业整合的大背景下，大型期货公司都在并购扩张，行业巨头会逐渐形成，公司有被边缘化的危险。

”

券公司的想法。“2003年至2004年，有一家证券公司已经谈得差不多了，但因资金问题没有收购成功。等到2007年、2008年，证券公司发展到新的高度，再想收购成本已经高了，所以就想先把期货公司做起来。”

进入东航期货工作后不久，毛海东就遇到了一个难题。由于公司网点较少，要发展经纪业务，就要增设营业部。

“我们本打算第一批先设立五家营业部，我跟着副总在各地跑了一圈，总体感觉，当时经纪业务虽然有了点起色，但市场还不是太好。东航期货前几年的积累比较有限，又不像券商系公司有母公司网点的支持，几家营业部最终都没谈下来。后来我们就放弃了这条路，准备靠其他方法发展经纪业务。”毛海东说。

实盘大赛撬动业务发展

在互联网尚未普及的年代，开设营业部是期货公司获取客户的主要渠道，放弃了这条传统途径的东航期货，究竟用什么方法撬动经纪业务？

这时，“大赛”二字成为其焕发新生的关键词。

“我们与一家民间期货论坛进行了合作，那家论坛在个人投资者

中有一定知名度，借着其操盘手的人气，2008年9月，东航金融与该论坛联合推出了第一届东航金融实盘大赛。”这项赛事得到东航金融的大力支持，宣传和投入的力度都不同凡响。

其实，金融界类似的投资大赛并不鲜见，但往往比赛区间较短，意在提高公司知名度。但东航金融的目的不止于此，而是为其旗下东航期货的经纪业务乃至资管业务谋求更为长远的布局。

据记者了解，东航金融实盘大赛以半年为周期，后来逐渐演变为以一年为周期，以便更充分地考察选手操作的稳健性。大赛挖掘出的优秀选手，东航金融会进行集中培养，逐步将其孵化成有一定资金承载能力的操盘手，往CTA（商品交易顾问）方向运作。

“母公司东航金融刚开始把大赛的前几名拉过来成立一只产品，以为能够做得不错，后来发现也不一定，因为大赛有固定周期。虽然我们的比赛时间已经相对较长，但在固定周期内，选手会将杠杆放得比较高，同时也不排除运气成分，比如这波行情正好符合某位选手的操作习惯，进入时点比较好，就能获得非常高的收益。曾经有个别选手创纪录地实现了一年五六十倍的收益

率。但第二年，就不一定能保持了，有的选手甚至严重亏损而被清盘。”

毛海东介绍道，为了保持收益的稳定，后来在CTA的选拔中，东航金融运用了MOM模式。

MOM (Manager of Managers) 模式，即管理人的管理人基金模式，也被称为精选多元管理人，通过优中选优的方法，筛选基金管理人或资产管理人，让这些顶尖的专业人士来管理资产，而自身则通过动态地跟踪、监督、管理他们，及时调整资产配置方案。简而言之，MOM是找最优秀的投顾组成团队、分配资金、操盘投资，既发挥团队力量，又不限制个人风格，是一种新兴的资产管理策略。

东航金融作为管理人，会根据选手的仓位和操作习惯进行资金量匹配，将不同的资金量配置给不同的CTA选手，然后再进行紧密跟踪和动态调整。

“在大赛中，通过指标排序选定一定数量投顾，把资金分给这些投顾进行管理，然后谁做得不好就减，配置给做得好的人。同时，入选投顾也有个淘汰补充的机制。MOM是一个基金分不同的子账户给不同的投顾，比FOF（基金中的基金）模式更灵活。”毛海东表示。

他还提到，培育投顾不是短期行为，公司舍得投入是必要条件。“有的公司还要求操盘手投入自有资金来绑定收益，而东航金融则是给优秀的操盘手逐级增加资金，资金量最大的能过亿。当然东航金融追求的是长期稳健的回报，会刻意过滤一些波动率较大的选手。最终培育出来的选手，会与东航金融有较强的黏性，也带动了我们的期货公司的经纪业务。”

毛海东透露，股东方给予的支持非常大，每年颁奖礼都有几百万投入，当时期货公司一年盈利也就是这个数。

“奖金都由母公司承担，一上来就很有吸引力，刚开始参赛的都是期货论坛的用户，慢慢的通过传播，很多人慕名而来。后来那家期货论坛撤出，大赛由东航金融、汇添富基金、第一财经举办，到目前已有八届了，一届比一届规模大，每年参赛人数多达四五千人，就像投资者年会一样。大赛所有的成绩都是连续的，选手可以查到参赛以来所有的交易记录和净值表现，是外部选手展现长期交易能力的最佳平台。我们每年都要花不少精力策划运作大赛，准备时间长达几个月。”

大赛的成功运作，让指定经纪商东航期货的客户数量和保证

金规模呈现爆炸式增长，在撬动经纪业务的同时，培育的投顾日益成熟，也为其资管业务的开展奠定了基础。

2012年，毛海东身上这股年轻人的冲劲儿受到集团领导赏识，被提拔为东航期货总经理。而一直意识到资管业务发展潜力的他，对这个领域更是动足了脑筋。

在期货资管正式推出之前，东航期货就在考虑通过股东东航金融推出资管产品。最初是尝试与基金公司合作推出专户产品，但基金专户运作限制较多，物理线路回转速度较慢，无法适应期货行情的快速变化。

这个路子走不通，毛海东将目光投向阳光私募。2013年，东航金融加入基金业协会，并在2014年初第一批完成私募基金备案登记，随后成立了第一只私募产品——“东航金融种子一号”，

“注册规模有3000万，是东航金融自己投资的，到2015年底，市场募集了4个亿左右规模，东航金融的3000万已经退出。这是我们做得比较成功的产品。”毛海东说。

2015年初，东航金融又成立CTA孵化和CTA精英孵化两只产品。“我们把需要考察的选手纳入CTA孵化，给的资金规模在

100—500万之间，做得好就纳入到CTA精英孵化，资金规模在500—1500万。再上级就是种子一号，一个投顾一般能给到2000万以上规模，根据其承载能力进行梯队化培育。”

今年，考虑到投资者对固定收益产品的需求有所增加，东航金融酝酿推出固收产品，包括产品优先级、收益权转让等。“我们也会评估每个项目的风险，寻找跟我们目前风控体系相匹配，看到风险能够及时撤出的项目。”

毛海东表示，在商品基金方面，东航金融也成立了贵金属、有色金属、黑色金属、能源化工、粮油五只与商品一定程度挂钩的私募基金产品，根据大周期调整投资策略，满足大类资产配置需求。

“我们还有个便利条件，集团下其他成员单位，比如财务公司、租赁公司，都能随时提供一定的流动性支持，以应对大额赎回。当然我们也不会一下子把规模做得特别大，会在可控的范围内。”

站在“互联网+”前沿

虽然实盘大赛风生水起，但

举办了几届之后，东航期货还是遭遇发展瓶颈。

“大赛新鲜度逐步消退，尽管我们不断引入新的机制，但增量还是有所下降。”

由于公司网点较少，通过居间人获得客户曾是一种重要的方式，但毛海东还是看到了风险点。“一是诚信问题，居间人为获取高的佣金回报，人为制造信息不对称，谋取佣金差。二是有些居间人代客理财，给客户造成损失。”

正值毛海东履新之初，他认为公司应该尽快调整思路，找到适合的发展路径。

而随后，期货业佣金的快速下调，加重了毛海东的危机感。上海金融机构遍布，市场竞争尤为激烈。如果公司不能扭转局面，前几年的努力就会付之一炬。在产业整合的大背景下，大型期货公司都在并购扩张，行业巨头会逐渐形成，公司有被边缘化的危险。东航期货如何获得立足之地，与众多大型公司竞争，是摆在毛海东面前的当务之急。

“于是我们就想布局互联网，2013年下半年开始建设网上开户平台，花了半年时间，本来想再完善一下。然而，2014年初，

券商互联网开户已经落地，其中部分已经和互联网公司合作，我们感到期货行业的互联网化大潮提前到来了。为了不落后，我们在2014年2月18日推出手机开户业务，当时给行业的震动特别大。”

在期货行业，东航期货不仅率先推出网上开户，还将整套公司运营模式通过互联网和信息技术平台进行改造革新。

目前东航期货已基本将线下功能都搬到线上，包括咨询服务、客户交易行为分析、资管产品认购等，已经很少有人会跑去网点办理业务。

其网上开户功能主要在移动端实现，通过“东航金融”APP，客户可以随时随地办理开户业务。开户功能之所以跳过PC端，一方面是因为PC端很难实时采集影像资料，而手机能实时拍摄影像；另一方面，客户在移动端操作比在PC端更方便。

“对于普通客户，服务重点是便捷，而对有一定交易能力和资金规模的客户，则要在增值服务上下功夫。”在毛海东看来，东航期货未来的方向是做特色业务，提升服务能力，而不是盲目追求规模和行业排名。■

对话毛海东： 转型时代期货公司要修炼三大能力

■ 文/特约通讯员 汤巾

33岁就成为一家期货公司总经理，这无疑是令无数同龄人羡慕的成就。但光鲜背后，是压力和责任。

遭遇过困境，引发过争议，战胜过挑战。三年东航期货总经理生涯的历练，不仅让毛海东对金融业务的认知再上一个台阶，也让其在应对市场变化时更加游刃有余。

言谈话语中，记者感受到，毛海东既葆有年轻人风趣、健谈的一面，也流露出超越年龄的成熟、稳重。

处在转型关键期的期货行业，面临着各种各样的困难，毛海东虽然已经回归东航集团，却依然没有放下对期货公司未来发展方向思考。

《中国期货》：期货行业正步入“互联网+”时代，东航期货也已然寻求转变，大力建设互联网平台。在你看来，今后期货公司的盈利模式或业务重点会发生怎样的变化？

毛海东：互联网时代，经纪业务盈利空间会进一步压缩，期货公司必须转型发展。有的公司靠成本管理增加盈利，并不是一个好的发展方向。我们也考虑过做成本管理，但觉得仅靠这个没有太大前景。期货公司必须打造自身的核心竞争力，尽管这是个长期的过程。

如果期货公司能够将产业上下游打通，和证券端、银行端对接，获得低成本融资渠道，就能够降低产品成本，获得更大盈利空间。从这个角度看，如果没有任何金融、产业背景，要想取得行业领先地位很难，未来向综合性金融集团发展也是期货行业的一个趋势。

谈到未来的盈利模式，我认为期货公司首先要培养



三个能力：一是服务的定价能力，期货公司提供什么样的服务能让客户心甘情愿地为服务买单，支出手续费、咨询费；第二是风险管理能力，包括给产品做风控，进行资产配置，并与现货企业进行对冲套利、合作套保；第三是投资能力，期货公司要通过自主管理产品，将业绩回报转化为收入。如果这几块做得好，或者某一方面做得好，公司就能在市场上占据一席之地。

《中国期货》：期货公司的转型道路面临诸多难题，包括缺钱、缺人等等，业内也有一部分人对行业前景较为悲观，你对此怎么看？

毛海东：我虽然已不在期货公司任职，但对期货行业还是非常有感情的。一些老同事聊天时，确实有人对行业很悲观，觉得没啥好做的，甚至笑谈大家不如去成立个资管公司算了。但我对行业前景还是看好的，理由是，目前市场上期货品种还比较少，将来原油期货、外汇期货等新品种上市，会带来行业的革命性爆发，期权的运作空间也很大。

如今，国内经济形势面临很多困难，在这个背景下，大家对高杠杆、衍生品都比较警惕和敏感。期货公司要趁现在多练内功，在环境扭转时才能更好地把握行业机遇。

我觉得，从事期货行业的人，视野不能局限在期货行业，一些期货公司同事，视野还不够开阔。大金融背景下，期货公司能做的事情很多。比如，现在客户有固定收益产品的需求，期货资管也可以做。做好固收业务，资管规模一样可以发展得很大，不一定非要盯着经纪业务。在当前环境下，经纪业务确实难有太大量级的提升，但资管完全有可能做到几十亿规模。

其实期货公司改善目前状态的路径还有很多，包括制度设计、自身平台的改进等等，都能带来新的增长点，关键看你能不能挖掘。业务规模做到一定程度后，

就能进行各种资源的衔接，与券商、基金、银行开辟合作空间。关键是期货公司要多与外部接触，跳出思维定式。

《中国期货》：东航期货并没有成立风险管理子公司，原因是什么？

毛海东：对这块业务我们进行过评估，一方面我们懂现货的人才不够，另一方面这不是我们当前想重点做的方向。而且风险管理子公司的部分业务我们能在东航金融的平台进行实践，就不必再牵扯精力成立子公司了。

目前业内大概有30多家期货公司成立了风险管理子公司，我知道有几家做得不错，也去考察过。虽然有些思路值得借鉴，但我个人觉得这不是遍地开花的领域，很强调专业性和风险定价服务能力。子公司风控体系跟目前期货公司熟悉的风控体系不太一样，这就需要有专业人员识别风险。好多期货公司的管理层对于现货也不是太了解，更多是依靠子公司团队去做，在风险防范上并不是很到位。

《中国期货》：在服务实体经济方面，期货公司可以有哪些作为？

毛海东：市场需求主要是来自两方面：一是企业融资需求，实体企业对于仓单融资较为看重，企业外部融资成本较高，我们作为金融机构有一定成本优势，在其需要资金的时候可以提供支持。

另一个就是风险定价，当企业有重大敞口需要套保时，期货公司要有化解风险的能力，但不要和客户对赌，那就等于由自己承担风险了。这时不能凭经验，否则出现极端行情时难免会栽进去。

有些民营企业的操作往往偏离套保的思路，觉得行情来了可以做一把，结果就把企业给搞没了，这有很多活生生的事例。我们也经常提示生产企业，不要盲目投机。

《中国期货》：对于监管层面，你有怎样的建议？

毛海东：希望监管层能够保持底线思维，只要行业不出系统性风险，投资者合法权益有所保障，还是应该鼓励期货公司创新。要想每家公司都发展得好不太现实，监管层要保护行业而不是保护公司，要让规则更加合理化。

第一，在业务风险把握上，相应的规则还是要完善。比如杠杆可以放到多少倍，杠杆比率要有方向性指导。期货资管也要考察净资本指标，否则一旦资管公司爆发风险，会破坏整体行业形象。

第二，很多行业提到要“去产能”，其实期货公司经纪业务也是一样。从行业发展趋势看，监管层不应再鼓励开设营业部，而是应该鼓励发展线上业务，营业网点只提供线上没法实现的服务，或对重点产业客户进行维护。

第三，期货品种还是要增加，一些新品种呼声想了多年也没有

推出，期权也处于停滞状态，监管层要提高制度的专业性和客观性，多做数据分析。交易规则做出改变之前应有切实依据，保持政策的独立性。

现在监管逐步从事前转向事中和事后，这个思路是对的，只要不影响市场稳定，行业不爆发冲击事件，还是要鼓励期货公司的创新脚步。

《中国期货》：作为最年轻的期货公司总经理，上任时是否感受到巨大的压力？

毛海东：一开始我更多是充当股东方、董事会决策的贯彻执行者，后来逐步有了自己的思考。国有企业人员调动比较频繁，期货公司任职超过三年任总经理的不多，会定期轮换，这有利于管理者开阔视野，认知新的领域。

压力更多是来自行业，而非股东层面。其实，一家公司根据自己资源禀赋和努力程度尽可能地发挥，也就达到了目的。在此过程中，

我也在不断学习和探索。

《中国期货》：三年东航期货总经理经历，带给你的最大收获是什么？

毛海东：让我认识到了高杠杆、衍生品行业的运作机制，并了解到通过什么样的策略，才能在市场上保持稳定盈利。接触到更多金融业务的同时，也积累了高净值客户资源，这对今后开展资管业务、财富管理业务有很大帮助。

《中国期货》：工作之余，你有哪些业余爱好？

毛海东：兴趣爱好广泛，也比较杂，喜欢户外运动、自助游，到陌生的城市、有特色的街巷去转转。现在业务比较繁杂，每年也就有一两次机会旅行。有时会打德州扑克，期货圈比较热衷于这项活动，它和期货风险管理内在逻辑有相似之处，每次组织客户活动我们都会一起参与。

日常空余时间更多是看书，对

于历史、空间物理学这类虚的东西比较感兴趣，让我能站在更高的纬度看问题。

我希望能在一个安静的环境下独立思考问题，不被外界所左右。特别是市场波动较大的时候，外界的信息可以读取、筛选、整合，但思想还是要保持高度的独立性。

《中国期货》：对于未来的职业生涯，你还有哪些规划？

毛海东：目前的愿望就是把东航金控平台下的资管业务规模做得更大。集团层面也有意进行混合所有制改革，成立一家更加市场化的公司。因为金控做私募有一些问题，金控本身是管理型公司，旗下有很多金融股权，业务流程复杂，效率不高，激励措施也有限。私募的优势是激励，一些人才从公募投奔私募，也是看重这块，如果私募和国企一个模式很难吸引人才。单独成立一家资管公司，还能更好地隔离风险，避免风险传导给其他业务。■



毛海东

人物档案

1999年毕业于华东师范大学，同年进入东航集团下属财务公司，从事债券交易；2002年赴港筹备东航国际金融（香港）公司，负责港股一、二级市场交易；2005年回财务公司，继续从事资金管理及行政管理；2008年进入东航期货，2011年至2015年担任董事总经理、法定代表人。

由于在金融行业多个领域都有从业经历，具有一定的跨界思维，对资管业务有丰富的管理经验，并将之融入期货业务的发展中，在期货公司发展模式上独树一帜。就任东航期货总经理期间，在“互联网+”与期货经纪业务结合上，创业界先河。



感谢不平凡的自己

【编者按】

绒絮落岁, 岁月如梭。2015 年已悄然离去, 无论曾有过怎样的忙碌与迷茫, 一切都已成往事; 站在 2016 年的起点上, 所有的一切, 都是崭新的。

过去的一年中, 基层期货从业人员始终以饱满的热情迎接来自各业务条线的挑战。有付出, 就会有收获。正是由于广大“期货人”在各自平凡岗位上的默默努力, 我国期货及衍生品行业才在取得创新业务较大发展的同时, 经受住了来自股票市场和商品市场的严峻考验。

在平凡的岗位上, 我们始终努力前行, 让我们共同感谢不平凡的自己。本期“文化·生活”将带领大家走进平凡“期货人”不平凡的 2015 年。

感激不平凡的自己

■ 文/余璐

2015年对于我而言，是那么的不平凡，却又那么的顺其自然。这一年，我们单位合并更名为五矿期货；这一年，我晋升成为了孩子的妈妈。

2015年2月12日，这个看似平常却又特殊的日子，满40周的宝宝与我见面。经历了怀胎十月，我体重增加了60斤，孩子却只有五斤二两。其实在这里我可以写诞生了五斤多的小女孩，可“二两”这个数字为什么对我而言很重要？为什么记忆犹新呢？

这还要从工作说起。从业这么多年，我一直遵循着自己的内心去做好市场部的工作。这让我的生活丰富多彩，有幸结识了同处金融行业的爱人。曾经同事问我：“你是怎么做到的？”我笑笑说：“一颗红心，两手准备。”当我经过艰辛顺产下我的女儿时，助产师说：“感谢这二两，如果没有这二两，宝宝就属于早产儿的体重，不足五斤便要进保温箱……”

我是下午两点进的助产室，经过五个小时的身体抗衡，于当日晚上七点新闻联播启动的那一刻见到了我的孩子。没有打无痛，我家小公主顺利诞生。在外焦急等待的家人一直盼着我和宝贝报平安。精疲力尽的我不知道如何去感谢。若没有这二两，意味着我要和宝贝暂时分别，她要去新生儿科待段时间。这对于我和家人来说，无疑不是那么愉快的一件事情。

由于顺产后，我要与孩子单独待两个小时，血压稳定后才能与家人相见。我的第一反应是——我要拿手机拍下这激动人心的一刻。这一切是多么的神奇和美妙，从孕育到期待，再到呱呱落地，让我感动得哭红了眼圈。



责任护士过来说：“怎么还哭了？”我没有吱声，任凭眼泪流过脸颊。当时我的心情也许无人知晓，但是我想任何一个妈妈都能体会到这样的眼泪。以至于现在宝贝快一岁了，回忆起那一刻，仍历历在目。

在独处的两个小时中，我想到了从孕育生命到出生，我的付出以及同事的照顾，热泪盈眶。在期货这个博弈的世界里，我们先从人物角色选择：投机者、套利者、套期保值者，再去进行买多或者沽空的选

择,然后进行一场在规定时间内里的博弈,“每日无负债结算”让我们有时感觉那么残酷。我热爱我的工作,是期货让我明白了很多道理,这些道理是那么深刻。

感谢数字“二”,是它让我在市场开发中的付出多了一份准备,同时也得到了多一份的收获;感谢数字“二”,是它让我倍加珍惜我的孩子;感谢我的孩子,是她让我体会到为人母的真谛,学会了平衡生活和事业的关系,让我更加成熟稳重。

曾经那个跌跌撞撞的小女生已经一去不复返了,现在的我更加从容,更加懂得期货带给我们的是什么——除了一份工作的责任,还有一份热爱、一份信念,或者说是一种信仰。

我毕业后曾就职于国内一家知名券商,做客户经理。然而2008年的熊市,客户亏损累累。当时我就在思考,开发一个客户的成本是多少,而挽留一个客户的成本又是多少?如果有股指期货对冲,是否可以解决这些问题。后来我参加了期货从业资格考试,并一次性通过法律法规和期货基础,进而加入了经易期货西安营业部。

在这里,我的收获不言而喻,我们团队的成绩更是显而易见。这一路的付出让我倍加珍惜现在的工作和生活,收获了一份静怡的心情。我喜爱的卡耐基先生在一本书里说:“真诚地关心别人并保持微笑,记住他人的姓名,这将有助于加深对方对你的印象。尝试做一个善于倾听的人,待人接物需真

诚的道理。”这《人性的弱点》曾经是我瓶颈期的枕边书。

如果非要用“是期货改变了我,还是我的生活受到了期货影响”这个命题来思考,我想这就如同美元指数、原油和黄金的正负相关关系吧。

生活上,小朋友即将一岁,她也从纯母乳转换到了奶粉喂养。孩子经过了幼儿急疹的调节,自身免疫力恢复得很好,平日工作回家总能带给我很多欢声笑语。我会成为家人的骄傲,做好母亲、妻子、儿媳以及女儿的角色转换,从容地平衡家庭与事业的关系。

再说学习。毕业十年,又是一个新的轮回。我会继续拿起书,调整思路,坚持每周读一本书,一本好书。度己度人,充分发挥个人优势,实现团队对未来的种种期待。有承担风险的经历和驾驭工作的能力,对自己好一点,不要过分自责,对金钱看淡一点,虚心一点,多请教先辈同行朋友。

新年伊始,2016年将是金融市场不平凡的一年。自去年底人民币加入SDR后,投资者需要学习更多知识来保护自己的权利。同样喜人的是,我的体重恢复得很好,从生产时的165斤已经降到110斤。

在期货交易,我们都知道彼特·林奇的数字,我的38%的人生才刚刚开始。

三十而立,活在当下。感谢每个关心支持帮助我的人,感谢期货,感谢生活。■

(作者就职于五矿经易期货西安营业部)



期货，梦开始的地方

■ 文/樊超



不知不觉，已在期货的海洋里浮浮沉沉十几年。这十几年里，期货市场波谲诡异、风云变幻，我亲眼见证了它的快速发展：创新业务的推出、互联网开户的启动、国内首家期货公司的上市、资管时代的到来……

市场节奏的加快，总会让我停下脚步，回头望望，看看记忆的深处，那个梦想开始的地方，是否依然鲜亮如昨。

进入期货这个行业，很偶然。快毕业时，和同学在一家小饭店吃饭，等上菜的时间很无聊，随手拿起一张报纸看起来。就在报纸的右下角，印着一家期货公司的招聘广告，于是，就这么懵懵懂懂地进来了。

记得网上有个著名的段子，说有一个大妈很爱管闲事，每天看到邻居家小伙子就问：“你为什么还不结婚啊？”小伙子被问烦了，说：“因为我小时候不小心摔了一跤，脚上留了个疤。”大妈很奇怪，“你脚上有疤和你结婚有什么关系？”小伙子慢悠悠地回了一句，“那我结不结婚和你有什么关系？”

很巧，我也有这么一位邻居大妈，每天东家长西家短。有天下楼时碰见了，大妈问我：“毕业了？干什么工作呢？”我随口回了一句：“期货！”大妈在后边自然自语：“哦，漆货！”

晚上回来，就听到大妈在和邻居聊天：“上大学有什么用啊，你看隔壁家小伙子，上完大学竟然去卖油漆了。”我晕……我倒……我靠……我心里各种网络语言已经泛滥得一发不可收拾。

没想到几天后，邻居大妈还找上门来了：“能给我拿点油漆回来吗？想把家里的门重新漆一遍。”

我……

还好，没多久，我被公司外派了，在一家期货工作室里开发、维护客户。我暗自庆幸，总算离开这些市井小民了，总算融入到金融圈里了，总算接触到那些高大上的人物了……

当时的期货市场还没有网上交易，客户都是通过电话下单。工作室招了个漂亮姑娘当报单员，惹得一群小伙子整天围着她打转，据我观察，私下收的礼物可不少。

客户里有一位老太太，平时很少来工作室，偶尔来

一趟，也是坐上一会儿，下两手单子，然后就提着那个看不出颜色的布兜匆匆忙忙地买菜去了。

更多的时候，是接到老太太打来的电话，常常听见她在电话里问：“红了绿了？”报单员说：“绿了。”老太太说：“买上十手。”过了一会儿，老太太又打过来了：“红了绿了？”报单员说：“红了。”老太太说：“卖了卖了。”

从来不看K线图的老太太，竟然收获颇丰，这让我感觉非常神奇。

卖水果的大姐很不屑地撇撇嘴，“这老太太，肯定有消息。”旁边养猪的大哥不乐意了，“哪有什么消息，人家这叫跟着市场走，市场是有自己的运行规律的……”得，每天的嘴巴仗又开打了。

我管他们的辩论叫嘴巴仗，尤其是养猪的大哥和一个转业军人大哥，常常争得脸红脖子粗。最后的结果常常是养猪大哥说：“打赌不？樊超做证！”军人大哥很不服气地回一句：“打就打，谁输谁请吃饭。”

每到这个时候，我就莫名地兴奋起来，但是两头都不得罪。养猪大哥看向我的时候，我就朝他点头，表示支持；军人大哥看向我的时候，我也朝他微笑。管他谁输谁赢呢，反正谁请客也得带上我。当时可没少跟着人家混吃混喝。现在想起来，常对两位大哥的照

顾心存感激。

后来，随着市场的发展，我的工作方向转向了业务，大部分时间出差在外，很少再接触到这些客户。但每次工作累了，总会想起这些可爱的客户，再见面，总是会心一笑。

再后来，在期货市场上就发生了一个传奇故事，养猪大哥用几万元，经过一年半的时间，变成了1.2亿元。他后来出了本书，叫《一个农民的亿万传奇》。很荣幸，我见证了整个传奇的整个过程。

一晃，时间已过去十五年，期货市场早已发生了翻天覆地的变化，鲁证期货也已在香港成功上市，成为国内首家上市期货公司。笔下的那些人有的有联系的，也有不联系的。不联系的那些人，可能这辈子都不会再见到了。但他们的音容笑貌依然宛若眼前，注视着我的光荣和梦想。

十五年弹指一挥间，在期货的海洋里，我依然是一条小鱼，不断地寻觅，也不断地成长。

无论还会过去几个十五年，我想，当我累了倦了，还是会偶尔停下前进的脚步，回头望望，看看那个梦想开始的地方……

（作者就职于鲁证期货）



一切刚好，致 2015 跑马年

■ 文/雷咏梅

当我笑意盈盈地踏上终点计时毯那一刻，阳光正烈，眯缝着眼睛使劲瞅也没能看清计时牌上显示的时间……不过，这有什么关系，停下奔跑的脚步，回头望望刚跑过的路，转过头依然可以继续大步向前。

此刻心情如羊城灿烂的阳光，甬提多畅快、舒坦，首马顺利完赛，身体无大恙，成绩非常满意！从年初的半程中途折戟，到年末的全程完美收官，



我的 2015 跑马年——一切刚好！

开始户外跑步到现在，一年半的时间，由于受天气及场地限制，平时的训练并不多，第一个全马能有 405 的成绩，全赖多年坚持在健身房运动，身体底子不错。虽然在获知“广马”中签到正式开赛的一个多月，我认真安排了自己的训练计划，但直到站在起点的那一刻，依然内心忐忑，既有年初失利的阴影，又因完全未知的体验无法预测。不过，既已站到起跑线上，自己唯一能做的，就是在身体允许的情况下一直往前。

发令枪响，因为排在队伍末端，无法听见，只能随着熙熙攘攘的人群往前移动，等踏上计时毯，按下手表的按钮，才算正式开始一个人的全马体验。出发不久，看到有跑友推着轮椅从身边经过，轮椅上坐着白发苍苍的老奶奶，年轻的跑友和老奶奶脸上满是兴奋热切的笑容。那一刻，满满的感动，“只要积极参与，就能享受过程，年龄、身体等等一切都不是问题！”

一路向前，不时留意自己的心率，计划着补充盐丸和能量胶的距离，跑道外市民的热情鼓励和志愿者的贴心服务只能微笑回应、默默感谢。在一段平路，有两个跑友手拉手从身边超过，刚还纳闷，仔细一看，原来是一个视障跑友和他的陪跑员，看着他们系在彼此手腕上紧密相连的陪跑绳，原来，马拉松的赛道上“不仅我能跑，更希望陪你一起跑”……

一步步向前，关注着自己的身体感受，偶尔留意身边的人和事。过半距离后，除了脚趾头磨得有些疼，其他身体感受良好，于是这一年的跑马经历逐次浮现于脑海，这其中有体会、有收获、更有领悟。

首先，不是所有条件都完全具备的时候才能去做一件事情。无论是第一次跑半程，还是这次报全马，其实我都不算胸有成竹，只是信任自己多年锻炼的身体底子、平时训练的些许收获以及不轻言放弃的韧劲，然后就决定去试试。

记得李安的电影《饮食男女》里有个场景，朱师傅在得知饭店厨房采购的鱼翅品质不佳，无法做出宴席预定菜式时，从容自信更换搭配，新菜品压轴上桌，席间食客大快朵颐、宾主尽欢，一场危机化解于无形。这样的魄力和决断，靠的是什麼？我想，除了朱师傅对食材、烹饪扎实的基本功外，主要就是过往的丰富经验。经验从何而来，当然不能凭想象，一定是从实践中积累而来的。

在我们的日常工作、生活、学习中，很多事情不要只停留在想做但可能条件不太充分意识层面。先把大目标细化成一个个可行的小目标，抛开多余的杂念和顾虑，全力准备，尽早行动。在实现小目标的过程中自己会不断积累、不断成长，也许某一天抬头，曾经觉得遥不可及的大目标已经近在眼前、水到渠成。所以，去做一件事情最需要的不是各种条件的完备，而是在合理评估自己实际情况的前提下，有“逢山开路、遇水架桥”的从容和信心，迈出行动的第一步，一切才有实现的可能。

其次，所谓的结果、成绩，其实只是生命中某一个时间点的记录，无论好坏，都只是自己这个时间点的参考值，仅此而已。我们在实现目标的过程中，必有一个准备、践行的具体阶段。在此期间，我们有付出、有努力、有坚持。这点点滴滴的积累既铺就通向目标的道路，也构成自己的重要回忆。无论最后目标是否达成，这一段经历都会成为自己的财富，证明这一段光阴的价值和意义。

我不能说跑马的成绩一点都不重要，因为至少是自己水平的一个衡量。但跑在赛道上时，更多想到的并不是最后的成绩如何，而是开赛前一个多月，克服场地、天气、懈怠等困难，一个人完成既定训练计划的那些场景和体会。跑马不过是我业余生活中的一小部分，由此看到自己对既定目标的认真与执着，也让自己更有信心

和力量面对工作、生活中的其他计划 and 目标。

最后，每个人的实际情况千差万别，不能以自己的难易去衡量别人的付出与成果。作为业余跑者，马拉松的赛道上，真正的对手只有自己，和他人无关。这个世界永远都有比自己更快、更高、更强的人，看看不断被刷新的各项世界纪录就知道，人类在挑战自身极限这件事情上，没有谁能准确地预测出天花板在哪儿。所以，在自己看起来不起眼的小事背后，可能凝聚着当事人不懈的努力与坚持。

那位推着老奶奶上跑道的跑友，他们在享受过程之前，除了对自己身体情况的准备之外，一定与赛事组委会有过充分协调、沟通，以及对突发意外情况的准备。否则，严过安检的入口检录处会把他们无情地拦在门外。同样，那根细细的陪跑绳两端，系着的不仅仅是视障跑友和陪跑员的手腕，更是彼此的信任和支持。他们在站上起跑线之前，除了像普通跑友一样做身体上的准备外，还要一次次练习彼此间的默契和交流。如何在赛道上避开其他跑友，如何顺利从补给点拿取水和食物，如何根据身体感受调整速度等对普通跑友自然而然的小事，对于他们都是需要认真重复练习的重要事项。

每个人都有不为人知的难处，就算不能做到随时站在他人的立场感同身受，至少做到包容、理解，不以自己的角度和眼光去判断。这既是对他人的尊重，也是自我的修行和成长。

人们喜欢说“人生就是一场马拉松”。这话对，也不对。马拉松是长跑，在乎的不是某个阶段的配速有多快，而是稳定的配速和一直的坚持。用这一点来对比我们的人生确有相通之处。不过，马拉松的距离是已知的，42.195公里，只要从起点出发，跑一步就离终点近一步，不会改变。而我们的人生路到底有多远，我们无从预先得知。当我们将“还早、明天、等一等、以后再说”挂在嘴边，给自己做某件事情找托词的时候，不妨大胆地站到起跑线上，鸣枪出发。或许，路上正有不一样的旖旎风景，在等着自己！

（作者就职于中钢期货重庆营业部）

心中的水仙花

■ 文/裴泽斌



当冬天快来临时，就又可以开始养育水仙花了。

一个月前的晚上，吃过晚饭，老婆拿出两个水仙花球，一个30桩，另一个20桩。于是乎，我拿出了冰封已久的“屠龙刀”，用手剥去鳞片，操刀剖开花球，精心雕刻叶茎。20桩一共有十个花苞，30桩有六个，包在叶膜里像胖乎乎婴儿般的花蕾。刻好花后按惯例把两棵好似蟹爪的水仙放入清水中浸泡，每天换水慢慢洗净黏液，找出养花的盆，用棉纱覆盖好根须，用雨花石把花球固定在盆的中央。心想今年的花会顺利开放吗？

相传水仙花是由一对夫妻变化而来的。丈夫名叫金盏，妻子名叫百叶。因此水仙花的花朵有两种，单瓣的叫金盏，重瓣的叫百叶。

“百叶”的花瓣有四重，两重白色的大花瓣中夹着两重黄色的短花瓣。看上去既单纯又复杂，像闽南善于沉默的女子，半低着头，眼睛向下看着，悲也默默，喜也默默。

“金盏”由六片白色的花瓣组成一个盘子，上面放一只黄花瓣团成的酒盏。这花看上去一目了然，却有男子干脆简单的热情。特别是酒盏形的花芯，使人想到死后还不忘饮酒的男人的豪情。

一直对“百叶”有偏好，可能是小时候“金盏”养太多的关系，心里想着“百叶”花瓣十余片卷成一簇，花冠下端轻黄而上端淡白，配得上“玉玲珑”的雅号。当看着两盘花披着嫩黄的枝叶安静地躺在水盆中时，一个大胆的想法出现在我脑海里。

“领导！我们今年把一盆花放在外面白天晒太阳，晚上再搬回房间。另外一盆就天天放在家里吹空调如何？”

“你自己看着办吧。”老婆回答道。

其实我这么做是有自己的小贪心的，我很希望今年的两棵水仙花，一棵是“金盏”，一棵是“百叶”。因为女孩子是一种极其敏锐和精巧的昆虫，她们的触角、眼睛、柔软无骨的躯体，还有那艳丽的翅膀，仅仅是为了感受爱、接受爱和吸引爱而生成的。她们最早预感到灾难，又最早在灾难的打击下夭亡。所以我想把那棵30桩水仙花天天沐浴在温暖的空调下。至于另外一棵20桩水仙花，估计是“金盏”，就让他白天晒晒太阳，吹吹西北风锻炼下。因为男人是逼出来的，是冤枉出来的。如果这花经受不了寒风，那他也开不出象征男人的“金盏”。

日子一天天过去了，像预想的一样，室内的这棵水仙长得从未有过的结实，从来没晒过太阳也绿葱葱的，虎虎有生气，已经快超过天天饱受自然天气的另外那棵水仙花了。

新年的脚步一天天近了，两盆水仙花的每条“叶箭”上都长出了一个像箭头一样的胀鼓鼓的大花苞。又过了几天，当花蕾冲破包裹的叶膜，像孔雀的尾巴一样张开来时，果然是“男子汉”的花先开放了。当看到冰天雪地里迎风怒放的“金盏”，我惊讶于如此弱小的生命竟能释放出如此巨大的能量，感叹于生命的坚韧与鲜活，有哪怕只是瞬间的感动。

期望中的“百叶”，虽然每一个花骨朵都胀得满满的，但是却一直不肯开放。她在等什么？到底是能不能开出“百叶”呢？我不知道。

“金盏”花散发出极其甜蜜的香味，仿佛是人间和谐

的芬芳，一股股幽幽的清香沁人心脾，弥漫在准备迎接新年的家里。

三天前的夜里，在梦中看见我“百叶”水仙花开了，无比茂盛，梦想中似的花，满满地开了一盆，我兴奋得无法形容。

又过了几天，居然发现天天沐浴在暖气中的“百叶”水仙最高箭头上的花苞枯黄了，难道出现“哑花”？事实证实了我的判断，整棵花的每一个花苞都陆续出现了枯黄的迹象。

呆呆地望着这盆叶子碧绿、“叶箭”笔直、花苞枯萎的水仙花，心里莫名地疼痛。我难道与“百叶”真的无缘？最后在老婆的建议下，我用手把所有花苞剥开，期望奇迹的发生。

昨天回家，突然发现窗台上只剩一盆“金盏”了。放眼望去，“金盏”还是那么朴实，一点也不娇气，拼命地怒放着所有花朵。一枝花茎抽得最高的，在这簇花朵中，有两朵最大的花并肩开放着。他们不是低着头，而是全部高扬着头，像一个个士兵整齐地出操。他们有着铮铮傲骨，不染一点儿做作；他们开放得这样潇洒，给人带来春的气息与享受。

“领导！那盆哑花呢？”我回过神问道。

“扔了。”老婆平静地答道。

最后的希望也没有了，望着只剩下养水仙的盆，接

受现实吧。“对了，我扔之前看到有一朵小花开了，太小了所以还是扔了。”老婆补充道。

“什么？有花开？什么样子的花？”我激动地问道。

“没有仔细看，好像是和窗台那棵一样的。我问过养水仙花的老法师了，水仙花老是关在家里不照太阳是很容易‘哑’的。今年都是你出的花样，不然的话两盆花一起开多好。”老婆的话里有些埋怨。

我惊呆了，“金盏”，居然还是“金盏”！我心里沮丧到了极点，不知多么抱歉，多么伤心。目光里只有那个空空的盆，它仿佛在心中鄙视我。我似乎在空盆里又看到了那棵凋谢的“金盏”，它发出一阵阵锐利的芬芳，香气直钻心底。他们无视我的关切，完全是为了他们自己，努力地表现他们的高傲。男人是在逆境中成长的，逆境让他们拥有动力。不需要四季如春的温室、不需要蜜糖一般的养料，只借一盆清水便可以温暖整个冬天。

这就是“男子汉的花”，勇敢、果断、自信、刚强的花。

不由想到2015年9月开始的期指最强限仓令，大多数期货公司措手不及，成交量极度萎缩，这也是我从业几年来期货公司最难熬的时刻。我坚信冬天过去了，必将迎来惬意的春天。心目中的“百叶”今年不会来临了，明年继续。而且我会把所有的水仙花都放在室外，不能再让“男子汉”的花牺牲了。

（作者就职于中辉期货）





交叉路口红绿灯频繁转换的启示

■ 文/施海

看到标题，作为读者的您或许会觉得，交叉路口红绿灯频繁转换，与期货市场的投资博弈有啥关系？

笔者认为，交叉路口的红绿灯频繁转换与期货市场价格剧烈波动，不但从空间方面看，都存在着盛极而衰、否极泰来的内在转换规律；而且从时间方面看，也存在着严格的周而复始的周期性循环规律。

因此，从交叉路口红绿灯的转换节奏和行人的步行速度对比态势，可以推论出在期货市场与投资者之间的对应规律。

S城马路交叉路口上的红绿灯

转换节奏相当快，即便是主要马路的主干道方向，红绿灯转换节奏也一般不超过2分钟，而大部分路口的红绿灯转换节奏为1分钟左右。

相似的，目前国内外期货市场受到宏观经济、金融形势、各交易品种自身的供需关系，以及主力资金投资投机行为等诸多因素的叠加作用，期货市场价格波动涨跌节奏也同样相当频繁，尤其是受短线突发性因素作用，期货价格反复震荡整理，而单边持续性的上涨或下跌趋势虽然也存在，但其中依然包含着无数短线的反复震荡走势。

再回到红绿灯方面，据说交叉路口的红绿灯转换节奏是按照老人步行速度而定，而据我判断，在相对较宽畅的马路上，老人将难以在一次绿灯中通过马路的全部宽度，只能在路中的安全岛上休息一下，分两次通过马路全部宽度。在我每天的上下班路上，有较长一段路需要步行完成，从家出发到车站，大概需要通过12个路口，即要通过12个红绿灯的转换过程。

尽管我步行速度相对较快，但有时还是不得不以跑步的方式通过交叉路口。平时测算自己的步行速度大概是每秒一步，约70厘米，即为每分钟40米左右。当

“

繁忙的交叉路口，车辆和行人熙熙攘攘，川流不息，绿灯闪烁，促使我加快步伐去通过；而红灯闪烁，却也给了我短暂休息的时机。

”

我步行至离开红绿灯距离不足60米左右的地方，往往可以根据红绿灯跳动的状况，判断出自己能否通过该路口，如果此时路口为红灯，则相信我能通过，反之，如果此时为绿灯，则难以用正常速度通过，交叉频繁闪烁的交通灯提醒自己：赶快跑步吧，否则要等下一个轮次了。

由此再引伸到期货市场，投资者、尤其是广大资金量相对较小的中小投资者，面对复杂多变、剧烈波动的期货市场，应该时刻保持尊重市场、敬畏市场的态度，正确客观地判断大势，顺势而为，严格止损，适度止盈，才能在期货市场的交易中不断回避风险、争取盈利。

虽然每天我通过的是相同交叉路口的相同红绿灯转换，但是，面对相同路口的相同红绿灯转换过程，却又给了我越来越深刻的人生启示。

启示一：世界上时间最为宝贵，而时间的流逝又绝对无情。不论你飞快地奔跑，还是慢悠悠地步行，时间总是在不断地、均匀地流逝。而交叉路口的红绿灯转换节奏虽然不会由于你跑步而加快，但也肯定绝不会由于你步行速度的减慢而等待你。你要抓紧时间通过路口，就必须加快步伐，赶上那一个跳动的绿灯，否则就只有等待红灯了。

期货市场上，投资者应抓住

投资机会，避免市场投机风险，因为期货市场的行情转换恰似交叉路口的红绿灯转换一样，面对涨势抑或跌势，投资者必须逢低吸纳抑或逢高沽空，如果你不抓紧单边上涨抑或单边下跌趋势，分别做多抑或做空，那么只有在下一轮的反向单边趋势中，反向做空抑或做多了。当然，就期货市场趋势而言，投资者如果没能在涨势中做多，还可以在跌势中做空，相比其他现货市场仅能单边做多才能盈利的节奏，还提高了整整一倍的投资效率。

启示二：社会的进步速度在不断加快，对我们也提出越来越高的要求。交叉路口的各种交通主体中，在机动车辆、非机动车、步行人群之间，步行人群是运动速度最慢的，也可以说是处于最弱势地位的主体。因此，步行人群要通过路口红绿灯，必须抓紧时间，力争在绿灯结束跳动、红灯开始闪烁之前，通过路口，才能避免下一个红绿灯转换节奏的漫长等待。同时，交叉路口的红绿灯转换规则中仍有不少对步行人群不利之处。例如，部分路口绿灯闪亮时，仍有同方向的左转弯车辆和右转弯车辆可以通过，而垂直方向的右转弯车辆也可以通过，因此，步行人群必须回避这些转弯车辆行驶的风险，才能保证自身行走安全。

期货市场上，弱势群体应避免

与主观操作相反的市场趋势所形成的价格波动风险。资金规模相对较小的中小散户投资者无疑是市场的弱势群体，不但资金实力和信息收集能力弱于机构主力，而且还缺乏机构法人进行实物交割的权限。因此，中小散户由于资金较小、抗风险能力薄弱，易被期货市场的价格反向运行或者剧烈震荡淘汰出局，并且由于缺乏期现货跨市场套利条件，仅能从风险投机中追逐较高风险的利润，所以中小散户投资者获利手段较为单一，获利能力也较为薄弱。中小散户投资者要在市场中得以生存和发展，还需要比主力机构投资者下更深功夫，正确判断市场运行大势，才能走在市场前面，顺应市场的运行潮流，从而发展壮大自己。

启示三：客观社会给出的机遇和我们做出的主观努力往往存在差异，但只有通过主观努力不断去适应客观社会，而不是期望客观社会倒过来适应主观愿望。交叉路口的红绿灯交通规则一旦制定，每个通过路口的包括车辆和步行人群在内的交通主体都必须遵守，只有交通主体去适应和遵守交通规则。交通规则虽然不排除作局部修改和完善的可能性，但绝不会是交通规则去适应个别交通主体。例如，步行人群欲从路口的东南角走到西北角，可以观察红绿灯状况，选择先通过处于绿灯状态的东西或南北方向，

而后再等待通过处于红灯状态的另一垂直方向。

期货市场中，中小散户投资者既然不能改变市场，就只有改变自己，去顺应市场。要获取盈利、避免亏损，可以先选择波动力度既不过于剧烈、也不过于平缓，交易程度既不过于火爆、也不过于清淡，自己熟悉其供需关系、又适合自己资金规模操作的品种，并适量参与其中，自然，最终结果是获利的可能性相对较大，反之，则亏损的可能性将较大。

启示四：前进道路中总归会同时存在绿灯和红灯，既不可能永远是绿灯，也不可能永远是红灯。不论是漫长的人生旅途，还是激烈的职场生涯，或者是跌宕起伏的期货市场行情，顺境和逆境总是相互依存、相伴而生。行人要通过交叉路口，不但要抓住绿灯“短暂闪烁”的宝贵机会，还必须耐心等待红灯“长久闪烁”的过程。

一个人的漫长人生，除了要学会奋斗和进取，还要学会等待和休息。人生道路上，每个人遇到机遇，要去争取抓住；遭遇挫折，也要及时总结经验，并吸取教训，尤其是遭遇严重挫折，就像是走在交通次干道上的步行人群，则需要等待比绿灯闪烁更长的时间，需要更多的耐心、更长的时间，去抚平交易亏损所造成的伤口，克服暂时遭遇的挫折和煎熬，才能从深深的低谷中慢慢走出。

期货市场中，投资者应树立“胜不骄、败不馁”的胸怀，在控制风险基础上，去积极争取盈利。投资者不但要抓住在单边趋势中顺势而为、盈利状况下的加码投入，而且要在区域性震荡整理的平衡走势中学会休息、观望，要在交易遭遇连续挫折后学会思考、总结、提高，更要在操作失误所造成的交易亏损中，学会坚决止损、壮士断腕、严控风险。

毕竟，世界上万人万事万物有前进，也有后退；有高潮，也有低潮；有增长，也有缩减；有繁荣，也有萧条；有激昂，也有消沉；有盈利，也有亏损；有获得，也有失去；有诞生，也有消亡。正是因为上述诸多对立的两面是作为同一矛盾的两方面而同时存在，缺少一方面，则另一方面也失去存在意义，如此也形成了周而复始、循环往复的周期性规律，人只有掌握了事物变化的周期性规律，才能通过简单重复的增长积累数量，获得质量上的飞跃和突破。

繁忙的交叉路口，车辆和行人熙熙攘攘，川流不息，绿灯闪烁，促使我加快步伐去通过；而红灯闪烁，却也给了我短暂休息的时机。剧烈震荡的期货市场，价格涨跌反复、震荡变化，不但给了投资者顺势而为的投资机遇，而且也给了投资者休养生息、思索提高的片刻时光。

（作者就职于兴证期货）

期货马拉松

■ 文/吴向科

公元前 499 年，爱奥尼亚的希腊城邦发动叛乱，希腊人反抗波斯统治。5 年后，叛乱被镇压。尽管希腊人与波斯人之间第一轮战争中的胜利属于波斯人，但因两个希腊城邦——雅典和埃里特里亚暗中派遣战船驶过爱琴海，支援反叛者，让波斯国王大流士不满。

公元前 490 年，波斯发动了一次惩罚性远征，洗劫了埃里特里亚，不过没能占领雅典。波斯人在距离雅典 26 英里远的马拉松登陆，企图煽动雅典内部叛乱，从而打开雅典城门。但这个阴谋失败了。当波斯人重新登船时，雅典人发动进攻，在马拉松赢得了一次漂亮的胜利，一名雅典士官经长途奔跑将获胜消息带给了雅典，这，就是现代马拉松的由来。

在我的人生观中，人生就像是一次长跑，而期货投资则是我事业的马拉松。坦白而言，至今，我个人依然在追求财富充实和心灵自由的期货马拉松道路上前行。这条路漫长曲折，且常被神话被妖魔化。许多诱惑，许多孤独，许多遗憾，当然，也有不少收获。

和万千领域一样，期货投资也

有独特的行业特征、优势和艰难。就像一个虚拟社会，形形色色的人等参与其中。有制度设计者，有监管层，有交易所，有经纪商，有投资人。投资者结构更加丰富：试图规避价格风险，现货商入市进行企业风险管理；期待获取绝对利润，投机客入市提供流动性；为丰富财富管理工具，机构入市进行资产配置，等等。

这一切，构成了期货投资市场的大生态。所谓生态，优胜劣汰便是常态。期货投资行业也有优胜劣汰，只是加了杠杆和时效，投资人的兴衰更迭速度较传统行业有过之而无不及。作为一个愿意在这个行业里面长期生存，为期货发展做一些贡献的投资人而言，我更期待每个角色都能从自身做起，努力维护生态的平衡。

近些年，期货投资和分析愈发成熟，但投资人的成长也伴随一些痛苦。痛苦更多以风险事件来表现，很多遭遇风险乃至折戟沉沙的人，除去运气因素，更多是投资和分析的一些误区导致。

关于研究方法。我幸运地遇到期货分析方面的优秀导师启迪方

法论，做到科班出身，树立正确的观念。所谓方法论的争辩莫衷一是，百花齐放。初入市场的人好像独自行走于江湖，前有隐忍术士易经八卦，后有统计量化金融工程，左手东方蜡烛古老智慧，右手西方供需法则技术分析，让人眼花缭乱。诚然，多角度多维度论证市场属见仁见智，就像江湖的各种武功，很难最终断定哪种武功技高一筹。然而师傅领进门，修行在个人。橡树资本的合伙人霍华德·马克斯（Howard Marks）极力推崇的投资者重要品质是：拥有独立且正确的思维方式。市场经济环境下，决定价格的因素无疑是古老的供需法则，我相信只有建立了正确的分析方法和思维方式，假以日复一日的训练，才能练就浑厚的内功和独特的招式。如果不训练最基础的东西，就会在练功的过程中走火入魔。

古人云：“以正合以奇胜”，但无“正”无以为“奇”，“正”是“奇”的基础。

关于期货交易。正如马拉松精神一样，在期货交易中，我认为一个期货投资者需要拥有最可贵的

“

不管是投资还是世间万物，对人性的思考以及对自身劣根性的克服和优秀品性的发扬，都是一个人在成长过程中的必修课。

”

品质是：坚韧不拔，学会忍耐。耐心是一种美德，它包括两个层次：耐心等待机会的到来，耐心等待行情的发展和利润的实现。只有极少数人才能凭借深厚的功底和智慧创造机会。对于大多数平凡人而言，机会是等来的。

投机就像山岳一样古老。在古代，“投机”又作“投几”，也叫抛石机。用以投石击敌。有的放矢是投机追逐的最优选择。引申到期货交易，因其高杠杆和时效性，对时机的把握尤为重要。如果不能有效地把握入场时机和出场时机，

会使得事前分析和交易策略化为泡影，预期的利润不能实现。此外，一个好的介入时机直接决定了后续的持仓心态，如果追涨杀跌频繁止损，损失成本的同时也会破坏成功率，形成输家心态或者进入赌徒心态的恶性循环。因此，期货交易也有基础的招式，学会精准的出入市时机并且重复训练乃至形成直觉，才能在漫长的交易历程中累积利润，规避风险。

历史常会重演。《圣经》中说：太阳底下无新鲜事物。人类社会从古至今，基本的人性亘古不变

决定了历史会重演。期货市场只是反映人性的一个很小的场所，虽然它经常在市场中被无限放大。人性的贪婪和恐惧、希望和失望、隐忍和不甘、冲动和报复等等，都会在期货市场以交易结果的形式被“现世报”。不管是投资还是世间万物，对人性的思考以及对自身劣根性的克服和优秀品性的发扬，都是一个人在成长过程中的必修课。诚实无欺的性格，良好的投资习惯是风险市场中的避风港湾，正能量的思考方式方能和市场同进退，共发展。

有人说过，期货市场的每一天都是新鲜的，但每一天似乎又是重复的。在我们的人生长跑、期货马拉松过程中，非凡的可能性和同样非凡的风险潜伏在将来。而这些都可以通过我们深思熟虑的行动加以改变。尽管像过去一样，我们仍然无法预测我们所做的和未曾做过的一切，会对他人或这个市场带来什么样的后果。因此，期货投资一如既往，依然是对未知事物的一种壮丽而充满曲折的探索。

（作者就职于华泰期货有限公司）



加强逆周期调控 应对全球经济衰退

■ 文/刘萌

2012 年以来，全球经济持续疲软、商品价格普遍下跌，表明存在深层和长期的因素在制约经济增长。根据康德拉季耶夫长波周期（下称康波周期）理论，可以判断当前全球经济正处于衰退后期，并向萧条阶段过渡。我国经济周期与全球康波周期表现出较强的一致性，建议加强逆周期政策调控。

一、康德拉季耶夫长波周期简介

康波理论诞生于 1920 年代，彼时正值经济大萧条。康波理论以价格、利率等指标的统计数据为依据，分析经济变化规律并有效预测了此后的经济波动，受到社会各界的普遍认可。

康波理论的主要观点包括：

一是康波理论研究的主要是资源品总体价格的长期波动，导致价格长期波动的深层原因是革命性科技创新。新技术改变了原有生产效率，社会经济生活发生重大变化，随之而来的供需变化直接体现在工业品、黄金、房地产、股票等资产价格上；二是康德拉季耶夫根据价

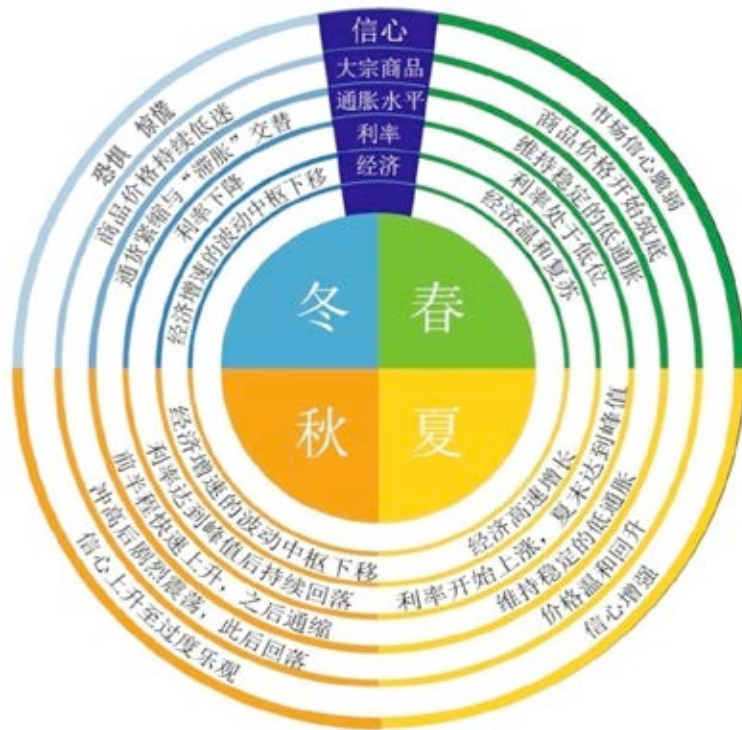
格的统计结果推导得出，一个完整的价格长期波动大约历时 50—60 年，经历上升和下降两个过程，分为夏（繁荣）、秋（衰退）、冬（萧条）、春（回升）四个阶段；三是每个阶段中主要经济指标具有明显的运行特征（见图 1），如物价通常在回升期和繁荣期维持稳定，衰

退期剧烈震荡（涨跌幅度往往高达 60%—70%），萧条期冲高回落，“通缩”与“滞胀”交替出现。

二、全球经济正处于第五轮康波周期的衰退后期

对 1780 年以来价格、利率等指标的数据统计分析结果表明，康

图 1：康德拉季耶夫长波周期各阶段的指标表现特征



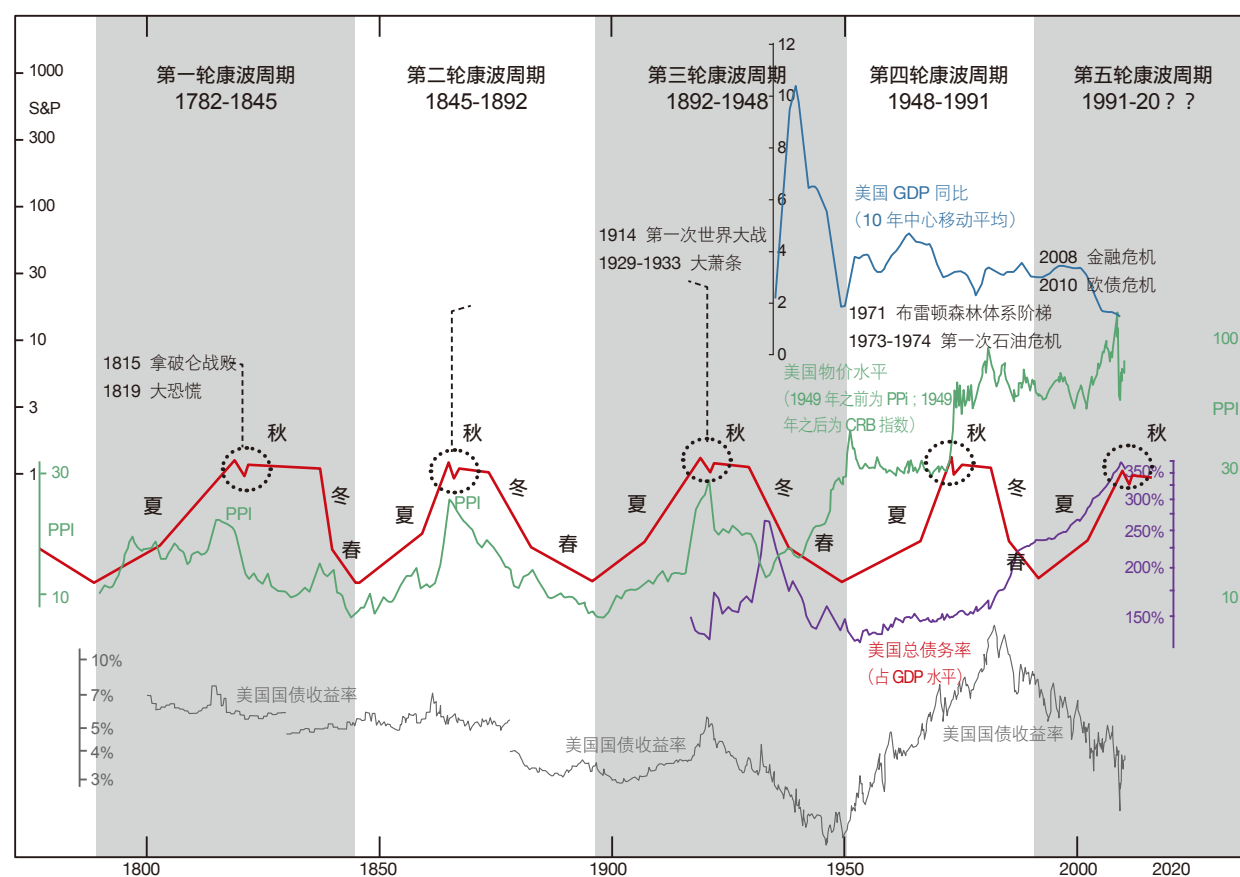
波周期中各项指标的表现特征和规律可概括如图2所示。一是技术创新的停止或衰竭、生产率回落，意味着繁荣阶段的结束。生产率的高点一般也是康波繁荣期的顶点，低点则是萧条期的终点；二是经济增速。实际GDP增长率的连续下降是确认经济处于衰退期的重要依据。一般在衰退阶段都会出现一次标志性的经济危机；三是通胀水平和物价。回升期和繁荣期的物价水平保持稳定；商品价格在衰退阶段开始暴涨暴跌（幅

度可达60%—70%），价格的顶部意味着衰退期，价格的底部则多出现在衰退向萧条过渡时期。

前四轮：第一轮康波周期（1782—1845年）发端于纺织、蒸汽机技术的第一次工业革命，制造业以纺织业为主导快速成长，经济增速空前。之后以1815年拿破仑战争为转折，随着金融大波动和价格暴跌发生了第一次经济危机，经济陷入长期萧条；第二轮康波周期（1845—1892年），钢铁、煤、石化重工和运输业的创新彻底改

变了动力来源、运输方式，经济高速增长。此后全球经济于1866年进入衰退，以1873年的证券交易危机为转折，19世纪末的二十多年全球陷入长期萧条；第三轮康波周期（1892—1948年），电气、重化工业进步推动经济高速增长。至1920年代，科技革命作用发挥殆尽，全球进入衰退。以1929年的股市崩盘为转折，全球经济进入了严重萧条；第四轮康波周期（1948—1991年），汽车和电子计算机技术推动经济增速在50—60

图2：五轮康德拉季耶夫长波周期走势图



年代达到5%。进入70年代，由于布雷顿森林体系瓦解和两次石油危机的冲击，全球步入衰退期并表现出“滞胀”特征。

依据以上三点特征，可以判断全球经济正处于第五轮康波周期的衰退阶段，并在向萧条过渡。一是科技创新在2000年出现拐点，此后创新动能开始下降。美国信息技术设备和软件投资（ITESI）在1980年代的几年年均增速达13.5%，90年代为8.6%，但在2001—2007年回落至-6.5%；二是GDP增速在2000年后放缓，2008年后放缓迹象日益明显。全球GDP增速的波动中枢在近5年由1994—2007年的4.2%降至3.6%；三是通胀水平2011年后系统性下降，资源品价格连年下跌。全球CPI同比增长自2011年的4.8%降至2015年的2.6%。CRB现货指数较2011年高点已跌去32%。反映工业品价格的OECD-PPI同比连续下滑。大宗商品价格出现了60年来持续时间最长、幅度最大的下跌，工业品下跌幅度最大。

康波周期衰退阶段的大宗商品价格表现：全球大宗商品价格自2012年后进入周期性熊市，未来2—3年仍处于探底过程中。根据大宗商品价格表现，我们把这轮衰退阶段分为两个阶段。

（1）2002—2012年的大宗商

品牛市。长达10年的大宗商品牛市，并在2008年和2010年出现了两个价格顶部。2008年发生的金融危机，导致全球GDP同比增速大幅下滑，正式确认了繁荣期的结束和衰退的开始。历史上，全球性经济衰退也多数发生在长波衰退阶段末期，比如1929—1933年的大衰退。

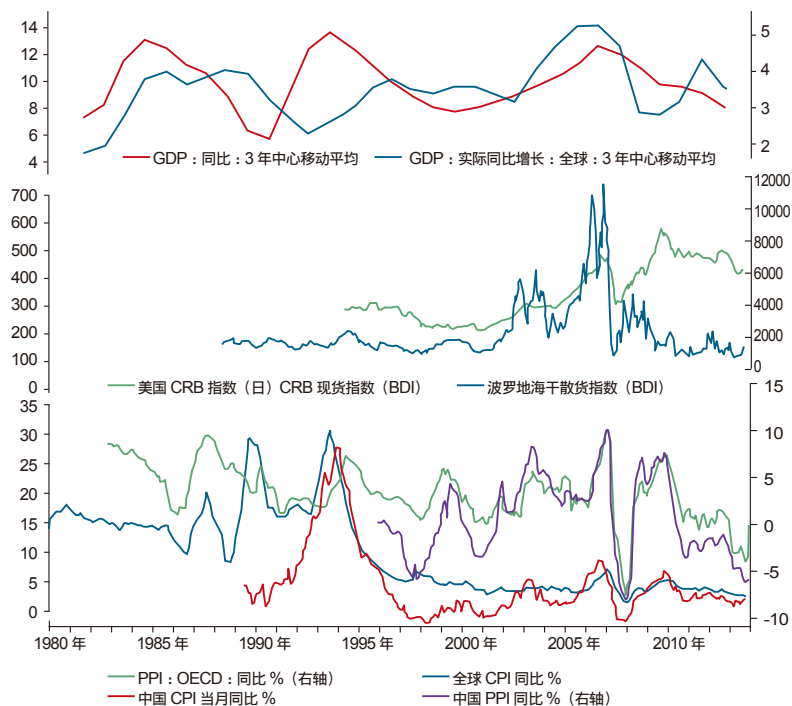
（2）2012年至今，大宗商品进入周期性熊市。自2012年后，大宗商品开始进入周期性的熊市，价格开始大幅震荡。理论上康波周期的衰退和萧条阶段会始终伴随着价格的短时剧烈波动。目前全球经济仍在探底阶段，全球货币流动

性趋于收缩，通缩特征明显且价格已接近谷底。以历史经验可以确认，第五轮长波衰退和萧条阶段的连接点必然是一个康波大宗商品价格的最低点（但不会回到2001年的价格水平），其出现的时间大致在2016—2018年。

三、我国经济周期与全球经济周期有较强一致性

中国经济在第五轮康波中开始融入全球经济，并与全球经济周期呈现出日益显著的一致性（见图3）。一是我国GDP增速放缓与全球波动的趋势一致。金融危机后的五年，全球GDP同比增速下

图3：中国各主要经济指标与全球对比图



移。我国 GDP 增速拐点与全球拐点一致，自 2008 年开始回落，由 2007 年的 14.16% 回落至 2014 年的 7.4%；二是我国 PPI 与全球 PPI 走势高度相关。由于经济对外开放程度不断提升，自 1995 年后我国 PPI 变化与全球 PPI 高度相关。全球 PPI 同比自 2011 年 7 月开始深度下跌，而我国 PPI 同比在同时期触顶回落，2012 年 3 月以来持续为负；三是我国热钱流动与新兴市场趋同。我国自 2014 年开始出现热钱流出，且规模不断扩大。海通证券按不完全替代指标测算的 2015 年前 11 个月热钱流出规模约为 2014 年的两倍。四是 A 股市场与全球股指的拐点一致，多数在二季度出现见顶回落。美国道琼斯工业指数和标普 500、德国 DAX、法国 CAC40、英国富时 100 均在 4—7 月期间见顶回落。

四、康波周期研究对我国的启示

我国正处于结构转型期，同时叠加了全球第五轮康波衰退期的影响，经济面临较大下行压力。建议加强逆周期经济调控，积极应对当前及今后一段时期复杂的经济形势。

（一）需求侧的宏观改革措施

一是增加外需的调控手段。从贸易层面看，改革措施主要包括

展开区域性贸易谈判、签署贸易协定、拓展对外经济合作。一带一路战略将推动扩大海外需求的增加。从金融层面看，主要方法有推动贸易外汇自由化发展，这将主要借助我国的人民币国际化和汇率、利率市场化改革完成。

二是增加内需的刺激措施。提高国内消费力，主要需要提高中产比重、加快城市化进程，通过提高国民收入水平刺激内部需求。日本经济转型时采取的国民收入倍增计划，对其长期经济发展、提振国内消费起到了显著和深远的效果。主要手段包括充实社会资本、推进农业现代化、中小企业现代化、促进后进地区的开发、重新研究公共投资按地区分配等。

（二）供给侧改革的重要手段

在产业转型、经济结构调整阶段，发达国家均有明确的供给端战略改革目标和配套产业、金融措施，以下措施可供我国借鉴。鉴于当前经济的复杂形势，应谨慎借鉴他国在资本项目改革方面的措施。

90 年代的美国，第三产业迅速崛起，对外投资的改革措施发挥了重要作用。美国为促进对外投资，一是出台了“国家出口战略”的贸易综合改革方案，放宽新兴行业对外直接投资限制，二是与 19 国签订双边投资协议，促进对亚太、拉美发展中国家投资，

三是通过美国私人海外投资公司（OPIC）提供对外投资贷款及贷款担保，四是实行《金融服务现代化法》。

1960 年代，日本在经济转型期通过扩大海外直接投资、对外转移产业来出清制造业过剩产能，顺利完成了工业化进程。该阶段日本以制造业为首的海外投资急剧增加且主要面向发展中国家。1969 年日本采取了对外投资自由化措施，1971 年取消额度限制，日本自此开始了对海外的大规模投资和产业转移。与此配套的金融措施还包括：通过银行提供长期低息资金，设立海外基金、海外贸易开发协会，提供海外投资保险等。

（三）中国的出路在结构性改革

构筑多层次资本市场，加大新兴产业支持力度，助力中国结构性改革。从长期看，能够推动经济走出衰退—萧条的真正动力仍来自于科技创新、结构转型所带来的生产率提升。中国需要通过结构性改革推动技术进步、提升生产率，以顺利完成经济转型并迎来全新发展期。应通过构建多层次资本市场、完善金融扶持政策，设立不同于传统行业的发展战略新兴板，为初创、新型业态、新商业模式的企业提供更多样化的资本市场服务。

（作者就职于中国期货市场监控中心）



期货公司大宗经纪业务研究

■ 文/原欣亮

国内私募基金快速发展，需要大量的托管、外包和专业服务，大宗经纪业务（Prime Broker，主经纪商业务，简称 PB）于是成为券商、银行、第三方机构的必争之地。近两年来，各大机构，尤其是券商，已逐渐将大宗经纪业务作为战略性业务推进。本文主要就当前政策和市场背景下期货公司大宗经纪业务的开展展开讨论。

一、国内 PB 业务发展现状

2014 年《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》实行后，国内私募基金获得身份上的合

法化。由于可以自主发行产品，经备案的私募基金可开立证券账户，产品发行可避开中间通道环节。此背景下，私募基金迎来了快速发展的春天。基金业协会数据显示，截至 2015 年 12 月底，基金业协会已登记私募基金管理人 25005 家，已备案私募基金 24054 只，认缴规模 5.07 万亿元。其中证券管理基金 14553 只，管理规模 17892 亿元。

《基金业务外包服务指引》于 2015 年 2 月 1 日正式实施，鼓励公私募基金自主发行产品时将部分管理人职责外包给专业的基金业务外包服务机构。随着券商等机构纷纷取得私募基金综合托管牌照和外

包业务等相关资格，券商重金打造主经纪商（PB）平台，为私募基金提供一系列的综合服务。

托管和外包业务是当前券商 PB 平台介入私募基金业务的基础环节，目前券商在托管和外包服务的行业收费约为 0.2%—0.4%，根据 9 月底私募基金规模粗略估算，仅基础托管和外包服务的市场蛋糕就能达到 90—180 亿。除此之外，我们还需要考虑私募基金的发展速度，从图 1 私募基金认缴规模走势可以发现，过去近一年时间中，国内私募基金认缴规模每月增长水平在 30%，而证券投资私募基金的认缴规模则以每月 15% 的速度进行增长，按照图 1 拟合结

果计算的年增速在 180%。即使随着基数增大, 增速有所下降, 预计未来两年每月 100% 的增速仍可能维持。更重要的是, 机构尤其是券商的发力目标是为私募基金提供一条产业链的服务, 提供涵盖产品发行到运作结束所需要的一切服务, 如交易系统、种子基金、产品销售、研究支持、杠杆融资等服务 (表 1、图 1)。

二、期货公司开展 PB 业务的现状

(一) 与券商相比期货公司不具备托管资格

2004 年以前, 国内券商与国外

券商一样, 具有客户保证金的托管功能。然而由于当时保证金挪用现象时有发生, 监管部门引入了目前通行的保证金第三方存管制度。所有证券必须由中登公司进行登记并实际托管, 由存管银行负责投资者交易清算与资金交收, 证券公司丧失了托管资格。然而, 随着资本市场的发展, 托管功能缺失的负面影响显现, 券商融资融券、场外交易市场产品等方面的创新受到了限制。

当前部分券商已重新获得托管资格, 这将构建差异化的业务模式, 从而开辟全新的商业模式和盈利途径。对传统券商而言, 托管服务具

有低成本、不占用经济资本、收入稳定与业务协同效应显著等特点。同时以托管服务为基础, 可以增加客户黏性。券商依旧可以赚取私募的股票买卖交易佣金, 私募基金的交易比较频繁, 长期来看, 这部分佣金收入不菲。除此外, 提供杠杆服务的息差、一系列的创新业务和衍生服务都将给 PB 业务带来新的赢利点。

但是期货公司不具有托管资格, 只能通过券商系、银行系的母公司对这部分收益进行分成。这将在 PB 业务的竞争中处于劣势。

(二) 不同类型期货公司的 PB 业务现状

1. 券商控股的期货 PB 业务

随着近年来金融机构纷纷收购和入股期货公司, 资本混业不断加速。到 2015 年为止, 券商系期货公司达到 66 家, 银行系、信托系等期货公司, 保险、私募基金、PE (私募股权投资) 等资本也在加快介入期货行业。

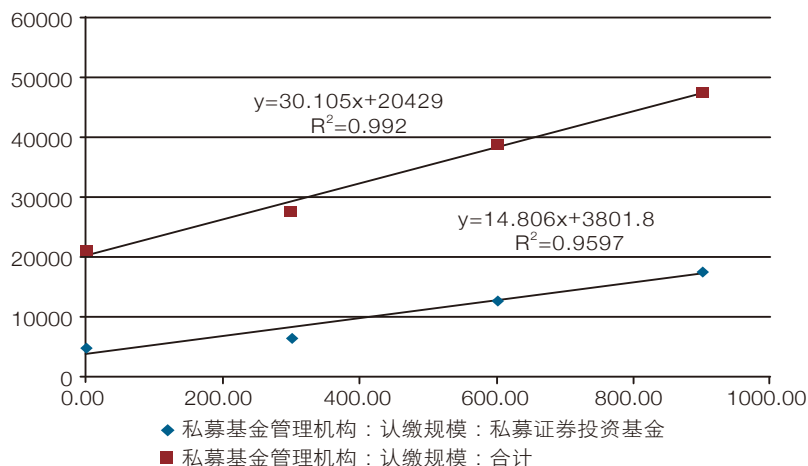
我们可以发现一些大型券商将 PB 业务作为战略性业务推进, 重金打造主经纪商 (PB) 平台。2015 年下半年监管层要求对场外配资进行规范, 其中一个方式就是将证券类信托产品的接口转移至主经纪商业务系统, 这推动了券商对 PB 系统和服务的改造、投入以及业务的发展。

组织结构上, 有的机构通过成立专门服务机构客户的部门——机构业务部作为提供服务和整合资源

表 1 某中型券商的 PB 业务收费标准

项目	收费标准	备注
托管费	费率 0.1%, 年最低收费 3 万	1. 如果产品设计较复杂, 则费率应适当上调, 与客户商议确定 2. 若产品设计较简单 (如: 仅进行场外投资), 则费率可适当下调, 与客户协商确定
外包服务费 (估值 + 份额登记)	费率 0.1%, 年最低收费 3 万	
托管 + 外包服务业务打包收费	总费率 0.2%, 年最低收费 5 万	

图 1 私募基金认缴规模走势图



的窗口，揉合集团内相关公司及部门，如营运中心、稽核风控部、信息技术部、研究所以及资金财务部，致力于为机构客户提供前、中、后一体化的全方位解决方案。

这种模式下，私募基金的大宗经纪业务需求中（如图2所示），期货公司可以提供除了托管和运营的其他服务，比如现在的交易平台多是构建了广泛的交易标的入口，可以交易金融期货和商品期货。收入方面，期货公司作为分支机构，有针对性地引荐投资者，开展客户开发及维护、客户资质初审、客户需求反馈等工作。部分分公司为了鼓励PB业务的开发，推介的私募基金的托管费和外包费收入将100%计入分支机构。除此外后期可能会有佣金收入、顾问费、管理费分成及超额提成等。

近期随着监管机构对场外配资的打击，在进行资产配置的过程中，私募可以借助衍生工具的特性来寻求放大杠杆，这就对涉及大类资产配置的产品设计及期货投研咨询提

出了更高要求。这种模式下，多数金融公司拥有多牌照，具有多种业务资质能够为私募基金提供更为专业、丰富、灵活的金融服务，满足更为多元化的业务需求。

2. 传统期货公司PB业务开展现状

为了适应混业经营的新业态，一些大型的期货公司早已开始探索集团化经营模式。有期货公司考虑建立一个金控集团，下设资产管理子公司、技术子公司、海外子公司等各类子公司来做PB专项业务。

目前这类期货公司的主要发力点在三个方面：一是发挥在衍生品服务领域的优势，提供杠杆及大类资产配置等领域的服务；二是在交易平台及管理、IT运营方面提供优势服务；三是为私募或基金提供场外衍生产品，解决其对冲风险和资产配置的需求，包括OTC端场外期权、互换业务等。其中严格的风险控制是国内期货公司的优势，一般来说会有四层保护，即托管方日内监控、运营商实时

监控、期货资管本身的服务方对盈亏的实时监控，还有期货账户有每天的保证金监控。此外，场外衍生品也发展迅速，仅2014年浙商、中信、鲁证、南华期货等公司就分别推出了大豆、棕榈油、沪深300指数、豆粕、铁矿石等场外期权。

同时，监管层出台一系列新政为期货公司打通了融资渠道，首次公开发行（IPO）、发行次级债都已成为期货公司补充资本金的重要途径。这样，期货公司可以建立自己独立的投资交易管理平台，实现强大的交易功能包括量化交易和程序化交易及风控功能等。可以在期货、证券、银行间市场打通跨市场间IT技术，提供更专业的服务。

三、期货公司开展大宗经纪业务的新思路

（一）全牌照（多牌照）下的PB一体化平台

随着近年来金融行业的混业整合加速，金融控股集团拥有全牌照资源的条件下，为私募基金和机构投资者提供一站式金融服务。随着财务管理蓬勃发展，未来资产管理、财富管理等创新业务是期货公司的突破口。打破金融牌照的藩篱，围绕产品的发行渠道、策略和设计做深入挖掘，未来逐步用“产品化服务”替代传统通道服务，加速由经纪公司向多元化发展的金融服务公司迈进。

2015年12月23日举行的国务院常务会议明确要研究证券、基金、

图2 私募基金的大宗经纪业务需求分析



期货经营机构交叉持牌。大型期货公司要向综合性的金融服务机构发展,打破小众化,也反映了金融机构发展的一个大方向——混业经营。

混业趋势下,产品将是结合创新金融和传统金融重要的载体,而场外衍生品将成为打通金融机构壁垒的重要工具。根据国际清算银行的统计,2015年上半年全球场外衍生品合约的规模(未平仓名义金额)已经达到553万亿美元,是同期场内市场的9倍。美国对冲基金主要投资衍生产品,其投资衍生品名义规模平均是对冲基金自身净资产的5倍左右,因此对冲基金投资的衍生品名义规模可以达到14万亿美元。美国对冲基金的规模是中国的11倍以上。

对比国内,私募基金和实体企业也都存在各种避险和资产配置的需求,但目前国内市场上能提供的衍生产品太少。2015年国内场外衍生品规模有所增加,永安资本的业务量从前一年寥寥几单至今已有50多单,加入场外衍生品市场的期货公司数量也从两三家到了两位数,但这还只能算是起步阶段。对比国外成熟场外衍生品市场的规模,期货公司PB业务还有巨大的发展空间。

(二) 全球跨境投资平台

境内外资本融通的进程不断被推进,合格境内个人投资者(QDII2)境外投资的方案已经开始研究,将进一步扩大合格境内投资者的主体资格,增加投资额度。早在2013年11月,招商基金推出的全球跨境套利交

易平台就引起了业内关注。招商基金通过QDII专户形式创新跨境投资模式,为包括私募等在内的投资机构开辟出一个阳光化平台,解决了资金出入境通道的问题。期货公司借此打通其自有内外盘跨市场产品交易通道,实现对内外盘交易的统一风控、估值,以及私募基金跨境业务的阳光化、规模化运作。格林大华证券(香港)及格林大华资产管理(香港)有限公司2015年7月开业后,成功打通了其上海机房至香港机房和投顾方至香港的专线,为跨境投资提供出最直接快速的交易平台和个性化服务。

(三) 种子基金和孵化平台

中信证券是国内首家引入孵化机制的券商,以20亿自有资金滚动投放,重点扶持处于婴儿期、初创期的私募基金,这笔资金承诺6个月锁定期。永安期货正在推动“中小投资者成长计划”,通过整合包括保证金存款、托管业务和自有资金,以及风险管理子公司资金在内的各项资源,确保与优质金融机构的对接能力,提高了资金匹配效率,目前已成为财富管理发展的得力助手。

随着金融行业间跨界合作多方面多层次展开,国内银行也与期货公司进行合作,为私募基金的发展提供支持。2015年民生银行对期货资管授信规模超过百亿元,并且创新设立了期货资管母基金模式。其中民生银行和海通期货合作推出了私募“明日之星”计划,期货公司熟悉期货和衍生品,具有风控人才、

经验和优势,银行提供优先资金,期货公司甄别和筛选期货私募,并帮助他们设立发行产品的模式,可以实现三方优势互补、发挥合力。

总而言之,2015年私募基金行业经历了大起大落,私募管理人与私募产品发行数量的增速和增量都创新高。上半年私募基金行业爆发式壮大,私募外包机构包括期货公司大力建设PB平台,发展大宗经纪业务。股灾后监管层期指限仓和基金业协会监管收紧都会让期货PB业务的发展暂时放缓。

展望2016年,政策不断完善将使得私募基金更为规范、健康地发展。年初的全国证券期货监管工作会议为国内私募基金及相关大宗经纪业务的发展确定了基调。监管部门强调加强私募基金监管,既要抓紧完善相关法律法规,健全监管制度,全面加强对风险环节检查、严惩违法违规行为,同时也要抓紧制定完善私募基金募集行为管理办法和内部控制、信息披露、投资顾问、托管外包、合同指引等自律规则。会议为机构和期货公司开展PB业务服务的创新指明了道路,要坚持正确的创新方向,业务创新应与合规风控相适应,要紧紧围绕服务实体经济宗旨和资本市场中介服务的基本定位。2016年私募基金行业和大宗经纪业务将乘着制度完善、金融创新的浪潮继续稳步前行。
(作者就职于格林大华期货,本文根据第十期中期协联合研究计划改编)

利用期货市场设计 农业保险产品对冲价格风险

■ 文/李志勇 杨维 曾嵘

一、我国农产品价格保险的发展现状

2014 年中央“一号文件”提到农产品目标价格制度并鼓励保险机构开展特色优势农产品保险；同年 8 月，国务院发布“新国十条”明确提出农业保险创新的方向，即开展农产品目标价格保险试点；2015 年，中央“一号文件”也提到完善农产品价格形成机制，总结改革试点经验，完善补贴方式，积极开展农产品价格保险试点，并运用现代信息技术，完善种植面积和产量统计调查，改进成本和价格监测办法。

跟随国家政策的导向，全国各地陆续开展了农产品价格保险的试点推广。2011 年，上海市农委和安信农业保险公司在全国率先推出蔬菜价格指数保险，将农业保险的承保范围从生产风险扩展到市场风险，受到了社会各界的广泛关注和好评。随后，保险公司纷纷研究和试点价格指数保险产品。

2012 年北京市农委和安华农业保险公司推出了生猪价格指数保险试点，人保财险在江苏省张家港

市也推出了夏季保淡绿叶菜价格指数保险。2013 年 5 月，我国首款生猪价格指数保险在北京诞生。2013 年四川省推出蔬菜价格指数保险。2013 年 8 月中航安盟保险研发出育肥猪价格指数保险首先在彭州落地。2013 年 9 月 12 日，成都市在龙泉驿区等 13 个区县正式启动政策性小家畜禽保险试点。同年 10 月，成都市政策性蔬菜价格指数保险问世。

国家发改委于 2014 年决定逐步建立农产品目标价格制度，北京、江苏、张家港等地也都纷纷试推农产品价格指数保险，开发有针对性的金融产品，拓宽融资渠道，服务现代农业发展已是大势所趋。与此同时，国家有关部门正在探讨利用价格保险调控农产品市场价格的可能性，农产品价格保险在我国大有“燎原之势”。有业界专家指出，价格保险将是农业保险发展的新趋向。

虽然之前的价格指数保险产品只有保险功能，缺乏对风险的缓释，但也是很好的探索。本文借鉴国外先进成熟的保险体系经验，利用期

货市场的价格发现功能和套期保值功能，探讨开发推广一种新型的小麦价格保险产品，完善我国现有的农业保险体系。

二、我国小麦期货市场有效性分析

农产品期货市场的功能得以充分发挥的前提是期货市场是有效的，所以有必要对我国期货市场效率进行规范的实证检验。郑州商品交易所是我国较早按规范期货交易机制运行的交易所，小麦又是郑州商品交易所第一批期货交易品种，交易历史相对比较长，因此对中国期货市场而言，小麦期货市场具有一定的代表性。通过分析期货价格和未来现货价格之间的协整关系来检验期货市场效率。

采用郑州商品交易所普通小麦期货产品 2012 年 3 月 30 日到 2015 年 1 月 30 日期间交割的共计 24 个期货合约分别进行单位根检验和协整检验，得出结论：我国小麦期货市场是基本有效的，即具备期货市场的基本功能。这就为后

面我们根据期货市场的价格发现功能,利用期货价格来预测未来现货价格,从而开发农产品价格保险提供了理论依据。

根据这个结论可以设计一个小麦价格保险产品,这个产品为小麦的毛收入(即价格 $\times$ 产量)提供了有效保障,作物收入保障金额(即农民受灾后获得的赔付金额)由农民投保时所选择的收入保障范围、保障价格和历史平均产量三者相乘计算得出。

三、农产品价格保险及其作用

农产品价格保险是政府支农惠农目标通过保险这一市场化手段来实现的,它主要通过农产品价格保险的制度设计以及保险产品中保障水平高低与保费补贴多少来体现。农产品不同的保障水平和保费补贴比例体现了不同的政策目标导向。

我国目前正探索建立农产品目标价格制度,而这一制度可以通过农产品价格补贴和农产品价格保险两种方式实现。农产品价格保险主要通过农产品价格保险的制度设计以及保险产品中保障水平高低与保费补贴多少来体现,农产品不同的保障水平和保费补贴比例体现了不同的政策目标导向。

农产品目标价格保险中的核心是保障价格的设定,正确选择和设定价格保险中的保障价格标准,对农产品目标价格的有效实施至关重

要。这是因为,当农户预期未来农产品价格高于保障价格时便不会选择投保,而当预期未来农产品价格低于保障价格时都会选择投保,这样会使得保险人的承保风险剧增,使价格保险难以实施。

一般认为,有效期货市场中的远期合约价格是最理想的预期价格,是保险保障价格确定的依据。因为有效期货市场具有价格发现功能,期货市场的远期合约价格已经充分包容了长期趋势性、周期性、季节性等可预期因素对农产品价格的影响,因此,期货远期合约价格更加接近于远期真实价格,保险人和被保险人双方都不会做出比期货市场更好的预测。因此,国外发达国家的价格保险都以期货市场远期合约价格作为预期价格,用于设定保险标的保障价格的依据。

前面我们已经对我国小麦期货市场的有效性进行了检验,得出来的结果表明,我国小麦的现货价格和期货价格之间存在长期均衡关系,即我国期货市场上小麦的期货价格可以在很大程度上预测未来现

货价格。这就说明可以通过我国期货市场的远期合约价格来制定保险合同中的保障价格。

四、来自南阳市小麦市场的实证分析

河南省是我国重要的粮食生产基地,目前河南省主要种植的粮食作物,有小麦、玉米、花生等,而小麦是河南省最主要的粮食作物,占全国小麦产量的28%。从耕地面积上来看,2013年,河南省小麦种植面积达0.54万公顷,比2012年增长0.5%,小麦种植面积占到河南省总粮食种植面积的53.23%。近十年来,河南省小麦的产量,单产水平不断提高,对于河南粮食的贡献程度也日益提升。而南阳市又是河南省最大的小麦种植产地,具体小麦种植面积及产量情况如表1所示。

传统的价格保险最大的缺陷就是没有风险对冲机制,近年来保险公司创新开发的各类价格保险,费率计算通常是基于历史价格波动测算,保险公司面临巨大风险敞口且

表1 河南省南阳市2009—2013年小麦种植面积及产量

年份(年)	播种面积 (千公顷)	播种面积占比 (%)	产量 (万吨)	单位面积产量 (千克/公顷)
2009	660.96	35.59	354.77	5368
2010	663.06	35.73	357.63	5394
2011	666.40	35.78	360.52	5410
2012	668.78	35.90	364.37	5448
2013	672.35	36.04	364.77	5425

“

保险公司在提供保险产品的时候可以有效地规避可能存在的巨额理赔风险，这又保障了保险公司的经营发展。因此，探索利用期货市场来对冲农业保险所面临的风险是具有重要意义的。

”

无法通过再保险转移全部风险，业务常常出现巨额亏损。

本文设计的期货价格保险主要基于上市交易的农产品期货，比如小麦，因此能打开传统价格保险缺少风险对冲机制的束缚，提高保险公司的承保能力，显著降低农户保费，使得新型价格保险规模惠及更多农户。

参考美国最具代表性的成熟的目标价格保险产品方案——地区收入保险（GRIP），其运作机制是在农户播种完成后，保险公司通过农村合作社与农户拟定商业保险合同，合同生效期为签订日至下一个播种期前。河南冬小麦播种期一般为十月初到十月中旬，收获期为五月底到六月初。保障价格是根据期货市场价格来设定的。其中期货市场价格又包括两部分，一部分是从签约的十一月份到第二年九月的远期交易合同中的平均期货价格；另一部分是第二年六月份到九月份的远期

交易合同中的平均期货价格。这两者价格较高的就作为价格保险产品中的保障价格。

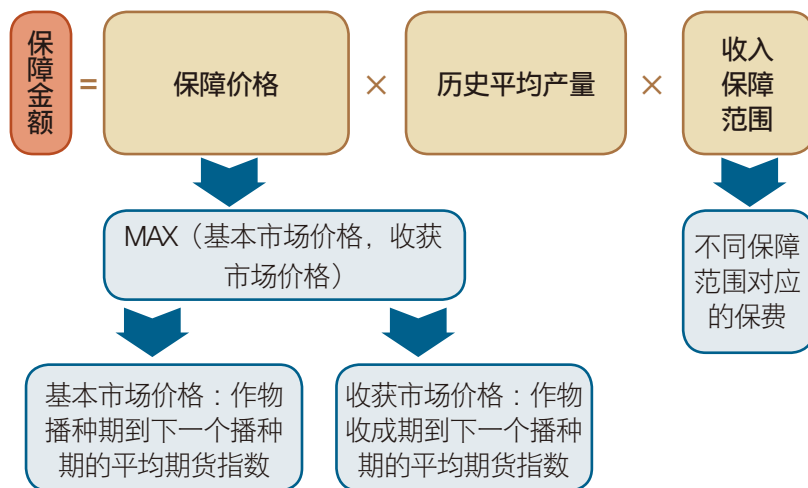
具体计算公式如图 1 所示：

根据搜集到的过去几年郑州商品交易所上市的普通小麦期货价格，可以计算出每年的保障价格，再根据南阳市过去几年的普通小麦现货市场收购价格、普通小麦产量，就可以仿真模拟计算出小麦价格保险产品是否对农户的收入有保障作用。并且，通过 2012—2015 年共 3 年的仿真模拟计算，再结合南阳市小麦种植农户的收益情况，可以最终计算出一个合适的保费。

五、保险公司利用期货市场对冲风险的方案

鉴于我国农业生产所面临的复杂多变的自然风险和市场风险，保险公司在推出农产品价格保险产品的时候，需要考虑自身所面临的巨

图 1 保障金额的计算公式



灾理赔风险。依据期货市场套期保值的功能可以有效地降低潜在的经营风险。

对参保农户而言,与保险公司签订的价格保险合同实际上是买进了一种卖出期权。如果保险责任到期时的市场实际价格高于保险合同约定的保障价格,投保农户可以放弃履约权利;如果保险责任到期时的市场实际价格低于保险合同约定的保障价格,则投保农户可以行使履约权利,要求保险公司根据保险合同启动赔付从而获得相应补偿。

对保险公司而言,保险公司向期货公司购买看跌期权,约定一个未来的卖出价格,在到期日如果小麦市场价格真的下跌,低于期权合同中约定的卖出价格,则期货公司向保险公司赔付价差款,保证最终按照事先约定的卖出价格获得收益;如果到期小麦价格高于期权合同中约定的卖出价格,则可放弃按照预定卖出价卖出的权利。

与此同时,期货公司作为期权出售方,通过承接保险公司不愿承担的风险来获取权利金收入,然后凭借其在研发、技术等方面的优势和能力进入期货市场交易,将转移过来的风险进行套期保值、风险对冲,得到合理收益。

保险公司在推广这个价格保险产品的时候,采取试点方式,一方面是和农村合作社、种子公司等机构积极合作,依靠它们开展保险业务,拓展客户,在农户中间形成口碑营销,再大面积推广开来,鼓励

更多的农户以集体的形式参与进来;另一方面与期货公司合作,保险公司直接参与期货市场交易的能力不强,与期货公司合作更加专业合理,将风险通过场外期权进行分解;同时响应国家政策,与当地政府展开合作,利用政府补贴措施来分担风险,并为农户提供更多的补贴和惠利,最终形成多方共赢的格局。

六、农业保险利用期货市场对冲风险具有重要意义

保险公司积极利用期货市场,推出农产品价格保险,可以为我国农户的种植生产提供良好的保障;同时,利用期货市场套期保值的功能,保险公司在提供保险产品的同时可以有效地规避可能存在的巨额理赔风险,这又保障了保险公司的经营发展。

对于国家而言,风险得到分担,国家不用像过去一样为农业保险兜底,财务亏损巨大。通过推广新型农产品价格保险,农产品市场风险将会由政府转移为利益相关方共同承担:保险公司将承担的部分价格风险转移给期货市场,农民将价格风险以保费的形式转移给保险公司。在稳定了农产品市场价格的同时增强了农业企业的再生能力并且提高了农业抗风险能力。

对于农户而言,以确定的保费避免未来市场价格波动的风险。在目标价格保险的保护下,农户无需因为期货市场门槛高而望洋兴叹,农户可选择不同的保障水平,为自

己未来的风险进行买单。

对期货市场而言,期货市场在价格保险中可以充分发挥其基本功能。

具体来看,一是利用了期货市场的价格发现功能。保险公司推出农产品价格保险,为我国农户的种植生产提供了良好的保障。一方面可以引导农户安排种植品种的比重。比如,如果某一农产品期货品种价格上升,就提示生产者应该增加该品种的产量,反之则应该控制该品种的产量。从而能够科学地安排农业生产,稳定收入来源;另一方面,根据农产品期货市场的价格发现这一功能,也能够很好地解决农民销售农产品的时机问题。在农产品期货市场价格先于现货市场价格变动,而现货市场价格还没有得到反映时,农民应该根据期货市场价格来决定农产品的出售与否。比如,当小麦期货价格上升而现货小麦价格还没有发生变动时,农民就要“惜售”,等价格上去了再行出售;当小麦期货价格下降而现货小麦价格还没有反映时,农民就要将手中的现货小麦先行出售,从而避免以后小麦价格下跌给自己带来的风险损失。

二是利用了期货市场的套期保值功能。保险公司在提供保险产品的同时可以有效地规避可能存在的巨额理赔风险,这又保障了保险公司的经营发展。因此,探索利用期货市场来对冲农业保险所面临的风险是具有重要意义的。

(作者就职于西南财经大学,本文根据第十期中期协联合研究计划改编)



何海峰

中国社会科学院金融政策研究中心主任，2010 年兼任中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长。主要研究领域是金融政策和金融产品创新，2012—2013 年在哈佛大学法学院国际金融体系做访问学者。

人民币国际化的几点思考

■ 文/何海峰

作为人民币国际化发展的一个里程碑，2015 年 10 月 8 日，人民币跨境支付系统（CIPS）一期正式在上海上线运行。这距离 2015 年 6 月 11 日中国人民银行发布《人民币国际化报告》还不到 4 个月的时间。但是，如果从 2009 年 4 月 8 日国务院批准上海和广州、深圳、珠海、东莞等 5 个城市进行跨境贸易人民币结算试点计起，人民币国际化已进入第七个年头。

人民币国际化步伐不断加快，欣喜之余，仍需对几点要义保持清醒。

其一，货币的本质是什么？作为最古老的货币金融命题，《帕尔格雷夫货币金融大辞

典》解释认为，货币本质上是信用（credit）；而信用呢？它是一种相信、信任和信心（belief, trust, confidence）。

直白地看，国际上的贸易和投资以及财富保存之所以更多地选择了美元这一货币，是因为对其发行国美国的相信、信任和信心。当然，在深层次上，这也是由美国的综合实力决定的。我们知道，现代国家综合实力的构成要素不仅包括经济，还至少包括科技、文化、军事等等。所以，世界经济之所以选择和接受人民币，首先是因为中国经济实力与日俱增，但人民币能否成为最重要的国际货币，还需取决于中国综合实力——而不仅仅是排名世

界第二的 GDP。在国际舞台上，中国综合实力仍需进一步提高。

其二，良币驱逐劣币。尽管“劣币驱逐劣币”的格雷欣法则极有可能发生了冠名错误，但“反格雷欣法则”确实成立——不仅在理论上，也在实践上。格雷欣法则发挥作用，需要两个前提：第一，政府强制规定了良币与劣币的兑换比例——好钱与烂钱的购买力相同；第二，货币的质量信息存在不对称。后一条原因，现代经济基本已经解决了。从理论上讲，如果第一条原因也不存在了，反格雷欣法则就可能启动运行。

据学者研究，在中国历史上，良币驱逐劣币确实发生过——那

是在西汉的“文景之治”时期。当时，政府做了三件事情：第一，不规定良币与劣币的兑换比例（相同购买力）；第二，鼓励民间自由铸币（“放铸”），其结果是铸币者竞相提升自己货币成色以拥有市场竞争力，于是劣币逐渐被淘汰；第三，设立“衡钱法”，允许钱币收付双方公开评比钱币的质量，信息于是公开、对称。人民币走出国门参与国际货币竞争，其地位和影响力的不断提高，某种程度上可以看作“良币驱逐劣币”，对由此可能引起的国际国内货币金融领域的波动与反应，我们应做好相关研究和对策准备。

其三，货币是服务实体经济的工具。不管是实物货币、金属货币、纸币，还是电子货币，货币形式可以不断演化，货币制度也可以不断完善，但作为人类创造出来的一种工具，它应始终以为生活和经济带来便利性为宗旨。

自上世纪七八十年代以来，各种金融产品创新层出不穷，复杂的现代市场经济其国内外联系日益紧密，实体经济也日益虚拟化，使人们在货币与金融功能属性的空前强化中，忘记了手段与目的的根本区别。由此而来的2007年次贷危机和2008年国际金融危机，其冲击和影响至今仍未消除。就中国而言，经过30多年的改革开放，实体经济发生

了翻天覆地的变化。在世界经济进入新平庸和中国经济进入新常态之后，以开放促改革成为中国在新阶段更加坚定的选择——在更高水平上的“引进来”与“走出去”并重。当前和未来一段时期内，“一带一路”、京津冀一体化协同发展和长江经济带等三大战略，尤其是“一带一路”战略，迫切需要人民币国际化给予更有力的支持。简言之，人民币国际化应全方位、更高水平地服务于中国经济的国际化，而不是相反。

其四，人民币国际化的目标是什么？人民币国际化的目标可以概括为“国际化的人民币”——人民币走出国门，在世界范围内流通，并逐渐成为国际贸易结算货币、国际投资货币和国际储备货币；同时，人民币金融资产也成为各国机构和居民财富管理的重要手段。目前来看，实现这个目标至少需要涉及三方面的必要工作——汇率制度、资本项下可兑换和基础设施。

2015年8月11日，人民币兑美元中间价创下了1994年人民币官方与市场汇率并轨以来的最大单日跌幅，引发了国际社会的普遍关注。中国货币当局为此发表声明——此次人民币贬值只是汇率机制改革的结果，而新一轮人民币汇率形成机制改革正在启动，其指向就是更加市场化。

作为一个老话题，资本项下可兑换往往纠缠着两个因素：外汇储备和完全可兑换。外汇储备管理，既有1997年亚洲金融危机影响等历史原因，也是出口导向发展模式下的被动结果。对此，中国已日渐看开了。但是，资本项下的完全可兑换，其风险难以确定，仍需慎重考虑。而以人民币跨境支付系统为代表的基础设施，其重要性不言而喻。它是境内外和在离岸的机构、居民间人民币支付结算的“高速公路”——作为高速公路，既可以为人民币，当然也可以为其他货币提供通行服务；更关键的是，这是中国自己建设、运营和拥有的高速公路；从某种意义上说，类似于中国的北斗系统。

可以相信，在这条高速公路上，国际化的人民币正在临近。但是，货币金融基础设施的建设乃至整个金融体制和体系的改革，其根本目的是服务中国经济的开放和发展转型。因此，人民币国际化与实体经济的企业部门和居民部门可以通过三大渠道建立密切联系。

首先，自由贸易试验区的贸易和投资便利化渠道。2015年4月20日，国务院发布了广东、天津、福建三个新自由贸易试验区的总体方案，以及上海自由贸易试验区进一步深化改革开放的方案。投资和贸易领域的开放与转

型升级，是对中国实体经济全面开放的积极探索；而金融领域的制度创新与开放，则是实体经济的有力支持和保障。

从上海自贸区运行两年多的实践来看，已经公布的38项金融创新案例，充分体现了金融应更好地服务于实体企业的目标——其中，跨境人民币双向资金池和境外人民币借款，为企业资金管理创新和企业融资创新开辟了新途径。目前，以自由贸易账户体系为核心和依托的跨境人民币等金融创新和便利，可以为更多类别的金融机构开设分账核算单元建立对接，从而更好地满足区内企业的人民币资金跨境流动需求。

就广东自由贸易试验区来说，跨境人民币业务创新作为金融领域开放创新的首要任务，也是为了更好地满足粤港澳服务贸易自由化、投融资便利化，以及其他来自实体企业需求。在福建自由贸易试验区金融领域的开放创新中，首要任务就包括“完善人民币涉外账户管理模式，简化人民币涉外账户分类，促进跨境贸易、投融资结算便利化”。在天津自由贸易试验区的创新要求中，明确指出要“推进投融资便利化、利率市场化和人民币跨境使用”，以实现服务实体经济发展的目标。

其次，中国各级各类开发区

的双向开放渠道。伴随着三十多年来的经济改革与开放，国内各类开发区不断壮大，成为实现中国产业升级与区域发展有机结合的成功实践。目前，国家级经济技术开发区共219家，国家级高新技术产业开发区共129家，国家级保税区共13家，国家级出口加工区共63家，国家级边境经济合作区16家，其他国家级开发区包括“新区”、“保税港区”、“投资区”、“物流园区”等约60家，加上数目还未集中统计的省级各类开发区，是中国涵盖战略性新兴产业、高新技术产业、制造业以及生产性服务行业最为齐全的“区块”。

它们分散在全国各地，分属国家发改委、科技部、商务部以及地方政府管理或指导，一直代表着中国的先进生产力，也获得了不同条线、不同性质的政策优惠或便利。从获得相关金融服务的角度来看，以市场化、多元化和国际化为特征趋势的中国金融改革开放和创新，可以为中国开发区的未来发展提供更多便利和支持。从实现全方位、高水平对外开放的角度来看，中国开发区也最有可能率先实现“引进来+走出去”的双向开放，为“一带一路”等战略提供坚实支撑。中国开发区各类企业的跨国投资和贸易活动，其实是支撑人民币资金、

资本双向流动的“实心”。

最后，中国居民家庭的跨境财富管理渠道。随着人民币资本项下完全可兑换的不断推进，在坚持风险可测可控的前提和原则下，境外人民币资金已经建立了稳定的境内投资通道。随着中国居民家庭收入的提高，跨境财富管理和资产配置的需求开始显现。以本币为优先，允许和支持合格的境内个人投资者购买境外发放的以人民币标价结算的金融产品，既可以实现其跨境理财的需求，又可以为发展全球各国际金融中心的离岸人民币金融产品市场提供支持。尽管这一渠道来自普通民众，同样也可以成为人民币国际化与国际化人民币的现实支持。

2015年12月1日，国际货币基金组织正式宣布，人民币将于2016年10月1日加入特别提款权（SDR），这无疑是人民币国际化又一重要的里程碑——就像国际货币基金组织总裁拉加德所言——“人民币进入SDR将是中国经济融入全球金融体系的重要里程碑，这也是对于中国政府过去几年在货币和金融体系改革方面所取得的进步的认可”。因此我们相信，随着中国企业、中国产业和中国经济不断从区域化走向全球化，尤其是中国金融的改革深化和全面开放，人民币国际化将最终实现。■



周骏鹏

现任永安期货研究院工业品部副部长兼煤焦钢矿分析师。美国罗切斯特大学会计学硕士，品种研究经验丰富，擅长数据收集与分析，深谙永安估值驱动体系，行情判断准确。曾在中国证券报、期货日报等媒体发表过专业评论文章或接受采访。

2016 钢矿价格筑底进行时

■ 文/周骏鹏

在经历了 2014 年的下跌行情后，由于铁矿石供应端新产能继续释放，再加上国内粗钢产量经过拐点后开始向下，2015 年铁矿石与钢材价格继续下跌。大连铁矿石期货主力连续合约价格从年初的 505.0 元/吨下跌至年末的 322.0 元/吨，跌幅达 36%；上海螺纹钢期货主力连续合约价格从年初的 2550 元/吨下跌至年末的 1784 元/吨，跌幅达 30%。

钢矿价格不断刷新低点，在商品价格整体处于熊市格局的背景下，2016 年钢矿价格能否绝地反弹？在供给侧改革逐渐加码的宏观环境下，黑色金属产能能否顺利出清？笔者拟从下游需求、中游供给侧改革、上游矿山几方面展开分析。

下游需求继续走软

2015 年，钢铁内需持续负增长，出口虽然维持快速增长态势，但总量难以弥补内需的回落，预计 2016 年内需下滑趋势还将延续，而出口在反倾销的影响下，继续增长难度较大，甚至存在回落风险。

分行业来看，房地产方面，人口老龄化仍然是房地产行业的掣肘，巨量的房地产库存将限制房地产行业的回暖，我们预计 2016 年全国房地产市场整体仍将处于供大于求的状态。分结构来看，一二线城市的房地产行业稍显坚挺，因为人口仍然在向这些城市流动，三四线城市房地产行业凛冬已至。一线城市投资在 2015 年上半年出现了反弹，但二线及以下城市投资增速持续放缓。

总体来看，房地产行业的增速放缓将较大地冲击钢铁消费。

基建方面，作为稳增长、对冲需求下降的工具，在积极财政政策的带动下，2016 年基础设施投资增速预计将稳中有升。减少的房地产用钢消费唯有寄希望于通过基建消费进行对冲和替代。

作为钢材消费第三大结构，机械方面，2015 年，发动机产量同比下降 1.12%。同时，机械产品的需求结构分化明显，与房地产、钢铁、煤炭等过剩行业相关的机械产品产量大幅回落；与消费、民生、环保等国家产业政策鼓励的相关产品产量持续增长。我们预计，机械产量和相关用钢消费在 2016 年仍将继续走低。

汽车方面，2015 年，汽车行业

“

在房地产用钢减少趋势难以改变的前提下，对于 2016 年下游需求影响较大的变量是基建用钢的增量能否填补房地产用钢减少的缺口，这将决定上游的生铁粗钢产量变化和炉料的需求。

”

也进入负向增长阶段，汽车产量同比下降 1.90%。虽然 2015 年末促进汽车消费政策的发布一定程度上提振了汽车消费，但这属于提前透支消费，很难对年度总体消费产生明显促进作用。从结构上看，汽车产量中乘用车占比继续上升，同比提高 1.6 个百分点，主要源于乘用车中 SUV 和 MPV 的快速增长。另外，汽车产品结构调整和车身轻量化，导致钢材消费强度继续下降。

家电方面，2015 年，家电行业继续受国内外消费疲软影响，增长动力不足，冰箱产量同比下降 3.94%，洗衣机产量同比增速约为 4.02%，空调产量同比下降 3.20%。2016 年，中国宏观经济增速放缓将导致家电市场需求持续低迷，同时，房地产市场继续下滑的态势也将间接影响家电产品的终端需求。此外，全球经济仍处于弱复苏之中，中国家电产品出口仍将面临较大压力。我们预计 2016 年家电用钢消费整体不容乐观。

总的来看，我们认为，在房地产用钢减少趋势难以改变的前提下，对于 2016 年下游需求影响较大的变量是基建用钢的增量能否填补房地产用钢减少的缺口，这将决定上游的生铁粗钢产量变化和炉料的需求。

中游钢铁行业供给侧改革

2008 年金融危机后，为了应对增速放缓的世界经济，我国“四万亿”的刺激政策为黑色金属行业赢得了

可贵的喘息机会。但是，随着市场环境发生深刻变化，我国黑色金属行业长期粗放发展积累的深层次矛盾逐渐显现，受多重因素叠加效应影响，目前我国黑色金属产业正面临前所未有的困境，产业调整势在必行且会在未来持续相当长的一段时间。

在 2015 年 11 月 10 日召开的中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”的概念：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。”供给侧改革概念的提出为我国钢铁行业指出了新阶段的发展方向，国内钢铁行业正式进入产能出清时代。

2015 年，我国粗钢产量为 8.0383 亿吨，同比下降 2.3%；2015 年 1 至 11 月，全球粗钢产量 13.44 亿吨，同比下降 1.44%，世界范围内粗钢产量正式通过产量拐点转为向下。但是，我国钢铁产能仍然处于高位，2015 年中国粗钢实际产能为 12 亿吨左右，较 2014 年仍略有增加，因此去产能过程才刚刚开始。从中国联合金属网统计的新增产能来看，2015 年有 8 座高炉确定投产，新增炼铁产能 1736 万吨，另外，目前仍有 1500 万吨左右的产能择机投产或处于在建。预计 2016 年、2017 年新增炼铁产能分别为 1330 万吨和 1497 万吨。产能累积和产量下滑之间的剪刀差

亟待供给侧改革的政策来化解。

这其中比较重要的问题为炼钢利润持续低位运行。根据国际经验，美国钢铁产业调整经历了近 20 年，去产能过程时间之长令人乍舌。在漫长的去产能过程中，钢铁供给端的弹性巨大，只要炼钢利润稍微反弹，就会促进已经停产的企业重新开工。根据我们在 2015 年的经验，钢厂只要能够覆盖成本甚至现金成本，就会继续生产，难以主动减产停产。这是因为一旦减产停产，高负债率的钢厂就会面临银行抽贷的问题而被迫退出市场。自 2015 年三季度开始，由于企业利润大幅下滑，钢铁企业停产开始明显增多，据卓创资讯统计，到 2016 年 1 月中旬，国内完全停产的钢铁企业有 55 家，累计产能约为 6860 万吨。即使将这些停产产能排除在外，2015 年钢铁产能可以下降至 11.5 亿吨左右，中国粗钢产能利用率也仅有 70%，依旧是严重产能过剩。因此，中国钢铁行业去产能任重而道远，在钢铁需求大周期见顶的背景下，很难指望通过需求拉动价格，只能在此过程中进行有效地去产能，取得钢铁供需再平衡。

上游矿山继续增产

2015 年，全球铁矿石供应进一步增加，铁矿石供应继续过剩。根据四大矿山年报整理，2015 年增产较为顺利，必和必拓 2015 年全年产量 2.61 亿吨，环比增加 8.3%；力拓

2015 年全年产量 3.276 亿吨，环比增加 11%；预计 Vale 全年产量为 3.36 亿吨，环比增加 5%；预计 FMG 全年产量为 1.599 亿吨，环比增加 1%。

随着海外矿山的投产与高成本矿山的退出，产业集中度有所提升，其中，四大矿山的产业占比从 2011 年的约 35% 上升至 2015 年的 50%。产业集中度的提升，加上中国进口的增加，带来的是进口国别开始倾向于单一，中国自澳大利亚进口的占比从 2008 年的 40% 左右上升到 2015 年的近 65%。

对于 2016 年，根据统计，由于 Samarco 矿区关停，预计必和必拓的产量目标将从 2.47 亿吨下调至 2.37 亿吨，较 2015 年减产 0.24 亿吨；力拓产量目标为 3.5 亿吨，较 2015 年增产 0.224 亿吨；另据调研，Vale 增产 500 万吨左右至 3.41 亿吨；FMG 没有增产，维持 1.6 亿吨产量。

而对于市场更为关注的矿山成本，核算如下，Vale 的现金成本为 12.7 美元/吨，完全成本为 34.2 美元/吨；力拓的现金成本为 15 美元/吨，完全成本为 26.5 美元/吨；必和必拓的现金成本为 16 美元/吨，完全成本为 28.5 美元/吨；FMG 的现金成本为 16.9 美元/吨，完全成本为 38.4 美元/吨。如果铁矿石价格继续下跌，首当其冲的仍然是 FMG，这与我们预计 2016 年 FMG 产量将不变相互印证。同时，市场关注如果矿石价格继续下跌，FMG 能否压缩利息费用从而降低完全成

本，如果 FMG 通过债务展期等手段降低了利息费用，其完全成本将靠近 Vale。

整体来看，国外矿山仍处扩产周期，但增产增速在回落，预计 1—3 年后，全球铁矿石产量也将像粗钢产量一样，经过拐点。

黑色产业的后市展望

展望后市，黑色产业链需求端难有亮点。内需来看，房地产重点关注二线城市去库存情况；基建在积极的财政政策支持下，仍将是稳增长的主要手段；汽车进入低速增长阶段；机械行业受宏观、基建和房地产增速放缓影响，难有起色。钢材出口方面，2015 年出口绝对量创新高，绝对增速台阶式下移，随着国外反倾销愈演愈烈，2016 年出口继续大幅增长的空间有限，对于需求可贡献的边际增量减少。

供给方面，黑色金属行业普遍进入去产能阶段，底部特征明显。人口老龄化与企业高杠杆决定了商品长期仍处于熊市周期，下行路径为“去库存—去产能—去坏账”。目前黑色金属行业正在进入第二阶段，随着去产能的深入，供给端收缩成为熊市周期影响价格的主要波动因素。同时，价格接近成本也使得价格下行空间有限。成本支撑叠加需求疲弱决定了黑色价格已经进入尾部阶段，2016 年行情将呈现底部波动特征，单边趋势恐难见到，品种间机会将显现。



金融衍生品的历史观和意义

■ 文/沙石

金融衍生品的产生不是偶然的，它与资本市场的发展阶段有着紧密联系。它的产生有着深刻的历史渊源，是资本市场发展中的一个里程碑式的进步。悉尼大学政治经济学教授迪克·布莱恩(Dick Bryan)和麦克·莱福梯(Michael Rafferty)在2006年撰写的《衍生品的政治经济学》(Capitalism with Derivatives)一书中，对金融衍生品的产生和其在现代资本市场发展历史进程中的地位、作用和意义进行了深入分析。作者关于资本所有权分离的三个阶段划分、衍生品资本化等观点的论述，给读者提供了一个认识金融衍生品的全新视角。

本文对该书主要观点做概括性介绍。理解金融衍生品市场的发展进程和意义，有助于我们重新树立发展衍生品市场的正确理念和信心。

一、金融衍生品产生的背景

为换取某种商品价格稳定性而进行的衍生品交易由来已久，但是20世纪80年代以来衍生品市场的发展出现的质的飞跃，却绝非偶然。

众所周知，二次世界大战后的西方世界盛行凯恩斯主义，并逐渐建立起以固定汇率制度为特征的国际经济秩序。这个时期全球商品价格相对稳定，各国都实行了一定的工业保护主义和资本管制。这些保护措施一定程度上降低了价格波动的风险，并使这些有限的风险局限在本国之内。但这一政策在20世纪60年代首次遭遇挫折，西方经济进入滞涨。20世纪70年代，西方国家开始不断放弃凯恩斯主义政策，允许利率、汇率等市场价格有更大的浮动空间，最终导致“美元与黄金挂钩、协议国货币与美元挂钩”的布雷顿森林体系彻底瓦解。

这一新自由主义经济政策不仅使西方资本主义国家渐渐走出了滞涨困境，也开启了当代经济全球化新浪潮。在这个新的国际经济体制下，国际贸易、跨国投资和融资的快速增长，使国际投资者在各领域拥有了更多选择，但也面临了与以往相比更多、更复杂的风险。

风险的存在是多维度的。风险既体现在不同生产要素的价格在未来不同时间、不同地点上的不确定性，也体现在不同投资者对这些不确定性的需求和判断。

在一个利率、汇率、商品价格自由浮动和国际政治政策风险时时存在的世界里，投资者有必要通过金融衍生品交易寻求必要的确定性。由于投资者风险偏好和敞口不断变化，金融衍生品交易也呈现出连续不断的特征，且交易规模快速增长。经过40多年的发展，金融衍生品一跃成为当

代资本市场的核心组成部分。

必须指出，金融衍生品之所以重要，并不是因为其巨大的交易规模，而是因为金融衍生品本身对资本市场发展的重要意义。而要理解金融衍生品的重要意义，就必须了解金融衍生品的特征，及其在资本形态演化中的历史地位和所发挥的作用。

二、金融衍生品的三个基本特性

一般理解认为，金融衍生品是一个自身价格依赖于基础资产价格的合约。但是这个直观的理解却十分狭隘。因为它隐含一种假设，即基础资产是真正重要的，而衍生品是次要的，甚至是附带的产品。虽然金融衍生品的价格发现和风险转移功能十分重要，且获得了广泛认可，但是衍生品的重要性不应该被仅仅理解为为基础资产提供价格发现和风险管理等服务的技术层面上的工具。它的深层意义值得探讨。

衍生品作为一大类金融资产之所以重要，可以从它的三个基本特性开始分析：连接性（Binding）、融合性（Blending）和分拆性（Unbundling）。

连接性是指衍生品（如期货或期权）可以建立基础资产现在和未来之间的价格关系。这是显而易见的。融合性是指衍生品可以将不同形态的资本（股权资本、债权资本）、不同货币种类的资本、不同

行业 and 不同公司的资本，融合成一个独立的资本形态。指数衍生品是一个简单而明显的例子。这一点也不难理解。

而衍生品的连接性和其对资本形态的融合性，引申出其第三个更重要的特性：分拆性（Unbundling）。分拆性是指衍生品可以将一个资产或资产组合的某些属性（Attributes，一般指价格）与资产本身分离，并使这些属性独立于资产本身进行交易。这种资产价格属性和资产本身的分离和交易通常被简单地理解为价格发现和风险转移。这两个功能虽然重要，但却忽略了衍生品分拆性隐含的两个更深层的含义。

其一，衍生品使基础资产的价格属性和基础资产本身的所有权分离。衍生品的定价和买卖，并不改变其所代表的基础资产的所有权。这看似浅显易懂的特征隐含着资本市场发展的内在逻辑（后文详述）。

其二，衍生品的分拆性使不同资产特征迥异的价格属性被整合为易于识别的、通用的、可交易的价格基准。比如，大盘股包括多种行业上市公司的股票，任何一只股票都只能形成一个价格特征迥异的个别市场。而大盘股指期货，则通过衍生品的分拆性，衍生出一个统一、独立、代表性强、流动性高的大市场。

衍生品的分拆性使投资者关注的重点从持有不同资产的特殊属性，转向不同资产普遍存在的共同属性，

即资产的价格属性。这类以不同资产组合的价格属性为标的的衍生品市场发展的意义，在于它强化了这些资产组合本身，和与其他各类资产和资产组合在跨时间和跨空间中的价格竞争。这种跨时空的价格竞争又对相应的基础资产产生了重要作用，即强化了各类资产相对价值（Relative Value）的比较和竞争，进而产生了优胜劣汰和资源更有效配置的社会效果。

衍生品使基础资产的价格属性和所有权分离的特征，是衍生品得以在现代资本市场中发挥潜在和关键性作用的原因所在，即衍生品使资产价格具有了可以更直接、更便捷和跨时空的可比性（Commensuration）和竞争性。这一潜在关键性作用是在金融衍生品产生之后才凸显出来的。这也是金融衍生品被更广泛运用，交易规模迅速提高的原因。关于金融衍生品强化了资本竞争性的讨论贯穿全文，因为强化竞争是现代资本主义市场经济制度的核心。

三、金融衍生品所有权的历史演变和内在逻辑

衍生品绝不仅仅是现代资本市场风险管理领域的创新，它的产生和发展对公司和资本所有权一般意义上的理解提出了新的挑战。衍生品的所有权既不代表拥有公司的部分资产，也不代表拥有公司的部分股票，但它代表对公司（或公司组合）的资产价值以及资产价值变化

的所有权。衍生品虽然不对传统意义上的资本拥有直接和间接的所有权，但它对资本的某些属性（如价格）拥有所有权。股票衍生品的产生，使衍生品的交易者在即使不拥有或交易公司股票的情况下，也可以交易并享受（或承担）公司经营带来的价值增减。衍生品打破了以往不同资本存在形态的独特性，而突出了不同资本形态的共性，即资本逐利性和竞争性。

理解衍生品作为一种资本形态，可以从资本所有权形态的三个阶段（或三个层次）分离演化的历史分析入手。

（一）第一次分离

资本所有权的第一次分离是农民与土地等生产资料的分离，是从封建制度下自给自足的经济形态向资本主义发展初期以工厂为代表的集中生产的转变。资本的所有权意味着对生产资料和生产过程的拥有和控制。工厂主（一般是个人或家族）拥有对资本的所有权，资本以工厂的形式相互竞争。

资本所有权第一次分离的意义在于资本所有权概念被第一次注入了竞争的基因。因为资本（土地、设备等生产资料）和农民（甚至奴隶）不再是封建领主任意处置的附属，他们开始变得可以流动和能够产生更高的收入。而资本所有权本身已经无法保证企业盈利，工厂主（资本家）必须通过技术和商业模式创新以及对劳动力的管理和竞争，去实现商业上的成功。

（二）第二次分离

资本所有权的第二次分离是指公司的所有权与生产经营的分离，资本以公司的形式相互竞争。资本所有权的第二次分离与生产规模的扩大和股份公司的产生有关。资本所有权以法人股权的形式出现，股权投资者分享公司的盈利，并拥有对公司的正式但非直接的控制权。

股份公司的产生对经济发展的革命性意义自不必说，它同时使资本所有权的概念模糊化了（相对于第一次分离），即资本的所有人（股东）和资本的管理人（职业经理人）同时成为资本所有权的化身。究竟谁是“资本家”已经不那么明晰，也没必要，因为二者的结合高度体现了资本的核心逻辑：资本的竞争和增值。而资本增值的责任（控制和管理）是由投资者和管理者共同承担的，也是股份公司的唯一目的。

股份公司发展从三个角度强化了资本的竞争。

第一，股份公司使竞争的逻辑更为明确。在股份公司制度下，利润最大化已经不是工厂主自主选择的个人偏好，而成为股份公司管理人的终极目标。投资者资本所有权的回报只有通过确保公司管理人努力实现利润最大化才能得以体现。因此，公司的竞争意识更强，目标更明确。

第二，股份公司的融资功能使得扩大资本和生产规模成为可能。这加速了18、19世纪工业革命进程，奠定了欧美发达国家的经济基

础。因此，股份公司的产生扩大了竞争的规模。

第三，股份公司使资本的灵活性极大提高。股份公司的发展和股票市场（二级市场）几乎是共生的。股票市场使得资本的所有权具有了前所未有的流动性，并使得股份公司可以无限期地存续和发展。更重要的是，资本所有权的流动性使公司的盈利能力得以在一个公开的平台被比较、定价和交易。因此，资本所有权的第二次分离为资本的所有权注入了更直接、更强烈、更公开透明的竞争因素。

（三）第三次分离

资本所有权的第三次分离是指资本所有权的价格属性和资本的公司属性（公司所有权）的分离，资本以纯粹资本的形式相互竞争。例如，股票衍生品作为一种新的金融资产，其所有权肯定不同于股权本身。股票衍生品的所有权仅体现为基础资产的价格属性。所谓的衍生品所有权实际上是资本所有权的一种新的存在形态。

在资本所有权的第三次分离中，资本的载体不再仅仅是工厂主（第一次分离）或管理人和股东投资人（第二次分离），更多的资本市场参与者，如衍生品交易员、公司财务官和各类金融投资机构（银行、共同基金、养老基金、对冲基金、量化基金），得以参与衍生品交易。更广泛的投资者参与进一步强化了资本逐利的内在逻辑——竞争。

竞争的并不表现为特定公

司利润的最大化，而是资本价值的最大化。从这个意义上讲，衍生品所体现的资本竞争并不仅仅是特别公司之间利润最大化的竞争（第二次分离），而是资本相对价值的竞争。这种相对价值的竞争是对不同形态的资本及其盈利潜力跨时间和跨空间的价值比较。因此，衍生品作为资本的一种新的存在形态，带有与生俱来的、更强的竞争性。

股份公司的融资功能和在二级市场上实现的股权交易，大大提高了资本的规模和灵活性，并使现代大规模生产和经济的持续快速增长成为可能。衍生品本身的灵活性、交易制度的灵活性和交易主体的多元性，则成为衍生品交易规模快速提高的直接原因。而衍生品交易规模的快速成长，反过来也强化了其在资本市场运行中的地位和作用。

四、金融衍生品的资本化 和意义

如果说股份公司的广泛发展，与大规模融资、大规模生产和分散投资风险有关，那么金融衍生品的发展则是在不同历史条件下实现类似目标的直接结果。即，资本在更大规模、更广阔地域和更长时间跨度上的积累与竞争。衍生品在促进价格发现、优化市场风险分布、提高资本市场运行效率、强化资本市场资源配置功能等方面的作用虽然被广为认同，但是将衍生品定义为资本是本书的新观点。

商品期货和金融衍生品发展之

初，以风险对冲为目的的交易并不能使衍生品成为资本。而金融衍生品在 20 世纪 80 年代以来的快速发展，尤其是当金融衍生品在改变资本形态和交易等方面的灵活性得以充分体现，交易规模迅速扩大并成为资本市场的重要组成部分之后，金融衍生品逐渐拥有了资本的特征，并开始了其作为一大类资产资本化的质的转变。

在资本公司化的基础上，金融衍生品将资本的公司特征（属性）与资本的价格属性进一步分离，并将资本抽象（或转化）为一种更纯粹的金融资产。这类金融资产（金融衍生品）根据一定的机制定价并交易（杠杆、逐日盯市、每日无负债结算等），进而形成了一个新的、更大规模和更高流动性的市场。衍生品有价值、可交易、有强烈的盈利和竞争的冲动。从这个角度来看，衍生品就是一种资本。

与公司资本追逐特定公司利润最大化不同，衍生品资本作为一种更纯粹的金融资产，追逐的是更一般的资本收益最大化。当金融衍生品形成巨大的规模、发挥重要的作用、并为广大投资者接受之后，它本身也不再仅仅以一种普通交易工具的形式存在，而是衍变成一种继个人资本公司化之后变更为社会化的资本存在形式。金融衍生品成为一种全新的资本形态的代名词。这就是我们在第三次分离部分讲到的，金融衍生品的产生和发展开启了资本以纯粹资本的形式相

互竞争的历史新阶段。

金融衍生品作为风险衡量和交易载体，不仅与当代资本市场理论的内涵相契合，也为其带来深刻的变化。在新自由主义经济理论体系中，竞争是企业追求利润最大化的核心。而金融衍生品的交易深化了这种竞争。如前所述，衍生品的交易使一般的商业竞争升格为资本的竞争，即各种资本，不论体现为哪种形式，都被投入衍生品市场的竞争中来体现其存在的价值。而这种竞争可以在这些企业资本的所有权无需改变的情况下得以更便捷和迅速地进行。

所以，这种竞争的效率和激烈程度要远远高于以往基于公司资本价值的竞争，并以更高的效率反过来促进企业的商业运作和实体经济。衍生品不仅满足了投资者交易风险和管理风险的需求，而且客观上强化了资本的竞争和收益最大化的诉求，进而促使社会资源得以更高效地配置。正因如此，金融衍生品的交易量远远高于其所代表的基础资产市场的交易量。

如果说股份公司和股票市场的诞生和发展奠定了现代资本主义经济的制度基础，金融衍生品市场就是对这一制度基础的进一步创新和完善。金融衍生品已经成为现代资本市场中不可分割的重要组成部分。衍生品市场的竞争是全球经济和资本市场竞争的一个重要组成部分，也是一个国家核心竞争力的重要体现之一。

五、关于金融衍生品的辩论

衍生品，尤其是金融衍生品，自诞生之日起就极具争议。这并不奇怪，也不意外。自17世纪股份公司和股票市场产生以来，对这种公司形式和股票市场的争议也一直没有中断过。在英国，对股份公司的争议使这种公司形式在近一个世纪的时间里（18世纪初至19世纪初）得不到法律的认可。股票市场经常被指责是一个鼓励赌博和操纵的场所。股份公司被指造成了对资本所有者不利和不负责任的经营运作，并最终导致公司破产、市场泡沫和经济危机。即使是资本主义市场经济的鼻祖——亚当·斯密等人，也曾认为公司化带来的资本所有权和经营权的分离会导致经营管理者与投资者之间的矛盾，因为经营管理者不一定以投资者的利益为重，也不会像投资者一样尽责。

对衍生品的批评与400年来对股份公司和股票市场的批评如出一辙。产生于20世纪中期的对冲基金，作为金融衍生品交易的标志性机构，经常被指会带来与1720年英国南海泡沫（南海公司是当时股份公司的典型代表）类似的灾难性后果。衍生品交易不仅直接造成巴林银行、长期资本、安然等公司的破产，也屡屡被指加剧了市场的投机和波动，被当作是多次金融危机（如美国1987年股灾、日本20世纪90年代初股市崩盘等）的罪魁祸首。衍生

品交易还被认为使金融脱离了服务实体经济的本质，无助于资本的积累和经济的增长。当然，对金融衍生品持支持态度的，也有大量和有说服力的观点和论述。

显而易见的是，不论是当年对股份公司和股票市场的批评，还是现在对金融衍生品的非议，都是在一定的条件下，有一定的合理成分。资本市场和制度是一个不断发展和优化的过程。市场不是万能的，监管是必要的；监管的目的不是对金融创新的否定，而是为了促进和提高资本市场的效率和功能的发挥。400多年来，尤其是最近100年来，公司欺诈和市场操纵的案例时有发生；市场泡沫的非理性膨胀和崩盘屡见不鲜。但在经过一次又一次的制度改革和优化之后，资本市场制度得到了不断完善和发展。

金融衍生品，作为一个金融创新，既是现代公司制度和资本市场不断完善的组成部分，其自身也必然经历不断改革、优化和完善的过程。2008年金融危机后，全球主要经济体对衍生品市场的改革，尤其是对场外衍生品的改革，达到了高潮。这当然不是对金融衍生品和市场的否定，而是对衍生品市场制度的优化。所以2008年之后，全球衍生品市场，不论是场内衍生品市场，还是场外衍生品市场，仍然保持了持续发展的势头。

2015年夏秋之际，中国股票市场经历了一轮暴涨暴跌的异常行情。

沪深300股指期货，作为中国目前唯一活跃的金融衍生品，遭到了社会舆论的强烈批评和指责。批评者认为股指期货的做空机制、负基差等是造成股市暴跌的重要原因；股指期货助长助跌、过度投机、乏善可陈等等。而对于冷静的资本市场研究者而言，这些指责虽然貌似有理，但误解和成见多于事实。理解金融衍生品市场的历史发展进程和意义，有助于我们重新树立衍生品市场的正确理念和信心。

首先，中国金融衍生品市场仍处于初创阶段，金融衍生品的种类有待不断增加、市场功能有待进一步发挥；其次，应该通过进一步改进和完善监管和交易制度，使各类金融机构更容易交易金融衍生品；使他们能够充分利用衍生品市场的风险管理和产品创新等功能，更好地服务各类机构和个人投资者；其三，在机构投资参与度较低，且多以做空套期保值为主的背景下，各类自然人客户的投机交易提供了重要的市场平衡功能，不应简单地冠以“过度投机”而予以否定；其四，金融衍生品本身是全球经济一体化的产物，有强烈的国际化特征。中国金融衍生品市场也需要尽快开启国际化进程，以适应中国日益提升的经济大国和资本大国的国际地位，以利于中国经济的长远发展和竞争力的提升。

（作者系中国金融期货交易所高级顾问）

2016 年 1 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	8,396,831	-10.72%	14,857.41	-23.60%	8,396,831	-10.72%	14,857.41	-23.60%	382,301
	铝	3,615,083	268.03%	1,936.07	207.53%	3,615,083	268.03%	1,936.07	207.53%	347,767
	锌	5,374,077	52.18%	3,446.68	20.64%	5,374,077	52.18%	3,446.68	20.64%	174,117
	铅	138,859	-10.65%	89.93	-5.98%	138,859	-10.65%	89.93	-5.98%	20,130
	锡	175,500	—	167.86	—	175,500	—	167.86	—	4,563
	镍	9,000,890	—	6,185.07	—	9,000,890	—	6,185.07	—	223,321
	黄金	2,652,761	4.87%	6,226.51	-3.05%	2,652,761	4.87%	6,226.51	-3.05%	145,830
	白银	5,027,091	-76.20%	2,508.80	-78.58%	5,027,091	-76.20%	2,508.80	-78.58%	248,143
	天然橡胶	7,558,400	3.66%	7,643.89	-19.44%	7,558,400	3.66%	7,643.89	-19.44%	174,131
	燃料油	117	-19.31%	0.15	-33.08%	117	-19.31%	0.15	-33.08%	12
	石油沥青	10,936,765	23468.07%	1,909.29	14177.61%	10,936,765	23468.07%	1,909.29	14177.61%	264,795
	螺纹钢	63,273,826	48.63%	11,408.86	6.32%	63,273,826	48.63%	11,408.86	6.32%	1,962,910
	线材	1	-95.00%	0.00	-96.63%	1	-95.00%	0.00	-96.63%	1
	热轧卷板	807,476	547.93%	154.92	366.83%	807,476	547.93%	154.92	366.83%	93,268
	总 额	116,957,677	33.28%	56,535.46	-7.97%	116,957,677	33.28%	56,535.46	-7.97%	4,041,289
郑州商品交易所	一号棉	1,704,037	-27.35%	956.92	-37.69%	1,704,037	-27.35%	956.92	-37.69%	358,768
	早籼稻	42	-92.27%	0.02	-92.00%	42	-92.27%	0.02	-92.00%	3
	甲醇	16,258,389	-11.98%	2,830.08	-26.53%	16,258,389	-11.98%	2,830.08	-26.53%	344,010
	菜籽油	819,710	1.91%	457.92	-4.75%	819,710	1.91%	457.92	-4.75%	116,028
	油菜籽	438	476.32%	0.17	385.71%	438	476.32%	0.17	385.71%	379
	菜籽粕	12,147,777	-38.72%	2,336.22	-45.15%	12,147,777	-38.72%	2,336.22	-45.15%	404,330
	白糖	14,752,279	2.83%	8,109.89	15.71%	14,752,279	2.83%	8,109.89	15.71%	724,887
	PTA	12,290,019	-31.17%	2,666.07	-35.80%	12,290,019	-31.17%	2,666.07	-35.80%	553,489
	普麦	21	-43.24%	0.03	-50.00%	21	-43.24%	0.03	-50.00%	6
	强麦	75,215	732.67%	43.44	803.01%	75,215	732.67%	43.44	803.01%	27,011
	玻璃	2,871,052	-35.77%	484.66	-41.93%	2,871,052	-35.77%	484.66	-41.93%	140,215
	动力煤 TC	137	-99.87%	0.09	-99.91%	137	-99.87%	0.09	-99.91%	5
	动力煤 ZC	2,346,587	—	737.28	—	2,346,587	—	737.28	—	75,280
	粳稻	0	-100.00%	0.00	-100.00%	0	-100.00%	0.00	-100.00%	0
	晚籼稻	10	-98.29%	0.01	-98.48%	10	-98.29%	0.01	-98.48%	3
	硅铁	6,756	529.64%	1.37	387.50%	6,756	529.64%	1.37	387.50%	280
	锰硅	7,225	165.82%	1.54	98.06%	7,225	165.82%	1.54	98.06%	331
	总 额	63,279,694	-19.12%	18,625.66	-16.21%	63,279,694	-19.12%	18,625.66	-16.21%	2,745,025
大连商品交易所	黄大豆一号	1,355,286	12.14%	484.56	-10.07%	1,355,286	12.14%	484.56	-10.07%	142,097
	黄大豆二号	56	-60.28%	0.02	-59.98%	56	-60.28%	0.02	-59.98%	20
	胶合板	2	-100.00%	0.00	-100.00%	2	-100.00%	0.00	-100.00%	1
	玉米	4,855,463	825.35%	877.54	591.70%	4,855,463	825.35%	877.54	591.70%	994,720
	玉米淀粉	8,098,760	6270.15%	1,662.76	4733.21%	8,098,760	6270.15%	1,662.76	4733.21%	361,756
	纤维板	81	-99.74%	0.02	-99.79%	81	-99.74%	0.02	-99.79%	23
	铁矿石	29,012,551	270.71%	9,130.65	135.44%	29,012,551	270.71%	9,130.65	135.44%	1,026,068
	焦炭	1,773,696	34.91%	1,123.28	-18.24%	1,773,696	34.91%	1,123.28	-18.24%	81,179
	鸡蛋	1,820,933	27.46%	596.26	-1.42%	1,820,933	27.46%	596.26	-1.42%	107,851
	焦煤	2,103,310	94.40%	684.77	43.97%	2,103,310	94.40%	684.77	43.97%	73,665
	聚乙烯	11,596,033	4.79%	4,655.75	2.11%	11,596,033	4.79%	4,655.75	2.11%	477,424
	豆粕	17,471,925	-27.11%	4,200.34	-35.83%	17,471,925	-27.11%	4,200.34	-35.83%	1,338,559
	棕榈油	13,073,759	195.38%	6,150.98	183.09%	13,073,759	195.38%	6,150.98	183.09%	368,190
	聚丙烯	16,790,218	150.83%	4,880.57	100.25%	16,790,218	150.83%	4,880.57	100.25%	420,266
	聚氯乙烯	195,941	34.45%	46.25	25.16%	195,941	34.45%	46.25	25.16%	37,683
	豆油	6,885,076	36.81%	3,853.60	36.76%	6,885,076	36.81%	3,853.60	36.76%	445,397
	总 额	115,033,090	77.00%	38,347.35	49.35%	115,033,090	77.00%	38,347.35	49.35%	5,874,899
中国金融期货交易所	10年期国债	550,910	—	5,516.00	—	550,910	—	5,516.00	—	36,628
	沪深300股指	445,345	-98.59%	4,160.69	-98.77%	445,345	-98.59%	4,160.69	-98.77%	45,587
	5年期国债	452,946	229.19%	4,561.43	240.80%	452,946	229.19%	4,561.43	240.80%	30,474
	上证50股指	165,014	—	1,028.85	—	165,014	—	1,028.85	—	17,896
	中证500股指	275,978	—	3,221.99	—	275,978	—	3,221.99	—	26,717
	总 额	1,890,193	-94.02%	18,488.96	-94.54%	1,890,193	-94.02%	18,488.96	-94.54%	157,302
全国期货市场交易总额		297,160,654	13.16%	131,997.43	-70.52%	297,160,654	13.16%	131,997.43	-70.52%	12,818,515

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。



《冰瀑》

山西三立期货经纪有限公司 郭建军 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0715 — L0173 号

