



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3期/总第51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

新动力·新平台·新服务
>p09

热点直击

供给侧改革背景下看大宗
商品价格波动 >p32

人物·对话

林志斌：25年坚守秀出
期货人新高度 >p36

文化·生活

不一样的幸福 >p51

创新·探索

浅谈如何发展和监管我国
证券及衍生品市场 >p58

【封面文章】

第十届中国期货分析师论坛

>p08





▲ 5月6日，中期协“期货投教网”（edu.cfachina.org）正式挂牌为中国证监会首批全国证券期货投资者教育基地。

中期协挂牌首批全国证券期货投资者教育基地

5月6日，中期协“期货投教网”（edu.cfachina.org）正式挂牌为中国证监会首批全国证券期货投资者教育基地，证监会主席助理黄炜出席授牌仪式并发表讲话。此次证监会在全国范围内命名了首批共13家投教基地，包括7家实体基地和6家互联网基地，中期协是期货行业挂牌的仅有的两家投教基地之一。

“期货投教网”是一个纯公益性、面向全社会、覆盖全市场的期货投教互联网平台。目前设置了“投教资讯”、“维权保护”、“期货学苑”、“投教展播”等若干频道和栏目，分别应用于投资者日常资讯、投资者保护与维权、投资者在线教育及学习、行业投教资源及产品展示等不同场景，以适应快速增长的投资者网上教育需求。同时，该网站与中期协官方微信“中期协发布”进行了紧密联结和互动，投资者可通过微信平台登陆网站查阅信息，让投资者在移动终端更便捷地获取投教资讯。

以基地为基础，中期协将搭建PC端和移动端平台，统筹行业线上线下投教活动，形成全国上下一体的期货投教网络，为投资者提供专业、全面、长效、便捷的维权保护和教育服务体验。

“宝剑锋从磨砺出”，而这柄剑，已淬炼十年之久。

4月23日，由中国期货业协会主办的“第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”成功召开。作为见证了期货行业创新十年、服务十年、发展十年的分析师论坛，在已过“幼学之年”的新起点上，将本届论坛主题锁定于“新动力·新平台·新服务”，来自监管部门和行业内外专家在主论坛上就“新常态”下期货行业如何全面提升服务实体经济能力，展开了深入剖析。

除主论坛外，本届分析师论坛的四个分论坛涵盖大宗商品、期权与场外衍生品、“期货+保险”服务三农新模式、金融衍生品与风险管理等行业热点，同期还举办了2016期货资管合作论坛、中外机构分析师沙龙、场外市场建设研讨会等系列专题活动。此外，期货分析师走进境内外期货交易所专题培训、2016年风险管理公司业务发展研讨会、中国期货业协会国际业务委员会境外期货业务法律研讨会等专项会议，更让本届论坛异彩纷呈。本期“封面文章”详细梳理了论坛的主要图文资料，以点滴折射论坛盛况。

今年前四个月，大宗商品价格大幅波动，演绎出“过山车”行情。价格的剧烈波动说明，市场对宏观经济的预期和市场本身发展逻辑出现了一定程度的共振和修正。在供给侧结构性改革背景下，如何发现并认识大宗商品价格波动的逻辑、成因与趋势，无疑是政策制定者和市场参与者都很关注的问题。本期“热点直击”，将揭开供给侧改革背景下大宗商品的价格波动之谜。

25年久不久？对一位自1991年中国期货市场刚成立不久，就一路追随、成长的“老将”而言，这份夹杂着煎熬的多年坚持，是一笔难能可贵的财富。也正是这份坚守，成就了林志斌从普通业务员到瑞达期货董事长的华丽转身。沿着“生存、发展、突破”的发展轨迹，瑞达期货已从早年间徘徊在生死边缘，最终蜕变成今日综合实力领先的全国性大型期货公司。本期“人物·对话”，将走进林志斌颇具传奇色彩的人生旅途。

走出校门的学子，自踏入期货大家庭那天起，便开始经历成长的酸甜苦辣。期间虽有风雨洗礼，但更有彩虹相伴，个中滋味，五味俱全。对年轻人而言，最大的幸福，莫过于每一次成长都是一次美好的收获之旅，旅途的终点，是历尽艰辛的正果和幸福的笑颜。本期“文化·生活”，将带领大家踏上一群年轻期货人的心路历程，分享他们的美好人生。■



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 张冬
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 北京雷杰印刷有限公司
印刷日期 2016年6月
印数 3500册

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



P08 第十届中国期货分析师论坛

4月23日，由中国期货业协会主办的“第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”在杭州成功召开。

“期”事速览

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

封面文章

- 09 新动力·新平台·新服务
- 13 大宗商品：投资价值与形势展望
- 16 期权及场外衍生品：风险管理与实例分享
- 21 保险+期货：业务创新与实践探索
- 25 金融衍生品：利率与外汇风险管理术
- 28 大会掠影

热点直击

- 32 供给侧改革背景下看大宗商品价格波动 文/陈瑞华 寇宁

人物·对话

- 36 瑞达期货林志斌：25年坚守秀出期货人新高度 文/汤中
- 41 对话林志斌：走特色经营之路，资产与风险管理业务是关键 文/汤中



P36

林志斌：25年坚守秀出期货人新高度



P44

美好的历程

文化·生活

- 45 不惧风雨 在路上 文 / 孙黎晓
- 47 彩虹期货人生 文 / 吴旻晨
- 49 既然选择了远方 便只顾风雨兼程 文 / 徐婧
- 51 不一样的幸福 文 / 赵小玉

博弈之道

- 52 策略博弈和策略之外的博弈 文 / 蒋涛
- 56 期货交易和驾车行驶的“亲密”关系 文 / 施海

创新·探索

- 58 浅谈如何发展和监管我国证券及衍生品市场 文 / 韩乾
- 62 金融衍生品微观交易的宏观内涵 文 / 沙石

观察家

- 67 抛储政策进行时 棉花价格何处走 文 / 匡波
- 71 走势分化 粕强油弱料延续 文 / 杨莉娜

环球视野

- 75 2015 年境外衍生品市场中介机构发展概况 文 / 陈静怡



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

证监会废止第14批证券期货类部门规章

据媒体4月8日报道，证监会通报第14批废止的证券期货类部门规章。包括《关于股权分置改革中证券投资基金投资权证有关问题的通知》、《关于基金管理公司设立分支机构、变更名称及修改章程等行政许可事项审核有关问题的通知》、《关于加强期货经纪公司内部控制的指导原则》等。

上期所修订结算等九个实施细则

上期所4月13日公布修订后的《上海期货交易所结算细则》、《上海期货交易所交割细则》等9个实施细则，包括引入标准仓单作为保证金即时入场、优化交割货款付款方式、取消标准仓单作为保证金的最长有效期限限制、取消纸质仓单等。

大商所与内蒙古签订战略合作备忘录

4月15日，大商所与内蒙古自治区人民政府在大连期货大厦签订战略合作备忘录。双方确立了建立期货市场研究和协作机制、共同提升期货市场服务内蒙古自治区实体经济发展协作机制、大商所在内蒙古自治区设立期货交割库合作机制、期货市场教育培训合作机制、准确快捷的信息交流机制以及畅通便利的联络机制等。

证监会发二元期权平台风险警示

据媒体报道，证监会4月18日表示，最近互联网上出现的二元期权平台交易行为类似赌博，目前，已有地方公安机关以诈骗罪对二元期权网络平台进行立案查处。经了解，这些网络平台交易的二元期权是从境外博彩业演变而来，实质是创造风险供投资者进行投机，与证监会监管的期权及金融衍生品交易有本质区别。

郑商所PTA期货国际化方案启动意见征询

郑商所4月20日就PTA期货引进境外交易者的相关规则制度在杭州举行意见征询会。根据细则草案，PTA现有合约和基本制度框架不变，同时采取人民币计价与结算、外币资金冲抵保证金、PTA期货境外交易者在限仓、套保等规则上将享有“国民待遇”。风险控制制度上，将严格监管高频交易等并遏制“恶意做空”。

上期所举办期权知识媒体专场培训

上期所4月8日举办期权知识媒体专场培训，境内外16家媒体的20余名代表参加了培训活动。据悉，去年上期所完成了做市商系统的建设和技术联网测试，现已有20余家做市商接入并成功参与测试。此次针对媒体的培训活动，有利于期权知识的普及和传播，进而更好地进行期权市场的投教工作。

郑商所修订期货结算细则

郑商所4月14日对《郑州商品交易所期货结算细则》部分内容进行修订完善，共涉及18项内容，包括会员出金标准、当日无成交合约结算价形成方式等。技术性修订主要涉及实际业务操作与细则表述不一致的部分，删除、增减或更新了部分名词表述，使得新条款更加便于投资者接受和理解。

上期所举办沥青期货市场研讨会

上期所4月15日在镇江举办沥青期货市场研讨会，来自沥青上下游实体企业、高速公路交通管理部门、贸易商、境内外注册品牌厂家、交割仓库、指定检验机构、投资银行、基金公司、期货公司的200余名代表参会。会议就国际原油价格走势、我国沥青行业供需现状及石油沥青期货风险管理应用等多方面展开深入研讨。

全球首个黄金人民币基准价诞生

4月19日，全球首个以人民币计价的“上海金”集中定价合约在上海黄金交易所挂牌交易，基准价为257.97元/克。“上海金”以人民币计价、在上海交割、标准重量为1公斤且成色不低于99.99%的标准金锭为交易对象。通过多轮次“以价询量”集中交易方式，在达到市场量价相对平衡后，最终形成“上海金”人民币基准价格。

热轧卷板等品种交易手续费调整

上期所4月21日发布通知，自4月25日起，恢复收取热轧卷板品种当日平仓交易手续费，分别将热轧卷板品种、螺纹钢品种、石油沥青品种的交易手续费从成交金额的万分之0.4、万分之0.6、万分之0.8统一调整为成交金额的万分之一。

2016（首届）中国钢铁产业期货大会召开

由中国冶金报社、上期所和大商所共同主办的“2016（首届）中国钢铁产业期货大会”4月22日在京召开。本届论坛主题为“共生共融，助力脱困”，大商所党委书记、理事长李正强表示，希望产业与社会各界进一步凝聚共识，共同推动钢铁等产业企业更好地利用期货等衍生品工具管理市场风险。

上期CTP境外期货平台正式发布

据媒体5月3日报道，可满足投资者跨境交易需求的上期CTP境外期货平台CTP Global日前面世。据了解，CTP Global平台由上海期货信息技术有限公司基于CTP开发，将率先在南华期货旗下子公司横华国际上线，目前上期技术与南华期货已经合作完成芝商所期货业务开发、实盘交易正式上线等工作。

首批13家投资者教育基地正式授牌

据媒体5月10日报道，证监会完成首批投资者教育基地命名工作，正式向中国期货业协会期货投教网、中金所期货期权学院等13家全国证券期货投资者教育基地授牌。首批投教基地具有主体多元、形式多样、公益为本的特点，中期协、中金所是期货行业仅有的两家挂牌投教基地。

豆粕等品种当日开平仓手续费优惠取消

5月12日，大商所发布通知，自5月16日交易时（即13日晚夜盘交易小节时）起，取消豆粕、玉米淀粉、豆油、棕榈油等期货品种当日先开仓后平仓（即日内短线）手续费减半收取优惠，豆粕、玉米淀粉当日先开仓后平仓交易手续费标准恢复至原1.5元/手，豆油、棕榈油当日先开仓后平仓交易手续费标准恢复至原2.5元/手。

修订版证券期货“八条底线”征求意见

据媒体5月18日报道，《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版征求意见稿）》在部分机构间征求意见。在原版细则基础上，增加了许多细化规定，增强了规范的可操作性，有利于从业机构和从业人员厘清合规边界，明确行为标准，从而促进整个行业的健康发展。

证券期货业营改增试点涉及事项明确

4月29日，证监会发布《关于证券期货基金经营机构做好营业税改征增值税试点工作的意见》，对证券期货基金业营改增试点工作中涉及的具体事项做了安排。《意见》明确，在营改增试点中，各类机构向投资者（客户）提供的各种直接收费金融服务，应以不增加投资者成本且让利于市场为原则，做好价税分离工作。

大商所对焦炭等品种实行差异化手续费

大商所5月6日发布通知，自5月10日起焦炭、焦煤、铁矿石和聚丙烯品种非日内交易手续费标准恢复至原成交金额的万分之0.6，上述四品种同一合约当日先开仓后平仓交易手续费标准继续维持万分之7.2（焦炭、焦煤）、万分之3（铁矿石）和万分之2.4（聚丙烯）的现有水平不变。

大商所修改风险管理办法增加交易限额制度

大商所5月11日公布《大连商品交易所风险管理办法》修正案，自公布之日起生效。《办法》增加了交易限额制度，交易限额是指交易所规定会员或者客户对某一合约在某一期限内开仓的最大数量。交易所可根据市场情况，对不同上市品种、合约，对部分或全部会员、客户，制定交易限额。

首届云南橡胶产业发展论坛召开

5月18日，由中国天然橡胶协会、云南农垦、广东农垦和上期所共同举办的“第一届云南橡胶产业发展论坛”在昆明召开。本次论坛以“供给侧改革下中国橡胶产业发展新态势——整合与创新”为主题，就当前宏观经济、全球天然橡胶的供需现状以及供给侧改革下橡胶产业面临的机遇等多个方面展开深入研讨。

第十三届上海衍生品市场论坛举行

5月25-26日，由上海期货交易所主办的“第十三届上海衍生品市场论坛”在上海国际会议中心举办。本届论坛主题是“供给侧改革下的期货市场服务实体经济”。来自政府部门、相关行业协会的负责人、国内外知名金融机构、企业高管以及专家学者、媒体代表出席了论坛。

芝商所推出新美元现货指数期货

4月5日,芝商所(CME)宣布推出芝商所彭博美元现货指数期货。该合约从2016年4月4日始在CME Globex电子交易平台交易,主要追踪一篮子10种发达和新兴市场货币对美元的表现,包括欧元、日元、加元、墨西哥比索、英镑、澳元、瑞士法郎、韩元、离岸人民币和巴西雷亚尔,采用美元进行现金结算。

新西兰交易所开设奶制品期货和期权合约

据媒体4月8日报道,根据新西兰交易所(NZX)公告,其开设和提供牛奶价格期货和期权合约已获新金融市场监管局(FMA)和新西兰央行(RBNZ)通过,安排于5月启动。此前,供应商和购买者对奶制品需求增长,而此合约的推出将可应对和管理牛奶价格的波动。

港交所推出前端监控风险管理系统

4月25日,港交所宣布推出前端监控风险管理(PTRM)系统,以配合旗下衍生产品市场参与者的内部风险监控措施,协助参与者满足其前端监控需求。同时,前端监控风险管理系统还可加强对港交所旗下结算所的保障,提高香港金融市场的竞争力,并配合进一步的市场互联互通计划。

LME推出仓库电子追踪系统

据媒体报道,4月28日,伦敦金属交易所(LME)发展部主管Matthew Chamberlain表示,LME已推出一套名为LME shield的仓库追踪系统。该系统可提供电子收据作为存储的金属所有权证明,且还能LME注册仓库网络之外的数千万吨金属提供安全保障。LME shield在19个管辖区域都可以使用,包括新加入LME仓储网络的国家,比如印度、南非和智利。

CFTC发布对芝加哥FCM的违规指控和处罚决定

美国商品期货交易委员会(CFTC)5月9日发布对芝加哥期货交易商Futures Cunningham Commodities(FCM)的违规声明,声明指出Cunningham违反CFTC监管,未在第一时间通知CFTC发生隔夜340万美元的隔离客户账户不足额的情况,并在2014年3月10日导致出现现金转账错误。文件要求Cunningham公司和Russo支付15万美元罚款,并永久禁止其再次违反CFTC的各项规定。

建行完成购买LME经纪公司75%股权

据外媒4月7日报道,中国建设银行完成对英国迈特迪斯特贸易有限公司(Metdist Trading Limited)多数股权的收购,成为第二家进入伦敦金属交易所(LME)圈内交易的中国企业。迈特迪斯特是LME九个圈内定价会员之一,建行旗下的建银国际收购迈特迪斯特75%股份后,成为继广发金融交易之后,可进入LME公开喊价圈内交易的第二家中国公司。

CME成功启动利率掉期期权结算

芝加哥商品交易所集团(CME Group Inc)4月12日宣布,已于4月11日首次完成利率掉期期权交易结算。芝加哥商品交易集团是首个从事清理利率掉期期权结算的交易所,目前有五个清算机构被批准清算掉期期权结算,这其中包括巴克莱银行、法国巴黎银行、花旗集团和苏格兰皇家银行集团。

德意志交易所宣布启动金融科技中心

德意志交易所(Deutsche Boerse AG)4月27日宣布正式在法兰克福开放金融科技中心,使其成为该地区首个启动类似中心的交易所。这一金融科技中心在曾经面积为450平方米的制药厂提供了60个工作站。德意志交易所风险网络的工作人员,将为去年推出的初创公司的工作人员提供专业知识培训。

新加坡交易所新增MSCI China Index

新加坡交易所(SGX)于5月3日最新推出MSCI中国外资自由投资指数(SM)期货和期权交易。SGX的MSCI中国指数交易获得了商品期货委员会(CFTC)的批准,使美国投资者可直接在美交易。中国外资自由投资指数涉及行业广泛,包括金融、信息技术和消费品公司,MSCI中国合约国际投资者提供关键领域的风险管理工具。

CME增加A380铝合金期货交易合约

CME 5月16日宣布将推出一个新交易品种A380铝合金(S&P Global Platts)期货交易合约。A380铝合金期货规模44092英镑(相当于20吨)。新合约于2016年6月6日开始交易,在等待相关监管审查期间,新合同将在芝加哥商品交易所通过全球电子交易系统进行交易,通过CME ClearPort提交清算并且将列出纽约商品交易所的规则和条例。

期货从业资格考试样卷公布

中国期货业协会3月31日公布三套期货从业资格考试样卷,为方便考生学习期货从业资格考试有关内容及复习使用。其中,样卷试题类型分为单选、多选、判断和综合题四类,期货基础知识考试样卷共140道题,期货法律法规考试样卷共140道题,期货投资分析考试样卷共100道题。

金融衍生品高级研修班举办

4月15-24日,为培养金融衍生品研究分析、产品设计与基金经理类高端人才,协会与厦门大学金融工程研究中心联合举办第八期金融衍生品高级研修班。共有来自期货公司、证券公司等72家机构的77名学员参加。

期权交易实务培训陆续开班

4月18-22日,由中国期货业协会与欧洲期货交易所举办的第四期期权交易实务培训班在杭州举办。共有来自交易所、期保监控中心、证券公司、期货公司的35名学员参加了培训。5月23-27日,第五期期权交易实务培训班举办。

风险管理公司业务发展研讨会召开

4月21日,协会在杭州召开2016年风险管理公司业务发展研讨会,中国证监会、15个地方证监局、4家期货交易所、监控中心、49家风险管理公司和部分期货公司代表共140余人参会。会议以深化风险管理公司服务实体经济理念为目标,围绕风险管理业务的发展与合规风控进行了充分的沟通交流。

第十届期货分析师暨场外衍生品论坛召开

4月22-23日,由中国期货业协会主办的第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛在杭州召开。会议以“新动力·新平台·新服务——全面提升服务实体经济能力”为主题,围绕大宗商品、期权与场外衍生品、“保险+期货”、金融衍生品与风险管理等服务国民经济与改革开放前沿领域进行了深入探讨,取得了良好的效果。

加强风险防范和投教工作通知发布

4月27日,协会发布《关于加强风险防范和投资者教育工作的通知》,针对近期市场波动较大、投资者开户数量增长较快的情况,明确提出期货经营机构要切实履行中介机构的责任和义务,从维护期货行业长期健康发展的大局出发,切实做好风险防范工作,维护投资者合法权益,维护期货市场平稳运行。

欧洲衍生品市场监管框架网络研讨会举办

4月27日,中期协与欧交所通过“GoToWebinar”网络平台举办了以“欧洲衍生品市场监管框架”为主题的网络研讨会。欧洲期货交易所的市场监管及合规部专家担任主讲,共有来自期货和证券公司及监控中心的200多位研究人员、产品研发人员等参加了研讨。

期货风险管理子公司业务试点办法征求意见

为规范期货公司及风险管理公司的业务试点活动,协会对《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》进行了修订,并于5月4日至10日就修订后的《期货公司风险管理子公司业务试点办法(征求意见稿)》,再次面向全行业公开征求意见。

期货公司营改增专题视频培训举办

为帮助期货公司系统地掌握“营改增”相关政策与要求,5月5日、12日,证监会会计部与协会联合举办了两期期货公司“营改增”专题视频培训,邀请了财政部及德勤税务咨询机构的相关专家分别从“营改增”实施背景、政策解读、对行业的影响以及具体实施运用等方面进行讲解。

广发银行等4家公司成为协会会员

5月16日,协会发布关于吸收广发银行股份有限公司等4家公司成为协会会员的公告。根据公司自愿申请,按照协会章程,经协会理事会审议,同意吸收广发银行股份有限公司、艾扬软件(上海)有限公司为协会联系会员,吸收和合资产管理(上海)有限公司、上海际丰投资管理有限责任公司为普通会员。



第十届中国期货分析师论坛

【编者按】

4月23日，由中国期货业协会主办的“第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”在杭州成功召开。十年磨一剑，分析师论坛见证了期货行业创新的十年、服务的十年、发展的十年。本届论坛以“新动力·新平台·新服务”为主题，主论坛上，来自监管部门和行业内的专家就“新常态”下，期货行业如何全面提升服务实体经济能力进行了深入剖析。

除主论坛外，本届论坛还设立了四个分论坛，内容涵盖大宗商品、期权与场外衍生品、“期货+保险”服务三农新模式、金融衍生品与风险管理等行业热点。论坛期间，还举办了2016期货资管合作论坛、中外机构分析师沙龙、场外市场建设研讨会等多个专题活动，以及期货分析师走进境内外期货交易所专题培训、2016年风险管理公司业务发展研讨会、中国期货业协会国际业务委员会境外期货业务法律研讨会等专项会议。此外，中国期货人西湖健行专项活动、期货分析师论坛十年回顾专题展览也同期举办。

本期“封面文章”详细梳理了论坛主要图文资料，以期为读者了解论坛整体情况提供参考。

新动力 · 新平台 · 新服务

——全面提升服务实体经济能力

海洋港口一体化战略与大宗商品交易中心建设



浙江省副省长朱从玖

浙江省当前的经济、社会发展呈现非常良好的局面，按照中央和国务院的部署、省委省政府的决策，我们在2020年的主要目标是要高水平地建成小康社会。大宗商品是期货的主要品种，浙江的大宗商品建设、前景，未来无论是对现货市场的发展，还是对期货市场的发展，关联度都非常高，而且非常重要。

今天借此机会，我向大家简要介绍浙江省和大宗

商品关联的地方。题目就是海洋港口一体化战略与大宗商品交易中心的建设，或可称之为交易市场的建设。

海洋港口一体化战略

浙江面积不大，就10万平方公里，但地理位置非常独特，有舟山这样全国唯一的群岛市。舟山位于我国长江经济带和海上丝绸之路的交汇处，紧临国际海运的主通道，是长江经济带江海联运的重要枢纽，也是国家“一带一路”的开放地区和重要前沿。

作为江海联运中心，宁波舟山港的重要性不言而喻。2015年全省沿海港口完成货物吞吐量11亿吨，完成集装箱吞吐量2257万标箱，“十二五”期间年均分别增长6.9%、10%。其中宁波舟山港完成8.9亿吨，连续7年稳居全球港口第一位，完成集装箱吞吐量2063万标箱，首次超过香港，位居第四。

宁波舟山港分别承担了长江经济带45%的铁矿石、90%以上的油品中转量，三分之一的国际航线集装箱运输量，以及全国约40%油品、30%铁矿石、20%煤炭储备量，是全国最大的江海联运基地。2015年，实现江海联运量2.5亿吨，海河联运量是1400万吨，集装箱的海铁联运是17万标箱，多式联运发展形势快。

去年，海港发展委员会成立，把宁波舟山港集团进行了整合，以统筹推进海洋和港口建设。舟山也在申请自由贸易港区，如果获得批准，将对宁波舟山港以及江海联运的发展有极大地促进。

大宗商品交易中心建设

下面简要介绍大宗商品港口集散优势和大宗商品交易中心建设。宁波舟山港港口的物流资源条件十分丰富，“十三五”期间的规划有以下几方面：新增石油储备能力1000万方以上，铁矿石堆场能力达到1700万吨以上，要完善国际结算、保税机制，港口大宗货物交易额达5万亿元，加快建成铁矿石的亚太分销中心，铁矿石国际分销达到500万吨，舟山国际绿色石化基地一期基本建成，临港石油炼化能力达到4000万吨，建成长江经济带的粮油集散加工基地，粮油中转吞吐量达到2000万吨。

期货市场的发展离不开现货市场，而大宗商品现货市场的复杂性也非常高，它不仅取决于国内条件，还取决于

与国际的物流体系、港航体系、交易体系之间如何衔接，是非常系统性的工程。浙江省愿意为全国大宗商品市场的建设，无论是从现货，还是期货角度，做一些基础性工作。

大宗商品要从传统贸易向服务贸易转型，从大宗商品集散中心到交易中心、定价中心，这项工作是非常庞大的工程。我们要同步谋划大宗商品的交易，一方面为大宗商品贸易、运输、定价发展建立一个体系，另一方面也为期货市场的发展打下基础。浙江省在做这项工作的同时，希望得到期货交易所、期货公司，包括在座期货分析师们的大力支持，我们要集聚整个业界的智慧与能力，共同打造大宗商品交易中心，来为我国经济发展、期货市场的发展做出贡献。

期货市场在供给侧改革中的重要作用



中国期货业协会副会长侯苏庆

在经济新常态下，要使中国经济跨越中等收入陷阱，需要一套完整的供给侧改革政策体系，而金融改

革又是供给侧改革的核心，期货市场作为金融市场的重要组成部分，其价格发现和风险管理的功能可以在供给侧改革中发挥重要作用，在去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务中提供深层次的支持和服务。在此，我想谈几点建议：

第一，以服务实体经济为根本宗旨，努力提升自身的专业水平。中国期货市场建立的目的，就是要形成市场化的价格发现机制，为实体经济提供风险管理服务。全行业应紧紧围绕国家“十三五”发展规划，围绕“一带一路”国家战略，为实体经济转型升级贡献力量。期货经营机构要抓住机遇，结合自身特点和优势，围绕主营业务和专业发展成为具有专业的风险管理能力的服务商和供应商，为实体企业提供更好的风险管理服务。

第二，增强合规风控意识，提升全面风险管理能力。“十三五”规划要求我们在深化金融改革的同时，坚决守住不发生系统性、区域性风险的底线。我们应当对2008年国际金融危机和去年股市异常波动的经验教训进行深刻反思。根据国情市情进行全面风控管

理，期货经营机构应当建立健全规章制度，建立风险全面实施覆盖的内务合规风控系统，从自身提高风控意识，使经营机构形成风控的制度和他文化。

第三，勇于探索实践，积极提升期货行业的创新能力。创新要围绕服务实体经济和资本市场中介服务的基本定位，开展业务创新、产品创新和服务创新。期货经营机构的风险管理、资产管理、场外衍生品业务、“期货+保险”、服务三农等创新业务，就是要做出更多的具有中国特色、为实体经济服务的典型范例来。

第四，牢固树立客户利益至上的理念，健全投资者教育与保护的长效机制。我们要牢固树立底线思维，遵循“三公”原则，保护投资者利益，要把客户利益

至上作为基本的发展理念，大力推进行业的诚信建设，要建立健全诚信评价与约束机制，提升行业社会形象，要建立投资者教育与保护的长效机制，深入开展投资者风险教育，进一步完善投资者的管理制度。

金融的本质是服务实体经济，只有不断深化改革，稳步推动创新发展，清除市场发展过程中不必要的制度障碍，让更多实体企业能够参与期货及衍生品市场，我们的市场才能真正成为具备价格发现和风险管理功能的市场，期货经营机构也才能真正成为满足实体经济风险管理需求的专业化的中介服务机构。相信中国期货市场和期货行业能够积蓄力量、厚积薄发，迎来更加美好的明天！

新常态下如何发挥期货和衍生品功能



中国证监会机构监管部副主任吴孝勇

在经济发展步入新常态之后，如何发挥期货和衍生品的功能，提升供给侧改革的能力，是当前我们面

临的重要课题。下面我简单谈几点看法：

第一，期货经营机构总体发展向好。去年以来，期货公司融资渠道进一步拓宽，可以选择利用境内外市场补充资本，目前已有两家期货公司在香港发行上市。截至2016年2月底，期货行业净资本已达到588亿元，比去年增长4%，行业抗风险能力进一步增强。

第二，业务创新取得积极进展，核心竞争力进一步提升。资产管理业务发展迅速，已经成为部分期货公司新的利润增长点。风险管理业务稳步推进，在服务小微企业和“三农”方面进行了有利的实践。互联网开户运营稳定。期货行业对外开放进一步扩大，为开展国际化经营和提供跨境风险管理服务打下良好基础。期货经营机构的创新活力进一步激发。近年来，证监会大力推进简政放权，通过取消不必要的管制，有效激发了市场主体的活力。

第三，坚持正确的发展方向，处理好创新和规范的关系。期货公司作为连接市场和客户的桥梁，必须立足于期货及衍生品服务提供商的精准定位，充分发挥风险管理和资产定价功能，为客户创造价值，为行业赢得尊严。

当前，尤其要紧紧围绕供给侧改革和工业制改革、

农产品价格改革等重点任务，创新服务手段和方式，挖掘潜在的风险管理需求。要稳健经营，规范管理，促进行业可持续发展。研究分析人员要更加重视对宏观经济的研究，提高对经济形势的分析研判能力，要更加重视对期货品种及其背后产业链的研究，要更加重视对场外衍生品的研究，扎实练好基本功，为客户提供专业化、差异化、个性化的服务。

第四，坚持依法从严监管，守住风险底线。去年股市异常波动暴露了监管有漏洞、监管不适应、监管不得力的问题，下一步我们要在深刻反思的基础上，依法监管、从严监管，着力做好对期货经营者的事中事后监管，要把握风险的底线。总的要求是既要从严执法，加强问责，又要公平公正，依法监管，维护期货市场长期稳定健康发展。

最后，祝论坛取得圆满成功！

牢牢守住期货行业风控底线



浙江证监局局长吕逸君

本届论坛的主题是“新动力·新平台·新服务”，三个“新”字凸显了期货市场面临新的形势，又有新的举措，才能开创我们发展的新局面。期货业在加快转型过程中，我认为把握以下几点很重要：

第一，要坚持服务实体经济的根本导向。期货公司在拓展业务上，要围绕着服务实体经济，围绕为满足客户的真实需求，充分发挥期现结合的优势，发展壮大。

这次论坛提出新服务，就是要从满足产业和投资者出发，跟上国家经济战略和产业发展新步伐，取得服务实体经济的新成效，只有坚持服务实体经济这一导向，结合行业，才能真正大有作为，实现长远的发展。

第二，要坚持风险控制的底线。要正确处理好市场创新与风险防控的关系，正确处理好提高效率与注重安全的关系，牢牢守住风控底线，确保业务创新的进度与自身风控水平相适应。期货公司是管理客户风险的专业机构，必须始终坚持客户至上和诚信经营的理念，要把维护投资者权益放在更加重要的位置，把客户利益至上的理念贯彻到客户的各个环节当中，具体来说产品设计要控制适当风险，产品销售要诚信规范，产品服务和管理的要专业透明。

期货业的竞争关键是人才竞争，期货公司的优势核心是人才的优势，而期货分析师队伍是期货市场的重要参与主体，也是期货行业增强专业能力、服务实体经济的重要内容。期货分析师既要仰望星空，又要脚踏实地；既要富有激情，又要冷静分析；既要擅长研究，又要知晓行业。当前期货业发展的新形势对期货分析师提出了更高要求，期货分析师要做到“诚信+专业”，既要规范道德，又要提升专业能力，从而不断提高分析师的自身价值。最后，祝愿2016年第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛取得圆满成功，并且让我们共同期待期货业下一个更加精彩的十年。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

大宗商品：投资价值与形势展望

原油价格的供需与博弈



余建跃
中海石油化工进出口公司
原油部首席经济师

我主要从两方面阐述观点。第一，国际原油基本面的供需态势；第二，国际原油价格关系博弈，价格关系的博弈实际上是对基本面的反映。

国际原油市场的供需态势首先要关注两个平衡。埃及的苏伊士运河是连接地中海和红海的交通要道，将世界划分为东和西，即东西平衡；大西洋把两个最大的消费区——欧洲、北美做了一个阻隔，即跨大西洋平衡。实际上，东西两个半球的生产和需求总量是相对平衡的。现在美国石油产量达到 900 万，成为市场里供给侧最大的特点，对未来演变会产生非常大的影响。这个影响来自于第二个平衡——跨大西洋平衡。随着美国市场进一步发展，生产主力区已由巴肯地区南移到德州地区，过剩的原油进一步向欧洲出口。两个平衡实际上对应两个基准的原油价格的波动。

然后关注供给。美国石油产量在去年达到的峰值是 940 万至 960 万，预计今年会下降。欧佩克的石油增长来源主要是伊拉克和伊朗。由于油田项目的开发需要巨

额的上游投入，事实上，很多边境油田的投资非常高，欧佩克国家石油产能可能已发展到尽头，产量上升空间有限，今年不会有巨大的增长。

再次关注需求。美国的汽油需求好于柴油需求，欧洲的汽油需求明显不如柴油。同样的原油生产汽油、柴油的能力是有局限的，将会产生非常大的成品油交易。最大的需求来自于炼厂，它必须有利润。从毛利来看，在 WTI 价格大幅低于 BRENT 时，美湾炼厂有独特优势。现在来看，美湾的成本优势丧失，美湾、欧洲和亚洲的炼油毛利趋同。从单一品种来看，汽油的毛利高于柴油。从美国炼厂开工情况来看，炼厂的需求存在明显的季节特征，春秋两季的检修会导致炼厂需求的减少。

最后是供需平衡。石油的需求和供应之间相差并不很大，即便石油的供应过剩是 100 万桶 / 天，也仅占基数总量的 1%，并不能解释油价从 100 美元 / 桶跌到 40 美元 / 桶。从供给的角度，关键是页岩油带来的增量和常规油之间的竞争，在未来我们应该密切关注页岩油的进展。

在国际原油价格关系博弈方面，均衡价格模型认为需求随着价格的上升而下降，供给随着价格的增长而增长。供应曲线和需求曲线交叉会产生一个市场价格及数量，这里存在一个最大的前提假设：供应实实在在等于需求。而事实并非如此。

任何一个独立的地区，都有供需存三个要素，前

面的模型不能解决后面的问题。区域和区域之间因为有进出口、套利、贸易流，会改变各自的供应。这种市场结构与库存密切相关。价格关系一方面反映市场的供需层，另一方面推动地区供需改变。

油价大方向将有较好的修复，从供应、需求、库存的角度来说。再往长远看，要密切关注供给，因为价格会决定每一个市场参与者做什么，这个价格关系会重塑。

黑色金属价格能否延续反弹？



笃慧
中泰证券研究所副所长

以钢铁行业为例，基本面出现改善的可能性较大，今年钢铁行业将出现供给、需求、库存三周期共振情况。最核心的三个周期是库存、产能、需求三个周期。从去年12月份开始，钢铁价格出现了较大反弹，钢铁行业整体从之前的现金成本区以下回到了成本区以上。

为何在经济反弹力度较弱的情况下，钢铁价格有较大反弹？最核心的因素是钢铁的库存。从2013年下半年开始，整个工业品企业没有增加库存。由于库存水平

极低，一旦需求改善，价格反弹幅度会很大。从库存周期来看，整个钢铁行业非常健康；从需求角度来看，钢铁行业的季节性消费特征非常明显。因为50%的需求来自于建筑业，同时拉动重卡、工业机械这方面的需求。钢铁行业与其他工业品唯一的不同点来自于第三个周期——产能周期。向好的产能周期也是不变的因素。新增产能延续下滑趋势、产能淘汰进程加速，2016年将确定新增产能550万吨，预计淘汰落后产能将位于2000—3000万吨。

就目前盈利来说，钢铁行业在股票里面是有收益的，但整体处于比较差的状态。

总结来看，钢铁在今年会形成三周期共振的状态。会往好的方向发展，一般来说，这一次带来的盈利弹性，包括行业价格上涨将超出预期。而且货币现象会叠加放大价格上涨的幅度。基本面和货币宽松的刺激下，整个钢铁价格会有很剧烈的反弹。

有色金属基本面无显著好转



何笑辉
北京安泰科信息开发公司
高级工程师

以铜品种为例。去年年底，国内几大冶炼商共同提出了减产计划。从今年年初数据可以看出，排名比较靠前的几大冶炼商确实做了减产动作，排名二三线的企业产能还是很高，包括有一些新的产能投进来。但从整个供需来看，预计今年全年产量增加。

电力行业占整个国内精铜消费比例的50%左右，排名第二的是空调制冷行业，2015年占比15.3%，到今年

“

尽管国内铜供应非常短缺，但由于进口量过大，国内市场的精铜和铜精矿均呈现供应过剩状态。整个过剩的趋势短期内不会有非常本质的转变。从产销缺口来看，铜精矿的产销缺口（产量和消费量的差额）还在不断扩大。

”

空调企业去库存依然是非常主要的任务，今年整个空调的生产旺季基本结束。其他行业基本维持相对平稳的趋势。建筑行业在3月份出现了较好的情况，但这个情况能否持续很久尚未可知。整体来说，分行业来看，电力行业是今年最值得关注的。未来电力行业依然是铜消费的最大增长引擎，其他的主要增长潜力还包括新能源汽车等。

从中长期供求来看，尽管国内铜供应非常短缺，但

由于进口量过大，国内市场的精铜和铜精矿均呈现供应过剩状态。整个过剩的趋势短期内不会有非常本质的转变。从产销缺口来看，铜精矿的产销缺口（产量和消费量的差额）还在不断扩大。

除了铜之外，包括铝、铅、锌、镍在内的其他金属，整体来看，基本消费增速较弱，供应也有所减缓，市场基本面并未显著好转。铜价可能重心震荡下移，铝和锌将出现阶段性反弹，铅和镍的情况不太乐观。

透过宏观看大宗商品



张一凡
国泰君安固收部董事总经理、外汇和大宗商品部总经理

外汇方面。“811”汇改以后，中央政府采取了很多稳定汇率市场的措施。2013年以来，中央政府的“两个坚持一个转变”中，“一个坚持”是坚持人民币国际化。外汇仍然是宏观经济比较大的变数。外汇稍微稳定一点，开放措施就会继续下去。如果没有出现波动，汇率改革进程会更快。今年以来非常大的变化就是人民币在一季度后改成了盯住一篮子货币。总的来说，国际市场会维持一个比较高波动的态势。

贵金属方面。今年国际金价相对较强，黄金更多反映的是避险的因素。实际上买黄金替代了买美元。总的来说，如果考虑美国加息预期变化、通胀变化、风险变化等因素，黄金实际价格在过去一段时间的反映程度是不够的。今年以来，我们虽然看到黄金的价格比较强，但更多的是基本面投资者在买入，它缺乏一个投机性。从期权市场看，现在的黄金市场整体比较理性，处在比较安全、平缓的阶段。

大宗商品方面。去年大宗商品的下跌有三个阶段：第一个阶段是成本下降；第二个阶段是美元走强；第三个阶段是人民币贬值。今年的反弹也有三个阶段：第一个是风险偏好的增加期；第二个是熊市，短期库存的错配造成了下降期；第三个是资产配置流入期。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

期权及场外衍生品： 风险管理与实例分享

如何应对 ISDA 保证金制度之变



Keith Noyes
ISDA 亚太区总监

今年全球衍生品市场最大的变化就是要实行强制性保证金制度。2009 年 9 月，G20 国家准备对衍生品市场进行规则的改革，对衍生品进行清算，建立信息库。到了 2012 年，对于留在场外没办法清算的产品，要求双方强制性地交换保证金。2013 年 9 月出台了一些概念，最主要的观点是在金融风暴时，清算衍生品的处理比留在场内更顺利，在清算框架下，清算成员都要给清算所抵押品、保证金，希望将这个模式也应用在场外。同时希望每个市场尽量按此去设定自己的规定，并在今年达到目标。

对于外汇衍生工具，给了一些豁免，不一定要交换初始保证金。此外，很小的公司，场外衍生品额度不超过 80 亿欧元的，也不在这个制度范围内。

在这种制度下，双方每天都要交换保证金，定期交换初始保证金。每个市场要根据自己的情况适

时推出相关规定，中国也签署了该框架协议。但目前国内衍生品市场尚未发展，很多条款不太适合国内情况。其他国家和地区制定的规定会影响到中国市场。

现在基本上美国、日本、欧洲已出版了最后的规定制度，香港、新加坡、澳洲、瑞士、加拿大等地区和国家已出草稿，但尚未定下最后规定。第一波规定将于今年 9 月 1 日实施，针对最大的金融机构——集团包括它所有关系企业，累积起来的衍生产品额度超过 3 万亿欧元，要自 9 月 1 日开始交换保证金。目前中国没有一家金融机构超过 3 万亿；第二波是明年 3 月 1 日，所有金融机构要开始交换保证金。虽然中国国内没有这方面规定，但国外客户受到它的监管，要执行这个规定。因此，国外的规定会影响到国内市场；第三波是在未来每年的 9 月份，场外衍生产品的额度每年降低 0.75 万亿欧元，来判断是否加入到初始保证金的框架下，中国可能有一两家机构在明年的 9 月份超过额度，则要开始与超过额度的银行交换初始保证金。

金融机构要做好以下准备。

第一，了解所有关系企业发行的场外衍生品的额度是否在 3 万亿以上，以便提前知晓大概哪一年要开

始交初始保证金；第二，关注交易对手。如果和避险交易的客户做，它有一个豁免，你就不用交保证金，但是如果是美国、日本的大银行，一定受到监管，需要交换保证金；第三，与交易对手是否在文本方面有

协议可以交换保证金，在与交易对手签署的补充协议上是否有交换保证金，如果没有，则没有办法交换保证金。因此，一个重要的工作是要开始谈补充协议，这个过程往往需要很长时间。

衍生品工具在生产和贸易中的运用



王强

远大物产集团衍生品事业部主管

远大物产作为一家贸易公司，业务模式区别于风险管理子公司。第一，更加集中化的客户群体。很多风险管理子公司的资源主要来自于母公司，而母公司本身是期货公司，客户来自各个不同的产业，包括有色、贵金属、黑色等等。风险管理子公司面临风险时，会发现客户有不同的需求，在不同的产业里有不同的模式，产业的发展阶段也有所区别。

远大物产与其他的贸易公司类似，优势通常集中在一些较小的产业，特点是客户需求比较相似。产业推广方案可复制性强，更加贴近产业的需求。比如做塑料销售，下游面对几千家企业，我们很大程度上知道他们需求及面对的销售风险结构等等。因此能够提出更切合客户需求的解决方案。我们的优势是可以直接接触行业中的上下游企业，和上游有进货关系，和中游有串货关系，和下游有销售关系，因此能够集中优势。

第二，拥有现货资源。除了期货期权以外，我们还可以做现货结构化的产品。

第三，可以在衍生品交易中对冲自身风险。当公司自身存在风险时，可以在市场上买卖期权来对冲自身的风险。

经营过程中的体会和遇到的困难。第一，市场培育工作还有比较长的路要走。市场、客户对期权的理解有很长一段路，在这方面我们和风险管理子公司需要共同努力去做好这样的培育工作；第二，客户风险控制能力。这也需要我们一点点去培育客户；第三，同业市场的深度。我能做到500—1000吨的量，如果客户有1万吨的量，我去找市场上同业对手很难把这个量做起来，这是可以探讨的话题；第四，市场结构的复杂性。这是国内市场碰到的困难。首先，我们需要和每一个潜在客户完成签约，但是到走完合同的时候市场已经不存在了，这是制约我们业务向前发展的困难；其次，签约的标准化程度比较低。有太多的条款需要互相谈判，有时对手提供的条款有不平等性；再次，每笔交易都需要签字盖章邮递等各种程序，在国内的市场暂时没有解决办法。希望同业能够探讨这个问题，寻找更快捷的方式，使同业市场更加顺畅。

期权交易在风险管理中的应用



任重

香港交易及结算所市场发展科副总裁

香港交易所很多期权产品都集中在股指和股票的期权，并没有太多的商品类合约。中国市场是最大的商品消费者以及商品使用者市场，如果没有商品合约，没有期权的商品合约，将失去很大一部分服务市场的功能。因此，我们在2012年收购了伦敦金属交易所，它一直以来都是非常活跃的、给市场提供金属套期保值、风险控制的市场。

国内没有商品期权，而伦敦交易所的期权已被国内很多公司频繁使用，不少参与者，特别是现货公司都在期权市场上进行交易。

期权主要有两个方面，一方面是卖出方，一般是指银行、经纪商这两个主体提供期权报价；另一方面是购买方，以产业客户、基金客户为主，这些客户使用期权来对冲风险。但在交易中，这两个类别的交易者经常会互换，有的产业客户愿意卖出期权来收取期权金。

LME的期权是美式期权，合约在最后交易日之前，可以提前进行交割，不需要等到最后一天。但绝大多数交易会等到最后一天，因为如果提前执行期权，则不能

收到时间价值，但如果卖掉，可以收回时间价值。因此理性的投资者不会提前执行期权合约。

我们的期权最后交易日是每个月第一个周三，假设是在5月，执行期权后，得到5月第三个周三到期的期货。但在第一个周三和第二个周三，你可以自由处理期货头寸，可以进行期货交割，也可以以现货结算价平头寸，甚至可以把期货头寸往后延期，是很自由的可交易的模式。这也是LME受到全球现货贸易商追捧的原因，现货商都愿意在LME市场进行交易，因为我们的合约能够很灵活地帮助市场控制风险。

目前整个期权交易并未在电子盘上进行，所有交易都以电话下单方式，由经纪商或银行报价。主要原因是现在期权种类非常多，每个月份有不同的执行价格，如果都在电子化平台上报单，可能没有很好的流动性。但通过银行、二级会员给客户报价，市场可以获得充分的流动性。

期权的定价要素非常之多，需要考虑时间价值、执行价格、无风险的利益、资金成本，甚至还有没办法定价的这么一个风险流动性。实际上，期权的流动性对其定价影响更大，特别是在没有看到电子盘的市场，如果一个非常小的参与者去报价，没有流动性，它的买卖价差会非常宽；如果是一些很近的合约，参与者又很大，又是在接近于市值的流动价，买卖价差就非常窄，所以在向期权经纪商询价的时候，也需要考虑流动性的问题。

豆类油脂基差贸易与衍生品的运用

九三集团是国内压榨量处于前三的大豆加工企业，总能力1200万吨，销售收入超过450亿元，进出口

贸易总额超过60亿美元，企业大豆加工总量位居全国第一。集团在2013年11月开始大力推广基差业务，



韩少杰
九三油脂集团油脂油料
部总经理助理

目前整个豆粕基差的销售在整个豆粕销售占比中达到了50%，且在基差销售中，以远期现货为主，远期现货不是通过一口价形式销售的，而是通过“基差+期货”的方式定价。

基差销售的形式方便我们提前销售产品，也方便饲料厂对远期采购价格提前锁定。因为我们用豆粕基差，所以就把下游的饲料厂带到了期货市场，他们需要通过期货点价来完成整个现货价格的做价，自然而然就产生了避险需求。

基差贸易的流程。我们每天先会对下游的饲料厂和贸易商报出远期各个月份的基差价格，这在全国各个地区是不一样的，它涉及运费、当地库存的紧张程度等等因素。在一个合适的价格下，饲料厂会和我们签基差合同，通过期货市场定价锁定它的整个成本，最后它的期货价格加上所买的基差价格，就是它最后

锁定的现货提货价，到了现货的执行月份会付全款结算提货。

饲料厂和贸易商产生了避险需求，但避险手段很单一，这使他们在原料采购尤其是远期的原料采购中处于相对被动的位置，承受的市场风险很大。基差销售的市场很大，全国大概每年有3000万吨的豆粕是通过基差的方式卖给饲料厂的。如果我们能够把场外期权引入这个市场，那么它的市场潜力非常大。

我从油厂的角度，提出一个在豆粕期权方面可以合作的方案。首先，我们针对下游有避险需求的客户提供保价业务，将整个期权的头寸汇总通过比价寻找期货公司来对冲。我们也考虑过是否要组建一个自己的期权交易团队，通过各种手段对冲头寸，但是对于油厂来说，相比于压榨，期权交易并不是很大的业务，组建专门团队的成本较高。对我们来说，成本最低的方案是将整个头寸打包，把这块业务外包给期货公司，提高市场运行效率。希望各个期货公司能够建立一个相互授信的无保证金效益，包括拉油厂和饲料厂进来，这样能降低整个市场的交易成本。油厂和饲料厂买卖基差，我们把期权作为一个附加项，聚拢头寸以后，油厂和期货公司进行对冲，最后是油厂、期货公司、饲料厂进行相互的赔付。

风险管理公司典型业务模式介绍



刘胜喜
永安资本总经理

这两年永安资本取得了一些成绩。从销售规模上

看，2013利润350万，2014利润2020万，2015年利润6300万；人员从最初的15个人，增加到目前70个人，注册资金从1.5亿增加到5个亿。

公司主要做四项业务：第一项仓单服务。包括仓单购销、交易所内仓单质押、仓单的买断、提供一些个性化的需求、区域现货的互换、仓单的期转现，以及较为复杂的仓单串换；第二项合作套保。既包括与客户共同出钱做期现套利，也包括共同到现货市场拿

“

说到产品设计，要明确一点，风险不只是上涨或者下跌，对金融机构而言，价格的无序波动就是风险，对产品设计的不要求就会更高。

”

货并在期货市场进行保值；第三项定价服务。包括连续交易、均价交易、长单交易、基差贸易。对于现货，我们的基差贸易规模已在油脂、豆粕品种上占据 50% 以上的份额，该业务不仅提升了行业信息透明度，而且让竞争关系变成了合作伙伴关系。实际上，我们 50% 左右的利润，是通过基差交易来实现的；第四项场外衍生品业务。2014 年初我们和大商所在玉米方面开展了“保险 + 期货”的模式，公司、云天化和农户均获得了一定的利益。

未来的业务模式包括仓单服务、合作套保、基差贸易、场内做市商，定价服务可能要改成场外衍生品的服务。另外，我们会关注证券二级市场业务，我们想联合日钢通过产业基金的模式开展服务，包括财富投资。风险管理子公司是一个新兴的公司，探索的路上才走了三年，通过突破和探索，我相信业务会不断地向前推进，也会产生出越来越多的满足实体企业的工具，从而使得我们公司在服务实体企业方面能够走的更长，做的更远。

场外衍生品产品设计的奥妙



冯益朋
鲁证期货机构业务总监

风险管理公司首先应该成为一家现货商，然后发挥金融机构的特长，利用金融和衍生品市场来对现金流和敞口进行管理，第三步才是结合两个头寸延伸出我们其他的产品和服务，为实体提供服务，发挥我们的价值。基于这个思路，企业应具备四个不可或缺的能力：风控、交易能力、设计能力以及现货能力。今天的主题是场外衍生品，重点谈谈鲁证期货的产品设计。

说到产品设计，要明确一点，风险不只是上涨或者下跌，对金融机构而言，价格的无序波动就是风险，对产品设计的不要求就会更高。通过与相对比较专业的对手方合作，我们完全可以把产品做的更加丰富。传统的库存管理，无非是我们帮企业解决了资金和价格的问题。因为企业有库存，所以需要资金的融通。库存贬值实际上进一步延伸成为了定价问题，我们可以对此叠加上期权，其中所涉及的设计和风控，是我们金融机构的优势。

鲁证期货在 2013 年底做了业内第一单场外期权，从开始到现在，我们发现绝大多数的交易量都是和实体企业发生的，主要的品种以油脂行业和黑色行业为主，有色以及农产品白糖行业为辅。侧重于产业链开展业务的原因，就是要把这种服务添加到我们的产品当中。 (本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)

保险 + 期货：业务创新与实践探索

风险管理新机制的创新实践



任兴洲
国务院发展研究中心
市场经济研究所所长

2015 年底召开的中央经济工作会议强调，“引领经济发展新常态，努力实现多方面工作重点转变”，“推进供给侧结构性改革，是适应和引领经济发展新常态的重大创新”，解决我国“三农”难题，亟需金融机制和风险管理的供给侧改革和创新。

农业生产经营中普遍存在三大问题：一是农民经营活动受价格波动影响大、增收难，缺乏必要的避险机制；二是现行粮价形成机制难以为继，调整中又存在“两难”，缺乏有效的替代性政策，缺乏必要的风险管理工具及其组合；三是单纯的农业保险和期货机制独立运作存在明显局限性。农产品价格保险面临较大风险敞口，且无法通过再保险转移全部风险，使价格保险局限于小范围，无法大面积推广。保险业面临风险积累并放大问题，整个价格保险产业链经营难以为继。期货市场操作门槛较高，农民直接运用存在困难。

“保险 + 期货”的基本运作流程包括以下步骤：一是保险公司基于期货市场上相应的农产品价格，开发农产品

价格保险产品；二是农民或农业企业通过购买农产品价格保险产品，确保和稳定收益；三是保险公司通过购买期货公司风险管理公司提供的场外看跌期权产品来对冲赔付风险；四是期货公司风险管理公司利用其专业操作优势，在期货市场进行相应看跌期权复制，从而转移和化解市场价格风险，并通过权利金收益获取合理利润。通过以上流程，各运作主体各尽其能、共同收益、多方共赢。

以下几点政策建议。

一是完善试点产品，适度扩大保障范围。将价格保险扩大到多种大宗农产品和农副产品领域，进一步分散投资的风险；二是加快期货新品种上市。因期货价格保险主要是基于能上市交易的农产品期货为标的，因而农产品保险扩大范围，需要多种期货品种上市；三是健全风险管理机制。目前保险公司采用场外复制期权的方式仍有一定的缺陷；四是在完善场外看跌期权机制，加强风险管理的同时，提升保险公司综合服务能力；五是加快农产品期货期权的上市。农产品价格涨跌风险通过期货市场规避，其核心对冲工具是期权。期权工具相当于农产品价格保险，可规避价格双向波动风险。场外复制期权毕竟无法完全代替期权本身，期权费成本也相应较高一些。因此，农产品期权应尽快上市，为服务“三农”提供必要的金融工具；六是加大对“保险 + 期货”机制的政府支持力度。将其纳入国家农产品价格改革整体解决方案中。借鉴美国农业保险的运作模式，提升国家对“保险 + 期货”的重视程度和加大政策支

持力度，争取财政补贴。可考虑将目标价格补贴和临时收储收购的财政支出的一部分，转化为按一定比例补贴农产品价格保险的保费，从而降低农民和农业企业保

险成本，扩大投保范围，提高参保积极性。

相信在中央和各级政府的重视和引导下，“保险+期货”能为服务“三农”提供更加完善的金融工具。

PICC “保险+期货”的创新与探索



李华

中国人保大连分公司
综合创新办公室主任

截至目前，人保财险共有 21 家分公司经营开办农产品价格保险产品 53 款，保险标的涵盖生猪、蔬菜、粮食作物、特色农产品等。2015 年 1 至 9 月，人保财险农产品价格保险保费收入共计 8028.8 万元，提供风险保障 16.6 亿元，支付赔款 2130.3 万元。

农产品期货价格保险有两个关键环节。一是在保险负债端口，利用期货市场的价格发现功能，事先根据被保险人的生产经营实际设定目标价格，然后以相关产品的期货市场价格波动作为决定赔付与否的参考价格，从而设计出保障被保险人收入水平的期货价格保险产品；二是在风险分散端口，利用期货市场的套期保值功能，参照第一个环节期货价格保险的承保实际情况，同时在期货市场上卖出期货合约，从而将第一个环节承保的农产品期货价格保险的市场价格波动风险转移到期货市场，构成现货和期货市场之间的盈亏冲抵机制。

这两个环节涉及两个关键问题，一是产品设计的参考价格一定是根据期货市场价格波动来确定；二是产品设计的赔付周期和费率厘定一定是要充分考虑期货市场的交易规则以及风险对冲的定价规则。

在推进过程中，我们注意到，农产品期货价格保险遇

到了六类问题。一是基差风险问题：农户的实际价格与期货价格的波动之间存在偏差；二是定价风险问题：监管部门的要求与期货市场的定价实际存在背离；三是市场深度风险问题：期货市场的流动性能否满足实体风险对冲的需要；四是违约风险问题：如果是采取的委托套保形式，有可能存在违约信用风险问题；五是系统风险问题：资本市场的波动联动地影响到商品期货市场；六是流程风险问题：运行逻辑上的顺畅并不一定意味着流程运作上的顺利。

针对以上问题，特提出四点建议。

一是建议国家进一步支持农产品期货市场的完善和优化。支持商品交易所尽快推出农产品期权，同时，根据全国或区域性农产品期货价格保险发展需要，开发农产品上市新品种，并根据保险产品设计和实际运行的需要适时调整交易规则；二是建议推动国家试点对主要粮食作物的期货价格保险实施保费补贴。参照现有主要粮食作物的市场特点及政策性农业保险的补贴情况，建议选取玉米、棉花等为试点品种，在主产区率先试点，在补贴结构上采取中央补贴、省市配套、养殖户自缴的形式；三是建议监管部门根据农产品期货价格保险的特点优化制度安排和流程规范。鉴于农产品期货价格保险对传统保险在业务流程、风险分散途径等方面的改变，客观上要求监管部门推动创新产品的流程梳理并实施有针对性的监管规范，比如对于费率的浮动性问题，对于权利金的支付和行权摊回的资金在财务上如何处理，由此产生的税务处理如何安排等；四是建议进一步优化场外期权业务流程。特别是要探索形成统一的中央清算制度，不仅做好清算账单工作，而且能够发挥中央对手方的功能，为买卖双方做好担保。

期货市场创新与实体企业服务



马文胜
新湖期货董事长

实体企业对期货市场有两个基础需求。一是有有效的基准定价市场，二是流动性良好的对冲市场。在此基础上，实体企业还为期货市场提出了四大衍生需求。

具体来说，一是大宗商品定价体系的创新。围绕以场内场外流动性、公平性、代表性较好品种标的为核心，形成现货产业链“基准价+升贴水”的大宗商品定价模式，或更多的创新型定价模式；二是融资模式的创新。以金融机构、金融经营服务机构、各类金融机构子公司、大型交易商为主体，以衍生品市场为风险对冲渠道、以仓储标准化为基础新型融资体系的建立；三是风险管理工具的创新。以标准化场内市场为核心，场外市场为补充，掉期、互换、场外期权、个性化定价服务为工具的多层次风险管理体系的建立；四是企业运营模式的创新。企业向以价格管理、风险管理为导向的经营模式转型、企业向大宗商品的交易商转型、企业向大宗商品产业基金运营商转型、企业向大宗商品资产管理商转型。

有了创新之后，企业在利用期货市场的过程中能实现战略管理、定价管理、风险管理、规模管理、商业模式创新五个层面的跃升。

期货市场的发展创新为实体企业服务，总结起来有八大创新。

一是大宗商品上市品种的创新。制度创新促进交割贴近现货需求。完善大宗商品期货现货月各项风控

措施，提升现货月功能发挥。

二是多元化风险管理工具的创新。希望尽快推动商品期权上市。场外期权、场外合约、场外基差报价交易正在摸索，逐渐发展。比如，我们通过基差的管理，在奇数月的合约进行对冲，帮助企业基差价格管理，来实现在偶数月的合约对冲。

三是投资者结构的创新。虽然期货市场还是自然人偏多，但很多自然人是专业投资者。企业机构化、机构产品化，正是因为整体的专业化，基本面微小的变动，会迅速地传递到期货市场。甚至现在市场的变动，已经不通过绝对价格的波动来表现了，是通过基差来表现。

四是期货市场国际化的创新。现在国际市场对中国市场和产品高度重视。

五是期货公司的创新。期货公司 FOF 资产管理业务，将是期货市场机构化的主要路径。期货公司资管业务，成为商品产业基金的载体。期货公司风险管理业务，实现及时、个性化的实体企业服务。

六是大宗商品交易商的创新。以风险管理为基础，整合金融资源，培育大宗商品交易商。

七是商业银行大宗商品业务创新。商业银行已开始有所创新，比如说先贷后押、保险加银行、第三方监管与场外期货及掉期产品的使用、大宗商品交易商的银行支持、场外商品的清算业务等等。

八是公募基金的大宗商品业务创新。现在有相当多的公募基金开始研究大宗商品指数的 ETF 产品上市与交易。

总之，所有的创新，都将进一步促进期货市场对实体企业的两个基本需求的满足，同时也将促进期货市场对实体企业衍生需求的满足，从而进一步促进中国大宗商品市场的健康发展，促进实体企业转型升级。

“

由于较高库存压力和农产品价格直接干预政策，我国大宗农产品期货交易量普遍不大。没有场内期权产品。通过场外期权交易，费用较高，风险也大。

”

农产品价格保险产品的设计及风险分散

**张峭**

中国农业科学院农业信息研究所研究员

农产品价格有周期性波动的特点。农产品风险分为三类：一是生产风险，主要通过保险或是再保险的方式进行分散；二是市场风险，或叫价格风险，主要管理的工具是合约或订单，即在期货期权市场通过对冲的机制来进行管理；三是巨灾风险，要通过政府和市场共同建立巨灾风险的管理机制。

在“保险+期货”的试点中，面临以下一些难题。

一是认识不到位。农民和农业生产经营者普遍缺乏价格风险管理意识，利用期货、保险等工具管理价格风险是想不到也做不到，面对市场价格涨跌只能寄希望于政府补贴。农业等相关部门绝大多数干部对价格风险管理和对冲原理不清楚，对具体操作更是不了解，甚至对市场化风险管理持畏惧和抵触态度，难以形成推动发展的动力；二是缺乏制度规范。对于保险公司来说，目前保险公司购买场外期权的权利金在财务中无法列支为“再保险”科目，从期货公司获得的赔款需要列支为“盈利”上税。对

期货公司来说，也有与保险公司类似的财务和税务上难题；三是期货期权市场不完善，期货上市品种有限：许多重要农产品还未上市，如生猪等。期货市场容量不足：由于较高库存压力和农产品价格直接干预政策，我国大宗农产品期货交易量普遍不大。没有场内期权产品。通过场外期权交易，费用较高，风险也大。

针对于此，有几点建议。一是明确农产品市场风险管理思路。对口粮品种，如稻谷、小麦，应坚持直接价格干预政策。对玉米、豆、棉、油、糖产品，应推动鼓励发展收入保障支持政策，如市场定价、价补分离等。面向新型经营主体，应推广市场化价格风险管理工具；二是调动各主体的积极性。推进农产品价格形成机制改革，加快发展农产品期货期权市场，完善相关财务和税务制度，完善保险和期货市场监管制度；三是开展专题培训。将保险、期货等市场化风险管理工具知识纳入新型农民教育内容和产粮大县轮训内容，对主产区农业部门干部、新型农业经营主体开展主题培训；四是合力推进农产品价格“保险+期货”试点。由保监会、证监会、农业部、发改委、财政部等合力推动农业新型经营主体、保险公司、期货公司、交易所共同参与，联合开展“保险+期货”的农产品价格风险市场化风险管理试点。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

金融衍生品：利率与外汇风险管理术

人民币国际化进程展望



何海峰
中国社科院金融政策
研究中心主任

货币本质上是信用，主要依赖于它的国力。国力最重要的是综合国力，以经济实力为主，也包括军事等等。国际货币无非就是历史上金融大国的货币跑出了国境在全球进行流动。公认的金融大国有三个，荷兰、英国和美国。

“十三五”规划纲要中提到“扩大金融业双向开放”、“有序实现人民币资本项目可兑换，提高可兑换、可自由使用的程度，稳步推进人民币国际化，推进人民币资本走出去”，所以人民币国际化有大背景，也有前提，还有更重要的目的，那就是人民币资本要走出去。人民币国际化跟资本项目可兑换，跟汇率、资本的输出一并联系在一起。今年人民币正式成为 SDR，同时前不久宣布人

民币已经成为国际储备货币之一。

人民币要成为国际货币，有一个先后次序。先是贸易货币，然后是投资货币，最后成为储备货币。还需要三个必要基础：汇率制度、资本项目可兑换和基础设施。我们要成为金融大国，需要平衡这些问题。

实现人民币国际化的具体路径有很多。现在的“一带一路”战略就是要通过不同渠道，把我们的产能、资本向中亚、欧洲输出，然后创造它的需求。借助这样的机会，人民币国际化就有了一些现实渠道。

我们期待的是汇率制度比较稳定、资本向下有序可控开放、人民币产品足够丰富，包括人民币衍生产品和基础产品足够丰富的人民币国际化。

随着货币的发展，货币也正在由实态变成虚态，现在已经产生了更多类似充当货币功能的手段。前不久英格兰银行刚刚宣布他们推出电子货币，这是最高形态的货币。人民币国际化一方面有基础设施，一方面有管理制度，另外一方面还得有各种衍生品，更重要的是我们还要跟上时代、技术的发展变化。

外汇风险管理方法

人民币外汇市场目前主要集中在银行间市场。2005年7月21日公布了人民币一次性升值2%的汇改制度。

2006年建立了询价交易为主的市场交易机制。2006年以后，统一了竞价和询价的时间。2006年以后外汇交

**刘建强**中国外汇交易中心市场
一部总经理助理

易体制逐步健全，交易产品也逐步丰富。

2015年8月11日，人民银行宣布进行汇改，人民币汇率中间价更加市场化，中间价主要参考前一天的收盘价，并结合前一天晚上外汇市场、国际市场上外汇的供求关系来综合确定。这是人民币市场化的很大一步。2015年12月，人民银行又公布了对境外主体进行开放（《中国人民银行 国家外汇管理局公告（2015）第40号》）。这是首次大力度地对境外机构开放。

目前，中国境内外汇产品的交易品种有人民币/即期、远期、掉期、货币掉期、期权，外币对即期、远期、调期，唯独没有人民币期货。

就组织方式来看，所有的交易都是通过电子交易平台为主，当然还有一个集中统一的交易平台，这个平台也必须录入交易中心的交易系统。就交易方式来看，它是以做市商制度下的竞价交易、询价交易和双边授信点击撮合。就清算方式来看，银行间外汇市场竞价类产品主要是通过上海清算所集中清算，询价交易可以采取双边清算，也可以通过上金所净额清算。这是银行间外汇市场的主要交易要素。

汇率风险管理的基本特征主要有：第一，管制特征。一是准入制度。目前参与外汇交易的还是基于实需原则，企事业单位有外汇需求，按照这种原则向银行申

请，这种框架还没有改变；二是额度。无论是企事业单位还是银行，都有额度或头寸方面的限制；三是价格；四是账户。

第二，政策性特征。无论是2005年的“7·21”还是2015年的“8·11”，它有明显的政策性特征。作为央行来讲，它必须在统筹考虑人民币汇率市场化、国际化整体安排的前提下，来一步一步向哪个机构开放，向哪些产品开放，所以这是政策性特征。

第三，转型政策。2015年在SDR以后，人民币汇率处在一个关键时期。在这个时期，应该保持怎么样的一个态势。

第四，实需的特征。目前人民币汇率基于实需原则。

第五，汇率和利率的联动特征。

人民币汇率的风险管理方法。一是信用风险。外汇市场比较独特，国际市场是以双边询价为主，以协议来规范双边信用；二是操作风险。银行和参与者内部有严格授权的机制，能自动通过参数尽量规避操作风险。比较大的外资银行，500万元以下的单笔都是自动化交易，没有员工参与；三是合规风险。外汇交易员在交易时首先要考虑这笔交易内部要合规，外部审计也要合规，以及一系列的规定；四是跨市场风险。外汇市场不是孤立的，它与债券市场、本外币信贷/存款市场、理财市场、国际结算都是关联的，外汇市场是更国际化的市场。其他风险还包括流动性风险等。

就银行间外汇市场的衍生品来讲，2005年提出了人民币汇率远期，2006年提出了掉期，2007年提出了货币掉期，2011年提出了人民币汇率期权，2015年提出了标准化人民币外汇掉期。这是银行间外汇市场可交易的品种。

利率市场化与衍生品发展趋势展望

人民币利率市场化与衍生品发展相辅相成。如果利率完全由政府决定，也不需要衍生品来规避风险。同时

利率衍生品的发展也为整个金融市场提供了一个重要的利率风险管理工具，它也进一步助推利率市场化的实现。

“

利率市场化之后，持有利率资产的波动会越来越大，风险越来越高，这就非常需要一种产品能为整个利率资产进行风险管理，也催生了衍生品市场的发展。

”



李慕春
中国金融期货交易所
债券事业部总监

所谓利率市场化，是指利率由政府决定转向由市场对资金的供求决定。利率体现在三个市场当中：一是债券市场，主要体现在中长期的利率价格；二是货币市场，是同业拆借市场，它体现在短期资金的价格；三是存贷款利率市场，主要是商业银行对老百姓的存款利率和对企业的贷款利率的市场，这是跟国计民生相关关系的利率。对这三个市场，都要实行利率市场化。

国际市场上，利率市场化主要分两种模式，一种是美国、日本的模式，即渐进式改革模式；另一种是以德国、澳大利亚为代表的激进式改革模式。渐进式改革模式时间较长，好处是对整个金融市场的冲击较小，不存在突出的矛盾，适合较大或较复杂的经济体。从美国和日本来看，国债期货都在利率市场化的进程当中推出。在利率市场化过程中推出利率衍生品，对利率市场化的进一步完成起到了非常重要的帮助。

利率市场化与利率衍生品市场息息相关。利率市场化之后，持有利率资产的波动会越来越大，风

险越来越高，这就非常需要一种产品能为整个利率资产进行风险管理，也催生了衍生品市场的发展。利率市场化之后，政府已经不再宣布基准利率，这时候我们用哪个利率作为基准利率，就成为非常重要的课题。

2013年9月，中金所正式推动了第一个国债期货产品——五年期国债期货上市。国债期货上市以来共有三万多名投资者参与交易，其中法人客户2000多名。在整个机构持仓结构中，法人客户虽然在数量上很少，但是成交占比较高，达到26%，持仓占比达到72%。期现货的相关性较高，基本上5年和10年都有96%的相关性。一旦发现有关期现货偏离的机会，大量的投资者和证券公司都会参与期货市场进行期现货的套利。交割也非常顺畅。

国债期货虽然上市仅两年左右的时间，但它的市场功能已经初步得到了显现。主要功能有六个方面：第一，促进国债发行；第二，提升国债市场流动性；第三，加快金融机构产品创新；第四，为金融机构提供避险工具；第五，及时反映货币政策的信息；第六，促进债券市场互联互通。

对场内利率衍生品市场发展规划的建议。第一，稳步提升市场规模；第二，丰富投资者结构，夯实市场基础；第三，完善国债期货产品体系；第四，制度创新，不断优化产品规则。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

大会 掠影



▲ 4月22日清晨，南华期货承办中国期货人西湖健行活动。



▲ 4月22日清晨，中国期货人西湖健行活动颁奖。



▲4月22日下午，海通期货、广发期货承办“2016 期货资管合作论坛”。



▼4月22日下午，2016 期货资管合作论坛上，嘉宾以“期货资管的合作与发展”为题进行圆桌讨论。



▲4月22日晚，横华国际金融股份有限公司承办、芝加哥商业交易所集团和新加坡交易所协办的“中外机构分析师沙龙”专题活动。



▲4月22日晚，“中外机构分析师沙龙”专题活动，海外衍生品分析师协会成立仪式举行。

大会掠影



▲ 4月23日下午，南华期货承办、弘业期货和国泰君安期货协办“大宗商品”分论坛。

▼ 4月23日下午，“大宗商品”分论坛上，参会嘉宾以“大宗商品投资价值与风险管理”为主题展开互动讨论。



▲ 4月23日下午，永安期货、鲁证期货承办“期权及场外衍生品”分论坛。

▼ 4月23日下午，“期权及场外衍生品”分论坛上，参会嘉宾以“充分发挥场外衍生品的风险管理功能”为主题展开互动讨论。





▲ 4月23日下午, 浙商期货承办、新湖期货协办“保险+期货”分论坛。

▼ 4月23日下午, “保险+期货”分论坛上, 参会嘉宾以农产品期货价格保险试点介绍、推动“保险+期货”业务发展为主题展开互动讨论。



▲ 4月23日下午, 中信期货与深圳开拓者承办、信达期货协办“金融衍生品与风险管理”分论坛。

▼ 4月23日下午, “金融衍生品与风险管理”分论坛上, 参会嘉宾以“如何利用金融衍生品做好风险管理”为主题展开互动讨论。



供给侧改革背景下看大宗商品价格波动

■ 文/陈瑞华 寇宁

2016年5月9日，人民日报头版刊发权威人士对中国经济发展局面及趋势看法的专访——《开局首季问大势》，指出今年是推进供给侧结构性改革的攻坚之年，“必须保持警觉，密切关注价格的边际变化，尤其是工业品价格、消费品价格、资产价格及其相互作用”。

此前的1至4月，大宗商品价格大幅波动，演绎出经典的“过山车”行情。价格的剧烈波动说明，市场对宏观经济的预期和市场本身的发展逻辑出现一定程度的共振和修正。在供给侧结构性改革背景下，如何认识大宗商品价格波动的逻辑、成因与趋势，是政

策制定者和市场参与者都很关注的问题。

本轮价格波动的基本特征

与我国大宗商品市场历次的价格波动相比，本轮大宗商品价格波动具有以下三个特征。

第一，本轮大宗商品价格的上涨是在经济增速持续回落的背景下发生的。历史上，我国大宗商品上涨行情的启动几乎都伴随着经济的企稳和需求的同步改善。本轮上涨行情启动于2015年11月下旬，持续至2016年4月下旬，期间我国GDP季度同比增长持续回落，在2016年第一季度甚至还创下7年来新低。此外，我国固定资产投资

在2015年底总体稳中回落，显示出此轮大宗商品价格上涨先于需求启动的特征。

第二，不同商品种类在此轮大宗商品上涨行情中出现明显分化。2015年11月至2016年4月，文华工业品指数从低点90.72上涨至最高118.21，上涨了30.3%；而农产品指数则于2016年2月见底，至4月高点涨幅仅16.2%；工业品中，黑色相关商品合约涨势强劲，铁矿、螺纹主力合约分别上涨77.7%和72.2%，焦炭合约涨幅更是高达90%；化工品涨幅普遍达20%-30%，不及工业品平均涨幅，有色指数总体涨幅仅19.4%。大宗商品走势呈现工强农弱，黑色

品种遥遥领先的特征。

第三，大宗商品在本轮上涨行情中表现出调整越深反弹高度越高、反弹越高下跌越深的特点。前几年跌幅较深的品种在本轮上涨中反弹力度更强，但后续回调也越深。2015年12月，铁矿石主力合约自2013年上市高点下跌71.2%，螺纹钢、化工品和有色板块分别自2011年的高点下跌了69%、63.3%和37.4%。进入2016年4月，所有大宗商品价格出现回调，回调幅度也出现类似的特征。

流动性预期驱动价格上涨

主导本轮商品价格剧烈波动的因素并非供求基本面。在基本面上，需求并没有明显改善，供给也无法在短期内大幅收缩。因此，在本轮大宗商品涨势启动前期，除周期性较强的工业品外，具有较强避险属性的贵金属价格同样大幅走高。不仅如此，伴随大宗商品的上涨，债券、股指等金融资产也纷纷走强，市场呈现大类资产普涨的特征。这就是人们惊呼“美林时钟”变成电风扇的基本市场格局。

为何如此？复原一下当时的市场状况尤显必要。

2015年下半年，货币供给加速增长，在M2同比维持较高水平的同时，M1增速明显加快。2015年10月，M1—M2剪刀差出现了四年来的首次由负转正，并在2016年初不断增大，而在需求未

现改善的条件下，2015年第四季度的企业中长期贷款连续大幅负增长，表明资金流入实体规模较为有限。基本上可以推断，资金都奔着各种资产的配置而去。因此，市场流动性的改善是推动此轮大宗商品及国内其他资产价格最初上涨的重要因素。

再看看2016年第一季度的情况。年初，国内经济加速收缩，但大宗商品价格仅在1月初小幅调整后便继续走高；2月，在经济先行指标制造业PMI总体下滑的情况下，制造业PMI生产经营活动预期指数却大幅走高，表明市场对稳增长政策及经济企稳预期显著增强；3月，随着国内经济强劲反弹，特别是房地产投资超预期增长以及一季度信贷数据的大幅改善，经济企稳预期逐步兑现，国内大宗商品伴随股指双双走强，但贵金属在此期间出现震荡调整。由此表明，在此轮大宗商品价格上涨后期，对稳增长及经济企稳预期的强化，以及由此带来的风险偏好改善是大宗商品价格持续走高的主要驱动力量。

进入4月，国内投资、消费增长双双回落，制造业订单需求增长下滑，国内经济增长压力初显；5月，房地产销售也出现大幅下降，经济下行风险显现。伴随经济下行压力增大，从4月下旬开始，各期货交易所相继出台一系列风险调控措施，主要工业品合约价格开始震荡回落。

此外，自2016年以来，伴随美国经济复苏放缓，美联储主席耶伦多次释放鸽派言论，强调在美国外部经济风险增大的情况下，美联储会采取“渐进加息”政策，甚至不排除采取负利率的可能。受此影响，市场对美联储延迟加息的预期增强，美元指数震荡回落。同时，欧洲、日本等其他主要经济体采取持续宽松的货币政策。因此，我国大宗商品的价格上涨也受到全球流动性宽松及其预期的影响。

总体而言，本轮大宗商品的强劲上涨缺乏供求基本面的支持，主要驱动逻辑来自国内外流动性环境的宽松，以及市场主体对稳增长政策及经济企稳向好的预期。

长期供给侧“调结构”奠定反弹基础

虽然驱动此轮大宗商品波动的直接因素并非供求基本面的变化，但其在更深层面上受供给侧结构性改革的影响，供给侧的“调结构”奠定了本轮大宗商品反弹的基础。

2008年金融危机以来，全球经济环境恶化，再加上各国重拾“以邻为壑”的贸易政策，导致出口作为我国经济增长主动力的作用逐步消失。为稳定国内经济增长，政府推出经济刺激计划，导致产能过剩，经济结构失衡加剧，尤其是国内有限需求与过剩供给的矛盾日益尖锐。

“

从当前的经济形势和政策决心来看，新的周期启动之时，就是我国基本完成供给侧结构性改革、实现重化工业出清、跨越“中等收入陷阱”之时。

”

2010年，中央正式提出“加快经济发展方式转型”，政策刺激力度逐步减弱，经济增速转入下行通道。受此影响，以采矿业及冶炼加工业为代表的大宗商品上中游行业固定资产投资增长同步趋势回落，不断创下历史新低，与黑色产业相关的采选及加工业投资在2014年出现负增长。供给侧的结构性调整，导致大宗商品的产能增长持续放缓，甚至收缩。进入2015年，国内煤炭、铁矿、粗钢、玻璃等产品的产量均出现不同程度的下降。

与此同时，国内大宗商品价格自2011年开始趋势性调整。2015年，主要黑色系产品与能源化工产品价格跌至历史低点，有色金属价格运行区间也跌至2008年金融危机时的水平。因此，在2015年底，国内大宗商品市场进入一个“真空”的错配局面：大宗商品需求增加，供给下降，价格持续低迷。最终，长期产能压力的释放结束了这种真空状态，奠定了大宗商品强劲反弹的基础。

短期需求侧“稳增长”助推反弹

2014年，我国经济下行明显压力增大，尤其是房地产投资增长加速回落，经济增速回落逼近政府制定的7%目标。2014年第四季度，货币政策开始转向全面宽松。2015年，央行8次降息降准，并进行两

次“双降”，银行间7天回购加权利率一度回落至2%以下。2015年下半年，针对楼市的调控政策开始松绑，取消限购限贷和降低住房贷款首付比例推动了房地产市场的小周期繁荣。

2016年一季度，金融支持“稳增长”政策力度加大，信贷投放力度显著加大，社会融资规模增加6.59万亿元，人民币贷款增加4.67万亿元，均创下历史同期最高水平。在此轮稳增长调控中，出现了货币、财政、房地产政策少有的同时共振，并进一步刺激了市场对经济企稳向好的预期，为本轮大宗商品反弹创造了条件，提供了动能。

由于供给侧结构性改革的要求，“稳增长”必须避免强刺激。一般而言，政府的调控政策应该由逆经济周期刺激需求增长转变为顺应经济转型要求稳定经济增速。从政策角度看，货币政策应根据政府“稳增长”的力度，为“稳增长”提供保障和支持，货币供给应与基建投资增长趋势保持一致性，体现在供给侧结构性改革背景下货币政策为“稳增长”保驾护航的政策特征。从实施手段看，“稳增长”的重要抓手就是基建投资。当经济下行压力较大时，基建投资增长应高于房地产与制造业投资，但不再出现持续性的加速增长，而是根据房地产和制造业投资的运行轨迹调节；在经济增长相对稳定时，基建投资增长应低于固定资产

投资总体增长，但与房地产投资增长形成互补，为供给侧结构性改革创造空间。

但是，进入2016年，政府“稳增长”调控呈现出明显不同的特征。在“稳增长”的政策协调上，货币政策不仅先于基建投资开始发力，而且远远强于基建稳增长力度，货币政策似乎从此前为“稳增长”保驾护航转变成为“稳增长”的主导力量。

在“稳增长”的实施手段上，在房地产投资触底反弹后，基建投资的力度不仅没有随即减弱，反而出现“加码”态势，基建投资与房地产投资呈现同步增长、相互增强的走势。这种不同于以往的“稳增长”调控特征，导致市场预期及需求的改善程度远远超过供给侧结构性改革以来的任何时期，大宗商品强势上涨行情随之形成。

反弹属长期调整下的短期波动

前面的分析指出，在本轮大宗商品的波动中，长期结构调整与短期政策和预期共振同时发挥着不可替代的作用。从本轮商品波动的特征可以看出，此轮商品反弹中，涨幅最明显的黑色系品种，均是2010年以来行业投资下滑最快、价格调整幅度最深的品种。在需求侧，基建投资和房地产投资的企稳回升，直接导致以钢铁为核心的黑色系商品需求的改善。因此，同时受益于

“调结构”与“稳增长”的黑色系品种波动也最剧烈。

然而，在供给侧结构性改革的背景下，货币政策、财政政策和房地产政策的宽松本质上仍是服务于“稳增长”，而不是强刺激。因此，随着经济企稳，政策宽松弱化，重回稳健。此前由“稳增长”政策及经济企稳预期主导的大宗商品价格上涨，也会因政策调整和预期转变重回底部调整区间。本轮行情中上涨幅度越大，背离底部区间越远的商品，向下调整修正的空间就越大，尤其是黑色系商品将出现更大幅度调整。此外，短期稳增长带来的需求改善与长期商品去产能的压力也为短期与长期投资者的博弈创造了条件，市场博弈的加剧进一步助推了大宗商品价格的波动。由此可见，长期结构调整下的短周期波动是本轮大宗商品波动的深层决定因素。

震荡筑底 等待突破

目前，我国经济总量已从两位数的增长逐步过渡进入6.5%左右的中高速增长区间，经济结构也由第二产业为主转变为第三产业为主。虽然第三产业在我国经济中的占比已经超过第二产业，但第三产业增长难以抵消第二产业增速下滑的影响，还难以成为我国经济增长的支柱产业。因此，从长期看，我国仍处于新旧增长动能转换的阶段，经济下

行压力仍将持续存在。

从供给侧看，大宗商品经过长期的熊市调整，部分行业去产能明显，产业接近市场出清底部，但煤炭、钢铁等产能严重过剩的行业除外。当前，在我国工业企业利润总体企稳的情况下，煤炭、黑色冶炼等企业的利润率依旧负增长并呈加速下滑趋势。同时，在我国工业企业总体杠杆水平逐步回落的背景下，煤炭、黑色产业杠杆率持续攀升。这表明，我国煤炭、黑色产业仍未实现出清，行业去产能压力仍旧较大。

在经济长期筑底，产业尚待出清条件下，大宗商品虽然下跌空间总体有限，但也难以形成趋势性的上涨行情。此轮大宗商品价格的强劲反弹表明，在经济筑底的过程中，大宗商品受国内外经济金融因素的影响，未来波动将有所加剧，总体上呈现小周期宽幅震荡的走势，但商品的波幅将最终取决于产业供给侧出清的完成情况。

真正意义上大宗商品上涨周期一定是与我国新一轮经济周期同步的。从当前的经济形势和政策决心来看，新的周期启动之时，就是我国基本完成供给侧结构性改革、实现重化工业出清、跨越“中等收入陷阱”之时。在此之前，大宗商品价格将总体呈现宽幅震荡行情，等待突破时机。
(作者陈瑞华就职于南开大学经济学院，寇宁就职于一德期货)



瑞达期货林志斌： 25 年坚守秀出期货人新高度

■ 文/特约通讯员 汤巾

当谈及平时的业余爱好时，鲜少会听到如瑞达期货董事长林志斌这样的回答——“基本都在工作，没有其他业余爱好。”

不过，梳理过其从业经历就能理解，这个答案虽在意料之外，却在情理之中。对于一名在期货行业坚守了 25 年，跟随其一路成长的“老将”来说，他对工作的热情和

执着，实在无需怀疑。

1991 年，中国期货市场刚刚成立不久，林志斌就已投身其中。曾经的无心插柳，却开启了他对期货行业的呕心经营之路，以及颇具传奇色彩的人生旅途。

多年的坚持，甚至是煎熬，成就了林志斌从普通业务员到一家期货公司实际控制人的华丽转身。其

掌管的瑞达期货沿着“生存、发展、突破”的发展轨迹，将合规、服务、人才三大要素贯穿到底，重视营销和服务，最终蜕变为综合实力领先的全国性大型期货公司。

数据显示，2015 年瑞达期货总资产近 80 亿元，全年实现净利润 2.61 亿元，净利润行业排名第四；保证金规模 60 多亿元，行业排名第十三。

目前公司净资产已超过 10 亿元。

在林志斌看来，期货公司要努力满足实体经济以及社会日益增长的综合金融服务需求，形成以涵盖期货、证券等金融业经纪业务为基础，以投资咨询业务为引导，以资产管理业务和风险管理业务为两翼的多元化、全方位业务发展格局，而他的目标是，把公司打造成专业金融服务企业，并逐步向包含商业银行业务在内的现代综合金融服务企业转变，从而实现“专业风险管理，卓越金融服务”的发展愿景。

“我最大的梦想就是把瑞达期货做得更大、更好、更强，让热爱期货的人拥有一个自己的平台，也为期货人争点光。”简单朴实的愿望，凝聚着这名期货元老内心的热忱。

修炼内功 静待时机

林志斌 1991 年就进入期货行业，是名副其实的中国第一家期货公司第一批业务员。

在他看来，无论现在还是以前，中国期货行业都是个小行业，就算过去经历了一个快速发展阶段，但在复杂的市场环境中社会各界对期货市场的认识仍不尽相同，投资者普教工作也不够充分。“对参与者来说，这个市场还有很多可以实现抱负的机会。”

25 年，绝非弹指一挥间这么简单。如人饮水，冷暖自知，坚守的过程必然充满艰辛。

25 年间，林志斌几乎经历了期货公司的各个岗位。2007 年以前，期货行业很不景气，不少公司面临生死存亡的考验。据他介绍，“当时我在成都任职总经理，经营压力巨大，原股东亦没有信心持续经营，我就回福建老家找朋友来收购公司。后来有股东因为各种原因陆续退出，我被动成为实际控制人。”

掌管瑞达期货之初，正值行业低迷期，林志斌对公司处境有着清醒认识。“像我们这样的民营期货公司是耗不起的，在大城市硬撑更是不行，很可能盼不到曙光就被灭掉了或者信心丧失。”

考虑到公司正处于求生存而不是求发展阶段，他做了一个果断决定，把营业部从低成本、低手续费、竞争激烈的一二线城市撤离，迁移到成本低、手续费收取相对高、竞争不足甚至还没有期货营业部的三四线城市。此举，首先解决公司的生存问题。就这样，公司捱过了长达八年的困难期，直至 2007 年期货行业回暖。

事实上，在此阶段，瑞达期货加强了对内功的修炼，韬光养晦、等待发展时机。

认识到合规管理对公司长期发展的重要性，林志斌提出了“勤奋、敬业、诚信、专业”的八字经营方针。至今，他依然强调合规经营是期货公司生命线的观念，并始终将其贯穿到公司的各个业务环节。

开展服务能力建设

2007 年，期货行业迎来发展春天，瑞达期货依托自身的合规素养和强劲的业绩增长能力，开始致力于网点建设。

“我们不仅重新在上海、深圳、广州等一线城市布点营业部，甚至把网点布局到像鄂尔多斯这样的北方资源型城市。合理的布局使得不同营业部有不同的定位，比如，有的营业部为公司贡献利润，有的营业部为公司贡献规模效应。”林志斌介绍到。

目前，该公司分支机构达 38 家，覆盖全国 20 个主要经济地区，形成“立足福建、面向全国”的布局。

此时，期货公司在国民经济中的作用日益凸显，市场竞争已由原来的单纯手续费比拼演变为服务质量和水平服务的拼杀。为了尽可能满足客户需求，瑞达期货先后完成了客户细分、产品供给（不仅提供以研发成果为内容的增值服务产品，还包括各式交易软件或系统解决方案，以及提高客户交易能力或盈利能力的通道型服务产品）、客户服务流程标准化等工作并确保完成质量，建立了客户回访及客户投诉处理机制并持续有效运行。

2010 年股指期货的上市成为期货市场一个划时代的标志。期货市场由专业、小众市场逐步转变为大众关注的市场，投资群体剧增，市场对期货公司服务能力的要求也

相应提升到新的高度。

瑞达期货适时把营销工作重点由定点定向转为面向股市投资者，还举办过1000人以上规模的报告会。各营业部的营销任务量化到每周、每个场次，并专人专岗实行督导。

通过推进市场营销及服务能力建设，瑞达期货的业绩增长再次提速，公司各项经营指标如客户保证金、净利润、净资产等年均复合增幅近50%，连续多年净资产收益率行业排名保持第一。2007年以前，公司的行业排名还在100名开外，而今，公司各项经营指标均位于行业前列。

顺应变化 布局资管

根据市场的状况及时调整战略方向，是瑞达期货快速发展的关键。

随着《期货公司资产管理业务试点办法》的颁布，期货公司开始告别单一经纪业务模式及同质化竞争格局。2012年12月底，瑞达期货获得资产管理业务资格，走出了转型的第一步。

林志斌透露，“2013年我们明确了‘大力发展资管业务，提高交易能力’的指导思想，新业务要配合、辅助经纪业务增长，最终达到利润增长的目的。同时着手业务管理上的组织架构调整，以适应多元业态的要求。”

据了解，瑞达期货资产管理部

下设产品策略部、投资部、风控部、交易部、运维部等主要部门。该公司组建了自己的投研交易团队，无论是管理规模还是自主管理产品的收益率皆在业内具有明显优势。

在产品募集上，瑞达期货主要是靠自己的业务人员进行直接销售。“酒香不怕巷子深”，通过展示优异历史业绩和良好口碑，产品销售进展愈发顺利，规模也越做越大。

据林志斌总结，瑞达期货资管业务的发展经历了三个阶段：

第一阶段是业务资格获批至2013年9月前，该公司产品开发方向主要是与外部投顾进行合作。在自主管理团队尚不成熟，业绩表现还不是很稳定的情况下，公司希望借助外部力量，对新业务进行必要的探索。于是，公司与在期货大赛获得名次或有劣后资金的投顾合作开发产品。但是，由于外部投顾产品实际收益远远低于客户的预期，销售人员士气低落，外部投顾产品的销售受阻，导致业务发展缓慢，甚至出现负增长。

第二阶段是2013年9月至2014年6月，公司开始进行运维管理、制度完善、产品创设、交易团队建设等工作。首先将部分客户资源转为期货资管产品的客户，其次新增自主管理期货资管产品。这些产品在短期内有较高盈利，大大提升了营销人员的信心。

第三阶段是2014年7月以后，

公司以自主管理期货资管产品的开发为主。产品规模突飞猛进，收益率也节节高升，以致2015年资管业务规模超过了经纪业务。2015年公司客户保证金中资管业务占比已经超过50%。

值得一提的是，2015年由《期货日报》和《证券时报》联合主办的“第八届中国最佳期货经营机构暨第九届全国期货实盘交易大赛”增设了“期货资产管理奖”，排名前五位产品收益率都在150%以上，冠亚军由瑞达期货包揽。在综合多项指标评选下，瑞达期货还同时获得“优秀资管服务奖”。

未来，该公司将通过严格程序机制筛选的外部投顾合作，以及扩大销售渠道来扩充产品种类，继续做大资产规模。

“期货资管是资管行业的新兵，要积极参与到整个财富管理的大行业中来，努力学习银行、证券、基金、信托等机构的各种优势，在专业水平、投研能力、人才配置上向他们看齐，在产品研制、操作运营、运维管理上学习经验”。

林志斌表示，期货资管在产品、业务模式上学习借鉴其他机构发展经验，这也是期货资管这两年迅速发展的原因。把风险管理方面的优势运用在资管业务运营中，充分发挥期货公司的风险管理能力，才能在财富管理行业获得应有的地位。公司应在期货

及其衍生产品上做深做透，通过经营期货衍生品固有特征凸显期货资管的盈利能力。

风险管理公司的定位

在林志斌看来，风险管理和资产管理将成为期货公司未来的重点盈利来源。

不过，不少期货公司的风险管理公司面临“缺钱”和“缺人”的难题，业务发展并不顺利。对此，林志斌也在思考破解之法。

“这方面我们还在探索。受制于人才和资金的限制，我们非常注重对业务风险的控制和管理，目前仅从事合作套保业务和基于标准仓单的仓单服务业务。为广东、江西、四川、江苏和福建等地的众多产业客户提供了合作套保服务，服务产品涉及铜、铝、棕榈油、豆油、棉花、聚丙烯、白糖、聚乙烯等多个品种。同时，积极跟踪客户需求，进一步延伸合作套保业务，为客户提供了委托仓单交割服务，涉及交割品种包括白糖、棉花和聚丙烯。2014年12月，公司与平安银行厦门分行共同签订了战略合作协议，以实现在仓单服务及合作套保等业务上为产业客户提供更为广泛和优质的服务。”

林志斌认为，风险管理公司将来还是应该定位于专业交易商、做市商。要充分发挥衍生产品特征，成为场内期权或其他衍生品做市商、

场外期权提供商、企业风险承接及对冲的专业机构，并积极参与国内外各期货市场、各现货交易场所、机构间市场，为场外期权、收益互换等衍生产品寻求对冲渠道。利用期货公司在风险管理方面的优势，设计、开发远期交易、收益互换、场外期权等衍生产品，实现场内、场外市场相互补充。通过向产业客户提供场外期权产品，承接和对冲产业客户场内外的各类风险，将期货公司的专业能力转化成收入，在满足产业客户个性化风险管理需求的同时获取收益。

拥抱互金 开发手游

互联网浪潮冲击着金融业的原有生态，在期货领域同样掀起创新浪潮。

从2015年7月期货行业开始启动互联网开户到今年5月份，互联网开户的占比已由开始的10%左右增加到超过50%，照这个趋势，个人开户将完全走向互联网化。而瑞达期货早已意识到互联网金融的发展空间，提早布局抢占先机。

“我们逐步理清了发展互联网思路，在现有的监管政策框架下，发挥自身的优势，将互联网深深地融合在现有业务中。当传统的经营方式遇上独特的互联网思维、智慧，经过碰撞、交融、汇聚，最终将通过互联网切实改变服务方式，完成

自身的装备升级。”

据林志斌介绍，瑞达期货在2010年设立了网络部，主要负责互联网品牌运作、互联网服务产品开发、互联网综合服务模式探索等工作。2014年又设立了互联网事业部，着重进行互联网营销方面等工作。

去年公司采用最新html5技术完成了官网改版，使官网成为多终端自适应阅读的网站，大大提高了客户的浏览体验。该公司于去年上线了手机APP“控天下”，通过移动端为客户提供便捷的资讯及自助服务。据公司调研，截至2015年12月24日，仅有8家期货公司启用了手机网站，19家基于微信平台开发了微官网，在认真分析形势后，公司打通了“控天下”APP、官网数据，接入微信平台，统一服务口径，形成了一个较完善的服务后台。

瑞达期货目前创新整合手游与互联网金融两大商业模式，着手与一家科技公司联合推广一款手游投教产品——《奇获》。该产品将期货知识、期货交易等专业投资知识与游戏无缝结合，通过游戏可快速学习K线分析，轻松掌握期货专业知识，利用碎片化时间提高投资技能。

剑指综合金融集团

多年来带领瑞达期货走出困境、实现飞跃，林志斌自然对公司

的管理模式及发展规划有着自己的思路。

在管理上，林志斌首先强调合规经营，其次是坚持组织架构扁平化模式。“期货是高度市场化的行业，机会转瞬即逝。如果管理人员太多，决策流程就可能比较慢。管理级别太多，可能会互相推卸责任，管理效率就会下降，不利于公司建设与发展。”

不仅如此，林志斌还非常重视人才培养和团队建设。其实，作为智力密集型企业，人才可谓金融机构生存的基石。

瑞达期货在十年前成立了培训部，从事基础团队建设以及公司的文化建设工作。2013年，该公司成立了“瑞达期货学院”，专门招收应届大学毕业生，集中封闭培训的时间为半年，结合学员的实际需求和营业部的发展需要，为其量身定制成长空间和职业规划。

经过长期建设，瑞达期货打造

了稳定的业务团队。

公司高管团队具有从业时间长、管理经验丰富、人员稳定、业务能力强等特点，这是公司实现快速发展的重要因素。林志斌和公司总经理、首席风险官和副总经理等高级管理人员均拥有二十余年的期货从业经验，其他管理人员在公司从事期货业务达十年以上，拥有丰富的期货从业经验，对期货行业的发展趋势有着敏锐的洞察力，对期货市场的变化和客户需求有着深刻的理解和认识。

“我一直想把瑞达期货打造成一个期货人自己的平台。这二十五年来自己通过长期坚持，由业务员成长为期货公司的实际控制人并经营公司，深深体会到期货人的辛苦。一直希望建设一个完全由期货人主导、决策的平台，和热爱期货行业的人士一起享受未来行业发展的丰硕成果，也为行业的持续发展做出贡献。”林志斌坦言。

谈及瑞达期货的发展路径，他表示，公司将根据行业发展趋势、市场环境变化和自身发展需要，坚持创新转型的发展战略，不断完善专业金融服务机构的商业模式，努力发挥通道融资、投资、结算托管、做市商等投资银行功能，提升投融资服务、财富管理服务、风险对冲服务、做市交易服务等核心业务能力，以满足实体经济投融资需求、风险管理需求和居民财富管理需求。

最后，林志斌指明了瑞达期货的前进目标：未来三年，立足国内市场、拓展国际市场，推进营销产品化、服务标准化、信息集中化，形成稳定的盈利模式和持续的竞争优势。在未来公司实现首次公开发行股票并上市的基础上，争取净资产指标、盈利能力和主要业务规模位居行业前列。未来五到八年，努力成为全能型现代综合金融服务企业集团。■



林志斌

人物档案

林志斌，1969年11月出生，厦门大学EMBA在读。1991年10月至1993年1月，就职于深圳百事高商品期货投资咨询公司；1993年2月至1994年8月，就职于汕头市南方期货经纪有限公司，任经理；1995年3月至1998年7月，就职于陕西省宝鸡市通源物资贸易有限公司，任副总经理；1998年7月至1999年7月，就职于四川省兴鑫期货经纪有限公司，任总经理；1999年8月至2001年8月，就职于成都瑞达期货经纪有限公司，任副总经理；2001年8月至2004年5月，任成都瑞达期货经纪有限公司总经理；2004年5月至2012年11月，任瑞达期货经纪有限公司董事长；2012年11月至今，任瑞达期货股份有限公司董事长。现兼任厦门证券期货业协会会长、厦门市思明区工商联理事会副会长、瑞达新控董事长。

对话林志斌： 走特色经营之路， 资产与风险管理业务是关键

■ 文/特约通讯员 汤巾

150家期货公司，1500多个营业部，构成了期货行业激烈的竞争格局。

根据中国期货业协会的数据，目前期货行业的平均佣金率仅在万分之0.1左右，而在八年前，这个数字超过万分之0.7。

能在这个行业活下去，并且活得好，显然不是件容易的事情。

1991年就进入期货行业，瑞达期货董事长林志斌通过25年的风雨磨砺，逐渐参悟出期货行业的发展路径。

在他看来，手续费率持续下降不可逆转，期货公司要在激烈的市场竞争中取得一席之地，必须走特色经营之路，培养核心竞争力。而要实现特色经营，形成差异化竞争优势，应当从资产管理业务和风险管理业务上寻求突破。

而塑造期货公司的核心竞争力，建立人才引进和培养机制，提高队伍的整体素质至关重要。

破解人才瓶颈的秘方

《中国期货》：目前公司面临的主要挑战是什么？如何解决？

林志斌：首先是公司净资本能否持续满足因业务日趋发展而不断增加的净资本要求。2015年4月24日，我们向中国证监会正式申报的在国内A股上市的材料获得受理，有望成为国内首家在A股市场上市的期货公司。我们希望通过资本市场直接融资来不断满足公司净资本补充的需求。

其次是公司的人才结构能否满足创新业务发展的需求。就人才培养来说，短期来看，可以通过吸引行业内人才来解决；长期来看，公司自身还应注重培养并形成人才的储备机制以及有竞争力的绩效制度。

《中国期货》：人才匮乏是期货行业发展面临的瓶颈之一，瑞达期货如何吸引和留住人才？

林志斌：我们坚持“以人为本”的人力资源发展理念，充分发挥公司管理体制上的优势，致力打造基于人力资源的核心竞争优势，建立与公司发展战略相适应的人才培养、引进、考核、激励和淘汰机制。

一是抓住IPO上市机会，实施股权激励计划，真正实现打造瑞达期

货“期货人自己的平台”梦想，使每一个加盟的人才都能成为事业上的伙伴，使有能力的人成为合伙人。

二是开展“校园精英”计划，公司设立了“瑞达期货学院”，与国内多所知名高校建立战略合作计划（如厦门大学、武汉工商学院、华中科技大学等），建立学生实习基地，选拔优秀学生充实公司人才储备库，有序扩大队伍规模，不断优化人才结构，提高队伍的整体素质和能力。

《中国期货》：能否介绍瑞达期货学院的设立过程及其在教学上的特点？

林志斌：培训工作是任何企业都重视的，作用也显而易见，但随着公司的发展，其成效是我们必须经常要思考的。

早在十年前，瑞达期货就成立了培训部。由于期货行业的特殊性、对专业的高要求以及公司处于高速发展阶段，我们在长期的员工培训过程中不断完善培训机制、培训内容、培训要求，从而一步步促成了“瑞达期货学院”的设立。

瑞达期货学院本着服务市场的原则，坚持理论与实践相结合的教育方针，面向高校人才进行重点培训。从提升理论水平和业务能力角度，培养和造就适合中国期货市场发展需要、具备扎实专业基础理论、具有较强创新精神和实践应用能力的高素质专业队伍。

在教学内容上，我们结合期货市场特点开设课程，力求做到板块清晰、由浅入深、重点突出，坚持金融理论与期货理论融合、商品期货与金融期货并存，突出专业、前瞻、实用性的特点。为期6个月的培训计划，旨在从期货专业知识、综合交易能力及销售技能等方面给予学生全面的指导。

在培训方式上，以学生为主体、老师为主导，利用案例教学、模拟交易、现场教学、学员论坛、社会调研等方式，结合互动式教学方式，不断提高培训实效。

在与高校合作的过程中，通过对在校生路演、选拔、招生的形式组建“金融实验班”，实验班的特点是小班教学、校企结合、公司化运作，现已形成校内外师资联合的专业导师制，注重培养实践技能和职业能力。

瑞达期货学院为高校学子提供接触期货、锻炼能力、提高水平的良好平台，自2013年以来已举办3期，得到学员们一致好评与认可。

盈利来源正在变化

《中国期货》：瑞达期货去年经

营业绩取得了不菲的成绩，在行业中名列前茅。公司的业务构成情况如何？传统经纪业务和创新业务对营业收入的贡献情况如何？

林志斌：主要是公司各业务板块都得到长足的发展，特别是资管业务增长。但目前主要还是由传统经纪业务和资管业务构成，其中手续费收入增长了159%，资管业务的规模占比超过了50%。

《中国期货》：瑞达期货的资管业务非常突出。请介绍公司的资管业务情况？以通道型还是主动管理型为主？

林志斌：公司去年资管业务以发行主动管理型产品为主。从权益指标来看，“一对一”产品资金规模达8.56亿元；“一对多”产品资金规模为21.55亿元。另外，作为投顾借道基金子公司等外部机构发行的产品资金规模为17.59亿元。

《中国期货》：在通道型业务方面，公司通过何种方式选拔投顾？如何与投顾进行合作？

林志斌：公司通过举办“私募梦工场”来遴选拟合作投顾。目前主要是针对成长型的具备一定交易能力的私募机构，我们会制订合作条件和要求，在业绩、风控及其内部控制方面进行一些限定。根据投顾的历史业绩，经“私募梦工场”专项评审委员会一致通过并对其进行现场尽调后，采用提供管理资金的

方式合作。目前已和多家私募机构进行合作。

《中国期货》：在主动管理型产品方面，公司主要的资管产品有哪些类型？投资标的是什么？产品设计人员是如何管理和培养的？建立了怎样的风险控制指标体系？产品销售如何开展？

林志斌：公司主动管理型资管产品主要分为管理型产品、结构化产品和FOF基金。管理型产品和结构化产品主要投资标的为商品期货和金融期货；FOF基金主要投资标的为期货公司集合资产管理计划、基金公司及其基金子公司资产管理计划。

产品设计方面，公司根据客户风险和收益偏好对产品进行设计，产品要素和合同设计完成后，提交至投资决策委员会进行审核，只有投资决策委员会成员全票通过，产品合同才能定稿；如有1名以上投资决策委员会成员投反对票，则必须按照反对意见对产品进行修改，并再次提交投资决策委员，直至投资决策委员会成员全票通过。

产品设计人员培养方面，首先，我们在策略研发方面依靠自己的研发人员，将产品创设的重点放在期货领域，由长期从事期货产品及相关产业链研究、积累了大量经验的相关人员，将研发成果转化为可操作策略；其次，由于基金公司和证券公司在产品发

行上有着相当成熟的经验，产品设计人员会经常与基金公司、证券公司相关人员进行合同设计方面的沟通与交流，学习产品设计方面的经验，同时结合自身产品的特点，设计出我们自己特有的产品。以此来不断提升产品设计人员的理论知识和实践能力。

公司风险控制体系基于产品创设、产品运营、交易三隔离的原则。投资管理委员会是公司风险管理的最高决策机构；风险控制部在实施环节发挥着重要作用；合规部在资管和风险管理体系中独立地履行内部监督和管理建议职能；投资管理平台系统使得产品设立时、运行中能做到事前风控。

在自主管理产品募集上，主要是靠自己的业务人员进行直接销售。

《中国期货》：请你谈谈如何提升期货资管业务发展的核心竞争力？

林志斌：首先要立足期货市场、期权及其他衍生品市场为客户提供资产管理服务。期货、期权及其他衍生品市场是我们熟悉的领域。广泛采用对冲手段，提供对冲、套利的资管产品是我们的优势，通过在熟悉的领域发挥自己的优势可以开启一个良好的开端。

其次是努力融入大资管行业，根据市场需求来设计符合规定、涵盖所有类型的投资产品，为客户提供全方位的资产管理业务服

务，包括设立公募基金管理子公司开展公募投资基金管理业务。通过积极谋求资产管理的多种商业模式来扩大资产管理业务覆盖范围。

资管业务的核心竞争力是产品收益率。而获得优异的产品收益率的基础是风险管理能力、分析判断能力和决策行动能力，具体体现在风控、研发和IT技术水平上，而这一切要靠优质的风险管理人才、研发人才、交易人才以及持续的系统设备投入才得以实现。因此，塑造核心竞争力最终依靠的还是人才和资金的投入。

《中国期货》：目前股指期货交易还处于高度管控状态，对公司资管业务产生了什么影响？公司如何应对这一影响？

林志斌：在产品研发方向会影响量化对冲型产品；在存续产品交易操作中，由于股指期货失去流动性，会影响宏观对冲型策略效果，进而影响其产品收益。目前只能尽量减少仓位，更加如履薄冰。

《中国期货》：创新业务和传统的经纪业务有无冲突？期货公司的业务重点或盈利来源将发生怎样的变化？

林志斌：传统的经纪业务是基础，任何一项创新业务发展肯定会增加传统经纪业务的收入和规模。所以，创新业务做得越好，反哺经

纪业务的作用越明显。

期货公司未来的重点会是资产管理业务和风险管理业务，特别是风险管理业务，比如专业交易商或期货衍生品做市商，这才是期货公司的“主业”。主要盈利来源也相应地来自资产管理业务及风险管理业务，及其反哺的基础业务收入的增加，如通道、结算等业务。

期货行业的未来展望

《中国期货》：你对期货行业的发展趋势和前景怎么看？

林志斌：未来是混业的趋势，机构业务趋同，业务边际会越来越重叠。对于期货公司，既是个机会，也是个挑战。但目前的期货公司功能单一，政策限制太多，发展前景需要政策导向。

《中国期货》：未来哪些期货品种会有突破性发展？

林志斌：“一带一路”战略是我国下一步发展的重要战略，服务“一带一路”战略的大宗商品交易今后具有较大发展潜力。我认为只要是能国际化的品种，如将来要上市的原油期货等，都会有突破性和创新性的发展。但最重要的是，商品期货市场必须具有区域性或世界性的定价影响力，这样才能起到价格发现和风险管理的功能，机构投资者和企业才能更积极有效地参与期货市场，运用期货市场进行风险管理。



美好的历程

【编者按】

走出校门的学子，自踏入期货大家庭那天起，便会经历成长中的各种酸甜苦辣。历练过程中，新人不仅心路得以磨练，经验和技能得以提升，人生阅历也得以充实和丰富。就像那首歌所唱，“风雨彩虹，铿锵玫瑰”，期间虽有风雨洗礼，却更有彩虹相映，个中滋味，五味俱全。对年轻人而言，或许最大的幸福，莫过于每一次成长都是通往美好的收获之旅，旅途的终点，是历尽艰辛的正果和幸福的笑容。

工作，是一种生活方式，有烦恼、有沮丧、有乐趣，也有喜悦和进步，每个经历过的人都有不同的感悟和体会，而期货行业自身的特点，又让其中的领悟更加深刻，体味更加透彻。经历过，悟道了，成熟了，便得到了美好。本期“文化·生活”，将带领大家体会年轻员工的心路历程，分享他们的美好人生。

不惧风雨 在路上

■ 文/孙黎晓

烟雨朦胧的四月，我有幸参加了2015年度风险管理公司年会，同行前辈们无私大度的经验分享，从业务模式、期现融合发展、公司定位、合规内控、系统搭建、业务协同与业务隔离等不同角度，切入风险管理公司的运营管理和实际业务，让我受益匪浅。

会上嘉宾演讲和主题讨论发言，呈现出一幅多层次、立体的风险管理业务画面，既有新湖瑞丰“期货加保险”新业务模式的创新探索，又有热联中邦劳总关于公司业务精准定位和业务脉络清晰判断的演讲，更有永安期货施总对风险管理业务发展趋势和风险管理公司定位的高瞻大略。

回想公司在2013年筹建期货公司风险管理子公司（简称子公司）、申请试点业务时对于申报资料的反复修改，那时更多反映出我们对于如何开展风险管理试点业务的迷茫和懵懂。作为期货公司，现货企业、贸易商是我们的重要客户群体，区别于一般的个人投资者，跨市场、跨期套保需求和中长线持仓是其交易特点，他们比我们的研究员对于现货市场行情的风吹草动更加敏感，比个人投资者们操作期货交易更加谨慎，所以，如何与现货企业、贸易商安全稳妥地做成生意是我们时下需要面对的首要问题。

子公司如果仅把自己定位于期货服务的延伸，很难赢得与客户共赢合作的机会。准确定位和进入角色的关键，是分析客户需求，进而提供优质的商品及服务。实体企业在现货贸易和生产经营中，所需原料商品的品种质量标准与期货品种相比多为非标准品，需要我们先熟悉客户对商品的个性化需求，找到与期货的契合点。而要满足他们需求的前提，必须要有快捷的物流运输，但在目前货品流转过程中，物流运输和物流仓储是短板之一。

期货公司有专业的投资咨询和信息研发团队，相对



而言，实体企业的信息获取渠道有限。那么，作为全资子公司的风险管理业务如何开展和定位？区别于现有现货商和贸易商的优势又是什么？针对这些疑惑，我们曾经设想的业务模式是深耕重点产业链，积攒产业链上下游的客户数量，通过子公司这个平台为上下游客户提供服务，但业务开展后发现这个设想在没有客户数量累积的前提下，很难实现。

为了满足客户经营过程中资金和价格风险规避的需求，我们抓重点，以仓单质押和合作套保业务为切入点。这是因为，从风险把控、业务操作上来看，子公司可依托期货公司专业的交易、风控、结算体系优势，相对容易地开展和推广这两类业务。

子公司作为独立法人，仅仅依靠注册资本很难实现业务爆发增长。没有成熟稳定业务模式的子公司，犹如一个离开妈妈怀抱开始蹒跚学步的小孩，只有经历了磕磕绊绊，坚强地学会走路才能奔跑起来。

这期间，工商注册过程中遇到各种波折和困难。

2013年12月30日拿到企业营业执照那一刻起便化为浮云飘散；业务成立初期对于现货和期货如何结合并转化为实际业务而出现的各种难题，是通过不断的请教和主动学习，将其一一化解并转化为提升自我的无形动力；面对外部资源可望不可及，内心那份焦急和无奈时，也正是化被动为主动，以共赢理念获得了战略合作的机会。

这段探索期，后台财务出身的我除了要计算一组组数字、起草流转一份份合同、执行完成一个个业务指令外，还要在忙碌的工作中熟悉掌握期货品种的交易、结算及交割规则，掌握如何从交易所网站上查找品种上市前的可行性报告，知晓为何如此设置标准品规格和质量标准，学会如何将业务核心内容转化为合同条款、如何将合同本身风险降到最低可控，学会如何将期货品种品质要求与现货行业默认标准相契合、期货的升贴水标准如何活用到风险管理业务合同中，学会通过统计各业务的结算日期来规划调拨资金，以期达到最优调配、如何安排各类业务的优先排序。

此间的钻研，除了不断思考和反省，更多的是在与客户、与兄弟风险管理公司、与期货营业部等分支机构、与内外部沟通过程中学习到的。

通过总结归纳，我逐步掌握了业务流转各环节中的要点和关键。风险管理的事前、事中、事后源于业务的起与落，业务与风控这种亦步亦趋、亦敌亦友的微妙关系，让我勇敢地跳出岗位、跨越部门，站在全局的视角看待问题、思考问题，思考如何进行业务开展、部门配合、风险管理与提升工作效率。

感谢曾在中期协为期半年的借调经历，让我懂得了如何转换思维，跨出期货行业通过借鉴其他金融领域的实践经验去探讨、研究如何更好地完善风险管理业务规则。心有多大，格局就有多大，在实体经济面前期货是为企业服务的工具，风险管理公司需敬畏市场、敬重实体企业，站在实体企业的角度去思考问题，以需求为导向发掘合作机会，不断将自己融入到市场交易中的某一个环节、某一角色。

实践中，回想起寒冬三九大东北农垦粮库贴封条时

刺骨的寒风，一天来回几百公里的高速奔波，一个行李箱一个背包日出而出日落而归的辛劳，归家时看到等候在门口的亲人时的愧疚，骄阳下火车厢上爬上爬下数麻袋一整天的忙碌，除了泪水辛酸之外，更多的是收获。比如，一位一直电话投诉货品短重问题的客户，通过与他几天不间断的交流，最终将他发展成为公司客户，心中的那种喜悦无以言表。

感谢工作中碰到的客户、同事和从陌生到熟悉的朋友们，他们每个人身上都有自己的闪光点，每个人都是我学习道路上的好老师；感谢在农垦粮库里谈论仓储管理经验的库主任，让我这个门外汉收获颇多。

正如这次杭州会议上各位行业前辈的精彩演讲，让我这个入行刚七年的小辈又一次大开眼界，场外期权、互换、远期等业务创新实践分享，场外衍生品报价、交易、清算业务的经验分享，以及对场外衍生品市场平台搭建的前瞻探索、谋求合作共赢的精彩讨论，也让我对下一年的行业盛会充满期待。

孔子说，三十而立，四十而不惑，已过而立之年的我在平淡的日子中开始体味到生活的碌碌，开始思索生活的意义，慢慢懂得“家”这个字背后的含义。在外我是个坚强的女汉子，勇往直前拼命奔跑，而家是宁静的港湾，无论外面狂风暴雨，片砖片瓦下也有温暖的归宿。作为一个平凡而普通的人，我会时时感到被生活的波涛巨浪所淹没，但我不甘心就此而平庸，辛苦工作为了更好的生活，心怀感恩，为了父母和家人也要微笑地面对人生的每一天。

幸福是一段铺满鲜花的旅程，痛苦是一段布满荆棘的旅程，不沉迷青山绿水，不惧怕风雨兼程。在路上，我们收纳各种颠簸和不平，我们体会到无穷抗争和突破，我们欣赏着美景和美食，在潜移默化中因相同而吸引，因相异而成长，因相融而升华，路上的辛酸痛苦是为了感受更多的幸福自豪。

路漫漫其修远兮，勇敢地驰骋在路上吧，坦然面对风风雨雨，晴空万里的蓝天下期待偶尔出现的彩虹，静待山花烂漫丛中欢笑的美丽画面。加油！

（作者就职于国投安信期货公司）

彩虹期货人生

■ 文/吴旻旻



东流逝水，叶落纷纷，荏苒的时光就这样悄悄地、慢慢地消逝了。一年，一岁，渐渐接近，偷偷远离，我整理凌乱的思绪，向新的篇章迈去，又是一年芳草绿，捉不住的时光竟毫不留情地越出我手指的缝隙。

遥想岁月，这已是我来盛达期货的第5年，感谢盛达在我毕业时给予的机会，让我有幸踏入期货行业学习和畅游。此间5年并无惊心动魄，也未有波澜壮阔，从一个普通小职员开始，我的期货职业生涯就此书写展开。

刚开始，我从一个小小的合同外出开户岗做起，每日做着普通的工作，也就是让客户签合同整理合同，没有花式的技巧，只有一遍遍的枯燥，但却从没觉得厌烦过。

后来，按照公司的安排，我被调到统计岗，这是一个需要跟数字打交道的岗位。一份份的表格，一堆堆的数据，在别人眼里单调和乏味，但我却喜欢一次次的琢磨如何优化表单，高效统计，这让我乐得其中。

直到3年前，因公司总部搬迁，我被调入结算部从事开户及合同管理工作，工作内容主要是系统的录入及合同的整理归档。目前，作为结算岗的主管，我主要从事真实系统、仿真期权系统和原油期货系统的结算，以及期货交割和套保业务，工作虽日渐繁重，但却转为了优化工作的动力。

一次次的岗位转换，让我从开始努力学习岗位上的专业知识及技能起步，直到熟练基础技能后钻研如何提

高自身的业务水平，更好地为客户解决问题。其间的岗位转变和轮换，源自公司一次次的信任。每一次换岗，我都会要求自己在极短的时间内适应全新岗位环境，只有自身改变，快速适应环境才能存活，甚至成为王者。

就好比鸵鸟，它的祖先其实是一种会飞的鸟类，可却演变成现在的样子，这与它的生活环境有着非常密切的关系，为了适应变化的环境，只能做出自身的改变，让自己进化为高大和善跑的动物，以致飞行能力逐渐减弱直至丧失。非洲鸵鸟的奔跑能力是十分惊人的，它的足趾因适于奔跑而趋向减少，是世界上唯一只有两个脚趾的鸟类，而且外脚趾较小，内脚趾特别发达，它跳跃可腾空2.5m，一步可跨越8m，冲刺速度在每小时70km以上，同时，粗壮的双腿还是非洲鸵鸟的主要防卫武器，甚至可以致狮、豹于死地。

我会向鸵鸟这样因环境变化而改变自身的动物学习，因为只有通过不断的努力，不断的改变自己，才能使我从刚开始那个一无所知的毕业生，蜕变成享有如彩虹般的美好人生。

因业务需要，公司总部从广州搬迁至人杰地灵的杭州，2016年盛达进入告别传统模式创造新模式的转变历程，在创新模式（资管业务、互联网模式、“我是分析师”APP建设、虚拟研究院和牛人经济）的实践中，我自身也在不断紧随公司模式转变，转换新的工作方式，在传统期货业务结算业务外，深入探索互联网开户、资

管结算相关业务及“我是分析师”APP的建设。

这其中，今年新推出的互联网及手机开户，大大推动了客户进入期货市场，这要求我们期货人员优化流程和提高速度；资管业务也是今年亮点，需要我配合资管部进行数据的上报及第三方托管行的数据发放；尤其是盛达的特色——自主研发推出的“我是分析师”APP——为全国各地的分析师与投资者提供了一个投资分析交流与沟通的平台，更有优质的品种研发报告。

2016年初迄今，紧随四大交易所要求，我们共进行了20多次期货品种保证金及手续费的调整（除节假日各交易所调整保证金外，其中调整保证金及手续费的期货品种具有代表性的分别是：上海期货交易所的螺纹钢、石油沥青、热轧卷板和锡；大连商品交易所的铁矿石、塑料、聚丙烯、聚氯乙烯、焦炭、焦煤、大豆、玉米、玉米淀粉和豆粕；郑州商品交易所的棉花、晚籼稻、菜籽粕、PTA和动力煤），需要结算部参与节假日测试的大致有10次。

这一过程中，我积极配合四大交易所的工作，认真学习消化新业务中的豆粕期权结算、原油期货结算和资管结算，研究其中的疑问并制作相应的流程，下发并学习四大交易所500多个通知文件（其中上海期货交易所所有200多个，大连商品交易所所有50多个，郑州商品

交易所所有60多个，中国金融期货交易所所有150多个），认真贯彻落实交易所下发的文件，配合交易所各项测试，学习交易所新业务，转变并紧跟交易所的步伐。

期货行业在未来有美好的发展前景，国内期货市场的风险管理功能已大大加强，在社会经济运行中，其功能将进一步得到发挥。随着我国经济建设发展步伐的加快，在国际市场的影响也越来越重要，我国期货市场的发展潜力不可估量。我自己一定要通过学习和改变来适应发展的期货行业，从中体现自我价值，与期货行业共前进。

在即将过半的2016年，我会秉着蜗牛的精神继续认真学习，持之以恒，不断加强自身综合能力的培养，严格按照公司制度和流程操作，避免犯错误，精研业务，脚踏实地。作为一名年轻的结算员，一定要为自己的工作负责，为自己的公司发展负责，只有树立求真务实、爱岗敬业的工作态度，才能适应新时期工作的需要，才能形成严谨的工作作风。另外，在朴实的工作中还要不断创新，超越自己，做更好的自己，以身作则把结算岗的工作任务做好，为结算部其他成员提供标杆和榜样，积极配合部门负责人开展工作，与之共同携手把结算部变的越来越美好。■

（作者就职于盛达期货公司）



既然选择了远方 便只顾风雨兼程

■ 文/徐婧



初遇：金融光环下亮丽身影

早在校园时代，从各类书籍及电影中接触到的种种故事，就让我对金融分析师这个职业充满了憧憬与期待。那一个个在金融光环笼罩下的亮丽身影，那一双双在电脑屏幕前盯着K线图炯炯有神的眼睛，那一篇篇逻辑清晰、论据有力的产业策略报告，都体现着金融分析师的价值。初入美尔雅期货的我，看着周围前辈们忙碌而又充实的工作状态，更加坚定了做一名优秀期货分析师的信念。

最初邂逅期货分析师，是在江苏的产业实习阶段。犹记刚去宜兴市官林镇看到大片电缆厂时的震惊，导师王老师跟我们讲了很多官林的铜产业背景，让我了解了电线电缆作为铜的下游产品，是铜的消费应用中占比最大的行业之一。同时，官林也是我国四大电缆乡之一，所以公司在这里以铜产业客户为主。

由于最开始对铜产业链不了解，跟着老师去拜访客户时，很多谈话内容我听得不知所云，内心非常紧张。看着王老师和客户老总们游刃有余地讲行情、聊现货库存、谈国内外宏观形势，我不得不佩服老师过硬的专业技能，在路途中自己便会抓紧时间学习熟悉这方面的知识和背景。

初识：数据汇图表逻辑造观点

一个月的产业地实习结束后，我回到公司研发部，正式开始向一名合格期货分析师方向努力。当时正值原油期货的发展与推广期，我便将重点定位于化工板块的研究与分析。

揭开期货分析师的神秘面纱，待其头顶的光环散去，我才真正认识到期货分析师的艰辛与不易。从通过海量的信息网站搜集行业数据到建立自己多渠道的可靠信息点，从细枝末节的点对点突破到建立全方位多角度的数据库，从学习前辈的品种分析方法到完善自己独立的逻辑分析框架，从简单规矩的日评、早评到深度及时的专题热点，从观摩和听取行业大佬的讲座与观点，到敢于表达自己的看法、展示自己的研究报告，期货分析师在研发道路上每走一步，都需要一点一滴地打牢基础，练好内功，专注细节，纵观全局。

由于前期整个期货市场对分析师的定位有偏差，很多时候我们并没有体现出自身的价值所在。行情千变万化，讯息铺天盖地，我们必须要坚持自己客观、中立的立场和观点。基于数据，忠于逻辑，透过图表看供需。

深入：核心竞争力体现价值

经历了新人的迷茫期，2015年的工作中，在与产业链相关的板块上，我尽量加快自己的脚步，逐步拓宽宏观金融视野。分析师的基础服务是必须的，而要在这些基础服务中体现出自身的价值，就需要有自己的核心竞争力，主要体现在以下四个方面：

一是通过一些专题性的报告不断提高自己的研究分析水平；在数据库方面完善建设，力求做到数据的精准性，研究内容从自己最熟悉的PTA品种，拓展到塑料与PP品种，从芳烃延伸到烯烃。品种的拓展与链条的延伸可以使得自己的视野变宽，格局扩大，也能更多地

观察到不同品种间的套利对冲机会。同时，每月将自己本月的研究成果以报告的形式呈现出来，通过热点的追踪与深入研究，把握该品种的市场节奏。

二是争取参与交易所组织的调研活动，积极参加行业里比较高端的会议，如年度化纤会议、塑料行业会议以及每年的期货分析师大会，尽量在现货市场建立更多的信息点，学习行业内优秀研究员的优点与长处；另外，我们也会走访业内有名的投资公司、期货公司，学习其投研团队的成功经验，通过沟通交流认识到自身的不足，并用行动来完善。

三是把握化工板块不同时间段的热点因素，在基本面出现较大的利好或利空时需要及时撰写事件分析报告，发现行情的潜在机会。这点我的体会很深，化工板块的节奏非常快，市场行情的机会相对较少，获得行业信息的及时与精准是成为一名化工分析师的必要条件。

四是通过服务更多的大型企业客户来提升自己的专业水平，目前我已为几个较为大型的集团公司提供了相关套保服务方案，比如国创高新的沥青套保、浙江特产集团的套保方案以及顾地科技的 PVC 套保方案。

转型：投研一体化的艰辛

分析师生涯的第二年，公司迎来了期货行业的大变革。资管牌照的取得，使公司从传统经纪业务拓展到资管业务，期货分析师也拓宽了体现自身价值的渠道。在研究工作基础上，将自己的研究成果转化为切实可行的策略，实现研发落地，朝着“投研一体化”的道路迈进，是行业共同奋斗的目标。

在工作的突破上，我非常感谢同事、前辈的引导，期间加入了工业品团队的研究，学习研究转化为策略的路径与方法，掌握如何抓住行业矛盾，深入研究形成策略并将自己的策略落地，通过 2015 年上半年团队的磨合，下半年终于开始通过实战来运行产品。这其中更应该努力做好的是基于对各板块基本面的深入

研究来把握长期趋势，通过对行业矛盾及热点的及时解读来抓住波段行情，聚焦宏观、股市及资金动态来规避非系统性风险，结合技术层面与基本面的共振来落实具体策略。

投研一体化的实践与转型之路，荆棘密布，杂草丛生。从研究落实到交易也是困难重重。不得不说，交易又是另外一门哲学，作为一个商品研究员，不能只把目光停留在自己研究板块的小范围内，过去的几波大行情都是由全球宏观、股市与商品期货的共振所引发，资金的力量也与基本面同样重要，不能忽视。所以视野应该更加宽阔一些，在工作中及时补充宏观热点知识，把握资金兴趣与氛围。

目前，我仍走在投研一体化的道路上，通过两年的工作学习，我也发现了自身的很多不足，同时也碰到工作中的各种瓶颈。在研究工作中，我自身的灵敏度不如市场人员，对市场热点的把握不够及时，另外，对化工产业链上游的研究还不够深入，数据库不够精细，这也是在我后期工作中需要改进的地方，力争实现自己工作上量的突破、质的变化。

写在最后：除了期货还有诗和远方

最后，我想用“2015 年度期货分析师大会”的一首诗来表达我对于这份职业的坚守与信念。

鼓起理想的风帆
为了一份梦想
为了一份执着
金融市场上映出我们奋斗的身影
我们用十分的努力维护职业荣誉
我们服务于金融改革
我们服从于投资者利益
我们是金融战线的尖兵
我们有一个响亮的名字
金融分析师

（作者就职于美尔雅期货公司）

不一样的幸福

■ 文/赵小玉

生活中总有林林总总的烦躁、失落、迷惘，但我一直坚持不懈地寻找着幸福。都说爱笑的女孩运气不会太差，也许，我就是上帝特别眷顾的那个女孩。

从2010年毕业招聘会第一次接触期货行业，到2013年瓜果飘香的9月——格林期货和大华期货的强强联合，再到如今期货行业面临的转型，作为“格林大华期货”家庭中的一员，我虽然抛洒过汗水，偶尔也有过抱怨，但更多的是幸福地感受着这个大家庭的温暖呵护和日新月异的变化。

作为原“大华”账户岗员工，2013年，我的岗位工作迎来了很多挑战，如公司对合同的更换、业务的终止、合并后的测试以及新合同的启用都提出了很高的要求；9月18日，为了完成合并测试工作，单位后台员工加班到凌晨，成功合并并顺利完成移仓的那一刻，我们击掌相拥，弹冠相庆，那激动人心的画面时常浮现于脑海，久久不能忘怀。

此间，依稀记得系统合并后首次开户时的凌乱，开户后还要多次电话确认是否有错的谨慎，加班到凌晨摸索新系统使用方法的认真，一路走来，纵然辛苦，但心里充满了暖暖的幸福，不一样的幸福。这不仅是一份谋生的工作，也是一份值得终身托付的事业，一条真心愿意随她一起成长的幸福之路。

我们桂林营业部喜迁新居的那一天，技术岗的同事顶着39度高烧整个周末连续加班，直至营业部机房完成安装，网络、电话实现通畅。搬迁中，每个人都如临重大喜事般跑上跑下筹备，每个人都把这次搬迁视为自家搬家那般用心，大家努力地搬运着大小物件，汗流浃背，同事一句“这充分说明咱们营业部的女同事是可以当男人用”的话，引得大家齐声大笑。同事间以往所有的不快和隔阂在那一刻消失，不知不觉，一个团结、肯干的

团队悄然诞生。有了这样的团队和大家庭，的确幸福。

回想这些年，我还记得更多的幸福。

记得刚入职那会儿，经理关切地说学习是一辈子的事，大家要多利用业余时间让自身尽快成长起来，行业也很适合女孩子工作等等。一晃，五年已过，经理的话也只剩个大概，但我对于“幸福”一词却领悟深刻。初入职场的我，对工作没有任何经验，正是前辈们带着我一步步从零开始，让我掌握了期货基础知识和市场开发经验，直到可以独立完成工作。工作中遇到什么难题，同事们也都很热情地帮着分析原因，热心地搭把手，一堆年轻人秉承着同一目标，相互协助，一起使劲的氛围让我每天都很愉悦。

除了工作，公司领导对员工也有着无微不至的关怀，每当看到电脑桌旁统一配发的护手霜，眼前便浮现出经理那憨厚的笑脸。如今，看着与我一同“入职”的那盆愈发茂盛的发财树，握着幽香气味的咖啡杯，我真切体会到了幸福的味道和大家庭的温暖。

我很自豪经历了这些事情，很荣幸能与公司共同成长，共同享受这份幸福！这些年，流过汗，流过泪，做好岗位工作、学习上的进步、业务的进展和成就感，让我整个人充满了激情和力量！

感谢有你——格林大华期货，是你让我的人生得以历练和成长，得以沉淀和提高。因为有你，我学会了应对各种变化，能在各种环境中保持从容、镇定，做事更仔细、更严谨，也正因为有你，让我的职业生涯留下了美好篇章……期货行业是幸福的行业！

夏天的脚步已经到来，我还在回味那幸福的时光，欢笑、温暖、希望……憧憬着期货行业不一样的幸福！

（作者就职于格林大华期货公司）



策略博弈和策略之外的博弈

■ 文/蒋涛

资本市场的资金管理人，我们称之为基金经理，基金经理是一个团队，这个团队最核心竞争力在于如何建立拿到目标收益的策略和建立获得收益的执行力。

交易策略类似商业行为中的商业计划，其中有商业目标、如何实现商业目标、执行团队的控制手段等等。也许本文读者对商业计划书不熟悉，而更熟悉如何在股票市场、期货市场、货币与利率市场、汇率市场交易或赚钱，为此，很多人认为，交易策略就是核心竞争力。

交易不论是单一的交易，比如资本市场的定向增发、股票市场的大宗交易、货币市场的债券一对一交易，亦或是集合竞价交

易（AUCTION）与做市交易（BID-ASK），均是交易者或资产管理人与交易对手的策略碰撞。交易对手在单一交易中，对手清晰可见，但竞价交易或做市交易时，对手就是整个市场。

策略构架的“反身性”

策略师应如何构建策略并体会市场需求？策略设计应回归到如何理解并满足对手的需求，只有知道了对手是谁，才可能理解其需求，特别是当对手是整个市场时。

假定具有了优良策略，策略如何获利，如何实现获利并退出，这又涉及到执行力的问题。交易执行力就是控制交易风险的过程，是对

交易影响因素的敏感程度和响应程度的判断和反应。“交易影响因素”是否真的具有影响力，涉及判断力问题。这个判断力本身既是策略的一部分，也是策略执行的一部分，如何判断上述定义的“交易影响因素”真是影响因素，统计学中有专门方法和技术讨论，因此，站在内省角度看策略内嵌了执行力，从外部看，执行力又可以独立成为策略获利的关键一环。

回应上述因素的影响特性，经验主义大师戴维·休莫质疑因果关系时，讲过一个非常有趣的案例：公鸡打鸣天就亮了，问题是天亮是公鸡打鸣的结果吗？

举具体市场中的例子：关注大

豆市场的人，对于厄尔尼诺现象较为敏感，这股暖流会影响秘鲁沿岸气候，其变化会继续影响秘鲁凤尾鱼的捕获量，凤尾鱼又是鱼粉的主要成分，鱼粉在国际市场是大豆粉的主要竞争产品。这便是为何关注大豆市场的人会对厄尔尼诺敏感的逻辑线条。

基于上述看法与角度，策略与策略的执行本质就是交易这个“硬币”的两面，出现任何一面而无另一面，就不能成为交易，为此，交易就是策略与策略执行的结果。交易是你的看法，也是你看法的结果，既是你担心的结果，也是你预期的结果。这个结论的困惑源自我们常常认为现实是独立存在的，进一步也会陷入机会与偏好是独立的陷阱，这个困惑的本质源自思维与现实的关系，现实是我们构思的吗？这个问题，索罗斯在其《这个时代的无知与傲慢》一书中，介绍自己的世界观体系时，用了“反身性”的概念，这个概念深刻地揭示了人们对于世界的理解与真实世界的关系，而这种看法进一步深刻地影响了他的金融理念。

交易博弈的路径模型

因此，交易的本质是你与交易对手的互动，如同棋牌类的竞技，你能看到的，尽管在有限的扑克牌或棋盘限制内，当你想要穷尽各种可能，也是不可能的。

这自然可以推导出策略不是交易的本质，而是各种搜索树的一个分支，策略就是你希望站在哪个树枝上，希望树枝往哪里发展，通过IBM和GOOGLE的超级计算机挑战人类精英的结果，我们就知道交易本质在于你有多强大、多智慧，而不是局部时间和局部点位的策略有多完善。

熟悉期权二叉树定价模型或者金融产品（包括在险价值，Value at Risk）定价计算中蒙特卡罗模拟技术的专家均知道，任何时点或者任何低谷位置，均有机会沿着某条正确之路，获得较好的收益；反之，任何有价值的点位，均有机会与路径步入泥潭。

金融产品定价离不开路径的模拟，路径实际上就是你选择的那条树枝。J.L. 利弗莫尔有一个很有趣的看法：市场只有一个方向，不是多头，也不是空头，而是正确的方向。

预测模型与市场模型间的博弈

交易员或资产管理人尝试建立获利的策略，常常忽略一个很容易被忽略的因素：信息足够了吗？所谓获利的策略本质就是对于交易目标（或者标的）未来的预测，自己的行动如何切准这个预测。

关于信息传导机制，或者对于价格的影响机制，诺贝尔奖获

得者尤金·法玛的工作是奠基性质的，法玛在大学期间，研究股票历史收益情况时，尝试找到创富模型，可惜，法玛的策略总以失败告终。法玛在其博士论文中，依靠一系列混合数据判断，股票市场操作的传统经验基本都是骗人的，法玛判断，自己先前的尝试证实了，他自己无法击败市场的结论也适用于别人。

法玛的《股市价格的行为》一书奠定了有效市场假说理论，这个理论核心结论就是市场运转很大程度上是不可预测的，长期以来，预测者无法战胜市场。

为了解交易员与策略师构建策略需要的信息量是否足够，必须先了解市场，因为你的对手是市场时，体会市场是什么就变的重要了。自由市场理论是亚当·斯密提出的，亚当·斯密在自由市场理论形成过程中，受前述质疑因果逻辑体系的哲学大师休莫的深刻影响，其“无形之手”学说源自“上帝天赋权利”的信仰，正是自由的天赋特性，让市场在充分竞争中，有一个正确的方向，此即为人性的贪婪反倒促成了社会的公义，例如人们销售面包是为了获得面包的销售利益，但是面包的销售导致了社会供给，间接促进了社会的公义。

市场未来价格的形成机制和形成结果就是预测，而预测基础就是基于市场的信息，法玛创富模型的

“

如果市场是有效的，所有信息都不会成为噪声，任何策略不能战胜市场，是否所有投资人都足够理性，不用参与市场了呢？

”

失败成为其构建有效市场假说的基础。

人们常常会觉得占有足够多的信息，对于这个世界的看法应该更真实，对于股票或者期货价格的预测应该更有价值，但是任何金融工程师都可以使用蒙特卡洛技术模拟出一万个股票或者期货价格路径，不会有人可以分辨，这一万个价格路径与真实的股票或者期货价格走势差异在哪里，“真”的与“假”的行情或者走势，如何分辨？就是这么一个很小的实验，说明了我们很难分辨哪些属于重要的信号，哪些属于不重要的噪声。这也呼应了前述“交易影响因素”的判断是你对于世界的看法，而未必是世界的真实。

对于弱式有效市场假说，仅通过技术分析或者统计数据是无法预测行情的，这就是依据行情的价格与交易量信息是不充分的。

第二种，对于半强式有效市场假说，在上述技术分析指标和基于行情形成的统计数据基础上，增加基本面的分析，比如公司财务信息、运营模式、宏观经济等，但是增加了这些数据或者信息，预测还是无法打败市场。

再进一步，到了第三种，强式有效市场假说，这个假说，就是在上述所有的公开信息基础之上，再增加小道消息，或者内幕交易信息，但是事实还是非常悲

观，无法为预测者带来超额收益。强式有效市场假说是非常极端的假说，在中国也得到验证，最典型的莫过于10多年前德隆体系的崩盘，也包括了泽熙管理人徐翔的业绩归零。

以上述中国市场两个极端的例子解说有效市场假说，实际上是为了强调该假说也是基于经验主义哲学形成的范式模型，休莫是经验主义大师，而斯密深受经验主义的影响，范式模型的基础就是依据模型假定，进一步数学推演，获得结论，这些要纳入到卡尔·波普的科学认识论范畴，必须是可证伪的，而非证实的。

有效市场假说的假定条件就是回报率必须是风险调整的回报，这就注定了在中国资本市场，依赖行情数据形成的短线策略大师徐翔，调整了自己的策略（转为市值管理）之后，把强式市场假说中可能涉及到的所有数据，均收集到位，也不能证明自己风险调整的业绩有超额回报。

预测模型的分类

预测自古一直都是智慧的应用，不论《圣经》文明，还是《易经》文明，都深刻崇拜预测。《圣经》中《旧约》文化，可以说是先知文化，上帝通过炼选犹太民族和犹太先知，告诫人类：通过什么方式建立智慧，并理

解这个世界的本源。

先知的工作就是预测，有时先知会带领犹太人执行预测工作，上帝通过先知的预测功能，反复告诫并磨砺人类的责任。并通过先知告诉人类，上帝之爱，是人类与上帝之约的一部分，这部分衍生出人类的权利，而权利永远建立在人类与上帝之约的基础上。

除此之外，《易经》自古以来就专注预测，通过八卦进而六十四卦对战争、工作和生活进行预测，易经通过乾与坤的融合，否与泰的变化，揭示这个世界。

构建策略的能力就是预测的能力，预测的动力来自对于未来的好奇或者恐惧。生活中，大家最熟悉的预测模型分为两类，一类是棋类模型（不论是国际象棋、中国象棋还是围棋），另一类是牌类模型（包括桥牌、时尚的德州扑克和 21 点），棋类预测在概率统计中，未来与过去是独立的，只要看看盘面的所有信息，任何外来帮手在任何时点都可以帮助棋局中的弱势一方，帮手无需知道之前的步骤或者信息。而牌类的预测，就是概率中的相依问题了，未来的信息对于过去是有依赖的，所以，弱势的一方引入的外援，如果不知道过去的出牌记录，是很难帮到弱势一方的。

对于短线交易策略，站在长期投资策略角度看，短线策略被

贬为投机策略，而长期投资被称为价值投资。策略有时又被分为单边多头或者空头交易策略，有时也有多空组合的对冲风险交易策略。

所谓价值投资人，常常看不起所谓投机的短线策略，同样，做对冲交易策略的人认为自己超越单边交易。短线策略使用的全部信息都是在盘面上体现的，价格、交易量、委托信息，依据上述信息的各类统计组合（所谓的 K 线图等技术指标），短线交易的策略逻辑主要使用了棋类预测模型，未来的价格信息在盘面充分体现了，历史价格、交易量等组合信息均以结果的方式呈现在盘面。

而长期投资，不单需要了解盘面信息，还需要了解财务等基本面的滚动流信息，比如：财务收入、成本控制的变动信息，而未来的预测必须依赖过去的流信息（财务信息、经济场景、盘面信息），这就是牌类的预测思路，如果没有过去的信息作为基础，PE/VC 是没法干活的。

贝叶斯世界中的预测与策略

预测又回到了对于世界看法的领域了，贝叶斯也深受休莫影响，贝叶斯定理揭示：只有正确的预测才能让我们更接近真相。贝叶斯定理揭示的层次递进的方式接近真相，就是经验主义的价值观，从亚

里士多德对于世界的看法，进步到牛顿的绝对时空观，进而进化到爱因斯坦的相对论，莫不是体现经验主义对于世界的看法。

贝叶斯对于世界的看法非常简单，用一句非常通俗的话解释贝叶斯思想：你可以对世界有任意的看法，但是当新的信息加入后，你对于世界的看法将得到修正。

比如来自柏拉图洞穴之人，第一次出现在世界上，也第一次看到了太阳，他无法知道这是必然的还是偶然的，当他在世界上的每天都会看到太阳的升起，他就会建立信心，太阳是大自然的一个特征，如果使用统计方法，就可以预测每天太阳升起的概率为 100%。

亚当·斯密的“无形之手”就是贝叶斯定理的应用过程：价格受到市场供需关系的影响而上下波动，最终实现等价交换。贝叶斯定理建立的预测之路就是无形之手指引的路径。两者互为依存，博采众长。

如果市场是有效的，所有信息都不会成为噪声，任何策略不能战胜市场，是否所有投资人都足够理性，不用参与市场了呢？这既是策略的一部分呢？还是策略之外的部分？其实，这终究取决于我们如何看待这个世界。

（作者系天津滨海柜台结构化产品交易中心总经理）

期货交易和驾车行驶的“亲密”关系

■ 文/施海

投资者进入期货市场，从事期货交易，就是投入自己的资金，通过期货市场的操作，回避市场、价格风险，并获取风险盈利的过程；与此类比，驾驶车辆到达目的地，则是驾驶员通过操纵汽车相关零部件，驱使车辆前行，并顺利到达指定地点的过程。

从表面看，做期货交易和驾驶车辆之间互不相干，也毫无联系，但实际上，做期货交易与驾驶车辆在很多方面存在着相通之处，期货交易可以从驾驶车辆中得到引申和启迪。

都要遵守各自规章制度

期货交易中，投资者必须遵守期货交易的各种制度，如保证金制度、当日无负债结算制度——逐日盯市制度、涨跌停板制度——每日价格最大波动限制制度、持仓限额制度及大户报告制度、强行平仓制度、风险警示制度、信息披露制度等等。

投资者不能仅仅依赖自己的资金实力，进行无限制的扩仓交易，也不能进行超过自己的资金实力，进行透支期货交易；私人投资者的

持仓不能进入交割月，还不能进行实物交割等等，否则将受到较重的处罚。

同样，驾驶车辆时，驾驶员则需要遵守交通法规，驾驶机动车，应当依法取得机动车驾驶证，遵守全国统一的道路交通信号，实行右侧通行，不得超过限速标志标明的最高时速，不得无照驾驶，不得酒驾和醉驾等等。驾驶员必须遵守道路及相关路口交通规则，根据红绿信号灯转换的交通规则，谨慎行驶车辆，否则将面临交通规则违法的严厉处罚。

因此，遵守法律法规、规章制度，是投资期货交易和驾驶车辆首先需要做到的。

必须选择最熟悉品种或道路

当前，国内期货市场进入稳步健康发展的良性循环轨道，不但有商品期货交易品种，还有金融期货交易品种。其中，商品期货可以划分为工业品、农产品、能源化工等多个板块，而工业品板块又可进一步细分为有色金属、黑色金属、贵金属等板块，农产品板块则可细分为粮食作物、油脂油料、软商品等

板块，能源化工板块主要包含能源上中下游产业链的各种品种，金融期货也有股指期货和国债期货，其中，股指期货还包括沪深300股指期货、上证50股指期货和中证500股指期货3个交易品种，国债期货则包括5年期国债期货和10年期国债期货2个交易品种。

因此，投资者选择品种必须注意，自己是否熟悉该品种的国内外市场供需关系和其现货背景资料，自己是否适应该品种的价格波动幅度和投机程度强弱，自己是否掌握该品种主力资金操作手法和交易策略等，才能降低投资的风险，提高投资的盈利概率。

机构投资者，除上述注意的方面外，还必须优先从事与自身现货交易和实际业务相同或相近的板块和品种的期货交易，只有这样，才能充分利用自身业务在期货市场与现货市场的联动效应中，进行套利对冲交易、套期保值交易、跨期套利、跨市场套利和跨品种套利，从而获取无风险利润或低风险盈利。

同样，驾驶车辆，也有多重选择，国内公路划分有多重标准。公路根据功能可以划分为：高速公路、

一级公路、二级公路、三级公路、四级公路。根据行政等级则可以划分为：国道、省道、县道、乡道等。驾驶员根据自身车辆情况、同时根据出发地和目的地，在行驶距离远近和行驶公路等级高低方面做出合理选择，才能充分发挥自身车辆的优势，选择尽可能近和尽可能等级较高的公路行驶，以保证既安全又快速地到达目的地。

选择正确运行趋势或道路

期货交易必须判断所交易品种所受的国内外宏观经济、金融形势及自身品种的供需关系是利多重于利空，还是利空重于利多，而得出其运行趋势方向，并据此顺势而为。

如果商品期货和金融期货市场价格大势上涨，运行于牛市之中，则投资者操作上宜以逢低吸纳为主；反之，商品期货和金融期货市场价格大势下跌，运行于熊市之中，则投资者操作上宜以逢高沽空为主。由此才能获取顺势而为的盈利，而逆势而为，必将被市场所淘汰。

驾驶车辆，必须行驶朝着目的地的正确方向行驶，否则，如果反向行驶，只会离目的地越来越远；同时，必须进入交通规则允许的车道内正常行使，否则，如果进入对面车道进行逆向行驶，或驶入非机动车道行驶，甚至驶入人行道行驶，将可能遭遇严重的交通事故。

慎重考虑资金或时间成本

期货交易中，如果某期货交易品种在特定时期内，始终维持窄幅区间收敛整理行情特征，尽管你是短线交易高手，也难以在期货价格的窄幅波动中获取合理的盈利，反而可能由于频繁的期货交易，导致交易成本显著提高，或者由于频繁的追涨杀跌，而遭遇较为严重的资金亏损。

驾驶车辆去某一目的地，也必须选择合理的行使路线，才能快捷方便地到达目的地。如果驾驶者选择一条看似很近、却又是车辆严重拥挤不堪的道路，将消耗大量时间等待，而缓慢前行，甚至寸步难行，将导致驾驶者的驾驶效率显著降低。如果驾驶者选择一条方向正确、路况相对宽敞的道路进行行驶，则可以使他在合理的时间内行驶到目的地，使他的驾驶效率显著提高。

注意回避各种风险

不论是期货交易，还是驾驶车辆，分别存在着多种不可预测的风险。

期货市场的风险主要体现为：市场环境方面的风险，包括市场过度投机的风险、市场效率风险、交易对手风险、市场流动性风险以及宏观经济环境风险、产业政策风险和监管方面的风险等。

而车辆行驶的风险则体现为：追逐竞驶、醉酒驾驶、严重超过定额乘员载客、严重超过规定时速行

驶、违反危险化学品安全管理规定运输危险化学品、违反交通规则行驶车辆等等。

因此，投资者和驾驶者必须时刻保持对期货市场交易和对道路状况、交通规则等持有高度的敬畏态度，树立高度警觉的避险意识，才能有效避免各种风险，而当风险真正来临之际，采取切实可行的应对措施，才能有效地避免各种风险的冲击，显著减少风险对自己的伤害。

注意总结提高

期货交易和驾驶车辆都是通过反复实践，总结经验教训，继而熟能生巧、不断提高技能的事情。

通过长期的期货交易，投资者可以逐渐总结出一套适合自己的盈利模式，面对市场的波动，理性地操作，并最终取得盈利大于亏损的投资结果，而通过长期的驾驶车辆，驾驶员则可以对某一城市或地区的道路状况熟知于心，真正做到将城市或地区的地图铭刻在心中的脑海里，通过熟练地驾驶车辆，顺利地到达目的地。

综上所述，不论作为投资者的你做期货市场的哪个交易品种，也不论作为驾驶员的你驾驶哪种牌照的车辆，期货交易和驾驶车辆之间存在相通之处，经过正确、合理、理性的交易和行驶，终将使你最终顺利地获取盈利和到达目的地。

（作者就职于兴证期货）

浅谈如何发展和监管我国证券及衍生品市场

■ 文/韩乾

如何发展和监管我国证券市场，一直以来都是社会各界广泛争论和思考的话题。自从去年股市异常波动以来，有关于此的讨论更为热烈。不仅各种问题被提出来，一些现有交易制度和金融产品也遭到质疑。比如，企业融资能否完全撇开股票市场，证券市场种种乱象究竟如何克服，金融衍生品的角色和功能如何定位等等。

本文试图从证券市场基本功能出发，对这些问题逐一探讨，抛砖引玉，供同行切磋。

一、合理定价是发挥融资功能前提

企业既可以通过银行等金融机构间接融资，也可以通过股票和债

券市场直接融资。两种融资渠道各有利弊，互为补充。

在美国，上市企业可以通过各类股票一级、二级市场融资，未上市企业特别是中小企业可以通过发达的全国性批发银行、地方性零售银行和社区银行获得资金。在我国，目前阶段企业融资主要还是靠银行贷款。但我国银行系统由国有大型银行占主体，中小型银行份额不大，所以在实体经济下行期，中小企业融资难、融资贵。因此，大力发展我国证券市场，完善其直接融资功能，对于实体经济转型和发展十分重要。美国国家经济研究局的最新工作报告（Carpenter、Lu、Whitelaw，2015）研究认为，中国股市是对现有的、以关系为主且高度不透明的银行系统的关键补充。

股票市场正确发挥资源配置功能的基本前提是价格信号保真，即股票价格要能真实反映企业的内在价值。从现代公司金融理论角度看，股票的公允价格是企业未来现金流的折现，其中折现因子要能反映真实的市场风险溢价。以美国为代表的西方股票市场以机构投资者为主体，如养老金、险资和各种基金，投资的是企业的未来现金流，即企业红利。比较完备的做多和做空机制，使信息得到充分交流和释放，风险被市场“公允”定价。因此，在这些市场，股票定价比较符合现代公司金融理论。

而在我国，现阶段以散户为主体的投资者认为企业价值的波动越大，股票的再销售价格就越高。因此，更多时候股票的价格取决于对

应企业的经营业务是否符合热炒概念，是否具有壳资源价值，是不是股市大鳄的操纵对象等等，严重脱离了企业基本面因素。这种估值思维方式必然导致客观上不利于资源最优配置的投资行为。韩乾与洪永淼（2014）发现，机构投资者利用散户对国家产业政策信息反映滞后的特点，提前在受益股票上布局，最后抛给一哄而上的散户羊群，从而导致受政策扶持的企业无法从股市长期稳定地获得资金。当前，监管层已经准确地把握住了一些关键因素，比如推行股票注册制以加大供应、降低壳资源价值、严厉打击市场参与者违规行为等。

当然，有些问题可以通过监管解决，也有一些根本性问题不能仅靠技术手段解决。比如投资者的赚快钱心态，根源在于贫富差距，在于高社会生活成本带来的压力和焦虑，在于各种制度的不确定性。这些问题，同样导致了生活中不排队、不礼让、凡事一哄而上，实体企业急功好利、没有长远发展目标等现象。这些问题不是监管能够解决的，也难以马上解决。美国早期的股票市场也是以投机为主，后来随着监管的不断调整、投资者的认识不断深化，才逐步完善。

二、合理机制保障功能发挥

金融衍生品市场的一个重要职能是帮助现货市场更真、更快、更稳地发现企业价值。国内外研究充

分表明，衍生品市场发展好了，有利于提高现货市场的流动性，降低波动率，有利于价格发现，使有关企业的信息冲击能充分及时地传导到股票价格上去。金融衍生品还有一个风险管理功能，可以帮助实体企业和投资者管理各类金融风险。

在我国股票市场，由于现阶段估值方式还没有转换到以现金流折现为主，衍生品作为风险管理的功能和意义相较而言更重要些。特别是随着实体经济发展进入转型期，改革进入深水区，资本市场中的各类风险有些被释放出来，有些进一步加大，企业与投资者都迫切需要金融衍生品管理风险。所以，发展完善现货市场的同时，衍生品市场要一起发展，一起完善。那么，如何让衍生品市场发挥这些功能？这里涉及到合理设计衍生品市场机制的问题。

通常，期货市场采取保证金和逐日盯市制度，这是由期货市场最大限度降低违约风险的需要而产生的制度安排。投资者头寸每日按照市场价格进行清算，如果发生亏损，将从保证金账户余额中扣除，余额低于一定标准会触发追缴保证金的通知。期权市场的卖方也要缴纳保证金，因为理论上卖方的亏损可以达到无限大。当然，保证金意味着杠杆，放大盈亏，使用不当会导致强制平仓。但是它的存在可以大大降低投资者的违约风险。虽然远期合约同样可以锁定风险，但其违约

风险太大。同时，远期合约是非标准化合约和非集中交易，这些因素加起来导致买卖双方信息不透明，不能及时充分地满足实体企业避险的需求。因此，只要在监管上守住不引发系统性风险的底线，期货市场的保证金和逐日盯市制度就应该坚决执行。

期货市场要实行T+0交易制度，这一点跟逐日盯市制度密切相关。如果是T+1，不但会使期货合约作为风险管理的功能大打折扣，同时会给投资者带来巨大损失。一旦日内市场价格大幅波动，而投资者资金不足，当日开仓的头寸将无法及时调整。这会使得投资者面临重大亏损，最终导致无人敢入市交易，市场流动性完全丧失。而一旦期货市场没有了流动性，套保者也无法找到对手方，无法有效对冲股票市场风险。此外，投资者如果资金不足，将不能及时调整交易方向，进行充分换手，这可能会引发系统性结算风险。

值得强调的是，不同于股票市场，衍生品市场是零和市场，这意味着要适当允许市场预测者加入。多空双方要有均等进入机会，这样当任何一方力量过大扭曲市场价格时，会有另一方进入市场来平衡纠正价格。Kim(2015)通过美国商品期货市场数据研究发现，预测者的参与可以显著提高市场交易质量，如降低现货波动，提高定价效率和现货流动性。

“

在改变投资者结构、加强投资者教育等长效措施不可能在短期内出效果的情况下，金融市场的基础设施改革尤其重要，它是有效提高我国证券市场稳定性的快速方法和必要手段。

”

即使在商品市场剧烈波动期间，预测者也起到了稳定现货市场的作用。

三、流动性是保证交易质量的要因

无论是现货市场还是衍生品市场，流动性都是保证市场交易质量的重要因子。去年股市异常波动和今年熔断机制引发的暴跌，本质上都是流动性危机，暴露了我国证券市场流动性非常脆弱这一弊端。需要指出的是，我们现行的交易机制不鼓励增加流动性的交易，使得很多交易实际上是在吸收流动性。股市异常波动期间，中金所采取的一系列限制措施，虽防止了做空，但同时也使流动性蒸发，造成了多次盘中跌停。

目前市场对流动性的认识普遍欠缺，注意力都在交易量上。但其实一个市场完全有可能交易量很大，同时流动性很差。流动性作为一个有效市场交易机制的必要条件，主要具备三个维度，即市场紧度、市场深度和市场弹性。

市场紧度是指买卖报价之差，价差越小，流动性越好；市场深度是指买卖报价簿要深，即市场投资者有积极的主观愿意承担风险进行交易。市场越深，等量的订单流对价格的影响越小，流动性越好；市场弹性是指股市下跌后要能反弹回来。弹性等于成交量与市场深度的比例，这个比例

越小，流动性越好。

我国流动性管理和相关交易机制设计就应该从这三点着手，其中重点放在加大市场深度上，因为紧度与弹性都以深度为前提。比如，Lee、Mucklow、Ready（1993）和Ahn、Cheung（1999）研究发现，虽然前者研究的是有做市商的纽交所，后者研究的是采取撮合竞价机制的港交所，但对两者的研究均发现市场紧度跟深度显著负相关。市场深度提高了，日内报价价差就会缩小。

国外大量文献探讨了市场深度对于维护市场稳定性以及影响市场深度的因素。Bessimbinder和Seguin（1993）研究发现，市场深度与波动率显著负相关，并且股指期货交易可以提高市场深度。Ahn、Bae和Chan（2001）研究了港交所的订单簿，发现市场深度的提高，通常伴随着之后市场短期波动率的下降。Pirrong（1996）比较了德国十年期国债期货的公开叫喊市场与电子化交易市场在深度上的差别，发现电子化交易市场的深度，显著比传统公开叫喊市场的深度更高。Kappi和Siivonen（2000）比较了德国十年期国债期货的两种电子化交易模式在市场深度上的差别，发现德交所的DTB电子交易市场比LIFFE的APT电子交易市场更有深度。一个主要原因在于，前者提供十档行情报价，而后者只提供最优报价，此外，前者还提供



十档报价的成交量，而后者只发布每个合同月的总成交量。从这些研究成果可见，提高交易信息公开程度、增加市场透明度有助于提高市场深度。

在笔者最近进行的一项关于我国证券市场深度的研究里（韩乾，梁巨方，2016），我们先采用了类似 Ahn 和 Cheung（1999）的度量方法，将五档行情两侧的买盘跟买盘加总作为市场深度的估计。从数据上看，跟香港股票市场相比，沪深市场深度明显不足。研究里我们也采用了 Pirrong（1996）的计算方法，跟美国等成熟市场相比，我国证券市场深度也远远不够。

四、行情信息公布频率的影响

目前我国证券市场都已是撮合

竞价交易，提供五档甚至十档行情。因此，深度不够的主要原因不是没有实现电子化交易，而在于市场行情发布太慢，时间间隔太长，流动性提供者和需求者双方之间存在严重的信息不对称。

美国是实时报价，技术上每几十微秒报价一次，我国仍是3秒，期货市场上的行情发布频率稍高，达到0.5秒，但在速度上跟国外相比仍然存在上百倍差距。这种低频率信息公布会导致投资者由于信息不够透明而不愿意冒险在盘上放单。香港市场也是撮合竞价制度，H股标的跟A股标的非常近似，但港股采取实时行情公布系统，所以前述韩乾和梁巨方（2016）所发现的两个市场深度上的差异，主要是由两地在行情公布频率上的差异引起。投

资者结构差异有一些影响，但行情公布频率的影响更大。

值得指出的是，我国原先采用5秒一次，后来3秒一次披露行情，主要是过去信息技术跟不上的原因所造成，但现在技术已非瓶颈，完全有能力、有条件提高行情发布频率。那么，我们就应该积极推动流动性制度的整体设计，同时配以行情发布频率改革，以此降低流动性提供者与需求者之间的信息不对称，提高市场透明度。只有这样，才能保证信息流的稳定、透明和持续，才能从根源上保证市场微观结构的稳定，从而保证整个宏观市场的稳定，有效避免价格的大起大落。

最后，在最新公布的“全球金融中心指数”排名中，上海跌出前20名，这完全与我国在2020年把上海建设成世界金融中心的目标相悖。此外，在“一带一路”大战略和人民币国际化的宏观背景下，建设世界一流金融服务中心迫在眉睫。所以，金融市场基础建设的配套改革一定要尽快提上日程。宏观层面的问题一定要落实到微观层面的改革中去。在改变投资者结构、加强投资者教育等长效措施不可能在短期内出效果的情况下，金融市场的基础设施改革尤其重要，它是有效提高我国证券市场稳定性的快速方法和必要手段。^[4]

（作者系厦门大学王亚南经济研究院院长助理）

金融衍生品微观交易的宏观内涵

■ 文/沙石

一、金融衍生品的特征和意义

金融衍生品是指一种金融合约，其价值取决于一种或多种基础资产或指数；合约的基本种类包括远期、期货、掉期（互换）和期权等。这看似简单的定义却有着十分复杂的含义，即金融衍生品和基础资产之间的关系具有一致性、预期性、分拆性、对称性的特征。

金融衍生品的分拆性和对称性特征，是金融创新的集中体现。它使股票、债券、外汇等基础资产的风险剥离和转移成为可能；使基础资产的风险管理可以通过衍生品的多空运作以更低成本、更高效率得以实现；也使得各种非标准、更精准、定制化的投资策略得以发展。精准投资可以使投资策略和产品多元化，并促进投资的专业化和机构化。

金融衍生品市场主要从价格发现和风险管理两个方面强化和完善资本市场的制度基础，并成为20世纪70年代以来最重要的金融创新。它不仅使资本市场成为真正的有风险管理的资本市场，提高了资本市场的规模和凝聚力，并且强化了全球资本市场的竞争，促进了资

本跨国流动和资源的全球化配置，促进了包括发展中国家在内的各国实体经济增长和产业升级。

金融衍生品市场的这种宏观经济意义是怎么实现的呢？

衍生品种类较多，本文仅以期货为例进行分析。衍生品交易大体分为风险对冲、市场中性策略、套利和投机交易等。本文将分别对这几种交易策略进行分析，探讨这些交易策略背后的宏观经济意义。

二、风险对冲的宏观意义

风险管理是衍生品市场的基本功能。市场参与者对风险管理的狭义理解就是风险对冲，即为锁定（或部分锁定）特定生产要素未来不确定的价格变化而进行的衍生品交易。风险对冲的意义在于：

（一）促进稳健经营

随着跨国竞争加剧，生产和投资规模的不断扩大，金融衍生品作为风险管理工具的重要性越来越明显。各类企业，尤其是大型企业、大型金融机构的生产经营活动对实体经济、就业、创新的影响越来越大，必须稳健经营。而稳健经营的

基础就是风险管理，风险管理的最重要手段之一就是包括商品和金融衍生品在内的各种风险管理工具的合理运用。

使用衍生品进行风险管理通常是企业和金融机构应对市场风险的首要选择。因为衍生品的对冲交易不仅可以便捷、有效地减轻市场参与者的现货资产因市场波动而可能带来的负面影响；且由于衍生品交易成本极低，使得企业和金融机构更愿意通过衍生品进行风险管理，从而减少生产经营中的不确定性和投机性。风险对冲不仅可以提高生产经营的确定性和稳定性，同时可以提升企业资信、降低融资成本，进而达到规模扩张、技术创新和竞争力提升的目标。因此，以风险管理为目的的衍生品对冲交易有利于长期资本积累和经济增长。

（二）促进市场稳定

通过有效的风险对冲，可以避免资本市场的参与者被动承受基础资产的价格波动风险，进而避免或减轻被迫卖出现货商品、股票、债券或外汇等现货资产对市场造成的抛售压力。商品和金融衍生品在承

接市场卖压的同时，缓解了要素市场可能面临的因集中抛售而引发的更大的价格波动。

因此，金融衍生品的对冲避险交易有利于增强资本市场自身的稳定性，提高资本市场的凝聚力和抗冲击力，进而有利于扩大资本市场直接融资和其他各项功能的发挥。这对全社会的资本积累和扩张、经济的长期稳定增长十分有利。

三、市场中性策略的配置意义

金融衍生品的风险管理功能及其宏观经济意义固然十分重要，但它并非衍生品产生和发展的全部意义所在。市场中性策略所体现的定制化和精准化投资，对资本的积累、创新和竞争有着更为深刻的影响。

（一）精准投资的好处

精准化投资是指现代对冲基金广泛运用、有别于传统投资方法的、以追求在各种风险特征下的绝对或相对收益为目的的投资策略的运用。

传统的投资策略虽然注重选择股票和行业，但并不特意规避市场风险（经济周期、宏观经济政策、资金流向等）。因此，传统投资策略的投资回报中，市场回报（或风险）的成分经常占相当高的比重（通常在80%以上）。市场中性策略通过衍生品对冲，将市场风险剥离，使投资标的本身的特质和投资者的投资能力得到更准确的表达。

精准投资的好处有：一是满足

了更多投资者个性化的投资需求；二是使低风险偏好的资本进入资本市场，丰富了资本市场的参与主体，扩大了直接融资；三是促进了资产管理行业的竞争和投资效率的提高；四是促进了投资的专业化和机构化进程。

（二）市场中性策略的运用

对冲基金投资策略中最普遍的就是市场中性策略；而市场中性策略背后是各种基于基本面分析或统计模型分析而进行选股的阿尔法策略、追求相对价值的多空策略、追求稳健或绝对收益的量化对冲策略等等。

虽然各种市场中性策略在风险种类和高低的选择上各有不同，但这些策略的共同特征都是投资经理选择持有被低估、有创新潜力和优秀管理团队公司的股票或债券，并通过股指或利率期货等衍生工具对冲相应的市场风险，以达到精准投资的目的。

当然，对冲基金也可以选择卖空价格被严重高估，或治理结构和技术水平相对落后、甚至有欺诈行为企业的股票，并通过做多股指期货对冲市场风险。

（三）市场中性策略与价值投资

与传统的买入持有或动态择时策略不同，这种市场风险对冲后的优质企业投资组合，使发现企业的核心价值、并独立持有这种核心价值的成为可能。因此，这种策略更直接地体现了价值投资的理念。

换言之，市场中性策略使单位资本投入所体现的企业核心价值，远远高于传统的直接买入股票的投资方式。市场风险剥离后投资组合内优质企业的核心价值，理论上可以达到近乎百分之百。这也使得单位风险回报率（Sharpe Ratio）大大提高。不仅如此，风险对冲后投资组合的安全性得到提高，这使得适度杠杆成为可能。而这种杠杆的运用比传统的融资买股要安全得多。

（四）背后的宏观经济意义

1. 更强烈的创新和配置驱动。市场中性策略运用资本杠杆、以最直接的方式、发现并撬动了优质创新企业的核心价值，体现了投资者对优质创新企业更强烈的认可和支持。它更直接地提升了优质创新企业的市场价值，并使这些企业有可能获得更多低成本的投融资机会，进而使他们更容易进行科技创新和市场开拓。

这种策略的广泛应用，体现的是社会资源向优质创新企业和行业更迅速、更直接地倾斜和配置，强有力地推动着社会劳动生产率的提高、产业结构的优化和实体经济的增长。

2. 更直接的优胜劣汰机制。同样，被卖空的所谓有问题企业股票的价格，则被更主动、更直接地压低，并产生对问题企业更强烈的警示信号，促使它们纠正问题、改善经营、转型重组，否则，会被进一

步边缘化、直至淘汰。

从宏观角度观察，这类策略广泛地运用，帮助强化了资本的竞争本质和市场主导资源配置的积极作用。因为通过交易和价格信号的快速传递，各类资本和其他生产要素可以迅速减少在落后企业的配置，从而减少社会资源的低效使用和浪费。可见，衍生品的这种促进创新和资源配置的功能，虽然与传统的股票投资类似，但比传统方式更直接、更强烈。

3. 更中性的市场趋势性影响。我国资本市场长期以来散户化特征明显，市场大起大落。在投资者追逐优质创新企业股票的同时，很多劣质企业价格也常常因虚假信息 and 庄家炒作跟风而上。而在市场大幅调整时，各种股票也不分好坏，泥沙俱下。精准投资和各类市场中性策略的广泛运用，不仅有更强的优胜劣汰资源配置功能，且对市场的非理性上涨（或下跌）有一定的抑制性作用。因为这些策略的盈利模式不以市场趋势为基础。因此，以衍生品为基础的各类投资策略的使用，有助于中长期改变我国资本市场的散户化特征。

私募基金近年来在我国发展较快，其中各种市场中性策略的基金规模越来越大。但随着股指期货市场自 2015 年 9 月以来被严格限制后，这类策略的运作变得十分困难、成本极高。这些基金或大幅压缩了交易规模，或转向了传统择时和趋势策略，或转投了海外市场产品。

四、套利交易价格稳定作用及意义

（一）套利交易基本特征

在衍生品交易中，套利交易无所不在。套利者一般都采取无风险套利的策略，即套利者通过一系列多空交易，使自己的净持仓（或市场暴露）为零。套利者通过捕捉市场中期货和现货之间、不同期限的期货合约之间，乃至不同期货品种之间的价格不合理偏差，采用买低卖高的多空均衡策略，以期当市场回归正常时获利。

市场相对价格的偏差，可能是因交易订单不均衡、短期信息不对称、或其他暂时性的基本面或技术面因素造成的。价格偏差得以纠正的时间可能是瞬间的，也可能时间较长，如几天甚至几周。例如，期货合约的价格在合约到期时必须回归到基础资产的价格；而在价格回归的过程中，可能出现各种套利机会。

另外，宏观套利在套利交易中占少数，但这类投资者通常资金实力较强、交易持仓期限也较长。宏观套利者通常对国内外宏观经济形势和大类市场的走向有着极强的判断能力。他们常在资产大类之间进行带有资产配置性的套利交易，反映不同类别资产之间的价格偏差（股票与利率、不同商品、不同指数、甚至跨国市场产品之间），将某些资产过热或某些资产具有成长性的信号传递给市场，直接或间接地引导资源的配置。

（二）套利交易是市场价格稳定器

套利交易最重要的功能是使期货和现货之间、同一期货品种不同期限的合约之间、跨品种和跨市场之间的相对价格保持在合理区间。套利交易客观上起到了维护市场价格合理性的作用，因此，它不仅有利于价格发现，而且是维系市场价格理性波动不可或缺的交易机制。这是套利交易宏观经济意义的集中体现。因为客观准确的价格是资本市场正常运转的必要条件，是资本市场发挥融资和风险管理功能的基本要素。客观准确的价格水平进而可以对社会资源的合理配置产生积极的促进作用。

一般来说，套利交易活动因为多空匹配，所以风险相对较低，对整个市场的走势影响甚小。实际上，对冲基金的市场中性策略和套利策略（包括做市策略等）赖以生存的基础就是风险管理。这些策略交易者的风险管理意识比一般投资者更强，风险管理的执行更主动、更及时、更准确。因此这类策略对市场的影响，总的来说，比其他策略更加中性。

五、投机交易的宏观意义

投机交易是衍生品交易的重要组成部分，也是各类现货市场（商品、股票等）的重要组成部分。正常而充分的投机交易所带来的规模和效率是现代资本市场得以顺利运

转、市场功能得以发挥的基本要素之一。这也正是衍生品投机交易的宏观经济意义。

衍生品市场的投机者种类很多,比如利用市场技术分析进行的短线或超短线投机,也有根据对宏观经济及政府政策的判断进行的投机等。

(一) 投机者是风险承担者

衍生品市场是风险定价和交易的市场,市场主体主要由风险的规避者和承担者组成。而不以风险对冲为目的的投机交易者,不论做多还是做空,都是最重要的市场风险承担者,是避险者必要和可靠的交易对手方。尤其在我国,股票现货

市场多空机制不完善,机构力量目前主要以衍生品做空套保为主,机构多头严重不足。市场均衡主要依赖投机交易。如果投机交易被严格限制,风险管理者的套保交易和各种市场中性策略都将难以进行。这正是2015年9月后,我国股指期货市场面临的困境。

衍生品市场上的投机者,不管大小,比一般投资者更懂得风险自负的道理。他们之所以是风险的承担者,是因为承担风险可能有利可图、有风险承担的能力、有风险承担的强烈意愿。投机者深知市场风险是双向的,风险承担使少数投机者一夜暴富或血本无归的案例屡见

不鲜。在衍生品市场大浪淘沙的过程,必然是较弱势的散户投机逐渐让位于专业机构,而不是相反。这样的演进无疑会使市场更专业、更稳定。

(二) 对价格发现有重要贡献

投机者最关注市场风险和风险的价格水平。各类投机者会对经济指标、政策动向、资金流向等各种基本面和技术面因素在第一时间做出综合的价值判断。包括投机交易在内的各类交易活动体现了各种投资理念和价值判断的激烈碰撞。他们之间的多空博弈和充分交易,形成了最市场化、最公开透明、最不易操纵、最有公信力、最接近



真实价值的市场价格。

期货市场的发展历史证明，缺乏广泛投机者参与的、流动性差的市场更容易被操纵，市场价格更容易出现偏差和失真，而偏差的纠正更加困难。

（三）市场流动性提供者

避险者通常交易不频繁，多空交易不匹配，但避险者通常需要较高的即时性，就是能够以最短的时间、最小的价差完成买入或卖出较大数量的期货合约。因此，在没有充分的投机和套利交易的情况下，连续报价、连续交易和理想的市场深度是难以实现的，交易的即时性也就大打折扣。这就严重限制了市场功能的发挥。

（四）降低全市场交易成本

投机和套利交易为市场带来较高流动性的同时，使交易成本不断降低。这体现为交易手续费不断下降、价差不断缩小、市场深度不断提高、市场交易更具有连续性和及时性。充分的投机和套利交易客观上使衍生品市场成为效率最高、最活跃的市场。这使得衍生品市场对风险管理者来说更有吸引力、更可靠。

有很多人担心投机交易引起市场暴涨暴跌。客观地说，投机交易对市场价格有表面的、直观的和短暂的影响。投机交易在各种市场行情下均大量存在，但并不必然引发暴涨暴跌。相比之下，各种宏微观基本面因素的叠加对市场价格的涨跌、泡沫的产生和破裂有着更直接、

更实质、更持久的影响。

当然，对投机和套利交易进行严格监管无疑也是必要的。监管的目的是使正常的投机交易活动发挥积极的市场作用的同时，防止过度投机可能造成的价格失真和市场风险。而投机者和套利者合规有序的交易行为应当得到充分的认可和维护。在实践中要掌握使投机和套利交易既充分，但又不过度的平衡；而这个平衡需要在实践中不断摸索。

六、衍生品的宏观意义与供给侧改革

（一）成熟市场需要金融衍生品

我国资本市场虽已有较大规模，但产品种类单一、投资策略趋同，市场稳定性较差，这与金融衍生品的有效供给不足有直接关系。衍生品的供给不仅可以通过强化企业稳健经营，改善全社会的风险分布，而且可以通过多元化投资策略和产品的发展，促进投资主体的多元化，改善投资者结构、扩大投融资渠道、降低市场波动率、完善市场功能。这会为“多层次资本市场”的建立提供一个多元、稳定、风险可控的市场环境。

（二）促进供给侧改革

中国经济目前正处于经济转型和结构调整的关键期，同时面临着相对严峻的国际经济环境。以供给侧改革为代表的宏观经济和金融政策的调整，是改善市场基本面、提振市场信心和市场估值的决定性因

素。而供给侧改革所强调的去产能、去库存、调结构、增加高效率和质量产品及服务的供给，将是一个长期的、机会与风险共存的过程。

增加以金融衍生品为代表的风险管理供给，不仅可以满足企业和金融机构等微观主体风险管理的诉求，也在完善资本市场体系，扩大资本积累，强化创新竞争、改善资源配置等方面发挥着服务实体经济的重要意义。这不仅与供给侧改革的目标相契合，还有促进改革目标加快实现的现实意义。因此，发展金融衍生品市场应该成为供给侧改革的重要市场和制度配套之一。

（三）政策建议

2015年我国股市异常波动使我国金融衍生品市场的发展遇到很大的挫折。关于金融衍生品作用的辩论也变得异常激烈。综合理性地看待市场中发生的问题，正确认识金融衍生品交易的作用及其宏观经济意义，有助于推动我国资本市场建设和我国经济持续稳定增长的长期目标。

因此，我们建议在改进交易和监管制度的基础上，尽早恢复股指期货的正常交易、尽快推出股指期货、利率和汇率等期货品种。同时加快推进合格机构发展各类股权、商品和其他资产类别的场外衍生品市场，从而完善中国金融衍生品市场体系。

（作者系中国金融期货交易所高级顾问）



匡波

现就职于永安期货研究中心，主要从事化工/PTA/棉花的研究工作。曾在国有大型聚酯企业参与生产和经营分析工作 20 年；中国化纤信息网做 PTA/棉花分析工作 6 年；参与了 PTA 上市的大量准备工作。曾受郑商所之约，作为主讲师就 PTA 分析方法进行培训；多次在期货日报等媒体发表 PTA 基本面、产业链、PTA 分析研究方法等系列文章。

抛储政策进行时 棉花价格何处走

■ 文/匡波

棉花期货价格自 2014 年春节结束连续三年的收储政策后，便开始了一轮持续下跌的行情。2016 年新抛储政策的实施，加速了棉花价格下跌，棉花期货主力连续合约价格从 2014 年的 20000 点以上，跌至 2016 年 3 月初的 10000 点以下，跌幅超过 50%。新的抛储政策预期抛储量为 200 万吨，抛储价格每周根据内外棉现货价格进行调整，这使得市场对于内外棉价格接轨的预期加强，看空氛围主导市场，导致随后现货产业链各环节均进入主动去库存的状态。

然而，随着预期抛储时间的推迟，由于前期库存较低，棉花现货产业链的补库需求爆发，导致 4 月中旬棉花期货价格快速反弹，只经过了 10 个交易日，CF1609 合约即从 10300 点左右上升至 13450 点，涨幅达 30% 以上。目前由于抛储政

策已经落实，棉花价格冲高后也已理性回落。后期行情会如何发展？

年度棉花市场总体供求情况

供给方面，2015 年国内棉花产量官方数据在 520 万吨附近，但市场上多家调研数据显示，2015 年国内棉花产量可能只有 450—470 万吨。进口方面，由于进口配额的限制，预计本年度棉花进口量将很难超过 100 万吨。这样，本年度棉花总供应量预计为 550—570 万吨。

再看需求，我国棉花需求最好的时期是 2010—2011 年间，当时棉花年度需求大约在 1100 万吨左右。随着我国棉花收储政策的实施，国内棉花价格遥遥高于国外棉花价格 8000 点甚至更多。棉花内外价差过度拉大，使得国内纺织品服装的成本优势丧失，棉花消费量逐年下滑，目前棉花年度需求预计可

能只有 700 万吨左右，较前几年消费最高峰大约减少了 400 万吨。

假设本年度棉花消费为 700 万吨，预计年度供需缺口约为 130—150 万吨。

内外价差回落消费或回暖

我国棉花消费主要来自纺织品，而纺织品服装需求一方面来自内需，另一方面来自出口。

内需方面，由于我国人口基数大，且民众生活水平逐步提高，纺织品服装需求随之稳定提升。然而，由于纺织品服装有进口的冲击，另外中间品纺纱、面料等进口也对棉花需求构成影响，近年棉布的国产量不但没有上升，反而处于缓慢下降的趋势（图 1）。

出口方面，近几年由于国内纺织品服装成本优势下降，加之全球经济形势不佳，纺织品服装的出口

形势不断走弱。而内需的市场份额也因无价格优势被来自东南亚的纱线、面料及纺织品服装成衣的进口不断蚕食。

如棉纱进口量自2012年起大幅增加已经说明一切，特别2015年纱线进口量高达230多万吨（如图2所示），而以往年度棉纱的净进口只有60多万吨上下，折合大约160万吨棉花消费被进口纱替代（图2）。

然而，随着国内棉花价格的加速下跌，内外棉价差逐渐收窄（如图3所示），其中郑棉期货主力合约与美棉ICE主力合约价差对比，2012—2013年间长时间处于8000—9000元/吨之间，而2015年底至2016年一季度，内外棉期货价差回落至接近2000元/吨的水平。

内外棉价差的接轨，最受益的

应该是国内纺企。由于棉花价格下降，纱线的成本优势再度出现。如C32S纱线，国内价格与印度现货折合人民币价格的价差自4月上旬开始呈倒挂状态；而国内价格与越南现货折合人民币价差自5月中旬也开始进入倒挂。

数据显示，由于需求走强及供应下降，印度C32S纱线主流价格上涨折合人民币近2000元/吨至20600元/吨；越南C32S纱线主流价格上涨折合人民币1700元/吨至19600元/吨，国内C32S纱线主流价格反弹幅度较小，仅上涨350元/吨至19260元/吨，所以，目前国内纱低于印度纱1340元/吨，低于越南纱340元/吨。如果这种态势延续，那么进口纱线的量预计会出现明显下降，国内中低支纱的市场份额将有所回归。乐观估计，这部分纱线折合的棉花消费量以年度计算，少则50—60万吨，多则可能100万吨以上。

但有一个不容忽视的问题是，越南纱进口免关税，且在广东附近纺织品服装终端大市场，由于越南纱运输距离又远低于内地部分地区，所以运输成本不高，因此，目前大量越南进口纱线仍然在广东有大量的市场份额。

基于此，进口纱线的影响目前看只是在缓慢减弱，这部分市场份额的回归还要期待国内外棉花价差的进一步回落（图3）。

图1 近几年国内棉布月度产量情况

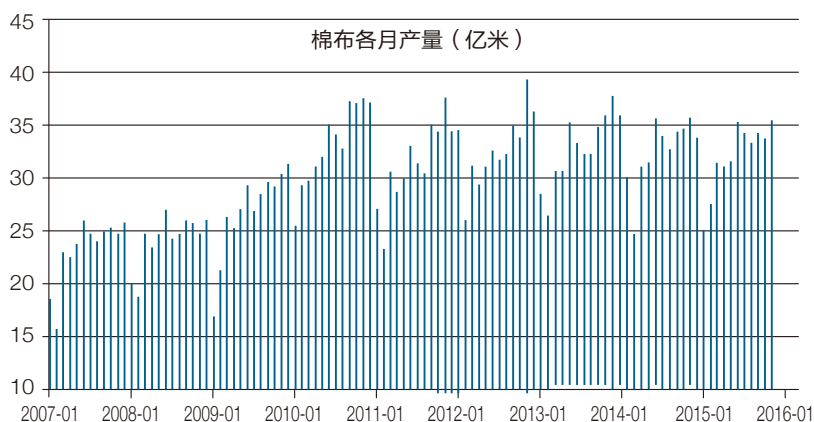


图2 近几年我国月度纱线进口情况

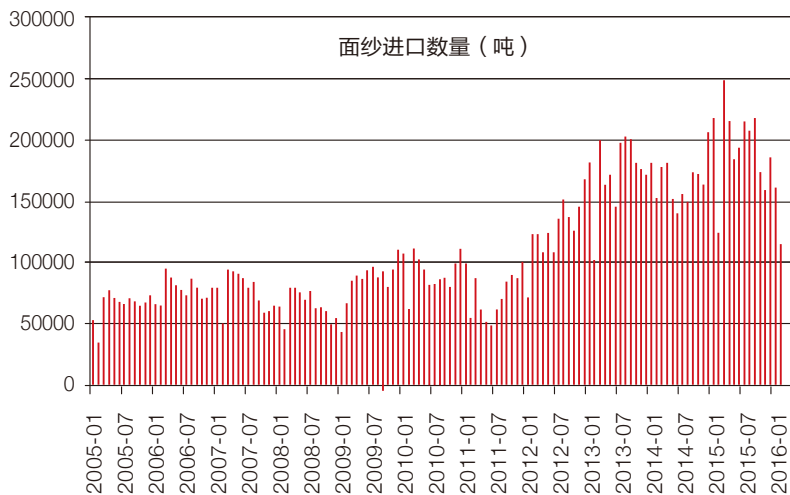
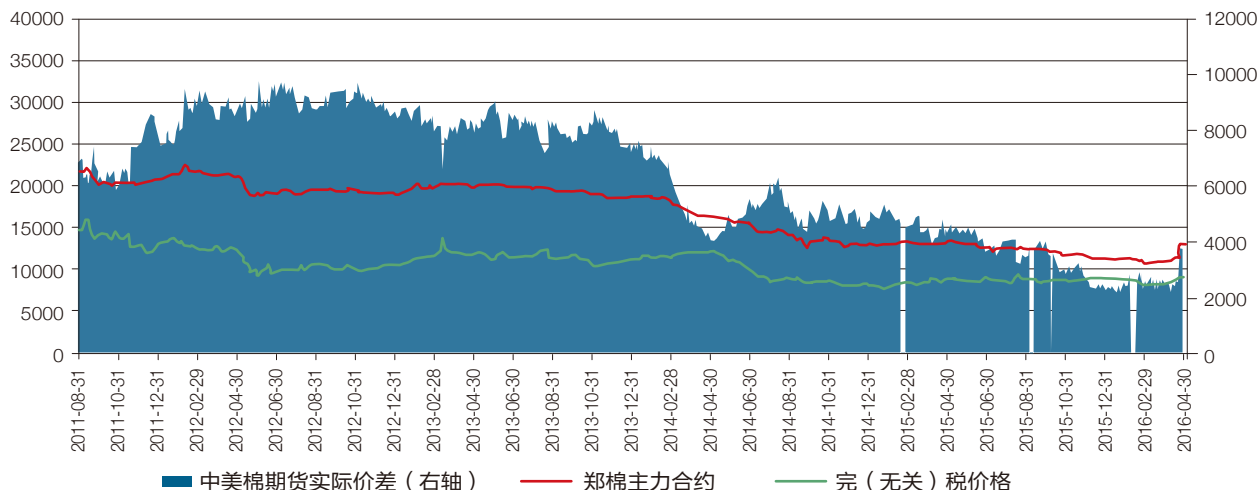


图3 近几年国内外棉花期货价格及价差走势对比



从抛储成交看实际需求

上面我们分析了本年度棉花的供需缺口，预计可能在130—150万吨附近，而实际缺口有多少，或许可以通过抛储成交量得到验证。

本年度抛储总量计划为200万吨或更多，每天计划抛储3万吨左右，如果市场需求良好，可能增加至每天5万吨。截至5月16日共10个交易日，抛储累计成交量已达30多万吨，成交率接近100%。

如此高的成交率，跟下列几个因素有关：（1）市场缺口：抛储时间的推迟、期货价格的大涨，部分卖家惜售，使现货进入锁定状态，即市场上难以找到足够量的物美价廉的棉花；（2）纺企的低库存：春季是纺织服装的需求旺季，年度缺口使纺企棉花库存持续下降难以得到补充；（3）贸易商的参与；（4）初期进口棉占多数以及小捆的成交方式。

从成交品质看，目前抛储的国

产棉多为2012—2013年的棉花，说明中低支纱的纺织企业也在积极采购，这预示着未来一段时间中低支纱线的产量可能会有所增加。从数量上看，之前补库压力得到一定缓解，如果到年末，总成交量能够超过150万吨，那么本年度棉花需求的增加将得到进一步确认。

再看抛储背景下的棉花存量

受到期货价格反弹及抛储成本价的双重作用，棉花现货价格也出现小幅度的上涨，但由于抛储成交活跃，现货市场呈现有价无市的空涨格局，很多棉企反应成交稀少，出货困难。当然这和2015年棉花品质偏差有关系，部分棉花品质甚至不如储备棉，而且有的难以组批，一致性差，质量无法保证。

另外，本次抛储实行全面公检，质量方面比较透明，所以，纺企大多选择了储备棉，使得市场新棉存

量销售难度加大。预计2015年的棉花包括新疆在库及内地各棉花仓库实际存量大约30—40万吨之间。这部分库存目前较难消化，只能寄希望于中低纱的需求再度好转，以及棉花价格进一步下滑。

另外，由于目前多数纺企都维持原料的低库存，所以才导致储备棉成交率较高，后期随着纺企棉花库存得到有效补充，及进口储备棉的减少、国产棉的增加，储备棉成交率可能会下降，进而带动现货棉价的向下调整，届时库存的2015年品质较好的皮棉可能会有销售的机会。

棉花市场后市预测

棉花市场价格在高位回落后，市场分歧逐渐加大，各方面多空因素交织，方向难有明确定论，但笔者认为：

首先，当前市场短期内依然有利于多方。主要原因是国家依然维

“

目前市场预计今年棉花种植面积会继续减少，但从天气情况的预期看，单产可能会有小幅提升，所以今年棉花产能可能不会有明显下降。

”

持了每日3万吨的抛储量，而按照此前规则，连续3日成交率达到70%以上，抛储就会放量，但现在并没有实现，原因可能是由于检验出库能力的不足；此外，从之前市场反馈看，目前国储棉花出库状况并不好，很多纺企和贸易商竞拍成交以后，都遇到了提货困难的问题，这也显示了短期市场的供应矛盾。

其次，从现货市场来看，虽然目前现货可供资源偏少，但从此前数据看，3月底依然有100多万吨的商业库存，4月份市场上找不到货的可能性非常小，最有可能的情况是此前贸易商或者棉企以及兵团等在期货上套保价格过低被套之后，锁定了现货，而期货市场的高位震荡，反过来又使得这样的锁定解锁困难，有一部分现货没办法投放到市场上来。

第三，固然短期内市场供应不足有利于多头，但与此同时，不容小视的不利因素也在慢慢堆积：(1)下游纺织品服装需求淡季开始有所体现，除了常规32S纱线以外，其他品种的纱线价格上涨迟滞，库存有所累加；(2)进口纱3月以来持续火爆可能与预期的差别有关系。一方面国内市场常规32S供应偏紧，另外外盘远期货价格过高，导致订货意愿较低，所以保税区库存量较低，造成货物紧缺，但是如果后期价格下行以及市场淡季缓慢兑现，那么之前的支撑力度可能会减弱；(3)由于很多贸易商参与都是

冲着进口棉来的，当后期抛储的进口棉成交结束，抛储成交的火热场面可能难以持续；(4)当贸易商中间环节的库存留存意愿降低，每个月60多万吨的棉花对于当前下游需求而言是否过剩？如果过剩，成交率回落，抛储竞价自然也会回落，进而影响市场价格；(5)竞拍起拍价格的逐渐回落对于市场情绪将产生进一步的打压作用。

第四，2016年新棉上市的预期，可能影响后期棉花走势。目前市场预计今年棉花种植面积会继续减少，但从天气情况的预期看，单产可能会有小幅提升，所以今年棉花产能可能不会有明显下降。值得一提的是，今年棉花轮储的出现，新棉上市后，新棉的收储将随之出现，收储的量会有多少，将直接影响下年度棉花供需缺口的大小，如果收储量大于市场预期，行情的反弹也可能是合理的。

综上所述，短期内抛储压力有增无减，但利多因素仍存在支撑，所以短期内并不看空，不排除短线小幅反弹的可能性，只是幅度不会太大，值得关注的是后期需求转淡对于纱线的影响力度；中长期看，本轮棉花抛储期间，特别进口棉抛储结束，及纺企补库阶段性结束后，加之夏季需求淡季的影响，棉花期货价格短期振荡或小幅反弹后，中长期可能会有新一轮探底过程。至下年度新棉上市后，行情走势将主要取决于新棉产量及棉花轮储的收储数量。■



杨莉娜

东北财经大学产业经济学硕士，方正中期研究院高级研究员、投资咨询部主管。主要研究领域：油脂市场运行规律，行业发展。获 2009 年郑州商品交易所菜籽油高级分析师，及证券时报和期货日报联合主办的“第三届中国优秀期货经营机构暨最佳期货分析师”活动的“最佳菜籽油分析师”称号，2013 年获得大商所农产品研发团队评比第 19 名，2014 年大商所优秀研究员评比饲料养殖组阶段第 12 名。

走势分化 粕强油弱料延续

■ 文/杨莉娜

二季度过半，油脂油料走势颇不平静，初期流畅上行，4 月下旬又突变分化，油脂展开调整，粕类加速上升；5 月中旬，在意外利多的美国农业部供需报告效应得到释放后，豆粕获利了结价格开始下探。

总体而言，油粕走势继续分化，豆粕延续震荡上行，而油脂油料则转入宽幅震荡，上行节奏整体放缓。

外部宏观影响大宗商品整体节奏

首先，美元加息预期依然存在，将会在未来较长一段时间里继续对大宗商品施加影响，这个预期变化是市场节奏波动的一个重要来源。

其次，原油因供应端出现一些利多因素影响，价格下调节奏放缓，预计将保持在 40—60 美元区间运行，整体基调并不特别偏空。

第三，从我国当前宏观环境来看，较为稳健的货币政策料将持续，这意味着随着一季度资金效应的释放和获利了结盘的出现，市场恐怕会进入一个修整状态。

总体来看，美元、原油价格走势及外部宏观环境对油脂油料价格的影响将转弱，油脂油料价格的波动节奏将主要由真实供需面情况决定。

国际油脂油料因素多空转化

1. 美豆走势是影响未来油脂油料价格的主线。

美国农业部 5 月供需报告总体呈现利多基调。一方面体现在旧作调整，另一方面体现在新作基调。从旧作调整上来说，阿根廷因降雨对收获期的大豆影响较大，其产量减少 250 万吨至 5900 万吨，数据

公布之前市场预期为 5573 万吨；此外，巴西产量也调降 100 万吨至 9900 万吨，数据公布之前市场预期为 9942 万吨。这意味着，南美总体减产幅度低于市场预期水平。

南美产量调降的同时，作为竞争方的美豆获得市场份额，美豆出口获得相应调升，而期末库存出现调降，美豆旧作库存为 4 亿蒲式耳，之前预期值为 4.26 亿蒲式耳，低于 4 月的 4.45 亿蒲式耳。因此，从旧作的调整上来说是非常有利于美豆的。

应该说，市场在供需报告前的上行，或多或少主要是在交易南美的减产，大豆期货的看涨基调大体基于南美作物产量不足。而美国出口上升将弥补短缺，但是，此后公布的美国大豆周度出口数据却并未给市场带来持续的信心支持，也

令短时拉升后出现较为强烈的调整意向。不过，由于南美调整幅度不及预期，后期市场仍可能借此再做文章。

不过，这份报告的看点远不止于此。USDA 供需报告通常在每年 5 月首次对新季大豆供应做出预测，因此，这也成为市场焦点。通常，第一次报告并不会有太多亮点，而此次报告却因将美豆期末库存降至超市场预期的低点而备受关注。

从报告对新作产量的预期分项来看，单产沿用了 2 月展望报告所形成的趋势单产，相比上年度回落仅 46.7 蒲式耳/英亩，而种植面积基于 3 月末的种植意向，报告计算为 8220 万英亩，变化较为显著的是对于美豆出口量的调升，与 2 月展望论坛相比调高了 6000 万蒲式耳，综合较低单产、较小种植面积和较高出口需求的影响，最终期末库存预期为 3.05 亿蒲式耳，比今年 4 亿蒲式耳显著下降了 24%，这令市场格外惊讶。

如果从更长时间维度的预估值来看，本次供需报告给出的新季基调有很多方面值得玩味，较低的种植面积或有变化。一些交易商揣测，美国农业部将于 6 月 30 日发布的种植面积报告可能显示，与 3 月 31 日发布的作物种植面积预估报告相比，有 100 万英亩玉米种植面积可能转成大豆种植面积，100 万英亩只是一个普遍预期，一些人认为甚至可能达到 150—200 万英亩。而

对于单产的预期，则有较多文章可作，2015/2016 年度单产水平非常高，天气没有形成太大的影响，今年当前给出的单产预期无非是基于趋势单产的一个估算，后期实际生长情况需要结合天气来做文章。

结合当前的气候变化，目前处于厄尔尼诺气候急速衰减过程，预期 6 月厄尔尼诺将结束，通常厄尔尼诺过后形成拉尼娜气候的概率较高，拉尼娜通常也将对大豆生长产生非常不利的影响，易造成大豆减产，那么后期对美豆的影响将需要主要通过面积确认过程，以及天气情况的变化来影响市场预期。具体到拉尼娜可能的到来时点，市场预期最晚 2016 年 9 月到达，由于美豆关键生长期在 7—8 月份，如果拉尼娜完美错过影响，也未必会对单产形成多么不利的影响，因此天气交易预期变动的可能性非常大。综合 6 月末的种植面积报告，7—8 月的重要生长期天气变化都会是影响市场预期的重要交易因素。

近期的市场上行节奏太快太猛烈，市场涨势已经在太短的时间里透支了过多的利好，因此在重要变盘消息不明确的模糊时点，市场或需要一定的调整来为下半年走势预留空间，否则在这样的偏多的基调形成之下，下半年利好的空间难于扩展。

2. 马来西亚棕榈油转向整理。

马来西亚棕榈油年初以交易厄尔尼诺对产量的不利影响为主，而在 4 月以后，由于进入单产增产周

期，市场对气候影响关注转弱，主要看点转向需求，集中在汇率变化与市场采购力度的变化。从汇率角度来看，棕榈油出口国汇率今年以来相对美元升值，对于棕榈油出口形成不利影响，不过年初的产量变动盖过了汇率不利的影响，但在现阶段需求占据主导地位，则需要关注汇率升值对出口的不利影响。

通常，夏季是北半球棕榈油需求的相对旺季，较高温度易于提振棕榈油的需求。同时今年 5 月也是东南亚斋月备货的时点，今年斋月自 6 月上旬开始持续至 7 月初，在此之前东南亚穆斯林国家会经历积极备货的过程，对棕榈油需求有一定的拉动作用。

需要注意的是，今年以来，国际市场豆棕油 FOB 离岸价差一度缩至 0 附近，市场竞争不再限于马来西亚和印尼之间，还在于其他油脂与棕榈油之间，因此需求可恢复的程度同样受到置疑。当然，最终需求变化与产量共振引起的库存变动幅度，将是市场的最终焦点所在。

国内市场面临较多压力

1. 大豆到港预期较高，国内供应增加。

根据天下粮仓网站的调查，2016 年 5 月份国内各港口进口大豆预报到港 130 船 818 万吨，高于 4 月份的 732.6 万吨，较 2015 年 5 月份的 612.70 万吨同比增长 33.50%。未来三个月，大豆到港量依然较大，

“

未来一段时间较难继续撑起油脂油料继续大幅上行，阶段转向宽幅震荡整理，甚至基本面偏弱的品种比如油脂类可能出现比较显著的调整走势。

”

但因近期大豆压榨利润较差，加上中国要抛储 380 万吨大豆，中国买家采购积极性减弱，最近采购量减少，部分船期可能后移。6 月份最新预期值为 800 万吨，7 月份最新预期值维持在 780 万吨，8 月份预期值维持在 720 万吨。

按目前预估，今年 5—8 月份大豆到港量将在 3118 万吨，稍低于去年 5—8 月到港量 3149 万吨。不过该到港量数值依旧偏大，且 5、6 月份国储大豆也可能抛出，增加市场供应，原料基本充裕，油厂开机率将逐渐提高，大豆压榨量增加，市场供应将充足。

2. 粕强油弱的内在逻辑。

就下游产品来看，虽然供应攀升，但豆粕品种持续偏强。一方面，猪周期影响强劲，改善豆粕需求预期，另一方面为豆粕之间的相互替代作用。

首先从猪周期的提振角度来看，猪肉供应减少，猪价强劲走升，而反馈到供应端，仔猪利润持续回升，能繁母猪存栏回升，至 4 月终于见底，生猪养殖行业产能恢复已经展开，母猪补栏热情高涨，需求端拉动在下半年甚至明年都会得到更进一步的开展。

其次，豆粕对于其他杂粕的替代作用，在去年甚至第一季度，市场交易的仍是全球大豆库存创纪录，豆粕低位与其他粕类价差缩至极小，带来了极强的价差恢复预期，随着南美供应出现问题，这种价差的修

正也在轰轰烈烈中不断修正，尤其是全球供应缩小且也在期货市场上交易的菜粕，其需求已经在很大程度上受到豆粕的替代。

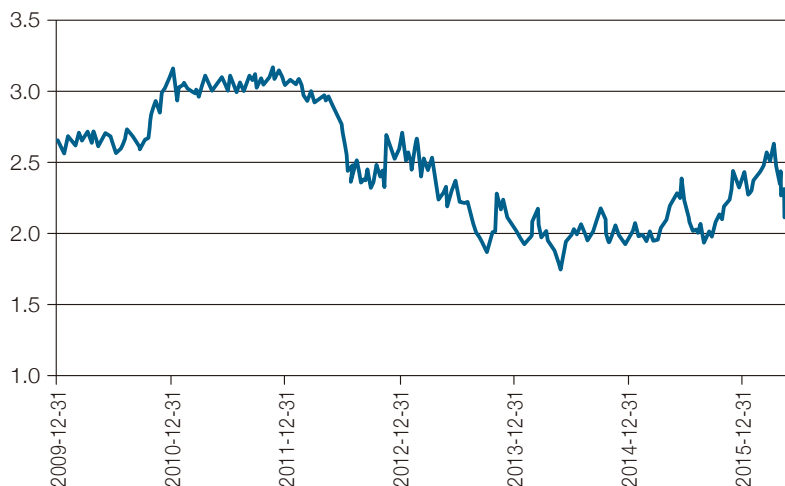
总而言之，猪周期带动作用，将令豆粕摆脱上一年度需求增速下滑的颓势，油厂的主力挺价点将在豆粕之上，因此粕较油强依然是一个可以继续交易的逻辑（图 1）。

从豆油的角度来讲，二季度本属于植物油需求淡季，且豆油面临着比豆粕更激烈的替代品竞争格局，豆粕在粕类中可说是一粕独大，天时地利，但豆油在油脂中则面临着多品种竞争，难有绝对话语权的格局。从当前的植物油市场情况来看，随着大豆到港量增加以及压榨积极之下，豆油自身的绝对供应提高，豆油商业库存已经自 4 月中旬低位震荡回升了近 20%，而且预期后期到港及压榨供应仍将增多，而需求偏淡，豆油库存继续回升的可能性较大。同时，棕榈油夏季需求预期增长，但内外盘倒挂总是延续，前期一度接近顺价，但是最终未能持续扩大，这对国内成本形成支撑，加上棕榈油库存下降至与豆油接近的水准，后期棕榈油相对豆油走势有再度转强的可能（图 2）。

3. 国内油脂面临的政策影响。

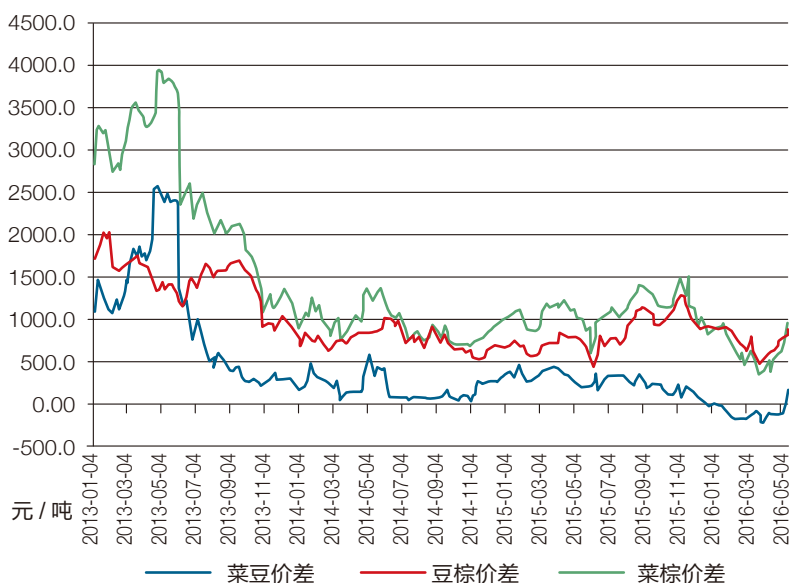
菜油国储拍卖自 2015 年 12 月以来重启后持续进行，每周拍卖量由 10 万吨提高至 15 万吨，成交量高价低，国储出库速度显著加

图 1 油粕比震荡走弱



数据来源：Wind 资讯

图 2 油脂间价差走势



数据来源：Wind 资讯

快。截至 5 月下旬，累计成交量已达 187 万吨，随着后期逐渐进入市场，这部分增量会对市场形成有效供给，对豆油的替代冲击也会更为明显。

菜油相对比较利多的一个方面在于，市场已经较为充分地消化了储备出库对其本身的不利影响，而逐渐将关注点转向了国产菜籽供应逐年回落的基本供应面

之上，且菜油与其他油脂价差也已缩小至历史低点附近，菜油利空因素得到充分消化后，菜油供应缩减或有可能在与其他油脂的价差上得到体现。

去年 6 月菜油拍卖在菜籽集中上市期停止，今年新菜籽集中收购上市全面展开，后期若现拍卖停止，则有利于菜油价格走强。而且从全球范围来看，菜籽供应也是下滑的，加上由于有关机构加强了对进口油菜籽的质量管理，造成了沿海地区油厂进口油菜籽的积极性下降，同时由于压榨进口大豆比进口油菜籽更划算，部分油厂甚至停止压榨油菜籽，菜粕因供应原因持续强劲，菜系粕强油弱态势也表现较为显著，并有可能在后期延续。

综合上述因素，国际市场对于旧作关注点后期转向种植面积以及天气炒作，在此之前对于南美产量的调整空间也可能会有间歇性的炒作意向，但最终还是需要美豆出口改善来印证影响，否则难于对市场形成有力支持。

从题材发生次第影响来看，未来一段时间较难继续撑起油脂油料继续大幅上行，阶段转向宽幅震荡整理，甚至基本面偏弱的品种比如油脂类可能出现比较显著的调整走势。而国内市场供应预期增加较大，粕类有需求好转预期支持，但油脂被动增加供应且替代品相互竞争阶段弱势难免，粕强油弱的走势可能将延续。

2015 年境外衍生品市场中中介机构发展概况

■ 文/陈静怡

根据美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的 2015 年 12 月 31 日 FCM 客户权益数据显示，排名前 20 的期货佣金商基本上较为稳定，近年来进入榜单的机构基本一致，以相对优势稳居前列。主要期货佣金商仍是以综合性投资银行为主，如高盛、摩根大通、德意志银行等综合性跨国投资银

行，这些机构资金实力雄厚，业务发展多元化，是全球金融市场的主要参与者。其中大多数机构既是 CFTC 注册的期货佣金商，也是美国证券交易委员会注册的证券经纪商。

2013 年，CFTC 新增了掉期交易商的注册，高盛、摩根大通、美国新际、摩根斯坦利、花旗及瑞穗

证券美国公司等率先进行注册，展开掉期交易商的业务。在榜单中，专业型期货佣金商如美国爱德盟期货、福四通期货等的客户权益排名也稳定地维持在较前梯队。从去年情况看，此前一直排名前列的美国新际公司在 2015 年 10 月并入法兴证券，成为综合性投资银行的一部分（表 1）。

表 1 2015 年美国期货佣金商客户权益排名前 20 位（数据更新至 2015 年 12 月 31 日）

2015 年排名	期货佣金商（FCM） 公司名称	注册类别	2015 客户权益 （亿美元） ^[1]	2014 年排名	2015 净资本 （亿美元）	2014 年客户权益 （亿美元） ^[1]
1	高盛 Goldman Sachs & Co. ^[2]	FCM BD SD	245.51	1	164.59	224.86
2	摩根大通证券 J.P. Morgan Securities LLC ^[3]	FCM BD SD	177.94	2	214.20	205.34
3	法兴证券 SG AMERICAS SECURITIES LLC ^[4]	FCM BD	142.68	74	38.60	--
4	美林银行 Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith ^[5]	FCM BD	139.56	5	147.16	129.82
5	摩根斯坦利 Morgan Stanley & Co. LLC	FCM BD SD	131.21	7	102.54	102.39
6	瑞银证券 UBS Securities LLC ^[6]	FCM BD	94.28	9	78.11	78.45
7	花旗全球市场 Citigroup Global Markets Inc.	FCM BD	76.55	11	74.61	64.76
8	瑞士信贷集团美国公司 Credit Suisse Securities (USA) LLC	FCM BD	71.78	8	91.13	82.99
9	巴克莱资本 Barclays Capital Inc.	FCM BD SD	59.34	12	78.47	62.29
10	美国爱德盟期货 ADM Investor Services, Inc.	FCM BD	46.52	14	2.98	39.56
11	奥布莱恩联合经营 R.J.O'Brien & Associates	FCM SD	39.56	13	1.99	40.96

表 1 (续)

12	德意志银行证券 Deutsche Bank Securities Inc.	FCM BD	33.96	6	111.10	103.13
13	富国证券 WELLS FARGO SECURITIES LLC	FCM BD	33.13	24	37.76	15.23
14	荷兰银行芝加哥结算公司 ABN AMRO Clearing Chicago LLC	FCM BD	30.25	17	6.50	31.90
15	盈透集团有限公司 Interactive Brokers LLC	FCM BD	27.57	15	23.67	34.13
16	法国巴黎银行机构经纪公司 BNP Paribas Prime Brokerage Inc.	FCM BD	27.25	16	30.68	32.39
17	瑞穗证券美国公司 Mizuho Securities USA Inc	FCM BD SD	26.41	18	6.75	29.90
18	美国麦格里期货有限责任公司 Macquarie Futures USA LLC	FCM	21.94	22	2.51	16.34
19	加拿大皇家银行资本市场 RBC CAPITAL MARKETS LLC	FCM BD	21.52	23	15.22	15.69
20	福四通金融公司 INTL FCSTONE FINANCIAL INC	FCM BD	19.62	19	1.21	18.25

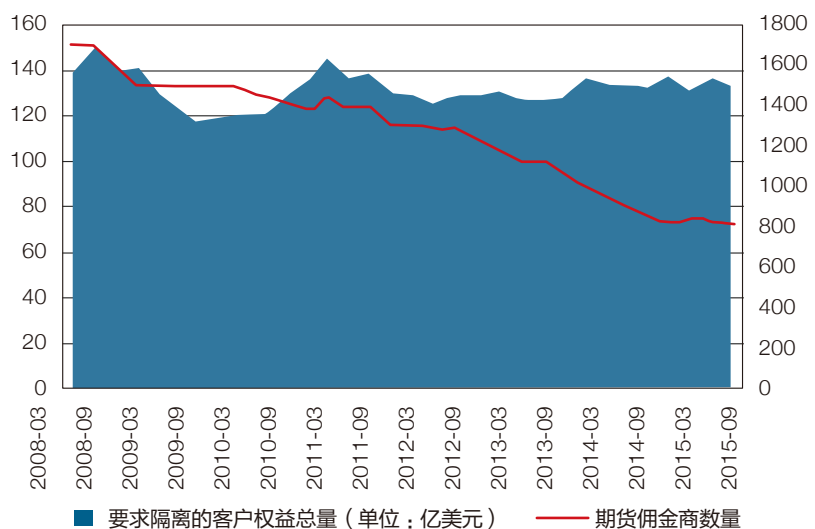
注:[1] 客户权益是指客户在美国注册交易所进行交易时, FCM 需要为客户持仓划分隔离开的资金, 是所有账户的净流动资产总和, 需要向美国商品期货交易委员会报告。[2] 包括高盛公司及高盛结算有限公司。[3] 此处数据还包括摩根大通结算公司及摩根大通证券公司。[4] 美国新际于 2015 年 10 月并入法兴证券。[5] 此处数据还包括美林专业结算公司。[6] 此处数据还包括瑞银金融服务公司。

资料来源: 美国商品期货交易委员会 (CFTC)

期货佣金商集中度进一步提高

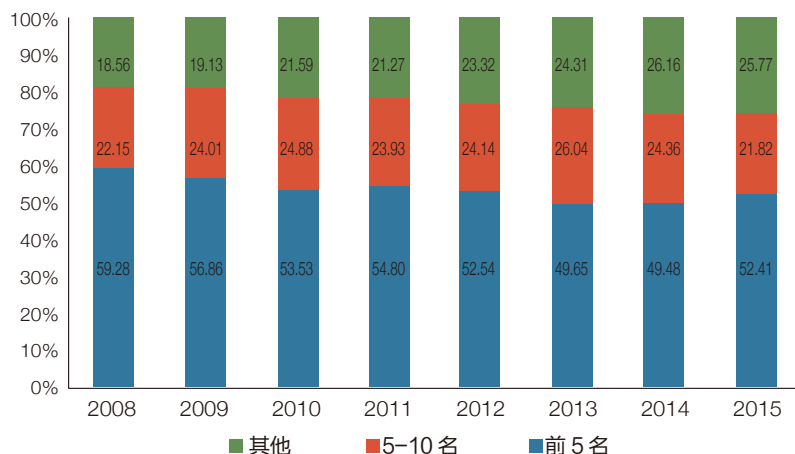
近年来, 期货佣金商中客户权益总量维持在稳定水平, 而期货佣金商的数量则呈现出不断减少趋势。2015 年底美国期货佣金商的数量进一步减少至 76 家。期货佣金商的客户权益集中度则维持在高位, 虽然在 2012 年至 2014 年间, 集中度有所回落, 但是 2015 年集中度重新回升, 前五名期货佣金商客户权益占比从 2014 年的 49.48% 增加至 52.41%, 主要挤压的是第五至第十名的市场份额 (图 1、2)。

图 1 2008-2015 年美国期货佣金商数量及客户权益变动



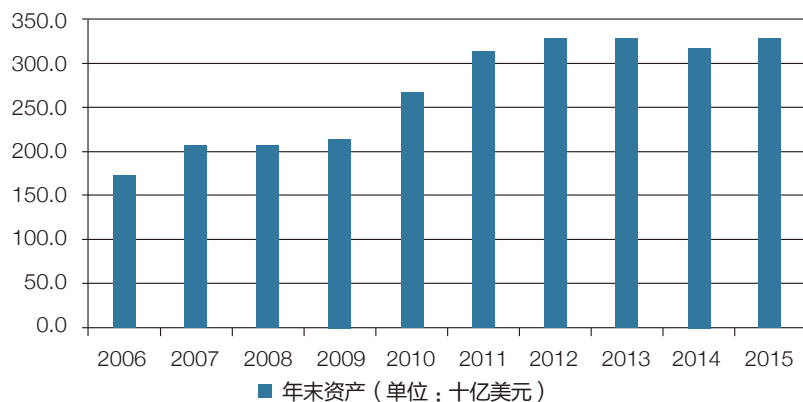
资料来源: 美国商品期货交易委员会

图2 2008-2015年美国期货佣金商中客户权益分布情况



资料来源：美国商品期货交易委员会

图3 2006年-2015年末管理期货基金资产管理规模



资料来源：巴克莱对冲 (BarclayHedge)

CTA 资管规模回升收益转负

管理期货基金行业最初专注于投资商品期货领域，因此也称为商品交易顾问 (Commodity Trading Advisor, CTA)。随着市场衍生品品种的不断丰富，商品交易顾问的投资领域不再局限于商品期货。管理期货基金需要在美国商品交易委员会及美国国家期货协会注

册，定期向监管机构提交相关的数据与信息。管理期货基金为投资者——特别是高净值投资者——提供投资传统品种以外领域的投资机会。

根据巴克莱对冲对管理期货基金的跟踪统计，2011年，全球管理期货行业资产规模迅速增长并突破3000亿美元，之后4年一改前

期强劲增长态势，开始在高位小幅调整，2014年甚至出现了资产管理规模小幅回落，2015年资产管理规模较2014年增长2.96%，达3273亿美元，但仍未恢复到2013年的高峰水平（图3）。

根据管理期货基金投资领域的不同，巴克莱对冲把管理期货基金细分为农产品类投资型、货币类投资型、金融/金属类投资型以及没有特定品种类型的分散化投资型。而根据管理期货基金做出投资决策方式的不同，巴克莱对冲把管理期货基金分为自主式投资型以及系统化投资型。对于各细分的基金类型，巴克莱对冲也进行了相关的跟踪与统计。

在2015年末各品种投资型的管理期货基金资产管理规模中，分散化的投资类型依然延续了过去几年的增长，资金呈现逐年净流入态势，资产管理规模在2015年达到2327.2亿美元，较2014年增加8.75%；农产品类投资型基金资产管理规模相对其他类型基金较少，2015年底管理的资产只有11亿美元，与去年资产规模基本持平；金融/金属类投资型2015年末的管理资产规模增长8%，达到831.6亿美元；货币类型管理期货基金的资产管理规模则连续两年增长，为206.2亿美元，同比增长6.82%（图4）。

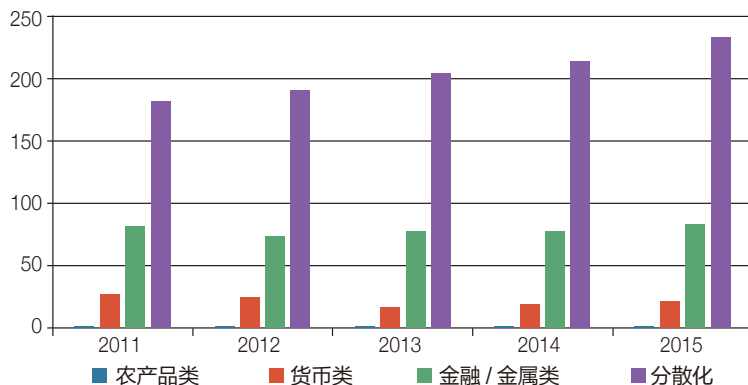
CTA指数是衡量管理期货/CTA行业表现的重要指标。巴克莱CTA指数是行业使用最久的一个衡

量CTA业绩的指标。该公司于每年年初审查调整CTA数目，该指数涵盖的CTA需要具备4年的历史业绩。同时，符合条件的CTA新推出的投资项目运行2年后才会加入指数的统计中，2015年该指数已经涵盖了行业532个CTA的业绩。近5年来，巴克莱CTA指数除了2014年实现了正收益外，其余年份均为亏损。2015年CTA指数表现为-1.5%，未能保持去年的盈利状态，如图5所示。

除了计算综合指数，巴克莱对冲公司还计算各种投资领域的细分指数，其中包括农产品交易指数、货币交易指数、金融/金属交易指数、分散投资交易指数、自主型交易指数及系统化交易指数。从图6可以看出，2015年，只有货币投资型收益较去年有所增长，从2014年的3.35%上升至4.65%；金融/金属投资型延续了2014年的正收益，但获利比例大幅下降；农产品、分散化投资型、自住型交易以及系统化交易指数均由正转负，其中分散化投资下跌最为显著，从2014年的10.98%的正收益下降至-4.41%（图6）。

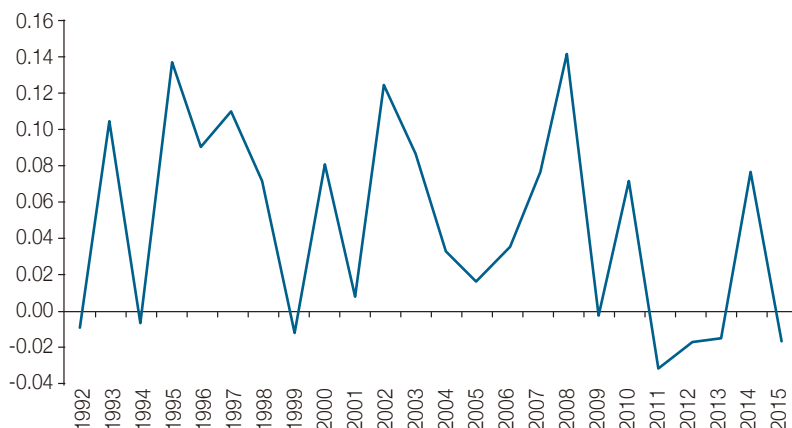
同时，巴克莱对冲也对不同管理资产规模级别的CTA基金进行收益排名。2015年底资产管理规模超过1000万美元及100万至1000万美元之间的两个阵营中收益前5名的CTA基金情况见表2及表3。

图4 2011-2015年各品种类型管理资产规模对比(单位:十亿美元)



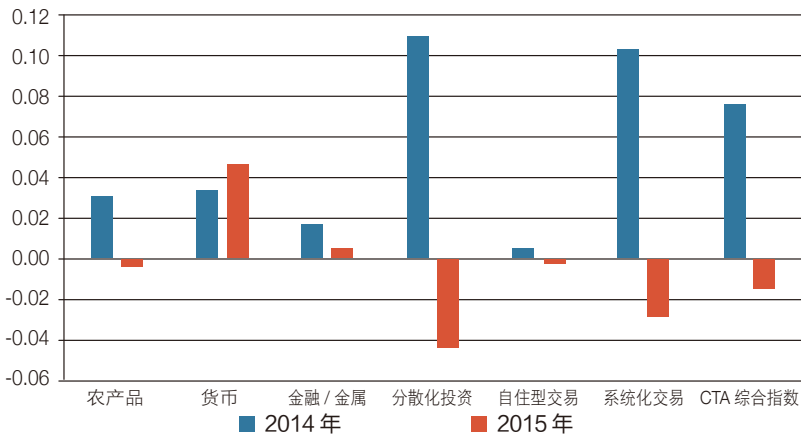
资料来源：巴克莱对冲 (BarclayHedge)

图5 1992-2015年巴克莱CTA综合指数表现



资料来源：巴克莱对冲 (BarclayHedge)

图6 2014-2015年CTA综合指数及其细分指数表现



资料来源：巴克莱对冲 (BarclayHedge)

表2 2015年底资产管理规模超过1000万美元阵营中收益前五名的CTA基金

CTA 基金名称	2015 年收益率 (%)	投资领域 / 策略	成立时间
投资资本咨询公司, ICA 管理账户 Investment Capital Advisors LLC ICA Managed Accounts	266.22%	货币技术面; 系统化交易	2010 年 11 月
全球量化投资管理基金 Quantitative Investment Management Global Fund (3X)	72.24%	金融 / 金属技术面; 系统化交易	2005 年 6 月
Finex 领航 CTA 管理账户 Finex LLP Navigator CTA Managed Accounts	48.77%	金融 / 金属技术面; 系统化交易	2013 年 11 月
另类资产管理公司 ACMP Alternative Asset Management Ltd ACMP (Long Only)	48.45%	货币技术面; 系统化交易	2012 年 9 月
Quaesta 资本 Quaesta Capital AG v-Pro Dynamic Volatility	43.36%	金融 / 金属技术面; 自主化交易	2007 年 7 月

资料来源: 巴克莱对冲 (BarclayHedge)

表3 2015年底资产管理规模在100万至1000万美元阵营中收益前五名的CTA基金

CTA 基金名称	2015 年收益率 (%)	投资领域 / 策略	成立时间
Enneking 资产管理, 电子货币投资 Enneking Asset Management Crypto Currency	197.99%	电子货币	--
Beann 资本 Beann Capital Honeybee Fund, LP	87.93%	股票指数; 系统化交易	2014 年 9 月
Taaffeite 资本管理, 量化策略 Taaffeite Capital Management Quantitative Strategies	62.89%	金融 / 金属技术面; 系统化交易	2014 年 8 月
深度挖掘资本, 单一基金 Deep Field Capital Singularity Fund (2x)	60.53%	金融 / 金属技术面; 系统化交易	2014 年 8 月
Albedo 资本, 系统化货币策略 Albedo Capital Systematic FX	53.25%	货币技术面; 系统化交易	2015 年 1 月

资料来源: 巴克莱对冲 (BarclayHedge)

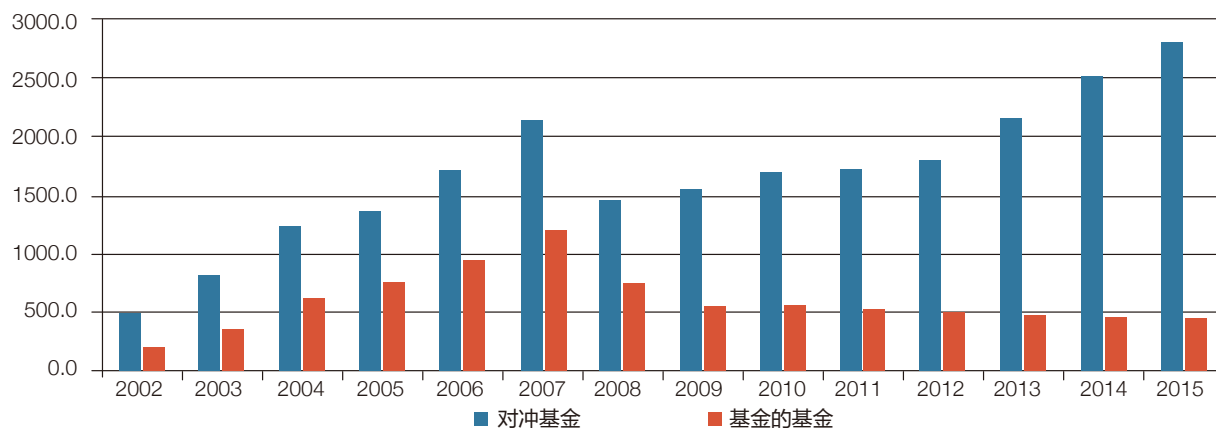
对冲基金吸金亮眼业绩平平

相对于管理期货行业的低迷状况, 对冲基金行业的吸金能力格外亮眼。根据巴克莱对冲公布的统计数据, 截止到2015年, 对冲基金行业规模已连续3年保持两位数的高速增长。2015年全球对冲基金资产管理规模达到27966亿美元, 同比增长11.49%, 继续刷新历史高点。相比之下, 基金的基金资产管理规模则逐年下降, 2015年资产管理规模为4402亿美元, 同比减少3.33%(图7)。

然而基金业绩延续暗淡。2014年全球对冲基金业绩下滑, 收益率只有2.88%, 2015年全球业绩继续恶化, 巴克莱对冲基金指数录得0.04%的收益。在各细分策略指数中, 各类策略的表现较为分化, 其中表现最好的策略为并购套利与环太平洋股市策略, 分别录得8.04%和7.32%的正收益, 而表现最差的为困境证券策略, 2015年指数表现为-10.09%。^[4]

(作者就职于华泰期货)

图7 2002—2015年对冲基金资产规模(单位: 十亿美元)



资料来源: 巴克莱对冲 (BarclayHedge)

表 4 2013-2015 年巴克莱对冲基金指数及其主要细分策略指数表现对比

指数类别	2015 年指数表现 (%)	2014 年指数表现 (%)	2013 年指数表现 (%)
巴克莱对冲基金 Barclay Hedge Fund Index	0.04%	2.88%	11.12%
可转换证券套利 Convertible Arbitrage	0.29%	1.18%	8.07%
困境证券 Distressed Securities	-10.09%	0.84%	16.85%
新兴市场 Emerging Markets	-2.95%	-1.73%	2.61%
股市偏多策略 Equity Long/Short	-1.15%	2.99%	21.42%
股市多 / 空策略 Equity Long/Short	2.49%	2.94%	13.85%
股市中性策略 Equity Market Neutral	5.19%	4.62%	8.61%
股市偏空策略 Equity Short Bias	-6.54%	-13.98%	-26.79%
欧洲股市 European Equities	5.17%	3.26%	13.13%
事件导向 Event Driven	-3.21%	0.55%	10.81%
固定收益套利 Fixed Income Arbitrage	2.71%	5.37%	8.69%
基金的基金 Fund of Funds	-0.07%	2.81%	8.84%
全球宏观 Global Macro Index	2.28%	3.92%	4.81%
并购套利 Merger Arbitrage	8.04%	0.74%	3.91%
综合策略 Multi Strategy	1.13%	5.34%	9.57%
环太平洋股市策略 Pacific Rim Equities	7.32%	2.47%	22.54%

资料来源：巴克莱对冲 (BarclayHedge)

表 5 2015 年大型对冲基金收益前 5 位

基金名称	所属基金公司	投资策略	资产规模 (亿美元)	2015 年收益率 (%)
Perceptive 生命科学基金 Perceptive Life Sciences Joseph Edelman	Perceptive 咨询公司 Perceptive Advisors	多 / 空策略	15	51.8
Melvin 资本 Melvin Capital Gabriel Plotkin	Melvin 资本管理公司 Melvin Capital Mgmt	多 / 空策略	15	47.0
Segantii 亚太股市多策略基金 Segantii Assian-Pacific Equity Multi-Strategy, Simon Sadler, Kurt Ersoy	Segantii 资本管理公司 Segantii Capital Mgmt	股市综合策略	15	29.6
Sylebra 资本管理 Sylebra Capital Partners Master, Jeff Fieler, Daniel Gibson	Sylebra 资本管理公司 Sylebra Capital Mgmt	多 / 空策略	11	27.0
Teton 资本管理基金 Teton Capital Partners Quincy Lee	Ancient Art 公司	多 / 空策略	11	23.5

注：大型对冲基金指资产规模超过 10 亿美元的基金。

资料来源：彭博资讯 (Bloomberg)

表 6 2015 年中型对冲基金收益前 5 位

基金名称	所属基金公司	投资策略	资产规模 (亿美元)	2015 年收益率 (%)
Ping 超额价值 Ping Exceptional Value, Ping Jiang	Ping 资产管理公司 Ping Capital Mgmt	宏观策略	2.55	39.2
SPQ 亚洲机会基金 SPQ Aisa Opportunities, Lin Ho-Ping	SPQ 亚洲资本 SPQ Asia Capital	多 / 空策略	3.00	31.8
APS 亚太多空策略 APS Asia-Pacific Long/Short, KoK-Hoi Wong	APS 资产管理公司 APS Asset Mgmt	多 / 空策略	3.41	29.9
Lansdowne 欧洲股市策略 Lansdowne European Equity, David Craighen	Lansdowne 合伙企业 Lansdowne Partners	多 / 空策略	5.56	27.2
TT 多空策略基金 TT Long/Short Focus, Diego Marynberg	TT 国际 TT International	多 / 空策略	4.20	26.8

注：中型对冲基金指资产规模大于 2500 万美元而小于 10 亿美元的对冲基金。

资料来源：彭博资讯 (Bloomberg)

2016 年 5 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	本月月末持仓量（手）
上海期货交易所	铜	6,618,327	50.38%	11,882.75	19.11%	36,084,401	9.05%	65,776.95	-6.68%	384,541
	铝	3,695,444	393.25%	2,258.33	351.08%	17,405,766	332.59%	10,116.76	283.20%	307,908
	锌	5,268,359	141.03%	3,929.42	112.40%	27,613,502	149.53%	19,563.88	116.48%	156,434
	铅	124,169	27.71%	80.08	22.28%	708,410	33.72%	472.00	38.91%	13,455
	锡	247,691	20.65%	269.68	9.68%	1,623,955	477.49%	1,739.58	421.26%	5,155
	镍	9,082,128	28.36%	6,345.67	-16.19%	43,298,274	365.16%	30,102.97	208.66%	374,831
	黄金	3,261,407	118.05%	8,695.55	139.68%	17,381,617	79.33%	44,711.46	87.34%	145,277
	白银	7,124,567	-43.35%	3,989.89	-42.50%	32,472,395	-57.77%	17,247.15	-58.71%	363,260
	天然橡胶	8,704,666	36.53%	10,000.03	7.33%	43,724,993	50.64%	49,764.87	27.29%	214,163
	燃料油	103	-89.54%	0.13	-92.27%	506	-79.86%	0.62	-85.13%	9
	石油沥青	16,818,760	2078.15%	3,247.77	1212.50%	97,923,620	2988.84%	18,434.74	1697.71%	432,354
	螺纹钢	94,814,015	122.93%	19,996.10	97.25%	494,869,936	137.01%	106,595.47	110.47%	1,876,649
	线材	4	-93.10%	0.00	-94.62%	19	-90.10%	0.00	-91.78%	0
	热轧卷板	3,824,072	2802.30%	875.14	2566.08%	14,367,640	2135.58%	3,465.96	2026.75%	171,729
总 额		159,583,712	103.04%	71,570.51	41.69%	827,475,034	114.08%	367,992.39	47.69%	4,445,765
郑州商品交易所	一号棉	7,847,649	216.80%	4,940.03	198.84%	31,279,791	200.49%	18,519.53	168.69%	275,614
	早籼稻	27	-59.70%	0.02	-57.14%	354	-78.94%	0.20	-75.47%	2
	甲醇	8,964,605	-57.36%	1,713.58	-67.38%	70,463,715	-57.09%	13,189.33	-66.44%	213,630
	菜籽油	2,835,842	444.70%	1,731.74	447.59%	7,776,123	192.44%	4,620.25	191.89%	147,402
	油菜籽	5,559	1347.66%	2.23	1136.11%	11,561	1437.37%	4.62	1218.57%	578
	菜籽粕	35,551,094	43.28%	8,145.78	51.65%	92,972,057	-20.08%	19,556.30	-23.79%	479,494
	白糖	9,572,534	-6.97%	5,349.25	-6.66%	60,318,512	-11.75%	33,294.39	-6.56%	532,372
	PTA	10,543,638	-51.64%	2,482.74	-56.79%	69,332,970	-35.16%	16,204.59	-38.99%	576,862
	普麦	45	50.00%	0.06	37.50%	100	-9.91%	0.12	-14.29%	12
	强麦	22,599	352.16%	12.09	363.22%	280,483	785.31%	158.33	855.20%	8,730
	玻璃	3,839,755	8.63%	740.15	12.49%	16,861,773	-2.15%	3,179.30	-0.77%	137,332
	动力煤	4,150,608	1223.81%	1,608.77	505.70%	16,649,434	1635.00%	6,034.23	627.82%	123,932
	粳稻	39	200.00%	0.03	150.00%	72	89.47%	0.05	80.00%	0
	晚籼稻	8	-94.56%	0.01	-93.75%	70	-93.06%	0.04	-92.86%	0
	硅铁	3,669	1841.27%	0.74	1544.44%	29,629	1290.38%	6.53	1086.36%	422
	锰硅	995	3109.68%	0.24	2250.00%	31,032	174.52%	7.78	146.59%	42
总 额		83,338,666	-1.70%	26,727.41	6.92%	366,007,676	-24.87%	114,775.56	-17.84%	2,496,424
大连商品交易所	黄大豆一号	4,941,309	219.82%	1,800.11	166.81%	14,157,833	100.38%	5,074.67	68.60%	170,047
	黄大豆二号	264	-72.84%	0.09	-68.56%	1,173	-49.31%	0.40	-45.53%	43
	胶合板	3	-99.96%	0.00	-99.97%	17	-99.99%	0.01	-99.99%	1
	玉米	9,042,791	1393.54%	1,421.96	857.46%	45,871,105	1340.54%	7,442.47	843.17%	811,629
	玉米淀粉	3,997,706	1475.90%	837.44	1006.77%	27,703,595	1469.70%	5,659.86	985.76%	266,444
	纤维板	0	-100.00%	0.00	-100.00%	177	-99.73%	0.04	-99.77%	0
	铁矿石	22,878,013	-7.98%	8,588.33	-19.60%	205,391,648	216.16%	79,420.79	182.04%	943,885
	焦炭	4,753,723	68.17%	4,468.86	71.89%	29,843,894	334.89%	26,235.22	300.24%	106,574
	鸡蛋	1,386,963	41.22%	536.94	25.10%	8,185,359	35.41%	2,856.72	10.37%	82,404
	焦煤	3,506,512	27.93%	1,456.17	30.36%	21,111,095	209.53%	8,439.73	198.30%	103,587
	聚乙烯	7,723,053	-14.68%	3,100.68	-28.91%	57,015,676	5.85%	24,199.39	-2.33%	348,963
	豆粕	59,341,125	161.31%	16,647.31	176.11%	147,740,761	25.93%	38,167.98	18.63%	1,917,269
	棕榈油	11,270,907	10.85%	5,956.54	15.41%	60,700,086	91.65%	31,366.40	101.70%	278,800
	聚丙烯	7,468,685	21.14%	2,470.72	-5.69%	86,242,340	120.45%	28,561.05	78.56%	411,771
	聚氯乙烯	286,744	76.61%	72.94	55.25%	1,312,467	78.37%	333.27	64.84%	35,445
	豆油	8,916,682	-9.39%	5,416.74	-5.74%	39,303,399	17.81%	23,326.54	24.05%	470,339
总 额		145,514,480	58.30%	52,774.84	32.94%	744,580,625	99.61%	281,084.53	84.83%	5,947,201
中国金融期货交易所	10年期国债	340,429	362.63%	3,378.93	374.44%	2,238,895	1595.93%	22,301.97	1645.70%	38,821
	沪深300 股指	381,974	-98.79%	3,509.28	-99.23%	2,170,336	-98.53%	20,022.65	-98.89%	43,304
	5年期国债	170,331	-34.16%	1,710.52	-32.32%	1,432,809	18.23%	14,412.99	21.51%	29,309
	上证50 股指	133,504	-97.65%	831.59	-98.48%	791,463	-90.72%	4,922.76	-94.04%	18,541
	中证500 股指	390,231	-91.39%	4,419.19	-94.77%	1,695,860	-71.76%	19,460.45	-82.02%	36,345
总 额		1,416,469	-96.64%	13,849.51	-97.68%	8,329,363	-94.91%	81,120.82	-95.97%	166,320
全国期货市场交易总额		389,853,327	31.07%	164,922.27	-76.86%	1,946,392,698	38.00%	844,973.30	-66.88%	13,055,710

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。



《金山岭长城》

文峰期货 高杰 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0715 — L0173 号