



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6期/总第54期

(内部资料 免费交流)

封面文章

充分认识期货市场功能
提高服务实体经济的能力

>p08

热点直击

人民币加入特别提款权对
期货市场发展的机遇与挑战研究

>p40

人物·对话

广发期货赵桂萍：
凭专业长守望 以细腻润期市

>p44

文化·生活

坚持背后的那些事

>p53

环球视野

欧盟场外金融衍生品监管
制度改革之镜鉴

>p76

【封面文章】

第十二届

中国（深圳）国际期货大会 >p08





第十二届中国（深圳）国际期货大会成功举办

由中国期货业协会和深圳市人民政府联合主办的以“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”为主题的第十二届中国（深圳）国际期货大会于12月2日-4日在深圳召开。中国证监会副主席方星海、深圳市委常委刘庆生出席了12月3日举行的大会主论坛并致辞，中国期货业协会会长王明伟主持本次大会。

证监会副主席方星海在讲话中指出，我国期货市场已经取得长足发展，品种体系日渐丰富，市场规模不断增长，期货经营机构服务能力有效提升，期货市场服务实体经济的功能不断发挥。他认为期货市场通过公开、公正、高效、竞争的交易运行机制，形成了具有预期性、连续性、公开性和权威性的期货价格，在我国供给侧结构性改革中将发挥越来越重要的积极作用。针对2016年初以来部分期货品种价格波动较大的情况，他指出期货市场由于交易机制设计的有效性，其价格信号通常领先于现货市场，产生一种领涨领跌的效用，使现货价格调整加速，缩短了调整时间。这其实是好事，有利于资源配置效率的提高。下一步将从五个方面继续推进期货市场发展。一是改革完善期货产品上市机制；二是推动期货经营机构不断提高服务实体经济的能力；三是坚持对外开放；四是全面从严依法监管；五是严厉打击非法和变相期货活动。（详见第8页）

时光荏苒，岁月如梭。随着 2017 年大门的开启，我们即将告别 2016 年。回首一年来的期货市场，可以说是跌宕起伏，步步惊心。然而，在“依法、从严、全面”的监管理念下，期货行业坚守合规经营、诚实守信的经营理念，加强自律，夯实基础，蓄势待发，以“保险+期货”业务模式为代表的风险管理业务提高了期货公司服务实体经济的能力，期货行业从单一经纪业务模式走向了风险管理、资产管理等多业务模式并举的发展道路。全年市场成交量再创历史新高，市场功能和结构进一步完善。更为重要的是，在即将与 2016 年告别时，我们等到了商品期权即将推出的好消息，等待我们的将是充满机遇和挑战的 2017。

作为 2016 年行业最重要的一项活动，“第 12 届中国（深圳）国际期货大会”于 12 月 2 至 4 日在深圳成功举办。本届大会以“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”为主题，围绕期货行业发展的新机遇、新趋势、新挑战，加快提升行业服务能力，不断满足实体经济风险管理的需求，服务供给侧结构性改革大局等话题展开了深入交流和研讨。本期“封面文章”荟萃了此次大会的主要图文资料，全方位带领大家直击会议盛况，学习会议精神。

人民币加入国际货币基金组织特别提款权对中国商品市场意味着什么？当 2016 年 10 月人民币正式加入 SDR 后，不仅人民币未来的国际流通程度及在国外储备资产中的广度与深度会进一步扩大和提升，亦势必会提高中国商品市场与资本市场的吸引力，同时，也会对我国期货市场体系建设提出更高要求。本期“热点直击”，将探讨人民币加入 SDR 对期货市场发展带来的机遇与挑战。

从工科书匠到期货界少有的“铁娘子”型高管，从业 20 年，任广发期货“总舵手”近十年，她是业内人士口中“巾帼不让须眉”的代名词。在大资管时代，她坚守自主资管，注重发展以资产管理能力为基础的创新业务，降低产品杠杆比例，主动寻求业务模式转型，打造团队核心竞争力。本期“人物·对话”将走进赵桂萍的工作和生活。

干期货行当的人，经历总是多姿多彩。聆听祖辈精髓的思悟、曾为人师的青涩、坚持背后的努力、迁徙背后的不易、对待家人的温情、明媚心情的分享——期货人的自豪与骄傲，似幅幅生动的画卷、如篇篇诗歌的行板，舒展于页页文字之中。为展示期货人的生活、历练与感悟，本期“文化·生活”栏目将带您步入他们的诗词画轴。



编印单位 中国期货业协会
编委会主任 王明伟
编委会委员 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0716-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12月
印数 3500册

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



P08

第十二届中国（深圳）国际期货大会

2016年12月2日至4日，由中国期货业协会和深圳市人民政府联合主办的“第十二届中国（深圳）国际期货大会”在深圳成功召开。

“期”事速览

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

封面文章

- 08 充分认识期货市场功能 提高服务实体经济的能力 文 / 方星海
- 12 以供给侧结构性改革为主线 深入实施创新驱动战略 文 / 刘庆生
- 13 金融科技与衍生品市场发展 文 / Eric J. Pan
- 16 圆桌论坛 I
境内交易所高层论坛：助力供给侧改革 服务实体经济
- 22 圆桌论坛 II
境外交易所高层论坛：发展期货市场 吸引机构投资者入场
- 27 圆桌论坛 III
期货经营机构高层论坛：期货经营机构发展和创新的机遇与挑战
- 32 大会掠影

热点直击

- 40 人民币加入特别提款权对期货市场发展的机遇与挑战研究 文 / 杨照东

人物·对话

- 44 广发期货赵桂萍：凭专业长守望 以细腻润期市 文 / 特约通讯员 许倩



P44

广发期货赵桂萍：凭专业长守望 以细腻润期市



P52

期人·期语·期诗

48 对话赵桂萍：坚守资管初心，打造全球衍生品领航专家 文 / 特约通讯员 许倩

文化·生活

- 53 坚持背后的那些事 文 / 吕莹
 54 说我是期货人，很骄傲 文 / 彭倩
 56 迁徙的期货人 文 / 于芳
 57 祖父·茶·人生 文 / 樊超
 59 曾为人师 文 / 卫文省
 60 智齿生长在合欢花开的时节 文 / 焦翡翠

博弈之道

- 61 纠正错误 致胜期市 文 / 施海

创新·探索

- 65 期货公司进入中远期市场的可行性研究 文 / 秦海垠

观察家

- 68 基本面利好支撑 甲醇价格易涨难跌 文 / 刘文霞
 72 PTA 短期基本面偏紧 走势以偏强震荡为主 文 / 何立弘

环球视野

- 76 欧盟场外金融衍生品监管制度改革之镜鉴 文 / 王宜峰



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

大商所乙二醇期货立项申请获批

10月16日,大商所发布消息称,中国证监会已批复乙二醇期货的立项申请。早在2010年,大商所就开始跟踪研究乙二醇品种,对该品种的质量标准、现货市场贸易格局、运输及仓储等诸多方面进行了细致深入的研究,目前已初步设计了合约及规则方案。市场人士肯定了开发乙二醇期货的积极意义。

农业“保险+期货”培训在大连举办

10月27日,中国期货业协会、大连商品交易所和中国农业部管理干部学院在大连举办“农业‘保险+期货’专题培训班”。中期协会长王明伟、农业部市场与经济信息司副司长刁新育、大商所副总经理许强出席并发表讲话,专家学者介绍了美国农作物保险制度和经验及中国“保险+期货”操作方法、创新模式等内容。

第九届期货高管年会在北京召开

10月30日,由北京期货商会主办的“第十一届中国(北京)衍生品市场论坛第九届期货高管年会”在北京召开,年会以“发展场外衍生品市场”为主题,围绕大宗商品与场外衍生品、期货+保险、资产管理及创新业务的管理等议题,邀请业内人士共同进行了交流与经验分享。

第五届风险管理与农业发展论坛举办

11月5日,由农业部、证监会和保监会主办的“第五届风险管理与农业发展论坛”在昆明召开,结合论坛主题“农业供给侧结构性改革中的风险管理”,证监会副主席方星海介绍了期货市场服务“三农”的情况,强调证监会将不断提升资本市场服务“三农”的能力,更好地服务于农业供给侧结构性改革。

证券期货业信息系统审计指南发布

11月8日,证监会发布《证券期货业信息系统审计指南》,该《指南》共分7个部分,给出了《证券期货业信息系统审计规范》中每个审计项的参考性依据和审计步骤,其中第2和第7部分分别涉及期货交易所和期货公司,为行业核心机构和经营机构的审计人员客观准确地实施信息系统审计提供了规范。

期货公司首次取得公募基金牌照

10月18日,证监会网站发布了《关于核准设立南华基金管理有限公司的批复》(证监许可〔2016〕2371号),核准设立南华基金管理有限公司,公司注册资本为1.5亿元人民币,南华期货股份有限公司为其全资股东。

期货公司风险监管指标管理办法征求意见

10月28日,证监会就修订后的《期货公司风险监管指标管理办法》及相关配套文件向社会公开征求意见,并要求以纸质或电子邮件形式于11月28日前反馈至证监会期货监管部。该《办法》及配套文件旨在加强期货公司监管,促进期货公司稳健经营。

“保险+期货”创新落地新疆莎车

11月2日,新疆首个棉花“保险+期货”试点项目在新疆喀什地区莎车县签约,中国人保财险与南华期货子公司南华资本签订合作协议,向25户棉农签发棉花价格保险投保单。该试点属于郑商所支持的10个试点项目之一,交易所支持资金用于补偿棉农的保险费用,在保证农户利益的同时降低其初期参与负担。

期货投资者保障基金管理暂行办法发布

11月8日,证监会、财政部联合发布修订后的《期货投资者保障基金管理办法》及配套规定,以及修订后的《关于期货交易所、期货公司缴纳期货投资者保障基金有关事项的规定》,自公布之日起30日后施行。此次修订满足了期货市场风险覆盖的需要,下调了期货交易所和期货公司的缴纳比例,调整了收缴方式。

第七届期货机构者年会举办

11月8日,上海期货同业公会联合上海市银行、证券、保险、基金同业公会及上市公司协会,在上海举办以“规范发展,服务实体”为主题的第七届期货机构投资者年会,年会从“市场监管、融合发展、资产配置、风险管理、市场功能”五个层面,进一步深化了各方对期货行业规范发展和服务实体经济的正确认识。

郑商所调整动力煤期货交易保证金标准

11月9日，郑商所发布《关于调整动力煤期货交易保证金标准和涨跌停板幅度的通知》。通知要求，自2016年11月11日结算时起，动力煤期货合约交易保证金标准由原比例调整为8%，涨跌停板幅度由原比例调整为6%。对于按规则规定执行的交易保证金标准和涨跌停幅度高于上述标准的合约，仍按原规定执行。

上期所调整螺纹钢等合约交易手续费

11月9日，上期所发布公告，自11月11日起，螺纹钢1701合约、1705合约日内平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之四；天然橡胶1701合约、1705合约日内平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之二点二五；锡1701合约日内平今仓交易手续费调整为6元/手。这也是11月第二次上调螺纹钢及天然橡胶交易手续费。

第四届“中金所杯”知识竞赛颁奖会举办

11月18日，中国金融期货交易所上海举办第四届“中金所杯”全国大学生金融及衍生品知识竞赛颁奖暨总结交流会，会议对在第四届“中金所杯”中获奖的部分学生代表和会员代表进行了现场颁奖，参会嘉宾对“中金所杯”践行社会责任、培育金融人才的理念、做法和效果予以了充分肯定和积极评价。

上海石油天然气交易中心正式投入运营

11月26日，上海石油天然气交易中心举行了正式运营发布会，会上发布了中国LNG出厂价格指数、中国华南LNG交易价格指数和中国汽、柴油批发价格指数等四项反映中国油气市场领域的指数。目前，该交易中心交易的品种包括天然气及相关产品、原油、成品油。

上期所对锌铅品种实施交易限额制度

11月30日，上海期交所发布关于锌铅品种实施交易限额制度的通知，要求自2016年12月1日（11月30日晚连续交易时段）起，非期货公司会员或者客户在锌ZN1701合约和ZN1702合约日内开仓交易的最大数量分别为1500手，在铅PB1701合约和PB1702合约日内开仓交易的最大数量分别为1000手。

大商所对焦炭焦煤品种实施交易限额

11月9日，大商所要求自2016年11月11日收盘后（当日夜盘交易时段起），除套期保值交易开仓数量不受限制外，非期货公司会员或客户在焦炭、焦煤品种，单个品种、单日开仓量不得超过1000手。同时，自10日结算时起，焦炭、焦煤品种最低交易保证金标准提高至13%；11日结算时起，最低交易保证金标准提高至15%。

第十一届国际油脂油料大会召开

11月9日，由大商所与马来西亚衍生产品交易所（BMD）主办的“第十一届国际油脂油料大会”在广州召开。会议安排了“供给侧改革中的宏观经济形势分析与展望”、“场外衍生品与企业风险管理”、“中国油脂压榨产业现状及发展展望”等话题。此前一日，大商所与BMD签署协议，继续推动全球油脂油料期货市场的发展。

2016年PTA期货论坛召开

11月25日，由郑商所承办的“2016年PTA期货论坛”在苏州召开。论坛邀请行业专家分析了国际经济形势与汇率走势、国内经济形势与资产配置、原油与能化行业供需、全球聚酯供需展望等热点议题，总结了利用期货工具服务企业发展的方式方法，为广大PTA产业链企业、期货行业和市场各方主体提供沟通交流的平台。

2016年“点基地”企业评审会举行

11月29日，郑州商品交易所在郑州召开了2016年期市服务实体经济“点基地”企业评审会，此次评审主要围绕非农“点基地”企业展开，今年共有9家非农企业参与评审。来自中国证监会、中期协、期货公司，以及参与期货业务的产业企业代表参加了本次会议。

期货人才培养暨期货学院转型会召开

11月30日，“期货行业人才培养暨大商所期货学院转型发展交流会”在大连召开，来自行业、高校等长期致力于期货学院发展的代表就期货市场发展、人才培育和期货学院转型升级做了深度交流和探讨。大商所期货学院向与会专家授予了学院特聘教师聘书，向有关分院颁发了相应的表彰证书。

ICE完成对SPSE和CMA的收购

10月4日，洲际交易所（ICE）宣布完成对标普证券评估公司（SPSE）和信用市场分析公司（CMA）的收购，SPSE和CMA成为ICE信息服务部门的一部分。SPSE是固定收益证券评估服务的提供方，CMA是OTC市场的独立数据提供方。此次收购将促使ICE提升创新能力并满足客户不断增长的数据和信息服务需求。

港交所任命前海联合交易中心总裁

10月12日，香港交易及结算所有限公司宣布委任郭晓利为香港交易所前海联合交易中心行政总裁，该交易中心是港交所在深圳前海深港现代服务业合作区内新成立的大宗商品交易及融资平台，未来计划提供现货交易及实物交割服务。

CMA勒令ICE出售Trayport

10月17日，英国竞争和市场管理局（CMA）表示，洲际交易所（ICE）可能利用Trayport平台来减少自身与竞争对手之间的竞争，从而增加其竞争对手的交易和清算费用，以及恶化为交易商提供的条件，而出售Trayport将有利于保护能源交易行业的竞争。

制定亚洲时段参考金价的研究将启动

10月17日，新加坡贸工部长林勋强称，伦敦金银市场协会（LBMA）、新加坡金银市场协会（SBMA）及洲际交易所（ICE）将启动一项可行性研究，以制定亚洲交易时段的参考金价。该参考金价是迈向制定亚洲交易时段美元价格发现机制的第一步，将会有助于及时追踪亚洲需求，并允许亚洲参与者在同一交易日内进行交易结算。

CME完成首笔澳氧化铝FOB交易

10月28日，芝加哥商业交易所集团（CME集团）宣布，其第一份澳大利亚氧化铝FOB期货合约在2016年10月25日正式开始交易。澳大利亚氧化铝FOB（普氏）期货的合约规格为100公吨，遵循标普全球普氏每周公布的澳大利亚氧化铝FOB价格指数，并在每月进行结算。

LME推出LMEshield安全系统试点

10月31日，伦敦金属交易所（LME）与亨睿保联合宣布，已取得中国方面的法律许可，在中国推出为期一年的LMEshield大宗商品安全系统试点，该系统以现有LMEshield系统为基础，方便大宗商品持有人及贷款银行持有仓单并为此提供融资，该仓单将被纳入LME全球LMEshield产品组合。

CME拟推新贵金属现货价差合约

11月1日，芝加哥商业交易所集团（CME集团）宣布将于2017年1月9日推出新的贵金属现货价差合约，新合约将通过安全、透明的交易所交易，为广大交易者提供一个参与伦敦现货市场的畅通通道，以便客户更加有效地通过电子化方式管理现货期货价差风险。

迪拜多种商品交易中心在沪签协议

11月1日，迪拜多种商品交易中心宣布与上海黄金交易所、中国农业银行、兆丰资本与云南农垦建立合作关系。合作协议的签署，将会进一步扩大迪拜多种商品交易中心在促进大宗商品贸易“沿西向东”发展中所发挥的作用，同时也契合了中国“一带一路”战略。

国际大宗商品和衍生品年会召开

11月14至16日，第37届国际大宗商品和衍生品协会会议（ICDA）年会在瑞士日内瓦召开，本次年会的主要议题包括全球结算业务与交易所产品的发展、大宗商品及新兴市场的发展趋势、风险管理议题、全球监管法规变革及应对、金融科技创新等内容。各国监管者、交易所及清算机构、行业协会的有关人士参与了本次年会。

新日联合发展LNG和电力市场

11月22日，新加坡交易所（SGX）和东京商品交易所（TOCOM）签订谅解备忘录（MOU），将合作发展亚洲液化天然气（LNG）市场，以及交换发展电力期货的经验。目前，新加坡正逐渐发展成为亚洲液化天然气的贸易枢纽，而日本则是亚洲地区最大的燃料消费国，合作将给双方创造利益。

2016年第三期期货资管专题讲座举办

10月19日,协会推出2016年第三期“期货资管业务专题(视频)讲座”,参会人员主要包括期货公司资产管理部门或资产管理子公司负责人、合规部门负责人、相关业务人员。该讲座有利于加强行业间的经验交流,拓宽期货公司与相关行业金融机构资产管理业务合作的广度与深度,提高从业人员的专业素质和技能。

期现结合业务(鸡蛋)培训班举办

10月27日至28日,协会联合大商所针对鸡蛋期货举办期现结合业务培训,邀请大商所、蛋品行业协会及贸易公司、高校和行业内的相关专家对培训人员进行授课和交流。该培训班包括理论培训和实地培训两部分,有助于加强期货研究人员与现货企业的交流,提升期货行业服务实体经济的能力和水平。

第二期期权投资策略培训班举办

11月1日至3日,协会与中国国际人才交流基金会及美国期权行业协会(OIC)合作,在北京友谊宾馆贵宾楼举办了第二期期权投资策略培训班,期货公司及证券公司、交易所及其他期货经营机构中的期权相关中高级管理人员及业务人员参与了培训。该培训旨在培养国际化金融人才,推动利用商品期权工具服务实体经济。

第五届期货与衍生品国际学术论坛召开

12月2日,由中国期货业协会主办,上交所、郑商所、大商所、中金所下属研究院,以及北京航空航天大学共同协办的“第五届期货与衍生品国际学术论坛”在深圳召开,论坛以“理论与实践相结合,助力期货市场服务实体经济”为宗旨,旨在推进期货行业产学研结合,共同促进中国期货及衍生品市场发展。

中期协与中钢协签署合作备忘录

12月3日,中国期货业协会与中国钢铁工业协会在深签署合作备忘录,双方将在信息、业务、人员培训、课题研究等方面展开合作。备忘录的签署,有利于促进期货经营机构更好地满足涉钢实体企业的风险管理需求,有利于涉钢企业更好地利用期货及衍生工具进行定价和管理风险,改善经营方式,转换商业模式。

期货名企联合校园招聘活动启动

10月24日,协会与ATA(全美在线)联合主办的“CFA2017—期货名企联合校园招聘”活动正式启动。本次活动得到期货行业众多企业的高度关注和热情参与,共有73家期货公司提供了1800余个招聘名额,涵盖了期货公司绝大部分岗位类型。2017年应届毕业生可通过活动官网填写简历并申请相应职位。

期货业扶贫攻坚战略动员会召开

11月1日,协会组织召开“推动期货行业服务国家扶贫攻坚战略动员会”。证监会副主席方星海出席会议并讲话,会议由协会会长王明伟主持,证监会扶贫办和期货监管部、四家期货交易所、中国期货市场监控中心、全体期货公司及其子公司负责人参会。会后发布了《期货行业服务国家扶贫攻坚战略行动倡议书》。

纠纷多元化解机制视频培训举办

11月4日,协会举办期货公司纠纷多元化解机制视频培训,培训对象包括行业全体调解员、地方协会及期货公司负责纠纷调解工作的人员。该培训旨在落实《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》及政策要求,推动期货行业纠纷调解工作发展。

第十二届中国(深圳)国际期货大会召开

12月2日至4日,第十二届中国国际期货大会在深圳召开,监管部门领导、知名专家、行业人士、信息技术公司及境内外机构代表参与了讨论交流。本届大会以“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”为主题,围绕“期货及衍生品市场服务实体经济”与“金融科技创新”展开讨论和交流。

中期协与TOCOM签署合作备忘录

12月4日,中国期货业协会与东京商品交易所(TOCOM)签署了合作谅解备忘录。东京商品交易所交易的品种主要有橡胶、原油、黄金、白银等,在国际市场中具有重要的影响力,此次合作备忘录的签署,有助于增进中期协与TOCOM的交流与合作,也将进一步密切中日两国商品期货市场之间的联系。

充分认识期货市场功能 提高服务实体经济的能力

■ 文/中国证监会副主席 方星海



非常高兴参加第十二届中国（深圳）国际期货大会。首先，请允许我代表中国证监会对本届大会的召开表示热烈祝贺！对参加会议的各位嘉宾、各界朋友表示热烈欢迎！

一年一度的中国国际期货大会又一次将海内外期货行业和相关产业的朋友聚在一起，探讨期货及衍生品市场发展的课题。今年大会的主题是“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”。这个主题很好。我听说出席本次大会的嘉宾有1200多人，来自境外的就有100多人，可谓盛况空前。迎来天下客，论道天下事，不亦乐乎！

我国期货市场已经取得了长足的发展，国际影响力显著提高，服务实体经济的能力扎实增强。

这主要表现在五个方面：一是品种体系日渐丰富。目前我国上市期货期权品种52个，其中商品期货46个，金融期货5个，金融期权1个，覆盖了农产品、金属、能源、化工等国民经济主要产业领域。

二是市场规模不断增长，参与主体不断增多。今年1至10月我国期货市场共成交34.72亿手，同比增长19.06%。我国商品期货成交量已连续7年位居世界第一。105家证券公司和133家基金公司及其子公司进入到期货市场进行金融衍生品等交易。全市场投资者达110多万。

三是期货经营机构实力增强，服务能力有效提升。目前149家期货公司总资产近5000亿元，净资本达646.14亿元。下设的51家风险管理子公司、11家资产管理子公司围绕实体企业风险管理需求开展了仓单服务、场外期权、基差交易、“保险+期货”、资产管理等创新业务，有效服务实体经济风险管理需求。

四是市场功能不断发挥。在众多商品领域，期货市场在稳健企业经营、改善产业链运行机制、服务国家产业政策和宏观经济管理等方面的积极作用逐步显现。一些较为成熟的品种，如铜、铁矿石、PTA等期货价格已经成为国内外贸易的重要定价参考。

五是多项国际排名进入前列。根据美国期货业协会（FIA）统计，2015年全球成交量排名前20的农产品和金属期货中，我国各占11个和8个。从交易量来说我

（下转第10页）



第十二届中国（深圳）国际期货大会

【编者按】

2016年12月2日至4日，由中国期货业协会和深圳市人民政府联合主办的“第十二届中国（深圳）国际期货大会”在深圳成功召开。本届大会以“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”为主题，中国证监会副主席方星海、深圳市委常委刘庆生出席了12月3日举行的大会主论坛并致辞，美国商品期货交易委员会（CFTC）国际事务办公室主任 Eric J. Pan 发表了题为“金融科技与衍生品市场发展”的主题演讲，境内外证券期货交易所、期货经营机构展开了高层对话。中国期货业协会会长王明伟主持本次大会。

本届大会的分论坛及专场活动热点纷呈，设有衍生品学术论坛、CIDF 沙龙等五个专场活动、四场分论坛以及六家境内外证券期货交易所专场活动等，相关主题涵盖期货与衍生品市场多项业务及领域。本期“封面文章”梳理了大会主要图文资料，为大家了解会议动态和精神提供借鉴和参考。

(上接第8页)

国已经发展成为全球最大的油脂、塑料、煤炭、黑色建材期货市场和第二大农产品、有色金属期货市场。

改革开放三十多年来,中国经济持续高速增长,成功步入中等收入国家行列,从经济总量来看已成为名副其实的“经济大国”。但随着全球经济增速放缓,贸易环境持续恶化,以及国内劳动力供应和环境容量等约束的加强,中国经济发展步入了“新常态”,经济发展中长期积累的结构性、体制性突出问题开始显现。为了解决这些问题,实现“两个一百年”的奋斗目标,中国确立了推进供给侧结构性改革,提高整个供给体系的质量和效率,促进经济发展跃上一个新台阶的方略。供给侧结构性改革为期货市场更好地服务实体经济提供了广阔的空间。

众所周知,价格市场机制的核心要素,市场对资源配置的决定性作用取决于价格信号。期货市场通过公开、公正、高效、竞争的交易运行机制,形成了具有预期性、连续性、公开性和权威性的期货价格,从而引导企业通过套期保值规避风险,促进企业稳健经营;价格信息指导生产、贸易、消费等经济活动,降低交易成本,提高资源配置效率;同时,为相关金融机构提供风险对冲的工具,促进金融市场的稳定。

期货市场的这些功能,在我国供给侧结构性改革中也将发挥积极的作用。期货市场通过合约和交割等基础制度的设计,可以引导企业淘汰落后产能,提高供给端产品质量,从而提升经济增长的质量。比如,我们将螺纹钢期货合约的标的设定为3级螺纹钢,达不到质量标准的产品价格低于标准品,即价格低于期货合约标的产品价格,这对于螺纹钢行业实现优质高价,淘汰低端产品起到了推动作用。

期货市场还有利于相关实体企业进行库存管理,通过期货合约交易建立虚拟库存,降低存贮成本、节约流动资金。比如一家有色金属企业日常生产每月消耗精铜约10万吨。若没有参与期货市场,囤积现货将需

要大量资金,而如果通过期货市场买入保值建立虚拟库存,则仅需不到1/5左右的保证金,大大减少了资金占用。同时,期货市场标准仓单质押业务还可以为大宗商品融资提供途径,有利于降低实体经济融资成本。

今年年初以来,我国商品期货市场出现了部分期货品种价格迅速上涨、价格波动较大的情况,引起各方关注。究其原因,既有国内供需基本面短期失衡的因素,也有国际汇率波动的因素,当然,其中也有一定的投机因素。

随着期货市场的发展,期货市场与现货市场联系日益密切。因此,每当现货市场价格出现大幅波动时,对期货市场的质疑也随之产生,这一点发达国家在市场发展过程中也有同样的经历。比如,上世纪80年代,美国股市大幅下跌引发了一次关于金融衍生品经济价值的大讨论,美国证监会、美联储、财政部和商品期货交易委员会历时3年,完成了有关研究报告,证明期货期权交易在促进经济增长、稳定现货市场价格和社会投资等方面的积极作用。

2003年至2008年,世界原油期货价格持续大幅上涨,舆论再一次对期货市场产生质疑。美国期货监督管理委员会(CFTC)邀请政府部门研究宏观基本面和大宗商品市场影响因素的专家组成专门调查组,对原油价格上涨成因进行调查。结论是造成上涨的原因,主要是原油的供需基本面因素决定,而非期货市场带动。我国实体企业对期货市场的功能作用的认识和运用同样需要一个过程。

从今年我国大宗商品期货价格的变动看,绝大部分时间期货价格处于贴水的状态,因此,期货并没有对现货价格产生助涨助跌的作用。期货市场由于交易机制设计的有效性,其价格信号通常领先于现货市场,产生一种领涨领跌的效用,使现货价格调整加速,缩短了调整时间。这其实是好事,价格尽快调整到位总是有利于资源配置效率的提高。由于今年一些期货品种交易量很大,有一种担心是期货投机是否会拉大现货价格的涨幅。这

种担心其实是没有必要的。若一个投机者不顾现货价格走势，一味拉抬期货价格，那他在交割环节是要亏大钱的，因为现货价格主要取决于供求关系和货币信贷政策，而这些都不是他所能左右的。

期货市场本身也需要进行供给侧改革，提供更好满足实体经济需要的法规、制度、产品和服务。我们应坚持市场化、法治化、国际化的改革发展方向，以服务好实体经济为根本宗旨，充分认识期货市场的功能，努力建设一个与中国经济金融发展程度相匹配，与实体经济风险管理需求相适应，具有较强国际竞争力的期货衍生品市场。

为此，应做好以下几方面工作。

一是改革完善以市场需求为导向的期货产品上市机制，更好满足实体经济风险管理需求。在期货市场基础制度已经较为牢固、风险控制水平不断提高的情况下，今后应以市场需求为导向，上市更多的产品，以更好地满足实体经济风险管理需求。将不断改革完善相关制度流程，开发上市更多符合实体经济需要、市场条件具备的期货新品种，包括推出原油期货和白糖、豆粕等商品期权。

二是推动期货经营机构发展，提高服务实体经济的能力。期货经营机构通过经纪业务、风险管理业务等方式为实体企业提供风险管理服务。期货经营机构自身的服务能力和创新能力直接影响着实体企业利用期货市场管理风险的效率。为此，应在风险可控的前提下，推动风险管理公司在场外市场的创新和探索，稳步开展“保险+期货”等期现结合的业务试点，为实体企业量身定制风险管理服务。继续支持期货公司拓展融资渠道，鼓励其通过境内外发行上市、“新三板”挂牌等方式扩大筹资规模，不断增强资本实力，提升行业抗风险能力。

三是坚持对外开放，服务“一带一路”战略。期货市场本身是一个全球性的市场，稳步推进期货市场的对外开放，国内外企业和投资者对此都有强烈的需

求。抓住我国当前产业结构转型升级的历史机遇，紧贴“一带一路”战略需要，逐步扩大期货市场对外开放，以特定品种的方式逐步引入境外投资者参与国内商品期货交易。在品种选择上，我们将以铁矿石、天然橡胶等国际化程度较高的品种为起步，逐步拓展到其他产品。此外，适应相关期货品种国际化需求，支持期货交易所在境外设立交割仓库和办事处。与相关部门一起继续推动完善税收政策，实现期货保税交割常态化。

四是全面从严依法监管，维护市场平稳运行。充分发挥期货市场功能，离不开有效的监管。证监会将进一步完善相关法律法规建设，推动《期货法》立法进程。提高期货交易所和期货市场监测中心的市场运行和一线监管水平，严格防范市场价格操纵等违法违规行为。当前我国金融市场流动性较多，容易发生过度炒作，必须提高监管警惕性。同时监管措施要尽量少而精准，避免对市场正常运行产生过多的干扰。要更好发挥期货业协会自律组织的作用，进一步完善自律管理规则，丰富行业自律管理职能，推动期货经营机构合规经营和创新发展。期货公司也应发挥风险管理的专业优势，勤勉尽责，落实好对客户尤其是大客户的管理和服务责任。

五是严厉打击非法和变相期货活动。近期此类活动在全国各地有蔓延的趋势，证监会将配合公安等部门予以严厉打击，决不手软。当前我国防范金融风险的任务很重，在已经发生了众多P2P网络贷款风险之后，决不能再发生大量的非法期货风险，给人民群众的财产带来巨大损失。

适应中国经济发展“新常态”，推进供给侧结构性改革，为期货市场发展带来了新机遇。我相信，在以习近平同志为核心的党中央领导下，坚持服务实体经济的根本宗旨，坚持市场化、法治化、国际化的改革方向，期货市场必将迎来更加美好的未来。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

以供给侧结构性改革为主线 深入实施创新驱动战略

■ 文/深圳市委常委 刘庆生

中国政府目前正积极推进供给侧结构性改革，逐力提高供给侧体系的效率和质量，增强我国经济发展新动能。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功能在供给侧改革中发挥着重要作用。

作为国内层次最高、规模最大、影响最广的期货业年度盛会，中国（深圳）国际期货大会已连续举办了12届，本届大会以“产融结合·金融科技——供给侧改革背景下的衍生品市场机遇与挑战”作为主题，汇聚期货业界精英、专家学者，聚焦全球期货及衍生品市场发展新趋势。对于推动我国期货市场改革创新、加快完善多层次资本市场体系、促进经济提质、增效、升级具有重要的意义。

作为全国经济中心城市和重要的金融中心城市，深圳经济特区始终把金融业放在优先发展的战略地位，着力完善金融的生态环境，依托前海金融开放优势，加快发展产业金融、创新金融、跨境金融，推进金融与实体经济良性互动、共同发展。

今年前三季度深圳金融业实现了增加值2083亿元，占GDP比重15.1%。拉动GDP增长2.2个百分点，金融综合实力居全国大中城市第三位。最新一期全球金融中心指数排名中，深圳排名第22位。金融业国际竞争力进一步增强。特别是期货业作为金融市场的重要领域，近年来，深圳出台了支持期货业发展的系列政策措施，本着人无我有，人有我优的政策总基调，加大招商引资力度，推动创新试点，为广大期货机构发展提供了沃土。

目前深圳期货市场规模不断扩大，运行质量和服务能力持续提升。13家期货公司资产总额711亿元，约占全国的1/8；A类以上公司数约占全国的1/10，均居全



国前列。涌现出中信期货、招商期货、五矿期货等一批具有市场影响力和竞争力的期货公司。深圳已经成为我国期货市场比较活跃、比较发达的市场之一。

当前，深圳正以供给侧结构性改革为主线，深入实施创新驱动战略，努力建设现代化、国际化、创新型城市，为金融业发展提供广阔发展空间。在中国证监会的指导支持之下，深圳市委、市政府将一如既往支持期货业的创新发展，不断优化金融营商环境，加大改革创新力度，完善多层次资本市场，争取更多的期货产品创新、服务创新在深圳先行先试，努力为我国期货业开放发展、创新发展做出新的更大贡献。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）

金融科技与衍生品市场发展

■ 文/CFTC国际事务办公室主任 Eric J. Pan

金融科技并不是一项新技术，如何利用技术解决金融市场中的问题已经是老生常谈的话题。正因为技术不断发展与创新，衍生品交易才能够成为现实。技术，一直以来都在促进衍生品、金融市场发展。1970至1980年，计算机硬件成本显著下降，使得计算机应用得以普及。在金融科技新时代的今天，虽然仍以计算机应用为基础，但技术发生了新变化，计算机不再是一个计算的载体，它还可以带来金融交易方面的创新。

Fintech是指金融领域中运用的各种技术，包括像股票市场、银行业，甚至整个大金融环境下应用的技术。Fintech技术分为两大类：第一，区块链技术；第二，人工智能和自动化技术。作为监管者，我们要看到，这样的技术很可能意味着对传统交易方式的颠覆，监管者要走在前面，看到技术发展的动态和趋势，做好准备。

两大分类中，有一些概念从萌芽状态到真正实现，其时间非常短，比如说像AI（人工智能）。可能一开始在萌芽状态，人们会觉得很多东西都是不可操作的，不现实的。但在一瞬间，你可能就会看见它的普及，这就意味着它将给市场带来很大变化。

各个机构对于Fintech不断进行大量投资。美国的投资情况也非常乐观，2010至2015年美国一共有2500家企业做Fintech技术，总投资达到150亿美元。仅2015年投资额就已非常巨大。

Fintech应用可以说是大金融行业跨行业应用，五年来也获得了巨大发展，且这些技术覆盖领域多种多样。

我们来解释一下分账技术。不像过去的中央服务器，分账技术可由多个节点共同参与，数据分布在不同节点



上，而所有参与的节点都可以有进入区块的准入，一旦进入分账，数据就不可更改。

区块链的优点是自我验证，任何节点都可以自我验证、自我调节。因为它是去中心化的技术，所有人都可以同时使用区块链，即所有节点可同时使用同一数据。这里不需要第三方来验证，基本上都是通过自我验证的形式去实现的。所有这些节点，包括监管者他们都可以负责对这个数据进行自我验证，而且这个数据一旦生成是不可改变的，整个区块链的使用会有一个非常清晰的产权链，谁做了什么一目了然。在进行交易时，谁发起了什么，谁做了什么，都是实时的，而且通过共识的方式来确保数据分享和数据安全。

区块链真的使我们非常兴奋，不管是贸易、结算、对账还是金融支付，可能无需人为参与，为我们节省巨大的时间成本。最熟悉的区块链就是比特币，比特币是由一群用户组成，而不是单一控制的。比特币可能是一个最出名的区块链例子，已经在一段时间在很多地方成功地运行，它代表着一个案例，这个案例说明其他区块链也可以在未来出现一些新的应用。

当谈到区块链用于衍生品市场时，必须思考在衍生品交易中，怎样应用区块链技术？这里有几个例子，区块链可用于交易报告、交易记录，用户可以跟踪金融、法律、实体、电子和其他资产。因为不管是哪一类资产，整个交易记录都可由任何用户在区块链上一目了然，这使得监管者能够实时获取准确交易数据，而不需要依赖行业的记录。

区块链可用于贸易结算、交易结算，因为区块链可以让交易对手交换付款和资产实时交换，清算、结算瞬间完成，不需要单独的清算结算场所。还有智能合约，自行履约的合约可以消除人为的过程，比如，不需要考虑进行人工或第三方的介入便可进行保证金结算。还有网络安全，因为区块链不受网络攻击威胁，分布式总账技术不存在单一的总账，也无从攻击了。而且可以帮助我们进行监察和执法，数据是不可以改变的，是免疫的，各个机构不可改变，使得欺诈风险大大降低，而且市场监管对于市场的活动有更大的可视性，能够更好监察到一些不正常的交易模型。

其他的金融科技公司我也简单谈一下，衍生工具和其他交易的自动化，金融界一直用电脑进行自动化交易，更高的交易频率、更快的交易速度，主要是为了降低成本、提高利润。但是现在自动化交易的工具非常复杂，特别是对于一种算法式的交易，复杂性越来越高，这影响了我们要监管的市场。电脑已经占了很多投资活动，在不同产品类别和市场，很多是计算机进行交易，比如，在美国的期货市场，自动交易已经占 70% 成交量。这种投资服务更加自动化。比如，一些自动交易顾问通过计算机程序给你提供一些交易的建议，使得不同人群都可以

利用自动化程序交易。很多散户交易增长就是因为计算机的协助。由于计算机更智能、更可预见性，所以公司也开发各种针对复杂的交易算法应用的交易平台、交易软件，包括期货市场、债券市场等等。

这里从 CFTC 角度谈谈这对监管意味着什么。

在美国，没有单一政府部门来管理金融科技公司，所有美国金融监管者都有考虑金融科技发展带来的风险。这等于是一个鸡跟蛋的问题，在还没有一个成功的金融科技应用之前，监管者就要考虑怎样应对，所以监管者要走在前面，应用发生之前就要考虑好。但是监管者也要考虑一些现在并不存在的未来情景，这是监管者的促进。从监管者担心的地方来说，我首先谈谈自动化交易和算法交易，然后讲区块链。因为区块链复杂性更高。

首先是自动化交易、算法交易。监管者担心自动化交易可能放大交易风险，比如现金、国库券市场可能互相关联，自动化程序在不同交易系统下可能导致流动性需求一下子流向另一个市场，有可能因此放大风险的价位波动。例如，2014 年 10 月 15 日早上，美国国库券债券和其他相关金融市场出现了异常波动性，大概 15 分钟窗口波动非常大；又如，英镑在今年 10 月 7 日暴跌，跌幅约 6%。实际上触发这种事情的事件还在调查中，但我们知道，算法交易会放大市场对触发事件的应对。CFTC 要求进行网络测试，并出台一些规则规定，避免自动化交易对市场的干扰和扰乱，这可能是未来发展的起点。

再来看区块链。区块链带来不同的市场接入点。现在看到新公司遍地开花，特别是初创公司，都在做金融科技，他们可能对监管要求并不熟悉，因为他本身就是新公司。CFTC 也收到很多与比特币相关的初创公司的申请，如比特币交易平台、比特币交易所、比特币交易衍生工具。今年 5 月 CFTC 正式批准一个交易所为比特币交易提供交易平台，等于是比特币掉期平台。今年 9 月 Tera exchange 因没有办法执行比特币交易规则，可能面临处罚，因为他的比特币期货和衍生工具没有执行

规则。CFTC 对一些没按法规执行的新公司作了新的处罚，去年 9 月 CFTC 对 Tera exchange 进行了处罚，因为没有在干扰性交易当中执行规则。这些交易所需要执行我们的某一种干预性交易管理机制，比如一些预先安排的交易或者不法的交易。今年 6 月，一家香港的交易所 bitfinex 也被我们处罚了，原因是这个交易平台没有注册，没有向 CFTC 报备，便让客户在平台上进行金融比特币交易。

目前 CFTC 考虑升级现有法规，覆盖未来分布式总账技术应用。比如 CFTC 正考虑更新要求，要求记录的规则 1.31。1.31 条是要求记录必须要以电子形式进行存储，电子存储可以有技术上的中立性，有更好的记录。新的规则可能要等几年才能正式推出，但金融科技区块链正蓬勃发展，我们也不断去监管比特币和加密货币。

我们讲到比特币，关键要考虑怎么定义比特币。我们主要从执法的角度，而不是考虑立法。在执法行动中，我们把比特币归为加密货币，把所有衍生交易工具视为商品，虽然是加密货币，但属于 CFTC 管辖范围。这与其他地区比特币定义不同，很多时候这些地区把比特币当成货币而非商品。不同国家的监管者可能要更加密切交流比特币的定义和分类，从而达成一致。

响应行业呼声，提供最清晰的指引。我们收到不同的信函申请要求 CFTC 提出指引，即什么才叫实际的交割。对于以比特币计价的交易，实际交割即在顾客账户上出现购买比特币的记录就考虑或视为交割。我们也在自我教育，要更好地掌握金融科技公司在行业中的方向，同时，作为监管者要同其他监管者互相交流学习。我们今年也有一些公开会议讨论区块链技术。我们主席也说，我们这样机构的目标是要确保不妨碍有益的技术发展，同时我们要鼓励技术发展。我们有一些内部工作组，主要是为了考虑金融科技的应用；同时，我们也花了很大努力跟行业进行咨询和沟通。CFTC 一位专员在这方面开展了几次讲座，他也跟业界代表多次见面来考虑一些鼓励金融创新的可能方法。他说我们必须组织一个技术团队，在监管部门内

部形成专家团队，以应对行业发展，考虑新兴技术应用。而且我们应鼓励金融科技公司主动跟监管者合作讨论，而不需要担心总遭处罚。监管者参与到金融科技公司概念验证的过程中，就可以解决之前讲的先有鸡还是先有蛋的问题。监管者如何监管一个尚未出现的应用？就是主动参与概念验证。他建议形成一个专门的 CFTC 内部团队来帮助这些公司处理各种监管要求。CFTC 也要考虑帮助金融科技公司解决各种部门监管的要求。

我最后一个观点，即国际协调。对于 CFTC 来说，我们积极与国际组织机构进行合作，比如国际证监会组织 IOSCO、CPMI。我们开始形成这样一个国际智库，来探讨如何设定国际标准。此外，我们积极参与了 IOSCO、CPMI 的专项活动，对分项总账技术进行研讨。我们想知道，除了 CFTC，海外同行们在寻求监管解决方案时有哪些思路。所以我们积极与这些国际组织合作，探讨如何解决这个问题。

下面我总结一下。

当我们遇到区块链、自动化交易这种新兴技术时，不要采取扼杀的态度，而要采取观望的态度促进创新。要对未来创新持开放态度，同时在监管体制中要确保这样的体制是有利于创新、是鼓励创新的。我们也要认识到，在创新的同时，我们需要维持市场稳定。所以，如何防止欺诈、防止市场过度波动，也是我们需要考虑的。

对于 CFTC 或其他监管同行来说，Fintech 显然带来了一些新挑战。所以对于区块链，我们要做好积极部署，了解行业对区块链应用的主要需求，然后做好积极的监管部署和准备。我们要了解，这样的监管努力不可能是采取一刀切的模式，因为市场是非常多元化的市场，人们对这些新兴的 Fintech 应用也是各不一样，我们不能希望找到一个一劳永逸的方法来进行监管，我们需要对投资者保护，对他们真正的需求和担心要进行一个平衡。作为监管者，要提供的是一个指引，提供的是一个澄清，让游戏变得更加清晰，让规则变得更加清晰。从这个角度我们才可以做好积极的部署，来迎接新的 Fintech。 (本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅)



圆桌论坛 |

境内交易所高层论坛： 助力供给侧改革 服务实体经济

主持人：



中国期货业协会会长 **王明伟**

讨论嘉宾：



谢玮
上海证券交易所副总经理



王建军
深圳证券交易所总经理



赵胜德
上海期货交易所党委委员、纪委书记



熊军
郑州商品交易所总经理



王凤海
大连商品交易所总经理



胡政
中国金融期货交易所总经理

王明伟：中央在 2015 年 11 月提出供给侧结构性改革，在短期内通过“三去一补一降”五个关键点，实现长期内市场在资源配置中起决定性作用，从而促使供给体系的质量、效率得到更大的提升，使经济水平能够实现更高层次上的平衡。

在供给侧改革的大背景下，证券期货市场 2016 年有哪些发展变化？作为市场的龙头，各家交易所在推进供给侧改革中做了哪些工作？有请深交所的建军总经理分享他的体会。

王建军：这一年来，在证监会领导下，深交所在支持结构性改革上做了很多的工作。

第一，支持更多的 IPO 企业上市，为经济结构的调整增加新鲜的血液。2015 年深交所新增上市公司 130 家，2016 年截至 11 月底是 101 家。

第二，支持上市公司再融资，特别是并购重组。2016 年以来，深圳证券市场已有 433 家公司完成重组，涉及交易额近 6000 亿。

第三，发展固定收益产品，调整、优化企业债务结构。今年以来，深交所新增债券融资 8300 多亿，规模虽比上海小，但平均融资成本降了 57BP，全市场总融资成本下降约 47 亿，在整个市场降成本过程中起到巨大作用。我们特别重视对创新创业的支持，以保持



资本市场和创新创业企业的活力和动力。

除了以上成绩，我们还有很多不足。如调研中发现相当一部分科技包括商业模式已经都很领先的企业，由于条件、节奏等各方面因素，还不能得到资本市场更及时的支持。今后，我们有责任、有义务改进这一现状，把支持结构性调整的工作做得更好。

王明伟：对交易所而言，支持实体经济，改进交易制度，完善交易环境，推出新品种、新工具，积极引导实体企业利用好资本市场，是我们一项重要责任。有请上交所谢副总经理介绍这方面情况。

谢玮：我们考虑供给侧改革时一直关注以下几方面的问题：

第一，增加基础产品，扩大股票发行规模，满足服务实体经济和投资者的需求。

第二，不断推出投资者需要的新产品，如以黄金ETF为投资标的的基金、固定收益类产品以及衍生产品。目前我们只有一个期权品种，希望今后增加一些品种以满足投资者的需求。

第三，改变、优化或创新交易方式。除了现有的竞价撮合和大宗交易等模式，尽快研究、推出一些适应市场交易需求的新型交易方式，将对实体经济起很

大促进作用。

第四，研究推进结算体制改革，提高交易时效和资金周转率，降低交易风险。第五，关注研究其他一些衍生产品及用途（包括互联网等其他用途）。

王明伟：刚才两位老总就证券 Markets 在供给侧结构性改革作用的发挥做了介绍，改革同样影响着我们的期货市场，期货交易所在推进供给侧结构性改革方面做了哪些工作？有请上期所赵胜德书记先做介绍。

赵胜德：近几年期货市场的平稳发展、交易规模的连续增长、产品的增加等都为供给侧改革提供了一定的服务能力。上期所在服务供给侧改革方面也做了一些工作。2016年上期所的成交额达到67万亿，成交量达到14亿手，增长分别是33%和70%多。从目前来看，上期所的14个品种中除个别品种交易相对清淡外，大部分产品的交易都维持稳定、持续的发展态势，其中一些品种和国际市场保持了较高相关性，这些品种的发展对实体企业结构调整起到了很好的推动作用。

具体工作主要集中在以下几个方面：

第一，推动产品创新。上期所致力于研究新品种，如今年证监会要求全面深化原油期货上市准备工作，目前原油期货准备工作进展顺利。我们也在准备其他

新品种，如 20 号标胶。新品种的不断出现会增加期货市场产品种类、丰富期货市场的厚度和弹性。

第二，不断优化和改革交易制度。交易制度方面，夜盘、连续交易、保税交割，有助于推动国内市场和国际市场接轨；保证金制度的优化有利于提高会员和客户的保证金使用效率。

第三，不断创新、完善交割体系。通过改革交割制度、完善交割品牌、优化交割库布局，给实体企业提供便利，使其整体更符合产业结构调整的趋势和布局。截至 10 月底，我们有 81 个交割库、147 个存放点、278 个交割品牌。

第四，加强市场培育工作。今年上期所和协会配合共搞了八期培训，400 多人参加；上期所和会员的联合市场培训全年有 500 多场，上万家企业的 4 万多人参加培训。这些推广会让期货市场更深入人心、更接地气，更好地融进国民经济发展的各个方面。

第五，加强市场监管。交易所是市场组织者也是一线的自律监管机构，要更好地履行市场一线监管职责，让市场更稳定。针对异常交易，2016 年上期所大概有 1358 起异常交易，我们对其中 90 起进行了排查，对其中 14 起进行了立案调查。

总之，希望这个市场更稳定、更好地发展，上期所一直致力于对期货市场的发展做出自己应有的贡献，希望在今后不断完善新产品，不断优化机制、优化规则，更好地服务于供给侧改革、服务于实体企业。

王明伟：接下来请郑商所熊军总经理谈谈在供给侧改革背景下郑商所做了哪些工作？

熊军：近期，受国际政治经济形势复杂多变，汇率、利率波幅加大；国内供给侧改革深度推进，去产能、调结构步伐加快以及政府基建投资加大；市场流动性充裕，资金在不同资产及板块之间流动加快等诸多因素的综合影响，大宗商品现货价格出现了较大波动，期货市场也呈现出一些新特点：

一是市场价格波动频率加快、波幅加大；二是品种交投活跃，成交量放大，换手率提高；三是防范市

场风险压力增大，交易所采取了提高保证金及交易手续费标准、扩大涨跌停板幅度、加强异常交易行为监控、加大违法违规行排查等多项措施，努力保证市场平稳运行。

总体来看，期货市场发现价格、规避风险的基础功能，能够助力国家“三去一降一补”政策的落实。为更好地服务供给侧改革，郑商所主要做了以下工作：

一是不断推进品种创新，研发实体企业和现货市场急需的新品种。

二是不断推进工具创新，研发期权等新型衍生工具，开发综合性业务平台，满足实体企业日益多样化、个性化的风险管理需求。如白糖期权、仓单融资、场外期权。

三是不断完善合约设计、优化制度规则，降低企业风险管理成本，更好地服务产业转型升级。如完善动力煤期货交割质量标准，推出玻璃交割厂库自报现货升贴水，研究新疆棉花中转库转为交割仓库等。

四是加强市场监管，全面贯彻落实“依法、从严、全面监管”理念，加强市场监测、交易监控、风险预警和应急处理系统建设，打击违法违规行为，营造良好市场环境。

五是加大投资者教育和保护力度。引导行业、产业及企业积极参与期货市场，保值避险、稳健发展；加强投资者教育，及时警示风险，引导投资者理性、合规交易。

王明伟：刚才熊总介绍了郑商所今年市场运行的情况，今年大商所一些交易品种也非常活跃，请凤海总谈一谈这方面的情况。

王凤海：中国经济进入新常态，供给侧结构性改革成为国家经济工作中重要的任务。期货市场呈现出一些新特点：一是期货市场交投比较活跃，以大商所为例，1 到 10 月大商所交易量同比增长 50%，年度成交额也增长 49%；二是投资者积极参与市场，截至 10 月末，大商所有效客户数同比增加 9%，产业客户增速为 12%；三是价格波动较大，出现了波幅较大的行情，

尤其是黑色系品种。

对应这三个特点，交易所做了很多工作，比如防止市场过热炒作，防止价格发现功能失去效力。期货市场最主要的功能之一就是发现价格，如果价格信号失真，那就谈不上发挥经济功能，在这方面我们下了很多功夫。

目前，期货市场价格涨幅较大，但按照同标准、同规格来算，期货价格依然呈现贴水状态，基差仍然是正基差。怎么看这种情况？

供给侧结构性改革是我国经济发展到一定阶段必须采取的措施。从市场看，煤焦矿是供给侧结构性改革去产能、去库存的重点，高能耗、高污染的企业聚集。在这个过程中，如短期内供需发生变化，需要平衡。将价格波动和可持续发展相衡量，还是要理性地选择经济可持续发展，还是要坚定不移去产能、去库存。过程中伴随着供求关系的平衡，这是主动的市场再平衡、再协调的过程，过程本身需要时间。反映到市场上，价格变化快而且直接，是很正常的。期货市场的价格由多种因素决定，供需关系、汇率等。首先，我们加大了风险监控力度，避免市场操纵、价格失真。其次，不断推进新品种、新工具的研发，“保险+期货”纳入今年中央1号文件，场外期权试点、铁矿石国际化等也都在研究开展。此外，期权的技术、规则基本准备完毕。

总之，我觉得对这波黑色系品种价格波动要客观、理性看待。

王明伟：刚才五位老总分别从证券市场、商品期货市场分析了目前市场运行状况，也谈了对未来发展趋势的看法。今天有六家交易所，中金所是最特别的，它本身是会员制交易所，其他五位交易所是其股东，同时又是专业的金融期货交易所，上市的品种都是以证券市场产品为基础品的衍生品，金融期货在服务供给侧结构性改革中能发挥什么作用？有请中金所的胡政总谈谈感想和体会。

胡政：供给侧结构性改革必然会带来经济关系的调整、利益关系的调整，这种调整可能会反映在某一商

品价格波动上，可能会反映在金融体系里的风险集聚，可能我们很多的风险表现形式在这样的大背景下都会发生很大改变，因此整个期货界，期货交易所、期货公司、市场服务机构、市场参与者，都要对新变化做好准备。

今年以来，商品期货领域价格的剧烈波动是多种因素造成的，这实际上是一个体现。为供给侧结构性改革，期货界能做的就是要把我们的风险管理工具管好、用好，真正出现风险时，这些工具能起作用，这也是近两年来整个期货界在努力做的事情，我们做了很多尝试，有一些是成功的，有一些不是特别成功，我们要尽快地研究、准备、学习，在供给侧结构性改革导致的利益关系的调整、经济关系调整的过程中更好发挥期货市场的作用。

王明伟：六位老总谈的话题都是非常宏观的，接下来我们谈一点微观的话题：期权。期权是非常重要的衍生品工具，在市场中发挥着资产定价、风险管理的作用，方主席在致辞中也讲到，未来我们会推出更多的期权产品，到目前为止，我们国家的证券市场只上市了一只期权品种——上证50ETF期权，运行了快两年，运行情况怎样？请上交所的谢总介绍一下情况。

谢玮：上交所期权从2015年2月份推出以来，差不多有两年时间，在整个推出的过程中，交易所一直注重产品创新，注重履行市场责任。上证50ETF期权在各交易所之间是第一个拿来做试点的，从防范风险的要求来看，我们的责任很重大，一定要把风险控制可在可接受的范围内。为此，交易所做了很多风险控制和风险防范工作。有时我们开玩笑，已经把全世界各个交易所能用的措施基本上全用上了，防得是够严的。

基本交易情况大致如下，刚开始每天的交易量为几万张、十几万张的水平，持仓量也非常小，主要的交易都是在探索。经过这两年的发展，目前开户数量大概为17、18万。每天的成交量也在稳步增长，多的时候一百多万张，少的时候大约50万张左右。

首先，从整个交易情况来看，如果现货市场波动

较大，期权成交量就相应增加；如果现货市场波动相对较小，期权成交量和参与人数都会下降。刚上市时基本以认购期权为主，目前认沽期权的交易也逐步增长，成交也越来越活跃。最近随着参与人数的增加，认沽的持仓比例已经超过了认购。据此我们分析，市场套保比例在显著增加，期权风险管理功能正在逐步发挥。

第二，从整个期权试点的情况来看，市场认识在不断地提高，市场逐步认识到期权的市场功能和期货有很大区别。有些投资者反映的体会是，以前只有现货市场，只能通过股市上涨才能赚钱和盈利；有了期货，股市下跌，通过做空也能获利；而有了期权，不涨不跌也可以盈利。

此外，期权还增加了整个金融市场风险管理的维度。现货只是交易，供需关系决定价格；期货市场可以进一步发现价格趋势，而期权可以对波动率进行管理。

最后，我们不断努力，把期权试点做好，我们一方面会完善交易机制，另一方面也争取早日推出新品种。

王明伟：刚才谢总介绍了上交所 50ETF 期权的运行情况，总体看来运行状况良好，交易势头上升，交易行为呈多元化趋势。深交所也在做相应的期权上市准备工作，请建军总介绍一下这方面的情况。

王建军：首先祝贺上交所两年 ETF 期权试点运行非常平稳、非常成功，这中间谢总有很大的功劳，谢总是我们这个市场推出股票期权的功臣。

我很羡慕谢总，谢总刚才都是现身说法，对上交所这么大的现货市场来说，衍生品虽然只是一个“细腿”、“短腿”，但深交所还“没腿”、“缺腿”，所以我特别羡慕小加总全产业链、全产品体系的交易所。

深交所的市场规模、现货交易量排在全球第三，非常靠前。我们今年的股票融资额全球第二，但衍生品是空白，所以我要特别感谢上交所前期 ETF 期权运行过程中非常平稳，为我们扩大试点做了很好的探索，对深交所推出 ETF 期权提供很大的支持。

当然，深交所搞这种产品并不是为了深交所本身需

要，第一是为支撑深交所多层次市场体系的健全和完善，我们现在这三个板块已经发展到相当的规模，但衍生品完全是缺乏的，不利于现货市场进一步健康发展，特别是最近深港通全球路演，相当多的国际投资者对深圳股票表示了极大兴趣，认为深交所股票高新技术企业比较多，代表了中国新经济的方向。

但要问我们怎么对冲？我们就一时语塞，小加总有很多对冲工具。我们切身感受到一些短板，深交所推 ETF 期权产品也会选标的基础比较大，能够抗操纵、抗内幕交易的 ETF 来做初期的试点，当然，我们这种试点是在已有试点的基础上的扩大试点，上交所是 2015 年 2 月 9 日正式推出，深交所自 2015 年 1 月开始做仿真运行已有 438 天，没有一天有问题，所以我个人判断，扩大试点的基础是基本具备的，希望能早日推出。

王明伟：刚才两位证券交易所的老总提出了他们对推出更多期权产品的期待。我们知道期货市场也在为推出期权产品进行不懈努力，特别是像豆粕、白糖、铜期权的呼声特别高，也请几家交易所分别介绍情况，有请熊总先介绍白糖期权的准备情况。

熊军：期权作为重要的衍生工具，在证券期货市场上发挥着资产定价、风险控制、降低资金成本等作用。

郑商所高度重视期权的研发工作，早在 1995 年即着手开展研究，并于 2012 年成立专门机构，进一步加大期权开发力度。经过多年的理论研究、产品开发和大量的市场推广，目前各项准备工作已经就绪。

一是形成了系统的期权规则体系，对期权交易的全部业务环节进行了规范，并可以与期货规则做好衔接。

二是技术系统达到期权上市要求，集期货、期权交易为一体的交易所端技术系统已于 2014 年 4 月上线。

三是开展多种形式的期权培训和投资者教育，共举办 3 次仿真交易竞赛，支持会员培训企业 1300 多家次，6300 多人次。

下一步，郑商所将持续深化技术业务准备，开展功能优化升级，待试点获批后，郑商所将与市场各方共同努力，确保农产品期权试点顺利推出和平稳运行。

王明伟：凤海总，我在多次场合听到你介绍大商所豆粕期权的准备情况，我想你今天一定不会错过这个机会，一定会隆重推荐你们豆粕期权的准备工作。

王凤海：大商所从2002年开始研发商品期权，并一直致力于期权上市筹备工作，特别是近两年，我们按照证监会的统一部署，加大了期权上市前的筹备力度，着力开展了期权规则完善、技术系统测试、做市商仿真交易、多层次市场培训等工作，各项准备工作已基本就绪。

期权规则完善方面，经过长期的研究对比、谨慎求证、适度创新，坚持“稳健性、可操作性、一致性”原则，在期权交易基本规则、引入做市商、保护投资者利益等方面，制定完成了《豆粕期货期权合约》和其他3部管理办法草案。我们还对已有的8项规则制度进行了修订，涉及交易、结算、行权与履约、风险管理、信息管理等内容，规范了期权交易的全部业务环节。

技术系统测试方面，早在2003年，我们就启动了对现有核心交易系统及外围系统的期权业务需求论证工作，2007年上线的核心交易系统已经前瞻性地具备了期权功能。2012年起连续四次对期权系统进行优化升级，2015年6月最新版技术系统正式上线，在技术系统上具备了上线期权的条件。

做市商仿真交易方面，自2012年5月份开始豆粕期权仿真交易，陆续开展了所内仿真、部分会员仿真和全市场仿真。今年8月，正式面向全体会员开展期权仿真交易演练活动。

多层次市场培训方面，自2012年开始面向会员单位、产业客户、投资者、媒体记者等持续开展相关培育活动。今年以来，大商所共举办各类期权相关市场活动近200场次，培育产业客户万余人，覆盖研发人员2000多人次。

2016年，我们进一步完善了相关规则制度和管理办法、流程，优化设计风险防控方案，推进做市商遴选，持续开展仿真交易，加强市场培育。目前，已做好豆粕期权筹备阶段各项工作，下一步将按照证监会统一安排，争取早日平稳推出豆粕期权。此外，大商所也

在全力推动玉米期权研究，目前玉米期权合约的主要参数已经论证完毕。

王明伟：刚才郑商所、大商所对他们期权产品的推出工作做了详细介绍，上期所也不甘落后，也在做一些准备，请胜德书记做一些介绍。

赵胜德：上期所期权工作的新进展：上期所2002年开始课题研究，搭建人员力量，到2005年时拿出初步方案，2010年到2012年成立专门部门做了各项准备，在技术、交易规则等基本条件完备后，2013年11月19日开始仿真交易，2014年143家会员技术系统联网测试基本完成，2015年开始重点有了做市商制度的研究、技术联网测试等，目前所有准备工作已经基本完成。

2013年开始做仿真交易时，有黄金期货期权和铜期货期权两个品种。期权的推出应该是慎重的、稳妥的，最好的品种应该是跟国际市场关联度比较高的、相对成熟的（比如铜期权）。总体来看，上期所期权的推出准备工作一直持续做，通过不懈的努力也到了准备比较充分的阶段，应该说万事俱备。

王明伟：刚才建军总讲深交所做股票期权的准备工作已经做了438天，这不是纪录，最长的纪录是中金所，中金所已经准备了超过三年，我想三年是不短的时间，胡政总一定有深刻的体会，请他分享这方面的认识。

胡政：我每天都看上证50ETF期权的交易报告，我也每天看我们自己仿真交易的沪深300股指期权的交易报告，就两个字“羡慕”。就像刚才熊军总讲的，中国期货市场已经为期权的推出准备了20多年。中金所沪深300股指期权的仿真交易也开展了三年多，这个问题上我没有更多话可讲，我强调一句王建军总讲的，扩大试点的条件完全具备了。

王明伟：刚才六位老总对证券期货市场在供给侧结构性改革功能作用进行了讨论，就市场运行的情况、期权、金融科技、绿色金融做了分析，感谢六位老总的精彩发言。

（本文根据作者演讲记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 II

境外交易所高层论坛： 发展期货市场 吸引机构投资者入场

主持人：



原中国证监会国际顾问委员会委员 芝加哥期权交易所原董事总经理 **郑学勤**

讨论嘉宾：



Christopher Fix
芝商所董事总经理兼亚太区主管



Gaurang Desai
迪拜黄金与商品交易所首席执行官



Michael Peters
欧洲期货交易所副首席执行官、
执行委员会成员



李小加
香港交易及结算所有限公司集团行政
总裁



黄良颖
新加坡交易所执行副总裁、中国
区主席



滨田隆道
东京商品交易所董事长兼总经理

政治因素对期货市场的影响

郑学勤：最近政治对经济的影响很大，期货市场首先是在价格当中反映政治影响，包括国内供给侧改革、经济改革，国际上的特朗普现象、英国脱欧、意大利公投等。我主要问两个问题，一是这些政治上的动向对明年期货市场的发展和价格的变化会产生什么影响？二是未来一年，期货市场，包括利率、波动性、价格还会受政治方面的哪些影响？

Christopher Fix：波动性会变得非常重要，在未来一定要关注波动性。可以确认，政治对经济影响显著，而交易所可以捕捉这种波动性。特朗普当选当天有 4400

万手交易量，创下了新高，这对期货市场是一个好事，但是作为交易所要考虑的是，要尽量降低全球风险。这 12 个月里，做任何决定一定要找到最好的方法对冲风险，必须要确保不要只说晚上睡不着觉，第二天却突然发现英国脱欧、美国大选事件再次重演。交易所定位是一个服务的场所，我们还是要密切关注世界重大政治事件对全球经济影响，然后提供服务。

郑学勤：期货市场在管理风险方面会起到越来越重要的作用，至少从美国的情况来说是这样。另外，欧洲除了英国脱欧之外，未来还有意大利公投、法国选举，我们请欧洲期货交易所 Michael Peters 谈一谈。

Michael Peters :当看到英国脱欧结果之后,市场有一个调整。我相信其他交易所都会有很大的调整。但有一点,针对市场的快速回落,投资者可能反应比我们想像的要好。交易所其实是提供了一个可持续和稳固的基础设施,让市场能够运作,能应对各种风险,让参与者应用各种风险管理工具。我们应该关注英国脱欧事态未来的发展,现在虽说是脱欧了,但是硬脱还是软脱,还不清楚。再者,英国议会批准脱欧的过程和程序还是未知的,英国法庭对这个决定还未裁决。所有这些都该引起关注,因为会影响市场走势。

郑学勤 :前面两位老总谈到最近价格波动很多是因为政治因素影响,产业政策调整、经济政策调整,引起了一些摩擦。从长远来说,经济决定政治,短期来说,政治影响经济发展,期货只是一个价格,这个价格会受到全球各地政治经济变化的影响,欧洲、美国不确定性较高,而且明确能看到监管趋势在转向。请滨田隆道谈谈。

滨田隆道 :今年英国脱欧、特朗普当选,欧佩克减产,原油、利率、汇率波动巨大,是多事之秋的一年。特别是特朗普的政策还不明朗。目前的金融市场监管体系已经成型,全球都在效仿和跟随,明年要密切关注会不会有一个大改变,对金融市场的影响有哪些。我们也希望日本政府在未来一两年顺利推进一些政策。

郑学勤 :小加总始终很关心东西方之间的冲突和交流,能不能谈谈政治变化对明年期货市场会有什么影响,是不是可以更好地使用期货、衍生品工具来保护我们利益,更好地为产业服务呢?

李小加 :我在这个问题上没有特别清晰的想法。留给别人,他们可能讲国际政治更清晰一些。

黄良颖 :我想大家现在都已经从美国的选举结果震惊中缓过来了。我跟李总意见一样,先不要忙着下结论,现在讲模棱两可的没有意义,未来也不知道怎么样,该变的就会变。有人担心美国加息,比如市场现在做出了一些调整。期货市场要尽量抓住机会,只要有波动就有机会服务市场,我们是从这个角度看的。至少

从新加坡角度来看,从经济学角度来说,我们以前是向美国大量出口,但现在贸易量少了很多,对亚洲来说,现在应该把眼光放在中国,特别是中国的“一带一路”战略正在积极寻求跟海外进行合作。长期来说,我还是比较乐观的,很庆幸我们有期货市场能够管理好短期的不确定性。

Gaurang Desai :现今确实是一个多事之秋,这一点毋庸置疑。各位老总对美国大选、对欧佩克的这些变化发表了看法。我也认为2016年是多事的一年,简单来说,我非常同意刚才新加坡老总所讲的,期货市场能够帮助我们开展保值、缓冲政治因素带来的风险。与此同时,我们相信不管发生什么变化,期货行业肯定也会力争为自己保障最好的发展空间。

机构投资者对期货市场的意义

郑学勤 :风险管理工具在国外其实很重要。特别是特朗普当选那几天,道琼斯先跌后涨,如果没有套期保值工具,就会任人宰割。期货市场本身也有风险,国内最近的反复波动,是不是说明投机流动性太强?就全世界来看,亚洲是一个流动性很低的地方,但在比较成熟的市场,流动性就比较平稳,即使政治变化,市场也都会融化吸收进去。不会像国内这样,黑色金属、棉花突然上涨到天,突然之间跌到地,这就是流动性平衡问题。国内市场尽管发展很快,但产业客户、机构客户在期货市场当中占的比例很小。我们想请各位讲一讲,在自己各国的市场中怎么样吸引机构客户,怎么样使用机构客户来平稳市场,怎么样真正让市场为产业客户、国民经济发挥作用,小加总,这个问题请你谈谈。

李小加 :大宗商品期货中的风险是三个完全不同层面的问题。第一,货物的信用风险。仓储里的货物是不是真的可信,只有可信的货才能变成仓单,才能变成比较容易交易的媒介,才能交易。比如,要把煤变成单据,变成电子化电子数据。这样,仓单的安全和资信是一个信用层面的问题,有没有东西在那儿,是不是真的有货,交货的人有没有钱,钱能不能到位,这是第一层次的风险。

第二层次的风险是价格风险。大家利用期货市场主要是解决价格风险。

第三层次的风险是流动性风险。货从长江上游运到下游要有水，这个水从哪里来，这就是流动性。境外最大的不同在于期货市场是一个机构市场，大家到这儿来是进行大宗商品交易的，关心的是价格风险和货物资信的风险，同时也希望有一定的流动性来支撑，所以就有贸易融资、各类的金融产品。

境外交易所最羡慕内地期货交易所的流动性，中国的流动性为大宗商品市场提供了良好的环境，钱很容易变成支撑大宗商品交易中的血液和润滑剂，货物交易起来就非常方便。由于国内多是散户，意味着水多，可以把货物从上游带到下游，使得大宗商品交易变得容易。但是，长江随时有可能发大水，因为老百姓钱太多，又是资产荒年代，意味着只要给他一点机会，就能把水引流到长江来进行大宗商品交易。我觉得中国证监会真的很难，又要管水，又要支持大宗商品交易，又要管仓储的资信，这三个比起来，肯定管水最重要。因为其他交易顶多慢一点、差一点、服务实体经济暂时不是那么有效，长江的水泛滥了可不行。我不羡慕我们交易所同仁天天管水，在一刻丝毫不能放松的情况下，别的也管不了，比较难了。

郑学勤：如果长江水太多了，你要挖河道，挖河道最重要的办法就是把机构投资者引进来，造成跟投机抗衡的实力。这是我个人意见。

李小加：回应一句话，从来没有人反对把机构投资者请进来，你能把老百姓赶出去吗？赶不出去的。

郑学勤：是的。我问一下 Michael Peters，机构投资者他们入市的动机是什么，如何在机构投资者和散户之间取得平衡？

Michael Peters：从我们的角度看，第一，德国市场的开放可以追溯到 25 年之前；第二，法律框架很重要，就管理衍生品来说，如果你没有相配套的法规机制，衍生品发展是有风险的；第三，政治框架、法律框架及监管框架，最重要的职责是要规范衍生品的发展，他们之间应该是彼此互相服务的。

2018 年，我们将会看到一系列配套基础设施会变得更好，比如说价格执行方面的管理。此外，对于机构投资者来说，他们的兴趣可能会发生转移，可能会对一些场外产品比如掉期合约增加兴趣。我们要意识到这种兴趣的转变，为他们提供一些辅助，让他们可以更好地涉足到场外衍生品市场。

郑学勤：中国很多企业一开始进入期货市场时，都是冲着套期保值来的，但是进来后，发现通过杠杆可以赚到快钱，慢慢地，用杠杆来赚快钱反而成为主要目的了。在美国会这样吗？

Michael Peters：没有，他们还是把期货当成一个套保的工具，当然套保的过程中肯定是有风险的，他们也能够做好准备来承担这些风险。欧洲有散户，美国那些散户来自不同的国家，可能是黎巴嫩的，也可能是韩国的，但是不管从哪里来，基本上我们市场对他们都是开放的。

郑学勤：市场为机构投资者提供更多的工具来满足需求。我们请 Christopher Fix 讲讲期货市场中人们如何利用不同的工具来做衍生品交易？

Christopher Fix：我同意刚才 Michael Peters 说的观点，既有客户本身的因素，也有外部的因素。中国老总们讲到期权时，认为相当于上一个保险，我也非常同意。就好像燃油，很多航空公司都买认沽期权。所以当价格跌时，航空公司可以省钱，期权可以缓解价格暴跌给公司造成的巨亏。在欧洲市场，一到大选日都会有期权持仓，可以在市场激烈的时候平缓变化。中国监管者、交易所都意识到这一点了，价差交易、美式期权都可以用来应对价格极端波动的情况，最终就会对实体经济有利。

郑学勤：都说新加坡这么小一个城市国家，不需要飞机和汽车，但是航空公司就不错，从市值来看，新加坡交易所排名也比较靠前。那么你们是怎么吸引机构投资者利用交易所为产业服务的？

黄良颖：郑总说的很对，新加坡是一个很小的经济体，一定要在周边进行发展。新加坡是服务全世界的，只要你利用我们的市场，不管在不在新加坡都可以。新



加坡、香港，我们两个国际金融中心身处亚洲，都可以做金融交易，但是这个交易可能跟新加坡、香港都没有关系。新加坡交易所打造了股票业务和衍生品业务，今天也有一些大宗商品衍生品业务了，这些衍生工具的基础标的都在邻国，只是在新加坡市场交易，他们利用我们这个平台在亚洲进行交易。

郑学勤：迪拜情况怎么样，迪拜怎么样使用交易所来服务产业、商业？

Gaurang Desai：迪拜是最年轻的市场，是一个新兴经济体。迪拜的交易所是世界上最年轻的衍生品交易所，我们有这样的优势，可以从最好的市场学习知识，我们有后发优势，要做好风险管理，从开始就要自我管理、自我监管。在迪拜、阿联酋、中东，我们跟监管者也是合作关系，不是对抗的关系，我们跟监管者一起建立起国际监管框架，每个投资者都感到安全放心，这个市场的设计是能够考虑好风险管理的方方面面，这种风险管理的系统都是围绕着这些核心理念的。

我认为要展望未来，一定要尽量利用多方的最佳实践，而且要有前瞻性的思维，一定要看到未来20、30年，这方面中国领导者特别擅长。过去5、6年中，我们也在跟中国的机构进行合作，像中国银行、工商银行都是我

们的合作伙伴。我们也是最早跟上海黄金交易所签订协议的国外交易所，也在不断学习、不断接纳最新的做法。

郑学勤：机构投资者占比有多少？多少是机构、多少是散户？

Christopher Fix：我们散户不多，70%至75%交易都是金融机构、商业机构。

Gaurang Desai：我们的市场很不一样，基本上比较平衡，机构、散户、中小企业都比较均匀，市场的流动性主要依赖散户、中小企业，目前银行、机构参与度也提高了。新的交易所都是从散户开始的，都是以散户为本。

Michael Peters：目前我们交易所包括自营业务和顾客业务，顾客业务有不同的产品，这个可能是30%至45%。我们基本上以散户为主。

李小加：应该7:3开。

黄良颖：80%至90%吧。

郑学勤：东京商品交易所在努力地吸引养老金，能否介绍下相关情况？

滨田隆道：我们还在讨论用什么方式引入机构投资者，包括JPI日本政府养老金投资机构。日本养老金规模有130至140兆日元，是世界规模最大的养老金之一了，现在主要是做股票和期权投资。

对中国期货市场的建议

郑学勤：大家对中国市场都很有兴趣，对中国市场都有深入研究，各位对中国期货市场和交易有什么建议？中国市场在未来要改善的地方有哪些？中国市场有哪些做的比较好，哪些可以做的更好，我建议大家先不要讲监管。小加总，如果说今天你来当大商所总经理，黑色金属、棉花一天冲到顶，一天跌到地，你有什么建议、可以做什么改进？

李小加：咱们中国人是最不喜欢别人给我们建议的，自己把它想出来最好，但是今天就假设建议一下。期货界是以服务实体经济为主的，我们证券和其他金融市场，现实是以散户为主的市场，这个市场既是我们期货界最大的福音，全世界期货界都羡慕咱们，没有任何一个地方期货界有这么大的流动性，同时也是我们期货界最大的困扰，或者说是我们期货监管者最大的困扰。因为水多，大家都可以接到水，好的时候就很好，但是水管不好的时候就要泛滥，在不允许泛滥的情况下，治水就很有可能到最后治到期货市场本身。应该有很好的期货产品或者流动性能够接入市场、服务实体经济，这样期货市场才能真正发展起来。若不把水治好，一旦发大水后，发一次水，十年以内大家什么都干不了，所以一定要把水治好。但是治好水的过程中，如何把能有的水、应该放出来的水放到实体经济中去，让水不能乱流，但是又有足够的水流到长江里来，确实不容易。

Christopher Fix：我觉得市场之间是互相学习的，中国的期货市场确实令人注目。我们自己的监管机构也会像其他国家的监管机构学习，看别人是怎么监管的。比如，对芝加哥商业交易所来说，持仓量是一个很重要的指标，我们会关注持仓量、市场发展的潜力及市场波动的具体情况。最重要一点，要从中国市场里面去看，关注他们的激励机制是什么，他们的市场变化是什么，怎样可以有更大的持仓量，怎样有更健全的市场发展。中国市场的投资者喜欢怎么样去交易，这种交易偏好，其实对世界来说也是有借鉴意义的。

郑学勤：中国的具体情况只有中国人自己最了解，

小加总认为工具出了毛病，就不能把工具收回来，应该教大家怎么更好地使用工具。Christopher Fix 认为市场的健康与否，持仓量多少是一个非常重要的指标。Michael Peters 怎么看？

Michael Peters：我觉得衍生品交易确实有赖于一定的流动性监控才能实现。因为现在市场也是呈现多元化发展的趋势，既有机构客户和散户，也有交易所自营，这些令我们的市场更加多元化，也是市场发展所必要的动力。我认为重点是要把握一个度，这个度就在于如何吸引机构投资者进入这个市场。但与此同时，我们又不希望他们一窝蜂式的进来，希望他们能够理智地进入，包括进入场内和场外市场，这是一个把握水、把握流动性的度的问题，我们必须了解这些机构投资者被吸引进场的动机是什么。

郑学勤：资本市场规模大了以后，多样性非常重要，流动性来自不同的渠道。中国国内经常追逐热点，趋同性高，高频交易、私募、CTA 热起来后，大家都朝一个方向挤，常常把价格拉到一个顶位，或打到一个低位。其他三位需要补充吗？

滨田隆道：中国市场有自己的特色，一家国际化企业如果要做外盘交易，可能还是会到港交所去操作。中国市场区别于国际市场，我们希望未来中国市场能够更加国际化。昨天我刚刚和贸易部签订了一个谅解备忘录，我希望通过合作进一步推进中国市场的国际化，因为通过国际合作可以建立更好的做法，包括市场的仲裁及其他的做法。

郑学勤：监管者有时候太小心，期货市场是带杠杆的，有时候确实会造成更大的伤害。如果让更多的参与者进入期权市场，暴露不同目的、不同动机、不同盈利方向、不同的使用用途，反而使得市场更容易取得平衡。种种原因，可能使得真正需要这个市场的人没有把需求和诉求带进市场，进而使得投机一方的力量显得过大。其实对于中国这么大的经济体，这些投机者或许掀不起这么大的浪，也许市场结构就应该做一些调整。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）



圆桌论坛 III

期货经营机构高层论坛： 期货经营机构发展和创新的机遇与挑战

主持人：



新湖期货有限公司董事长 马文胜

讨论嘉宾：



张皓
中信期货有限公司董事长



Bill Herder
美国期货业协会亚太区主管



Duncan Webb
高盛(亚洲)亚洲期货销售交易
团队执行董事



陈方
鲁证期货股份有限公司董事长



罗旭峰
南华期货股份有限公司总经理



施建军
永安期货股份有限公司总经理

马文胜：随着最近几年的发展，期货经营机构作为市场的主力军，在商业模式与服务模式方面有了很多创新，得到了市场认可。今天，我们来讨论期货经营机构的发展和创新中的机遇与挑战。

先问一下永安期货的施总，我们的理解你们更像是期货行业、期货市场中的投资银行，请施总介绍利用创新业务为实体经济服务的经验，以及在为实体经济服务中如何使服务更加升级？

施建军：期货市场服务实体经济是永恒的话题，期货金融机构在这方面做了很多尝试，这两三年的变化很大，至少体现在三个方面：

第一，期货公司都成立了风险管理子公司，搞这么多年的期货公司，我的体会是，现在才有点像期货公司的味道。我们学的是美国体系，原来是FCM佣金商，期货公司创立了风险管理子公司，风险管理平台为实体经济服务打开了很多空间，全世界这些体制也是少有的，对中国的市场来说是很需要的，也很有前景。

第二，期货市场工具的应用除了场内期货服务实体经济，还有互换、场外期权、远期报价，四个工具的应用，我们比以往任何时候更加得心应手。如远期报价，可通过风险子公司报价；交易所没有期权，可通过期货复制期权。

第三，有了平台和工具后，衍生出很多，如期货加

保险、远期加保险、期权加保险，又如仓单服务，这里就有资金服务。

第四，品种成熟程度不一，有的品种在中国比较成熟，而不太成熟的就是我们风险管理公司更大的发展空间。我们在服务实体经济方面创造了很多案例，我是中期协商品委员会、交易商委员会的主任，也征集了很多的案例，最近报纸上也有很多报道。我想这条路走下去，路会越走越宽。

马文胜：刚才施总讲到期货公司可通过子公司更直接地与企业对接，效率大大提升，同时也引发出很多商业模式创新。

第二个问题我想问南华期货的罗总，南华是另一种类型的代表企业，南华期货更加注重平台运作，全业务链条不仅仅体现在期货市场全业务链条，也延伸到了公募基金，特别是罗总的战略，海外已经搭建成集团性的衍生品的服务商，南华期货向平台型控股企业迈进，请罗总谈谈发展体会。

罗旭峰：中国的期货公司属于边缘金融体，多年来非常不易。过去二十多年发展历史可总结为三个阶段：一是探索期，法规体系各个方面不是很完整；二是积累期，2000年初进入积累期，企业原始本金的积累都有了一定的家底；三是发展期，希望有一些超常规的发展思路，除了建军总讲的，我们在风险管理业务方面的深度探索外，在资产管理业务条线、未来经纪业务平台打造方面要有一些新思考。

这些年，我们在拓宽公司本土经营的外延方面做了很多尝试和努力，尽管期货经纪公司是金融机构最弱小的一类，我们仍希望能在中国经济建设发展的大潮中分一杯羹，实现期货人的金融梦。我们是有梦想、有情怀的，这是基本的思维。

南华期货还在路上，在境内我们迈出了第一步，风险管理业务、资产管理业务获得进入门槛。希望在未来能有更大空间，变成一家真正的金融服务集团性企业。在海外业务中，香港横华国际做了很好的尝试，目前我们在香港有证券期货外汇资产管理，甚至还介入小额贷

款、商贸、财富管理。我们在开曼群岛注册了SPC公司，可以通过SPC公司在海外发公募基金产品，进入美国业务板块。美国也是集团的架构，我们有南华美国公司、芝加哥投资学院。另外还拿到CPO牌照，希望在未来商品资产管理方面也能有所推进。

每个国家、地区的法规体系都非常不同，要敬畏、尊重当地习惯，以当地金融机构的角色和投资者的身份换位思考。希望中国期货人、期货公司在未来发展过程中百花齐放，真正让整个板块变成风险管理的国家队。

马文胜：永安期货、南华期货代表了期货经营机构的两种类型，中信期货应该是第三种类型。中信期货有着强大的金融机构股东背景，广大的渠道和人才吸引力，构建了整个公司的核心竞争力，对比券商业务，我们如何考虑发展期货公司的定位和经营模式？

张皓：我从业务结构角度谈一些个人看法。

金融行业的大趋势之一是综合金融服务。作为证监会监管的细分子行业之一，在证监会允许的新业务中，很多期货同行都在积极探索，实际效果还没有达到阶段性业务结构的稳定和成熟的状态。

客户业务根据收入类别分为三类，一个是收费类业务，一个是利息类业务，一个是价差类业务，即投资交易类业务。

期货行业收费类业务的传统是期货经纪，现在有资管，还有不少期货同行拿到了公募基金销售牌照，未来会有产品销售收入。这与券商比较接近，券商收费类业务包括经纪、投行、资管、投资顾问，这些收费类业务特点是风险相对较低。对期货行业来讲，在证监会允许的牌照范围内，这些收费类业务的门类应该是逐步在扩大。中国的金融行业本质上是特许性银行业，都是需要牌照的。

期货行业也在探索利息类业务，目前开展的是仓单质押的融资类业务。券商行业，有的年份利息收入占收入比重超过20%，这个结构非常有意义。期货行业，融资类业务工具和规模的可扩展性还有一定局限性。券商融资类业务抵押资产基本都是金融资产，特点是标准化程度比较高、流动性非常好、处置非常便捷。标准仓



单、现货仓单的问题较多，期货行业要积极探索融资类业务、投资交易类业务。

期货公司母体没有自营牌照，可通过子公司和资管业务开展证监会允许的交易类业务。从技术层面来讲，交易能力以及风险管理能力的建设需要加强，经过一定时间的积累是可以达到的。

技术层面来讲，2001 到 2005 年一度到了行业性破产的边缘，2006 年券商行业进行了综合治理，经过五六年的发展，券商在交易类业务尤其是方向性、长时间窗口的资金投入方面有严格的约束。综合治理阶段过后，券商行业的经验和教训值得我们借鉴，收费类业务、利息类业务、价差类业务这些业务门类都需要进一步完善，改善收入结构，避免单一业务收入大幅波动给经营带来较大影响。

马文胜：融资性、交易性业务今后还有很大空间，鲁证期货无论是在香港上市还是子公司的场外业务以及资产管理业务都非常有特色，请陈总谈谈如何构建平台来服务实体经济？

陈方：整个金融界要为实体企业服务，实体经济的好坏，金融服务业是基础。

中国改革开放三十多年，经济高速发展，到目前为止，

由于对基础原材料的需求越来越大，对于进口的依赖度越来越高，我们商品市场现已成为全球最大的市场。但与整个实体经济的需求来比，这个市场的服务能力还有欠缺。和成熟市场比，整个金融对于商品市场的支撑较弱。

总结近一两年实体经济、实体企业的需求，有这三类：

一是价格剧烈波动，特别是近一年来价格剧烈波动，再加上汇率波动的影响，对很多实体企业管理者来讲，传统的管理方式对现在的经营状况很难把握。上个月一民营钢铁企业董事长说今年利润比年初预算增加了 15%，但感觉并不好，这 15% 不知怎么来的，反过来讲，由于这些波动，实体企业对于持续稳定经营的需求非常大。

二是大量中小企业缺少流动资金，资金跨境受限。很多在现货市场碰到对企业不利的情况，如果需要利用期货市场或是其他的衍生品来腾挪，空间小得多，这是资金的问题。

三是随着市场越来越开放，需要对冲的数量越来越多，品种越来越多，跟外面市场联系得越来越多，当单一期货解决不了对冲风险问题时，实体企业对其他衍生金融工具的需求非常迫切，这是需求端。供给端，跟成熟市场比的一个最大差异是整个金融对商品市场的支撑作用，国内商品领域基本还是期货公司为主，这一两年

公募基金、券商又进来，品种上非常有限，贵金属为主，其他商品涉及得非常少；而境外则非常不同，商业银行、投资银行、大宗商品交易商有完整体系，他们对现货的介入比我们更深入，这一点有很大空间。

平台本身来讲，在省政府的引导和支持下，我们也参与到现货市场里，参与到省里大宗商品，包括商品市场结算等业务。我们的目标是从现货领域入手，慢慢为企业提供无论现货还是衍生品方面的帮助。

马文胜：四家公司找到了各自发展有特色的经营模式，下面有请 Bill Herder 谈一谈这三年美国的发展。

Bill Herder：我们是全球化市场，唯一有美国特色的就是监管环境，近三年，美国期货公司经历了洗牌过程，大的有实力的期货公司找到自己的发展路径，存活了下来；小的、没有办法融入全球化竞争中的期货公司就被淘汰了。大的期货公司和一些大银行展开了合作，他们在产品供应和其他业务的发展上都会做得更加多元化、更加丰富。

现在的趋势还在持续酝酿和发酵中，大得做得更大，资源都集中在小部分期货公司手上。期货公司的发展经过了一百多年历史，进程比较乏味，不是任何时候都能看到很大变化。从监管角度，一开始可能有段时间，我们关注场外交易的监管，现在场外交易已不是问题，焦点在掉期交易的监管。对于监管来说，市场总在变，如清算、结算怎样去监管，我们在美国也不断地摸索。只能说大的趋势是资源集中在小部分期货公司手上，仔细去看也能发现一些工作的重点发生了变化，所以监管重点也相应发生变化。如利息变化时，对于行业会带来一些影响，其实整个大金融行业很多因素息息相关。又如川普当选可能对有些行业利好，民主党更关注接下来对监管是否会带来不太利好的转变，这些因素都是交织在一起的，要综合看待这些变化。

马文胜：最近中国市场价格波动和流动性成为大家的关注点，请 Duncan Webb 介绍国际市场经验，国际市场的流动性变化及对期货市场的影响。

Duncan Webb：要回答这个问题，必须要说明流动性和波动性是长久之不衰的两个话题，总能上媒体头条。

从根本问题说起，怎么定义市场波动性？澳大利亚有一个人这样说，市场波动性分为良性波动和恶性波动，良性波动是正常的市场价格变化，有利于市场达到平衡。这里需要量化，什么样的波动是良性波动，在量化过程中要做得非常仔细。现在加上电子交易后，波动性变得更加激烈，我们如何来衡量电子交易对波动性带来的影响？这也是需要考虑量化的。

关于市场流动性，如果流动性发生变化，我们要看投资者进入市场的动机，哪些因素发生了变化，通常这些因素发生变化才会导致市场流动性变化。比如，更多机构投资者的投资行为发生变化时，我们就要看具体投资行为，哪些东西发生了变化，背后原因是什么？高盛最近做了一个调研，在报告中提到在市场变化非常剧烈时，需要看到如何能维护金融市场稳定，而金融市场的稳定和杠杆有效合理的应用是密不可分的，过度浪费杠杆就会导致金融市场不稳定。

据我观察和研究，当有很好的金融市场秩序时，通常市场流动性可以得到保障。德国和英国主要的商品交易市场都非常稳定，主要得益于监管方面采取的非常稳定的政策和措施，所以我认为一个合约究竟能否成功，取决于很多因素，这涉及到宽度和深度，需要弄清楚背后都有哪些因素。

举个例子，2013 年 4 月欧交所推出十年法国国库券期货，刚开始有一些批评，说法国银行认为十年法国国债期货会提高流动性，提高美国国库券期货、国库债券的流动性。现在这个合约已非常成熟，2016 年有 1650 万手交易量，国库券合约透明性也得到了提高。

交易所也在争取份额，推出不同产品，包括欧交所推出相应的产品，对这种合约的架构稍有不同。金融期货还在不断发展中，进入这个市场容易了，量化交易也在增加，对我们挂牌产品的需求也在增加。

马文胜：最后一个问题，请每位讲讲对行业发展、市场发展的建议。有请罗总。

罗旭峰：最近这段时间，无论是房地产还是商品市场，我相信整个市场财富积累已经到了一定阶段，在这种情况下，走出去、引进来都很重要，我们要成为全球

化市场中重要的一份子，中国投资者可以在全球市场范围内配置资产，同时海外投资者也需要加入到中国市场的国际化大潮中，建议在 QFII 和 QDII 市场走出去、引进来方面给金融机构、期货经营机构更大的空间，让国内的期货公司拿到 QDII 额度和资质，同时，也让我们驻港，在海外期货公司的子公司获得 QFII 和 RQFII 的额度和资格，让更多经营机构和投资者参与国际化，让我们可以更好地为投资者服务。

张皓：第一，在近两年来加强监管，且监管措施、监管制度取得明显成效的背景下，明年是否可以加快市场本身的建设，加快推出关系到国计民生重要品种的步伐。

第二，期货市场在海外市场是机构投资者参与度非常高的市场，希望交易所能在交易制度和技术层面的设计上做一些优化，以拓宽机构投资者参与期货交易的广度和深度。

陈方：刚才罗总讲 QFII 资格要给，这个非常必要，我们通过这个资格能给企业做很多事情。

第一，建议监管部门尽快放开期货公司资管的投资标的可涉及到商品现货。借此我们可以为实体企业设计出更多企业需求的产品化服务。

第二，融资业务。如果期货公司能像券商那样做的话，我们就能更好地为中小微企业服务。

施建军：第一，给交易所市场主体地位，加强监管和市场化不矛盾，证监会要加强对市场主体的监管，同时给市场主体活力。加强监管是对的，从严监管、依法监管，无论哪一个国家都要加强监管，加强监管和市场化之间的关系。

第二，国际化的问题，全球来看，中国的机会最好。商品而言，每个大宗商品都是全世界的，生产第一位，消费第一位或是进口第一位，只有傻子才不抓住这个机会。今天方主席讲了推进期货市场的国际化，沪港通、深港通都通了，大宗商品又没关税、又没配额，又是国际化，股票都可以沪港通、深港通，铜有什么不好通？

Bill Herder：一方面，作为外界，在中国交易希望有一个活跃的期货市场，一定要有一套规则、法规监管、

最佳的实践、与国际接轨，让我们能放心风险是得到良好管控的。另一方面，对于国际化和国内发展来说，关键是要有市场主体的多样化，要允许机构更便利、更好地在期货市场交易，这不光会增加参与者、增加交易规模，也能起到稳定市场的作用，我们不会像有人进来吹起一个泡沫推高价格，而是机构和散户天然对冲，这样市场就稳定了。其中，期货公司扮演着关键的角色，任何的期货市场，期货公司都很重要，一定要听他们的声音。期货公司是主体，他们来推动这个事情，成为推动市场的力量。我建议要有耐心，不能一蹴而就。

不断按照现在正确的方向持续努力，中国的大宗商品非常有前景，一定要有独特的产品来迎合大家的需求。

Duncan Webb：我比较同意 Bill Herder 的观点。这些年，我们看到了市场自由化的一些努力，从开始到现在，我们在行使方面和很多具体细节方面都发生了很多变化，监管更清晰了，更清晰游戏规则的设定也使得投资者更加明确，知道他们参与的市场是什么样的市场；与此同时，市场准入也变得更加容易。所以，在这些领域中，衍生品市场发展得非常好，在 2017 年第二季度时，我们会看到更加清晰的利好变化。对于投资者来说，要进入这个市场一定要关注监管风向，以此来作为调整自己投资决定的重要参考依据。我们要把因素综合考量，对于中国期货市场，当我们推出新平台时，我们要看到合约应怎样更好地行使，怎么更好地完成交易，这些程序上的细节都需要我们考虑，这些例子可能仅仅是证明中国期货市场可以怎样发展。全球的投资者都希望有一个市场准入低、透明的、监管有序的市场，希望中国能取得好的成绩。

马文胜：中国期货经营机构已经迎来多元化、特色化、专业化的经营转型之路，今后在交易所、期货经营机构、投资者的关系中，应更加发挥经营机构专业化、特色化、功能化的服务，将交易所标准化的产品，通过期货经营机构个性化产品设计成为琳琅满目的产品，更加贴近市场的需求，祝福中国期货市场在 2017 年更加辉煌。

（本文根据会议记录整理，略有删改，未经本人审阅）

大会掠影



▲12月2日下午，中国期货业协会组织召开“第五届期货与衍生品国际学术论坛”。此次论坛由上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所下属研究院，以及北京航空航天大学共同协办。



▲12月2日下午，在“第五届期货与衍生品国际学术论坛”上，著名期货杂志《Journal of Futures Markets》主编、美国弗吉尼亚大学金融学教授 Robert I. Webb 做了题为“亚太衍生品市场最新理论研究成果和成果”的主题演讲。



▲12月2日下午，在“第五届期货与衍生品国际学术论坛”上，清华大学五道口金融学院教授余剑锋发表了题为“彩票相关的异象——参考点依赖偏好的效应”的主题演讲。



▲12月2日下午，在“第五届期货与衍生品国际学术论坛”上，金融学重点期刊《Quantitative Finance》主编、英国剑桥大学资深教授 Michael A.H. Dempster 发表了题为“金融创新最新发展概况”的主题演讲。



▲12月2日下午，在“第五届期货与衍生品国际学术论坛”上，厦门大学证券研究中心主任郑振龙教授做了题为“期权市场发展瓶颈与思路”的主题演讲。



▲ 12月2日下午,上海浦东发展银行股份有限公司组织召开以“‘外滩12号’同业合作沙龙”为主题的期货资管专场活动。



▲ 12月2日下午,鲁证期货股份有限公司组织召开“第三届中国大宗商品场外衍生品机构合作会议”专场活动。

大会掠影



▲12月2日下午，中国民生银行、芝商所组织召开以“全球服务与金融人生”为主题的CIDF沙龙，此次专场活动由横华国际财富管理有限公司承办，中国期货业协会理事会国际业务委员会为支持单位。



▲ 12月3日下午，中国期货业协会组织召开产融结合与风险管理分论坛。论坛由交通银行、中信期货承办，中国钢铁工业协会为支持单位。



► 12月3日下午，中国期货业协会组织召开金融科技与衍生品市场发展分论坛。论坛由国泰君安期货、兴业银行承办。



▲ 12月3日，中国期货业协会组织召开期货资产管理分论坛。论坛由永安期货、元盛资产管理有限公司承办。

大会掠影



▲ 12月3日下午，中国期货业协会组织召开衍生品发展与国际交流分论坛。论坛由南华期货、民生银行承办。



▲ 12月3日晚上，欧洲期货交易所组织召开以“英国脱欧及其对全球金融市场的影响”为主题的专场活动。



▲ 12月4日上午，上海证券交易所组织召开以“立体化投资时代之期权交易”为主题的专场活动。



▲ 12月4日上午，深圳证券交易所组织召开以“衍生品发展与资本形成”为主题的专场活动。

大会掠影



◀ 12月4日上午，上海期货交易所组织召开以“创新发展服务实体经济”为主题的专场活动。



▲ 12月4日上午，郑州商品交易所、浙商期货有限公司组织召开以“打通期货支农扶贫的‘最后一公里’”为主题的专场活动。



◀12月4日上午，大连商品交易所组织召开以“乙二醇、黄大豆2号合约及创新业务说明会”为主题的专场活动。



◀12月4日上午，中国金融期货交易所组织召开以“经济新常态下的金融期货市场发展”为主题的专场活动。

人民币加入特别提款权 对期货市场发展的机遇与挑战研究

■ 文/杨照东

人民币加入特别提款权的意义与影响

2015年11月30日,国际货币基金组织(IMF)正式宣布,人民币于2016年10月1日加入特别提款权(下称SDR)。SDR的价值将由美元、欧元、人民币、日元、英镑这5种货币所构成的“一篮子货币”的当期汇率确定,所占权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%。

SDR是IMF分配给会员国的一种使用资金的权利和一种国际储备资产,用以弥补会员国官方储备不足,其价值目前由美元、欧元、人民币、日元和英镑组成的一篮子储备货币决定。会员国在发生国际收支逆差

时,可用它向基金组织指定的其他会员国换取外汇,以偿付国际收支逆差或偿还基金组织的贷款,还可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。因为它是国际货币基金组织原有的普通提款权以外的一种补充,所以称为SDR。

人民币加入SDR将对国内经济与金融产生如下影响。

人民币被纳入SDR将使人民币正式成为各国官方储备资产,被各国央行接收,逐渐成为国际上一定程度可自由流通的货币,扩大人民币作为国外储备资产的广度与深度。

人民币国际使用的扩大,将成为国内企业与国际企业进行贸易计价结算币种的选择,国外企业也会在

相关贸易中提高人民币作为结算币种的范围,由于我国对外贸易量占全球的13%,将提高人民币国际结算的地域,使国外企业更关注人民币和中国商品的市场情况。

随着人民币作为结算货币与储备资产的范围越来越大,人民币的市场公信力、权威性与受欢迎程度大大提高,人民币作为结算工具与储备资产将受到各国政府和投资者的欢迎,人民币从长期来看汇率将保持上涨。

在我国经济发生波动时,会对境内外人民币计价的商品和服务价格带来相应的波动,影响到相关经营机构的收支盈亏情况,国内经济波动将对其他国家经济贸易活动产生正面或负面的影响。

人民币国际使用的扩大，将会提高中国商品市场与资本市场的吸引力，作为国际结算货币与储备资产将会吸引大量国外投资资金的进入，带来商品市场与资本市场的繁荣。

此外，还会从增强国内生产者信心与吸引国外投资两方面，提高国内商品的创新力，提高企业的投资水平和利润率，使国内市场和企业的国际竞争力不断提升，国际贸易规模与水平显著提高。

人民币加入 SDR 对期货市场带来的机遇

随着人民币计价的商品贸易和金融服务范围越来越大，国际企业对以人民币计价的商品和金融贸易与投资需求越来越高，当以人民币计价商品和金融的价格波动放大时，相关经营者面临的市场风险会越来越多，中国期货市场对全球经营机构的吸

引力会变得越来越大大，这需要中国期货市场大幅提高开放度，为国外投资者参与国内期货交易创造条件，以解决境外企业和投资者的投机与套期保值需求。

国内外参与主体的放大将会提高国内期货市场的广度与深度，要求国内期货市场开发上市更多的新期货品种，服务人民币定价范围扩大的物理需求；同时，开发出更符合市场新需求的新投资方式，挖掘期货市场服务人民币定价范围扩大的物理深度。

在此基础上，做精做细上市品种，开发符合投资者需要的相关新型交易策略与模式，将会夯实期货市场内涵发展的广度与深度，提高国内期货市场的投资价值与定价价值，满足人民币国际化对期货市场能力建设的需要，助推中国期货市场多元化、立体化与国际化的发展步伐。

随着人民币计价商品的流通地域扩大，国内外企业对国内期货市场利用需求会大幅增加，这要求国内期货市场要与不断发展变化的国际贸易发展趋势相一致，与时俱进创新出符合国际贸易特点和要求的新型期货定价模式与交易模式，拓展服务国内外企业的内涵与外延，提高期货市场服务国内外实体经济的水平 and 能力。

同时，国内外实体经济对国内期货机构的服务需要也越来越大，要求期货市场不仅服务于内部商品生产与流通，还要服务于扩大的境外以人民币定价的商品的生产与流通，服务领域与对象的国际化与多元化会对国内期货机构产生很大的需求，国内期货市场会面临难得的发展机遇，对国内期货机构来说，市场空间会越来越大，服务对象会越来越多，国内期货机构服务实体经济的领域与手段将产生天翻地覆的变化。

国内期货市场会面临更多的国外投资者，投资者的类型会越来越多，这些国外投资者会以政策允许的方式进入国内期货市场，这些投资者包括国外企业、投行、机构投资者及国家基金等机构。这为国内期货市场投资者结构完善提供了机会，要求我国期货市场组织者不断进行制度创新，为国外期货投资者的进入创造条件，建立与国外投资者相适应的制度安排，满足国外投资者的交易需求和风险防范要求，提高国内期货市场投资主体建设的水平与



层次，满足期货市场多元化与国际化的需要。

随着国际投资者主体多样化，全球不同区域的投资者都有参与国内期货市场的需要，需要国内期货交易所深化国内外投资者的服务模式、层次与体系，不断进行服务模式创新、制度规章创新、市场区域与体系创新、投资者保护创新，不断满足国内外参与者的不同需要，同时以国内外投资者需要为出发点，根据市场条件开发出满足其经营需要的新的市场形式与交易方式，满足国内外投资者多样化与国际化经营的需求，开创国内期货市场交易模式与服务模式多样化与国际化发展的广阔空间。

人民币计价和储备需求的提高，使国外一些没有期货市场或期货市场不发达的国家，会越来越多参考我国期货市场的定价功能，加大对我国期货市场的依赖性，对我国期货市场的定价与套保功能服务的需求会越来越大，参与的积极性与热情会越来越高，这将有利于提高国内期货市场国际影响力与辐射范围，为我国期货市场真正走出国门，成长为全球性有影响力的市场创造机遇。

境内期货经纪机构要走出国门到境外开设服务网点，拓展境外市场服务的领域与方式，开发境外投资机构到国内期货市场交易；境内期货交易所要扩展期货服务到境外，建立交易、交割与结算当地设施，使境外投资机构可以方便地参与国内期货服务，使期货市场走出国门，满足境外

经营机构的经营需求，建立服务国外投资者的中国期货海外市场。

国外投资者进入到国内期货市场，以及中国期货市场走出国门将带来国外投资者的参与，将使国内期货市场引入国际要素与信息，国内期货市场发现的将是国际价格，极大提高国内期货市场的价格发现与套期保值能力，大大提高我国期货市场的国际影响力和权威性，提升我国期货市场国际话语权与定价权，使国外投资者以国内期货市场为主要参与和参考目的地，进一步推动中国期货市场的国际辐射能力，带来国内期货市场服务空间和水平的提高。

人民币加入 SDR 对期货市场带来的挑战

目前国内期货市场只有 46 个商品期货品种和 5 个金融期货品种，上市领域狭小，石油、电力、利率等国际市场上需要的绝大部分商品和金融期货品种始终没有上市交易，难以涵盖适合人民币使用范围的有关商品和金融领域，上市品种上市规模小和功能发挥并不全部良好，直接影响在更广领域更高层次上服务人民币计价的商品和金融的能力。

同时，我国的期货市场投资方式和投资工具缺乏，期权、指数期货、波动率指数等投资工具一直缺位，互换、场外期权等投资方式始终没有上市，境内外投资者可以选择的投资工具与投资方式很少，难以满足人民币使用范围扩大产生的境内外投

资者对商品和财富安全增长和避险需要。

国外发达期货市场有着完善的多层次商品市场体系，其中远期市场（场外衍生品市场）是构成整个多层次商品市场体系塔身部分，为连接期货与现货市场搭建了一座稳固而可靠的桥梁。而我国目前还没有真正意义的场外衍生品市场，难以满足人民币使用范围扩大和广大国内外企业和投资者经营发展的需要。

在人民币加入 SDR 后，我国需要完善多层次商品市场体系和建立场外衍生品市场来满足境内外企业和投资者的个性化的交易需求，并使这些交易者依靠期货市场实现场外衍生品的避险需求。

人民币加入 SDR 后期货公司面对更大的境外以人民币定价的商品的生产与流通，服务领域与对象的国际化与多元化对国内期货机构提出很大的挑战，目前国内期货公司国际化服务层次与手段欠缺，国际化服务能力低下，与实体经济国际化旺盛需求相脱节，需要国内期货公司与时俱进，投入人力与财力，设计和开发出适合境内外机构国际化贸易的定价方式与交易手段，不断提高服务实体经济全球化的手段与能力。

人民币国际化将会推动国内期货市场服务范围扩大到国际市场，需要建立跨区域、跨时区的交易系统，以外部会员和投资者为服务对象，开拓境外市场服务网络与体系，建立全球期货市场的服务能力。然而目

前交易所系统建设只具有境内服务能力, 连通范围小, 运算能力不高, 无法为国外投资者提供交易、交割与结算服务, 难以实现境内交易所期货服务在境外的落地与发展, 交易所全球服务能力低下, 无法实现国内期货市场国际影响力的提升。

人民币加入 SDR 对国内期货市场的大力推进, 直接推动力是在开放环境中成长与历练的人才, 然而目前国内期货人才队伍不足以满足期货市场进一步国际化对期货人才的大量需求。期货市场国际化是一个系统的概念, 涉及到多方面市场体系的构建与管理, 需要具有开放视野与国际化思维的期货人才, 而目前来看, 我国能够理解和驾驭国际期货体系的人才, 能够熟悉和掌控国际化期货机构的人才, 能够设计全球领先的、开放的期货市场体系的人才, 能够监管开放、动态的期货市场体系的人才都十分短缺, 这是当前期货市场进一步适应国际化发展面临的主要挑战。

芝加哥、伦敦和法兰克福等目前全球商品和金融定价中心都通过开放实现发展, 这些期货市场形成的价格已成为国际市场的基准价格, 如芝加哥商业交易所 (CME) 会员机构分布在欧洲、亚洲、新兴市场等地区, 实行 24 小时全球交易服务, 全球各地投资者都可以交易其上市品种, 正是由于全球各地投资者都参与交易, 这些期货市场成为世界商品与金融定价中心。

但目前由于政策限制我国期货

市场国外投资者很少参与, 国内期货机构也没有走出国门, 市场影响力与辐射范围只局限于国内, 人民币加入 SDR 后, 难于满足国内外广大实体企业在国际贸易中的避险需求, 难以实现人民币国际化对期货市场提出的新要求。

在人民币加入 SDR 后, 我国期货市场实现国际化发展必将成为一种趋势。目前国务院批准石油期货在上海自由贸易区的上市可以说将打开我国期货市场国际化发展的第一扇门, 境外投资者参与国内期货市场的限制将逐步放开, 境内期货市场走出国门也将与时俱进地前进。这要求我国期货市场加快制定《期货法》, 建立面向期货市场国际化发展的监管体系, 为期货市场发展建立更加安全、稳定、健康的市场运行环境。

对我国期货市场的政策建议

在人民币加入 SDR 后, 我国期货市场应积极推动期货新品种与新工具上市, 加大期货市场品种与工具体系建设, 拓展新的期货领域与工具, 延伸现有期货品种系列与层次, 建立全经济链与产业链的品种体系。通过全方位创新, 完善期货市场品种体系与结构, 拓展期货市场服务境内外实体经济的广度与深度, 满足人民币加入 SDR 后国内经济竞争力提高的需要。

由于国内期货市场缺少机构投资者, 难以形成权威性的价格体系, 为增强我国期货市场定价有效性和权

威性, 人民币加入 SDR 后, 应吸引和帮助境内外各类企业进入国内期货市场, 还应允许境内外投行、基金等机构投资者参与国内期货市场。同时, 制定“中国市场、全球客户”的期货市场国际化发展战略, 探索国外投资者参与国内期货市场的模式, 逐步创造全球客户参与中国期货市场的局面, 提高我国期货市场的国际影响力与权威性, 为人民币国际化下我国经济竞争力提高提供安全保障。

国外发达经济体建立在多层次商品市场体系上, 许多经济实体和金融机构都积极参与场内外衍生品种的交易, 市场经济的资源配置效率已极大化。人民币加入 SDR 后要求我国应加快建立多层次商品市场体系, 满足国内外机构的各类合法交易需求, 助推我国期货市场在更高层次上稳定运行, 这完全符合市场经济运行规律, 有利于提升人民币加入 SDR 后我国期货市场服务国民经济的效率和作用。

目前, 我国期货公司小而散, 没有大型的具有国际竞争力的期货公司, 期货行业集中度低, 国际市场竞争力欠缺。为满足期货行业未来国际化发展的需要, 期货公司与交易所应在提高国际化服务能力上下功夫, 降低交易成本, 创新国际化服务模式, 打造全产业链现代服务体系, 吸引国内外投资者, 提升期货市场服务实体经济的能力和实力, 实现期货行业国际竞争力的跨越发展。^[4]

(作者系郑州商品交易所高级经济师)

广发期货赵桂萍： 凭专业长守望 以细腻润期市

■ 文/特约通讯员 许倩

2016 是广发期货成立满 23 岁的年头，而赵桂萍是这家华南区领先期货公司里资历最老的在职员工，也是几百号广发期货员工心目中的“领头羊”，以及不少行业人士口中“巾帼不让须眉”的代名词。

不同于一般女性，她逻辑性强，敢担当、不畏难；又正如寻常女性，心底里充斥着为人妻、为人母的柔软。在职场上一路紧踩油门的她，偶尔也会感觉疲惫，身处男性高管居多的行业里，她以“拼命三郎”的精神逼自己学习，每天起得比闹钟早，努力让自己的专业涵养逐日

丰满，堪称国内期货行业中少有的“铁娘子”型高管。

自 1995 年加入广发期货，赵桂萍几乎全程参与了公司的风雨历程，从 90 年代期货市场清理整顿到 21 世纪高速发展，她无一落下。特别记忆深刻的是 90 年代期货市场无序所带来的强压，爆仓与违约横行的阴影历历在目，所以她才对如今的幸福现状加倍感恩，也比常人对股指期货被误认为是“坏孩子”而更长时间地感到痛心。

作为期货界的“老人”，赵桂萍心底里无时无刻不期盼着，监管层能

尽早放开对股指期货的限制，将往日市场的流动性还给期货市场。同时，她呼吁，国内期货市场能进一步推出新产品，国际化进程能一步一个脚印地继续前行，而这一切努力都将为期货市场更好地服务实体经济、助力实体企业套期保值做出贡献。

从工科书匠到金融业女老总

从小，赵桂萍就是一个人人艳羡的“学霸”，初中、高中一直保持全校第一，曾被评为市三好学生，因为成绩优异，常被委以重任，包括少先队队长、团支书、学生干部等

等，这些经历后来也成就了她强烈的领导意识与别样的领导风范。

从河南考到广州的华南理工大学时，赵桂萍满腔热血地想要磨练自己的意志，战胜孤独。1982年大一寒假，她故意不回家过年，选择了独自留校。节后开学第一天，当同宿舍女生的妈妈送女儿来上学时，“那一刻，我把她当做自己的亲人，一把抱住舍友妈妈就大哭起来。好像整个假期的孤独和压力都完全释放了。”赵桂萍爽朗地笑着，向笔者说起往事。

本科四年、硕士三年，她学了七年的自动控制学，本来数学成绩就非常好，这段学习经历也进一步加强培养了她严密的逻辑思维，做事果断，层次鲜明，干脆利落而不拖泥带水。

毕业后，赵桂萍留校当了四年讲师。1992年，国内证券市场刚出现几只能交易的股票，赵桂萍机缘巧合到当时广州第一家证券营业部应聘电脑工程师。在广东证券（安信证券前身）工作了一年多，她突然觉得，自己的世界一下子被打开了，资本市场原来是那么地新鲜有趣！

“我在后台做技术支持，看着营业部有很多投资者什么都不懂，拿着一笔钱来买股票，一买就亏。当时中国的股票市场也没有教科书，大家都靠翻译的波浪理论、波特理论、投资技术分析用A4纸复印、传抄着来学习。于是，我边自学外国引进的材料，边自己编写股民讲义——《股票投资ABC》，解释证券系统如何开户、如何交易，琢磨以后写上心得。”除了厘清前台的问

题，赵桂萍对自己的后台工作也非常进取。当时，各个证券营业部还在采取多机房多服务器的模式，赵桂萍专门写了一份关于电脑机房集中管理以节约成本的建议书。

常言道：“不想当领导的员工不是好员工”，曾经的那份讲义和建议书都在后来赵桂萍跳槽至广发银行证券部（广发证券前身）时发挥了不小的作用。“我一没背景二无推荐信，陈博士（陈云贤，时任广发银行证券部总经理、曾任广东省副省长等职）跟我谈了两个小时之后就提供了三个岗位，包括营业部主管、电脑技术部主管和咨询部主管。”喜欢基层，她便选择了营业部。

1993年，赵桂萍担任广发证券广州黄埔大道营业部的总经理，当年就基本实现盈利，并创新形成了一些“扫楼”、“邮递营销宣传页”等客户营销模式，获得业界认可。

1995年，她被委任为广发期货的董事长兼总经理。当年1月1日到新岗位报到时，全国还有十几家交易所，对期货世界懵懂未知的赵桂萍看市场气势红火，正准备好好大干一场。孰不知，“3·27国债期货”事件像是飞来横祸，踌躇满志了整整三个月，她猝不及防，生生被淋了一桶冷水。

随即，国家对期货交易所进行清理整顿，十几家交易所关闭后仅保留3家。刚好在最混乱的时候入场，所面对的困难远远在她意料之外。作为广发期货的法人代表，公司每卷入一场官司，赵桂萍就被通知出庭。“当

年很乱，期货公司忙着追自己在交易所的会员款，有客户穿仓、客户不讲道理的纠纷，经纪人、居间人管理无法可依，我还曾受到各种威胁。”回忆起那些被保卫部护送上下班的日子，赵桂萍仍觉得很不可思议。

“在国家对证期实行分业经营分业管理的背景下，广发期货经历了好几次股份转让与股东变更，公司的现金流收入很低，很难维持正常运作。有时要动员关系好的客户平仓，来保证资金清算。”1997年，赵桂萍办好了广发期货的部分股份转让事务，继而回到广发证券担任经纪业务部总经理，同时兼任广发期货董事长。之后，虽然将更多精力投入证券，但对于期货，她有着割舍不断的“革命”情谊。

国内期货市场经过八年整顿，在1999年实施《期货交易管理暂行条例》。有了规则之后，曾经一时无序的市场开始稳健起步。2002年起，由于对金融期货有了新的预期，广发证券开始逐步回购了广发期货的股份，并最终将其纳入旗下全资子公司。

“90年代，期货市场叫天天不应，叫地地不灵，期货公司到处是官司和问题，估值很低，可以说跌到地板价了。”回想起那段历史，赵桂萍感慨道，“我也算是公司最困难时期的董事长，坚守广发证券集团化战略，为广发证券保住了期货子公司这个火种，没有让它灭掉。”

“冰河期”走来的感恩与思考

在期货冰河期，赵桂萍回到了

广发证券，经历了金融改革的银证分业、证保分业、信证分业的“分业经营分业管理”期，又经历了风险处置证券公司的大时代。

在证券行业高速发展期，她在广发证券负责经纪业务，主持了15次证券公司营业部的托管并购，主办了第一证券、武汉证券、河北证券、长财证券的风险处置；把广发证券营业部从30家扩充到230多家，实现了广发证券营业网点的战略布局；推进经纪业务转型，主抓公司当时332万户的账户清理，利用全流通做大托管市值。任期内，广发证券经纪业务交易量市占率达3.99%，稳居行业前列，托管市值达行业第二。赵桂萍在广发证券曾分管品牌管理，推进公司微博微信号建立，公司在2014胡润品牌价值达62亿。这些经历都为她后来的期货经营积累了丰富经验，她的经营理念是：始终把风险控制摆在第一位，始终把创新作为业务发展的源动力。她信奉要做就做的最好，追求卓越。

几经转折，经历了五年中断期，赵桂萍在2007年又接任广发期货董事长一职。在她的大力推动下，广发期货完成了8次增资计划。公司注册资本从最初的1000万到5521.8万元，2007年10月变更为1.2亿，2009年8月变更为2亿，2010年5月变更为4亿，2011年5月变更为6亿，同年9月变更为11亿，2015年7月增至12亿，同年12月增至13亿。

成立23年以来，广发期货跨

过了最困难的八年“冰河期”，业务规模不断增大，经营收入也逐年稳步上升，客户权益从2003年不足1亿到2015年突破百亿，营业收入也从2003年的1800多万增长到2015年近6.16亿元。业务方面，广发期货的投资咨询业务、资管业务、风险管理业务牌照都是首批拿到，走在行业前列的还有它的国际化布局。广发期货不仅是2006年首批获准赴港设立分支机构的六家期货公司之一，还于2013年成功收购了法国外贸银行旗下期货公司Natixis Commodity Markets Limited，为行业的海外并购提供了宝贵的经验和历史借鉴意义。

有其他期货公司的老总这么评价赵桂萍——“特别包容，能够接受不同意见，即便不同意你的观点，也有理有据地说服你，一旦同意你的观点就拼了命地支持你，从来不计较也不邀功。”

“期货市场能有今天非常不容易，现在真的是迎来了非常好的时光。期货市场一开始就是规范起步的，所以去年的股灾成因指向股指期货，也让我们这些期货老人觉得很伤心。股灾下券商的融资融券业务尚且有不少纠纷，而期货公司的风险管控能力非常强，没出现任何纠纷。”在赵桂萍看来，股指期货的受限对期货行业的打击不亚于“3·27事件”，特别是带来了监管层对期货的思考。

“中国市场中沉下心来了解期货交易机制的人不多，由于不多就容易导致误解和误判，把技术

与其他领域混淆，比如做空是期货的技术术语，但说成做空中国就完全变了味”。她惋惜道，希望股指期货的限制能早日解除，还金融期货的清白。另外，赵桂萍指出，在服务实体经济特别是服务“三农”的能力方面，期货和衍生品有着天然的优势，中央对此也越来越重视，今年的中央一号文也提出创设农产品期货品种、开展农产品期权试点等提法。“希望能够尽早推出新产品，助力期货公司发展。”

近几年来，期货行业进入高速发展时期，期货公司在政策许可的框架下不断创新，其业务形态也从单一经纪迈向多元，在股指期货“面世”后，券商雄厚的资本实力也促使券商系期货公司的利润屡创新高，成为期货市场一枝独秀的队伍。“监管层开始让券商管好自己，去年以来，广发期货也一遍遍地做合规自查，很多券商系期货公司都是如此。”

“期货人一向都是乖孩子”

2015年，广发期货实现期货经纪业务收入达5.54亿元，同比增长36.86%，营业收入约6.16亿元，净利润约1.74亿元。尤其值得一提的是，以量化对冲为特色的广发期货资管团队在过去一年取得了很不错的成绩。截至2015年底，广发期货共有49个资产管理计划在运作，资产管理规模为58.88亿元。2015年内，广发期货资产管理业务实现营业收入0.62亿元，同比增长181.44%。

多年来广发期货稳定、团结、坚韧，利润屡创新高，创新业务做出特色，背后支撑这番华丽的究竟是怎样一支团队？赵桂萍总结说：“我们没有很雄厚的背景，就是一群专业的人在做专业的事儿，多年来都非常稳定、审慎，不受外界的诱惑所困扰，做事情特别执着。期货人一向都是乖孩子，勤勤恳恳，挨点打、吃点苦也是坚持砥砺前行。”

期货公司素来以专业的风控能力而别于其他金融机构，多年来，广发期货坚持控制风险，稳健经营。2015年，广发期货重金聘请了国际知名会计师事务所为公司做内控制度建设，今年，赵桂萍又聘请了国际知名会计师事务所为公司做风控项目，这在期货行业并不多见。按赵桂萍的说法，由于股指期货受限，业务受到一定的影响，而此时更要苦练内功、夯实合规风控基础，以迎接市场新的挑战。2016年，尽管期货市场的营收比2015年整体下降，她还是坚持员工培训，送数十名员工到境外学习，通过外训和内训，使整体人员的业务素质有所提升，向更专业迈进。

对于广发期货的未来，赵桂萍充

满希望，特别是对于期现结合、财富管理和跨境业务方面，抱有特别的期待。“大宗商品在经历过这一轮阵痛期之后，期货行业结合产业风险管理将发挥巨大作用。中国历经20多年的改革开放，培养了一批有财富管理需求的人群，服务产业和财富人群离不开衍生品。”她对记者说，过去十年的快速发展为期货市场培育了一批高净值客户和专业法人户，期货公司的资本实力已不可同日而语，监管也在这几年创新摸索出了一定的经验，期货市场大有可为。

国际业务方面，“我们已具备香港和英国等为客户提供跨境服务的平台，目前英国子公司已经具备全球七大主要交易所的交易或结算席位。在英国公司实现盈亏平衡后，我们计划到美国设办公室。”赵桂萍介绍说，自2013年收购英国公司以来，中资机构及其他机构开户数量不断增长，当中不乏因人民币贬值而需要对冲汇率风险的高净值客户和进出口贸易商，也有因语言、理念和价值观差异而从外资服务机构转来的客户。

另外，她指出，券商系期货公司要想快速发展，实现弯道超车，就

必须借助股东强大的网点优势，对接好证券、财富管理机构，实现大财富管理、大资管时代下的资源共享。

20多年的证券、期货从业经验，会议、决策群里都以男性为主，作为国内期货市场上人们素称的“巾帼女英雄”代表人物之一，赵桂萍深谙，金融机构的女老总要比别人付出得更多一点，不断地学习、过分的忙碌也让她有时忽略了家人，这也让她十分愧疚。正如她所说：“这么多年在金融行业，我一直是紧踩油门。只能很拼，才顶得住这种压力，才持续地感受到动力”。在繁忙工作之余，她出版了专著《投资者教育》（中信出版社2014年版），合作出版了《投资银行与金融工程》，并在专业的报纸刊物上发表了数篇文章，曾获广东省金融学会、广州市金融学会、中国证券业协会等评选的优秀论文奖。

当然，赵桂萍也怀揣梦想。若有一天退休了，她希望能自驾游，游遍全世界，不是走马观花地匆匆掠过，而是到喜欢的地方住上一整年，看遍它春夏秋冬的样子，再寻找下一个地点，花上更多的时间来探究她钟爱的历史和文学。■



赵桂萍

人物档案

赵桂萍，广发期货董事长、广东证券期货业协会副会长、广州市金融业协会副会长、广州市总部经济协会理事会理事；华南理工大学学士、硕士学位，中欧国际工商学院企业管理硕士，并取得芝加哥大学布斯商学院CFET（China Futures Executive Program）结业证，加拿大证券学院CSWP（Chartered Strategic Wealth Professional）资格证。曾任华南理工大学自动化系助教、讲师，广东证券海珠中路营业部电脑部技术员，广发证券广州黄埔大道营业部总经理，广发期货董事长、总经理，广发证券机构管理部总经理、经纪业务总部总经理、总裁助理、副总裁。

对话赵桂萍： 坚守资管初心，打造全球衍生品领航专家

■ 文/特约通讯员 许倩

《中国期货》：广发期货在很多业务条线都走在了行业前列，如投资咨询业务、资管业务、风险管理业务的牌照都是首批拿到。请介绍广发期货经纪、资管等业务规模与发展情况，以及公司收入利润构成的变化。

赵桂萍：我从2007年到广发期货专职做董事长，自2007年至2015年，经纪业务客户权益翻了十倍多，机构投资者权益占比由10%左右增至67%以上。

公司希望打造期货资管的专业品牌。资产管理业务推出两年多来，主动管理规模一直排名行业前列，规模最高峰时达到60多亿，基本没有通道业务，多是主动管理。2015年，资管业务作为最大的新利润增长点，为公司收入做出了很大的贡献，其净收入大概占公司总体净利润的25%。另外，公司提高了资本的运用效率，在董事会支持与股东授权下，近两年配置了一些低风险的一类固收产品，资本金使用对收入的贡献力度增大。

由于2015年7月股指期货受到限制，公司目前的主要收入仍来自经纪业务的佣金收入和交易所返还。



2016年7月推出的新“八条底线”对资管通道业务进行了规范。2016年资管业务的贡献比例减少，所占比例不到去年水平的五分之一。借此机会，我们也呼吁监管层早日放开股指期货的限制，为机构避险和期货资管提供一个良好的发展环境。在资管业务发展阻力较大的情况下，我们仍立足于做自主资管，发展从低风险到高风险全覆盖的绝对收益产品线，满足各类风险管理需求。

《中国期货》：广发期货的自主资管团队一直以来都闻名业内，请介绍公司资管计划的规模、产品的种类以及运作情况。各项资管新规下，公司未来资管业务的发展方向是什么？

赵桂萍：去年股市异常波动以来，监管层对资管业务的监管就在不断加强，从对不同类型资管产品设置更低的杠杆比例限制，到今年7月新规的颁布，再到近期各项配套政策的落地，资管业务的发展空间

也逐步清晰。各项政策的落地主要传达出两个信号：一是杠杆比例要降下来，同时结构化产品设计要有一定程度的风险共担机制，避免将结构化产品做成类借贷业务；二是资产管理业务要回归本质，要注重以资产管理能力为基础的业务，而对于通道业务则提出了更加严格的要求。这样的市场导向与广发期货资产管理业务的发展思路十分吻合。

去年股市异常波动以来，由于股指期货交易受到限制，资管产品杠杆比例被要求大幅降低，广发期货以往规模最大的量化对冲型产品随着原来结构化产品的到期而逐渐收缩，产品的收益也因股指期货交易被严格限制而受到影响。我们从保护投资者利益角度出发，主动减少了这类产品的发行，并寻求转型：一是抓住商品市场逐渐升温的机遇，推广已经具有优秀表现和良好市场影响的趋势CTA产品；二是发起广发期货FOF产品，致力于打造期货公司自主管理FOF产品的标杆；三是积极完善广发期货资产管理业务的产品线。

截至今年10月，广发期货资管规模达到50多亿元，通道业务规模约35亿元（广义范围，涵盖FOF产品中的自主管理产品等）。可能整体业务规模不在行业前列，但我们坚持牢牢守住自主资管的理念，形成了具有期货资管特色的八条产品线，包括量化对冲、期货CTA、FOF、固定收益、股票现货以及多策略产品线等等。未来，我们将在发展已经具有很强市场影响力的量化

对冲和CTA产品的基础上，进一步做大广发期货的FOF品牌，并力求在固定收益类产品等其他产品线上取得成绩，得到市场认可。

我们始终认为，资管业务要回归到业务的本质，这是一项注重资产管理能力的创新业务，通道类业务即便要开展，也一定是按照合规的严格要求来做。

《中国期货》：请详细介绍广发期货风险管理公司的业务种类以及业务开展情况。

赵桂萍：近几年，公司一直在探索风险管理业务，吸取经验教训。起初，广发商贸是想自己做成点事，但不像其他传统期货公司有产业客户或现货商的基础，广发证券是金融背景，真正构成系统性的期现结合架构仍存在不足。从过去三年多的摸索中，我们发现，股东广发证券集团有非常多优质的客户资源，包括上市公司类别的产业客户，所以我们调整了业务思路，紧紧围绕集团，成为大宗商品和衍生品风险管理的综合平台，以及广发证券全方位金融服务体系的重要组成部分。

因此，我们与广发证券战略部建立了紧密的合作联系，主要服务上市公司类的产业客户群体，为其打造全方位金融服务，有些上市公司的合作意愿也非常积极。比如，广发证券的投行部开发一些想上市的企业，其中涉及大宗商品的金融服务，期货公司、商贸公司与证券组成一个团队，为客户提供一揽子解决方案。

目前，广发商贸的主要业务模式包括：仓单服务、基差交易、合作套保、定价服务及其他业务。第一，仓单服务主要以仓单购销、仓单串换、仓单质押与回购，现货一般升贴水贸易为辅；第二，基差交易主要以商品期现套利业务、股指期货期现套利、商品跨期套利为主；第三，合作套保根据客户自身对套保的需要提供相应的服务；第四，定价服务主要以场外期权、互换形式为主；第五，其他业务主要为自主投资相关业务。

《中国期货》：请谈谈您对广发期货在期现结合、财富管理方面的布局。对于风险管理和资产管理之间的关联和可能的业务衔接点，有何创新的想法？

赵桂萍：目前，有一个比较好的迹象是，广发期货风险管理子公司广发商贸直接去接触一线产业客户，包括上市和非上市公司。发现产业客户有现金流管理的需求后，我们会导入资管部门，为其提供短、中、长周期的资金管理解决方案，包括产品化、个性化的解决方案，目前这块互动非常好。这还取决于产业客户对期货的认识，目前一些企业也在不断认识期货，并吸取期货交易人才，并在结构转型期组建套期保值队伍。

两项创新业务上的衔接点可能更多的是在客户需求导入和提供一揽子解决方案上体现。期货公司的资产管理、财富管理和风险管理业

务应该是没有边界、不可割裂开来的，在服务产业客户时，既要提供包括基差交易等风险管理方案，也要为企业的现金流管理对接资管产品，这就要求期货公司自己要“强身健体”，专业能力要非常突出，产品经理要从期货通道转向满足客户的多项金融服务需求。

《中国期货》：请您介绍广发期货的人员结构、团队构成，以及人才引进和激励机制。

赵桂萍：目前，公司有共计480多名员工，覆盖27个营业部和3个子公司，本部员工440多人，其中本科以上学历占92%，员工平均年龄33.5岁，英国、商贸与香港子公司约40多人。近三年来，公司为原油期货的上市做足准备，不断引进海外归国或有国际从业经历的人员，该部分人员已占本部10%。

公司引进人才的原则是“海纳百川，不拘一格”，人才的专业背景广泛，学历要求985/211名校毕业生，每年欢迎在校生成来公司暑期实习。目前的激励机制包括以下几个方面：一是给员工职业发展上升空间，近年来提拔了许多年轻人为重要岗位管理人才，唯才是用；二是底薪加年底绩效提成；三是管理团队身先士卒，带着基层团队去开发客户，公司扁平化管理，董事长、总经理都带着大家去拓展业务；四是保持业务创新意识，不因政策限制而影响了服务模式的创新步伐，包括与股东证券投行部等合作，共

同为客户提供一揽子金融服务，为产业上下游整合资源，期货公司员工也能从中得到满足和一定的激励，同时提升能力。

另外，从去年开始，公司探索过资管公司，但股权设置与激励计划没考虑到位，后选择探索类公司化的事业部制，赋予其一定权限，包括对独立的考核机制和可支配费用。

《中国期货》：作为支撑期货公司各项业务的核心“智库”，公司的研究团队情况如何？

赵桂萍：广发期货研发中心目前有35人，为公司贡献了许多人才，体现了公司的软实力，多年来打造了一支比较高效和全面的研究队伍，目前也在向服务产业客户转型。其作用包括：一是服务公司的客户，二是打造公司的品牌竞争力，三是培养人才，广州地区许多期货营业部的研究员、负责人都是公司研发中心出身的。

另外，研发中心还提供许多研究报告，为行业的社会形象做出贡献。比如，公司与期货交易所、证监会、行业协会等机构开展课题研究的合作，包括交易所推出新产品、广东早期研究碳排放期货交易与清算所等，公司都参与研究。迄今为止，研发中心已完成课题研究共计10多个，多个研究员荣获证券和期货行业主流媒体、交易所颁发的“最佳分析师”称号，整个研发团队已经连续8年被行业主流媒体评选为“金牌研究所”。

广发期货、香港子公司和英国公司三者之间还建立了跨公司的大宗商品周报，根据有色金属板块一周内的市场波动，及时提供一些策略分析报告，每周定期发布中英文版报告，报告的观点被彭博、华尔街财经新闻媒体广泛采纳引用。

今年年初，广发期货在公开招标中成功中标了英国外交与联邦事务部全球繁荣基金的子项目——中国繁荣基金项目，中标项目的研究主题是中国衍生品市场发展展望与国际市场如何对接，目前研究了数月时间，已完成基本数据搜集和国内外调研走访，正在形成报告，将研发视野做到了国际化阶段。

《中国期货》：您对期货行业扶贫的一些想法和建议，请谈谈广发期货在扶贫方面的工作计划。

赵桂萍：自2009年以来，公司一直在扶贫工作和公益方面做了很多努力，每年都从公司税后利润拿出固定百分比的资金来参与公益。经民政厅合法注册，广发期货联合广发证券、广发信德、广发基金发起设立了“广发证券社会公益基金会”，主要用于扶贫和助教，帮助贫困山区学生接受九年义务教育和高中、大学教育，组建希望小学，设置一些锻炼动手能力和科技发明创造能力的比赛奖项。

近几年，广发期货联合广发证券多次参与国家扶贫战略里广东省级扶贫项目，参加现场扶贫，注重教学功能，比如帮助广东三个贫困

村组建水电站，约定企业经营收入和村民分配比例。最近，公司联合广发证券、广发基金在福建成立教育基金发展基金会，帮助村镇小孩完成小学和初中教育。

我本人也一直在做公益，跟几个同学设立发起了帮助贫困山区农民的基金会，承诺永不分红，帮助农民在网上销售农产品，引进好的种植品种和技术等，也帮助四川医疗基金会的智障儿童、自闭症儿童培养生活能力，帮助广东的大学生完成学业。几乎每个扶贫村，我都亲自去过，参与其中。

期货行业也是社会行业的一员，行业发展多年也算真正地见证了社会财富的聚变和裂变。在期货行业，我们也见证了有些人凭借自己的本事和能力获取了财富，规避了风险，经历了人生百态。在做扶贫的过程中，我们会接触到社会的最底层，知道底层还有那么多人以那样的方式生存着，树立起的这种社会意识驱使你去做公益，无论是期货公司还是个人，赚到的钱都是社会给你的，在金融市场赚取了财富的你是幸运的，在此过程中不忘回馈社会。我们虽然是商业机构，有着增强活力、不断盈利的现实目标，但我们也要有回馈社会的途径和方法，去帮助我们有能力帮助的人。

《中国期货》：请谈谈公司发展过程中遇到的瓶颈，如何顺利度过？对此您有哪些感悟？

赵桂萍：公司层面，主要是人

才流失和严重不足的问题。期货行业是一个非常细分的专业类别，培养周期很长，成长得也很慢，培养一个独当一面的人才可能需要三至五年，不像其他行业。我建议可以上升到行业战略角度来培养人才。随着中国实体经济的顺利转型，产业得到发展，期货的风险管理和套保功能都会得到发展。同时，随着农产品期权试点开启和商品期货国际化不断推进，呼吁行业协会制定人才发展战略，交易所各方都来支持，比如建立期货百人计划，培养人才，共同渡过行业目前受限发展的难关。随着股指期货品种也即将推出，证券、基金等金融机构都可以联合起来支持人才培养计划。

广发期货还是很有魄力的，受股指影响，营业收入比去年减少了，但我们仍派出十多名骨干员工到美国学习期货经纪、资产管理和风险控制课程。投到人才身上是永远不会错的。

行业发展层面，希望政策上继续坚持这几年来对期货公司一贯的支持，无论是取得的业务经验或者教训，都为未来期货公司转型发展积累了丰富经验。监管政策在为新产品推出和机构松绑、解除行政监管限制都做出了非常有效的工作，这些持续下去，才能解决行业发展的瓶颈。

《中国期货》：展望未来五年，广发期货的发展规划和重点发展方向将会是什么？

赵桂萍：广发期货致力于打造

成为“全球衍生品的领航专家”，我们也在考虑五年战略规划，希望是“做中国最国际化的期货公司，做国际上最中国的期货公司”。多年业务做下来的体会是，带领国内客户走向国际市场是更大范围和比例的需求以及业务增长点，但随着巴克莱、摩根斯坦利等国际投行在大宗商品领域的退出，其原先的国际客户也是我们业务潜在的增量。

而这其中最大的考验，一是技术系统，包括软硬件的系统开发，让全球客户交易、资金调拨在24小时内都能顺利进行，这就考验公司的IT运营能力；二是人才培养，每年培训工作形成常态，带领团队进取性拓展，即使是在行业受阻的情况下也要增强团队信心，这个是非常重要的。

具体到经营目标，我们根据股东广发证券与行业地位相适配的原则，提出在行业内“稳居前五，力争第二”的目标。目前，广发期货的客户权益超过120亿元，希望尽快突破200亿元，实现业务品种全覆盖。三年内，我们争取资产管理规模达到200亿，风险子公司交易额今年争取做到100亿。国际化方面，在香港公司的基础上加强伦敦中心的建设，以有色金属为基础，将农产品、原油、天然气团队组建好，业务做起来，包括金融衍生品业务（外汇交易）做起来，将英国公司打造成含经纪、外汇、资管业务的全牌照经纪商，同时考虑北美市场的进入方案。



期人·期语·期诗

【编者按】

期货行当的经历多姿多彩，其中自然少不了酸甜苦辣、喜怒哀乐。因成长环境、生活境遇、喜好偏爱的差异，每位期货人生活的体味、感知也不尽相同。聆听祖辈精髓的思悟、曾为人师的青涩、坚持背后的努力、迁徙背后的不易、对待家人的温情、明媚心情的分享——期货人的自豪与骄傲，在这一页页文字中，似幅幅生动的画卷、如篇篇诗歌的行板，舒展于您的面前。此时此刻，融入此情此景，体会作者思绪，分享其中美好，更能领略期货人的音容笑貌，更能顿悟其中的共鸣和奥妙，得到思想的升华。

为展示期货人的生活、历练与感悟，本期“文化·生活”栏目将带您步入他们的诗词画卷。

坚持背后的那些事

■ 文/吕莹



2016年对我来说是充满挑战的一年，面对全新的事物，既倍感压力，又深感幸运。我想，是因为我负责的小美电台，得到了大家的一些认可吧。

目前，小美电台的主要栏目“早安2016”和“每日点评”已超过百期，打动大家的除了有共鸣的内容，还有持续更新的这份坚持。

小美电台建立初期，本只是作为一条传播渠道，将日常的一些培训音频，或将策略周报简单录制下上传上去，但对这一平台的定位以及想传递的内容并没有予以明确。

在接手小美电台工作后，通过内部沟通，我们明确了这一平台建设的主要目的——扩大宣传覆盖面，积累流量，为以后流量转化打基础。设想的栏目内容，主要是围绕期货传递专业内容的同时，分享一些生活、工作方面的正能量。有了一个清晰的目标和可以执行的方向和安排，才能更清楚做些什么，才能围绕目标不断思考、完善。知道自己该做些什么，是坚持的第一步。

新工作的开展并非一帆风顺，关于电台维护，自己是门外汉，但深感幸运的是对电台、声音类内容的兴趣和喜爱。因为感兴趣，即使什么都不懂，也可以搜索下热门电台和节目收听学习；因为好奇，即使没学过播音，也可以依葫芦画瓢模仿录制节目，直到满意为止。为提高录制效率，便会开始学习剪辑，为了丰富节目内容，希望做出好听的节目，便会试听和收藏适合的背景音乐。兴趣是最好的动力，因为好奇、因为喜欢，便可以忽略重复录音的辛苦，忽略因找素材而耗费的

时间，忽略一开始没有回报的付出。兴趣为坚持做一件事开了个好头。

有兴趣就一定能坚持下来吗？我觉得还不够。在推出早安栏目的时候，我并没有想太多，因为一开始的热情反而忽略了实施的难度。但是随着时间的推移，热情在日复一日的繁杂工作中慢慢消退，有时候因为其他日常工作的影响，节目录制只能放在晚上，春节等节假日期间的节目更新也成了一大难题，不是没想过放弃，也曾因为将工作带回家而影响个人的时间安排产生了抵触情绪，不过，因为不想辜负之前付出的努力，不想还没做出一点成绩就退缩，不想放弃工作本身带来的满足感和成就感，最终，我还是坚持了下来。有好几次录音一直卡壳很烦躁的时候，意外收到听众的评论，或肯定或鼓励，突然觉得所做的一切还是很有意义的，至少对某个人来说，你分享的内容对听众而言还是有帮助的。看来，不愿承认失败的那份不甘心和事情本身带来的满足感、成就感，会促使你坚持下去，并渡过最艰难的时刻。

现在，小美电台的各项工作正在步入正轨，要想做出一些成绩还需要不断地思考和完善，要想吸引更多的目标粉丝，当然会有压力，但是也如前面一再提到的，很幸运能够在这样的一个契机下来认真从事这份工作。当今确实是一个好时代，正如那句大家常说的话：梦想总要有，万一实现了呢？这或许是坚持的又一动力。

（作者就职于美尔雅期货）

说我是期货人，很骄傲

■ 文/彭倩

我不去想是否能够成功，既然选择了远方，便只顾风雨兼程；我不去想能否赢得爱情，既然钟情于玫瑰，就勇敢地吐露真诚；我不去想身后会不会袭来寒风冷雨，既然目标是地平线，留给世界的只能是背影；我不去想未来是平坦还是泥泞，只要热爱生命，一切，都在意料之中。

汪国真的一首诗表达了我最近的体会。初入期货行业，我是一枚菜鸟，但体会到的是很多初入行业人的共鸣。既然选择了期货行业，我便会坚定、执着地走下去。

世间最美的邂逅——阴差阳错

曾经有人说过，高考最大的魅力不是如愿以偿而是阴差阳错，我想工作抑或是如此。作为一名90后，虽然本硕专业都是证券与期货，但对期货这颗金融皇冠上的明珠，既感到神秘又感到陌生。一次偶然的的机会，我有幸加入这个行业，成为一名别人眼中高大上的金融从业人员，心中对于未来既充满期待，又是无限惶恐。

诗经中对于邂逅曾有这样的描述：野有蔓草，零露漙漙。有美一人，清扬婉兮。邂逅相遇，适我愿兮。野有蔓草，零露瀼瀼。有美一人，婉如清扬。邂逅相遇，与子偕臧。

初遇期货的我，也像遇到初恋一样小鹿乱撞，周围充斥的精英气息让我不断审视自己；大家二次创业、不断拼搏的热情，让我奋勇向前。实习期间，我经历了四个部门的轮岗。

经纪业务作为期货公司最成熟也是最基础的业务，对每家期货公司来说都至关重要。实习期间，我不仅仅学习了该如何服务客户，也学习了如何从管理部门的角度服务好各家营业部；办公室作为公司的智囊团，



对于每一份文件的起草，每一个数据的处理，一点一滴都需要认真对待，容不得半点懈怠；IB部门作为连接期货端与证券端的枢纽，不仅仅要求我学习更系统的金融专业知识，也要求更高效的人际沟通能力；最后一个部门的学习，我选择了营业部。期间的实习，更多地接触了客户，也了解了一线业务人员的辛劳。虽然是一次阴差阳错的机会让我踏入了这个行业，但是其中发展的无限可能性以及专业知识，深深吸引了我，让我开始了一名期货从业者的职业生涯。

“

面对我国经济转型的特殊时期，公司提出了“12312”的发展战略，这一战略立足于产业服务、金融机构和财富管理三条主线，我的愿望就是围绕战略争创最具责任感的风险管理家。

”

世间最美的追逐——奔向梦想

踏入职场，我独自背着行囊从成都来到深圳，都说深圳是一个追逐梦想的地方。每天七点揉揉眼睛，梦想的声音叫醒了睡梦中的心房，作为一名经纪业务队伍管理专员，我每天的工作便是跟数据和营业部的同事打交道。工作初始，对于数据的处理并不是那么精通的我碰到了很多阻碍，幸好得到了部门前辈们的细心指导，从数据透视到各种函数的运用，前辈们不厌其烦地教授各项业务知识。每天，作为公司加班的固定人群，大家拧成一股绳，心往一处想，再加上营业部各位一线员工的不懈努力，2016上半年取得了不错的发展成绩。

作为一名职场菜鸟，我的梦想非常简单，学好业务知识，初入社会，不依赖父母能够真正独立起来，作为独自来到深圳打拼的年轻人，希望靠自己的努力不负异乡的漂泊。我认为梦想和青春一样，是一种信仰。有梦想的生命，就如总有雨露浇灌的花草，由内而外散发出蓬勃的生命力，如此的鲜活，如此的多姿，颜色也是最明亮的鲜艳。

追逐梦想的人一直是坚定的，哪怕路上有太多的艰难险阻，荆棘坎坷。追梦的人，却总被那些不相信梦想的、入世的庸人评头论足，摇头嘲笑。没关系，因为梦想永远是梦想，不会凋零，世间最美的追逐便是奔向梦想的流浪，这一过程，曼妙无限。

世间最美的奋斗——团队同行

以前听过各种所谓职场如战场的例子，但我们团队却不同于文学影视作品当中所描绘的那样，互相挤兑。领导在部门一次次重申：绝不能捧杀信任。所有的前辈

们都会在工作和生活上给予后辈珍贵的指导意见。同时，他们不仅仅授之以鱼，更是授之以渔，会引导你进行独立的思考。团队前辈们敬业爱岗、追求卓越的态度更是我们的榜样。当深圳遭遇最强台风“妮坦”袭击时，全城都进入了最高级别防御，而我们公司的前辈们还是风雨无阻地来到公司，坚守在自己的工作岗位上，有力保证了客户交易的顺畅进行。

工作中的很多细微末节之处，我都被深深地感动着，也努力学习着前辈们的细心和耐心。上班第一天，由于公司附近在修地铁，部门主管甚至会微信提示通往公司的最佳路线；核对数据时，即使已经到了晚上八九点，前辈们都会耐心检查每一处数据，甚至精确到一分钱。

每次工作完成后，他们也会耐心地同我一起总结最近工作的经验与缺陷。一次次帮助和指导，我的工作技能得到了长足的进步。作为一名后台人员，部门也会经常组织我们一起学习各种金融知识，从基金到期权，从信息系统到公司制度，我们争创的是一个学习型的组织。

作为一名职场新人，在这里，我感受到公司拼搏的热情，行业发展的无限生机，以及每一个期货人对于服务客户的热情。面对我国经济转型的特殊时期，公司提出了“12312”的发展战略，这一战略立足于产业服务、金融机构和财富管理三条主线，我的愿望就是围绕战略争创最具责任感的风险管理家。作为一名期货行业从业人员，我看到的是高素质的人员要求、不断面向国际化的行情前行方向以及一大批期货人致力于服务客户、推进行业发展的热情。

面朝大海和未来，说是一名期货人，我真的觉得很骄傲。■

（作者就职于华泰期货经纪业务总部）

迁徙的期货人

■ 文/于芳

作为一个自小在有暖气的冬天里长大的东北人，我对上海的冬天有着深深的怨念，但为了探寻中国金融中心丰富的资源，我与渤海期货所有东北同事一起，离开故乡，来到了这个让我们既怕又向往的城市。

自飞机降落机场后，一系列的陌生与不适便蜂拥而至：寻找值机柜台的不便、拥堵的马桶、不能用的电热毯、冷到无眠的夜晚、办理工资卡的往返与折腾、公交坐反的尴尬，让好心情跌落到了极限。

这是初到陌生城市的困态与无奈。每一个离家在外的人都会有的辛酸经历，对我来说也许是一次心的历练，让我们的内心更加的强大，不再惧怕莫测的未来，不再惧怕未知的环境或际遇。

然而迁徙需要勇气，就像大雁，除了旅途的艰辛，还有掉队的伙伴那一声声“咿啊——咿啊——”悲伤的呼唤。我们来到上海，带来的，除了大包小包的行李，还有告别了多年相处的同事们的离愁。

临别时，那些因为家庭原因不得不留在辽宁的同事，眼睛里满是不舍与眷恋。那是多少个日日夜夜，风雨无阻的早评与日报，是期货研究员们最本真的坚持，无论病假、事假，还是出差，只要开盘，都会让客户在清晨看到早评报告。每天，在北方晨露浓重，天色未明的清晨，他们就已经在闹钟的呼唤下，顾不得洗漱、吃早餐，发出早评，保证客户有足够的时间阅读、消化。那些离开的同事说，生物钟已经定格在了每天6点钟，如果不写报告，不知道自己可以做什么，似乎就失去些什么似的。

我们失去了相伴多年，一起探讨行情，相互帮助、友情深重的小伙伴，而公司失去的则是最宝贵的财富，多年悉心培养的研究员，资深研究员对每一个期货公司来说都是核心竞争力，然而，为了公司更好的发展，却



又不得不承受断臂之痛。

作为依托于东北最大券商东北证券的期货公司，多年来，渤海期货始终致力于东北老工业基地产业发展的服务工作。但随着风险管理服务、资管业务在期货市场中扮演的角色越来越令人瞩目，渤海期货在股份制改制结束后毅然将公司总部从东北明珠大连搬迁至亚洲金融中心上海。

迁徙的期货人，操着浓浓的东北乡音，带着不再归还的决绝与眷恋，飞离了故乡，义无反顾地去往了那个繁华而陌生的城市。与独自来闯荡的人不同，忐忑有之、迷茫有之，但更多的是对公司未来的憧憬，对自身职业生涯升华的期待。

我们相信，充盈的资金市场、优质的投顾资源、强劲对手的鞭策、市场环境的优势，一切都会带来前所未有的不同，无论前路康平顺遂，抑或荆棘密布，我们都将砥砺前行，义无反顾。■

（作者就职于渤海期货）

祖父·茶·人生

■ 文/樊超



年轻的祖父，英俊儒雅，身穿灰色的长袍大褂，站在一棵高大的白桦树下，身后是一片碧绿的草地，夕阳的辉映下，远方奔腾而来的骏马正昂首长鸣。

这是一张记忆里的老照片，现在却找不到了。有时，我会恍惚于这是自己的臆想，固执地认为，记忆中的祖父就该是这个样子。

祖父是个生意人，年轻时，走南闯北，在很多人的眼里，是个见过世面的人。

祖父读过几年私塾，在村里算是个“文化人”。每天清晨，祖父总会早早起身，打开院门时他会说：“开门日日见青山，青山问我几时闲？”下田劳作时，他会说：“春种一粒粟，秋收万颗子。”外出做生意时，他又会说：“贵出如粪土，贱取如珠玉。”

他的声音听起来古板而又教条，一点儿也不讨人喜欢。

从我记事起，祖父就在外做生意，印象中那时候的祖父是个留着山羊胡子的倔老头，规矩很大，吃饭时谁先动筷子都很有讲究，我很少和他亲近。

祖父做的是茶叶生意，每年春季，祖父都会雇上几个伙计赶着几辆大车去南方进货，一住就是一个月。清明之前，祖父是一定要回来的，除了赶着清明祭祖，还有很多相熟的客户都在焦急地等着品尝他的“明前茶”，祖父不想让人家等的太久。在祖父的意识里，如果不能赶在清明之前回来，好像就不能称之为“明前茶”了。

随着生意越做越大，祖父有意培养接班人，便逐渐开始放权给了父亲，但每年春季进货祖父是必去的。跟着祖父跑过生意的几个伙计这些年也尝到了甜头，一个

个都离开祖父自立门户，周围做茶叶生意的人多了起来，茶价也随之节节攀高。

有一年，风调雨顺，茶树长势喜人，茶农获得大丰收，茶价相比往年便宜了许多。很多人都大批进货，准备大赚一笔。父亲也和祖父商量着多进些货，但是祖父坚决不同意，他似乎已经嗅到了一丝茶价下跌的危机。

在祖父的建议下，父亲进的货只有往年的一半。果然如祖父所料，当年的茶叶价格一落千丈，很多人都把货砸手里了。为了减少损失，大部分人都是赔着本钱卖的，但年底依然积存了不少。无奈之下，第二年进新茶时，这些人就把陈茶掺了进去，外表虽然看不出来，但泡出来的茶水却不如原来清香。而父亲则在祖父的指点下按需进货，年年卖的都是新茶，泡出来的茶水绿莹莹的，不见一丝黑叶，生意自然兴隆。

曾经跟着祖父的几个伙计坐不住了，一起跑来向祖父请教：“您不是常常说‘贵出如粪土，贱取如珠玉’吗？我们明明是‘贱取’怎么还赔钱了呢？”

祖父捋着胡子微笑着说：“贵上极则反贱，贱下极则反贵，物之理也。”听得大伙儿一头雾水，当时听不懂，现在想来，应该就是“物极必反”的道理。

茶农种植的成本越来越高，茶叶生意一度很不好做。那一年，祖父又带着父亲去进货，闲暇时，他们在茶农的带领下上山游玩，发现半山腰长着几棵茶树，枝矮叶稀，一副萎靡不振的样子。茶农介绍说，这种茶树是鸟儿衔了茶籽，不小心掉在了半山腰上，就地生根发芽，由于无人管理，叶子长得不怎么好看，所以很少有人去采，每年都是自生自灭。

祖父仔细观察了一下茶树，采摘了一些叶子，回家后用铁锅翻炒，品尝后发现，除了品相不怎么好看，这种受自然雨露滋润的茶叶和人工种植的口味完全不同。祖父发现了商机，雇了一批人去山腰采茶，并取名为“野茶”。

这种茶树在当地是没人要的，甚至有人会砍了回家当柴烧。当时很多人都觉得祖父耗费人力财力在这种茶树上很不值，父亲也是满腹疑惑，质疑祖父的做法。祖父却捋着他的胡子说：“人弃我取，人取我与。”

虽然人工费高了一些，但是不用付茶农的种植费，相比起来，这种野茶的价格是很便宜的。祖父又给相熟的客人免费品尝，客人一致赞好。由于口味独特，野茶的价格很快被炒作了上去。当地茶农很快意识到了赚钱的机会，很多人也开始参与到野茶生意里来。在野茶的价格被哄炒到一定高度的时候，祖父果断让父亲放手改做其他茶品。之后野茶价格又一路上涨，父亲连叫可惜，心痒难耐，准备再次进货，却被祖父拦住了：“时贱而买，虽贵已贱矣；时贵而卖，虽贱已贵矣。”

随后的一年，茶农不断哄抢野茶资源，野茶树被当地茶农圈地养殖起来。由于人为参与因素过多，野茶早已失去了原有的口味，和茶农种植的茶叶已没有任何区别了。在价格又上涨了一段时间后，随之下跌，很快无人问津。毕竟品相也不好看，还是难登大雅之堂。那一年，很多参与野茶生意的人损失惨重，只有父亲得以全身而退。

后来，祖父把生意完全放手交给了父亲。

再后来，祖父老了，变得很是慈祥，偶尔会有人来请教祖父做生意的诀窍，祖父说：“走一步看三步，早则资舟，水则资车，老祖宗诚不我欺。”听的人似懂非懂。祖父又叹口气说：“我年年跋山涉水，亲临产地，早已把‘茶’

的种植、采摘、烘炒、产量、需求了然于胸，世上万事万物都是有生命的，只要用心待之，它必会百倍回报。”

听的人很快恍然大悟，拱手离去。

多年以后，我在网上看到这样一段文字：绿茶是不知愁滋味的轻狂少年，红茶是艳光四射的俊俏舞娘，乌龙茶是风姿绰约的成熟贵妇，铁观音是刚毅果决的侠士，普洱茶是学富五车的智者。我不禁会心一笑，写这话的人一定是一位爱“茶”之士，他以“茶”喻人，真的给“茶”赋予了生命。

于是我想，不知道当年的祖父是否也是这样对“茶”妥善安放、细心收藏呢？只是，即便我打碎了时光、惊动了流年，也已无从得知，因为祖父，早已随着往事，沉默成那年那月里的一缕清烟……

如今，当我在期货行业里混迹多年，看过太多的跌宕起伏后，祖父的教诲又恍若隔世般响在耳边，记忆中祖父捋着胡子的面容一下鲜活起来，古板而又教条的声音，突然变得如此动听。

“贵出如粪土，贱取如珠玉”、“贵上极则反贱，贱下极则反贵，物之理也”、“时贱而买，虽贵已贱矣；时贵而卖，虽贱已贵矣”……仔细想来，老祖宗的话里蕴含了多少人生哲理。时至今日，祖父信奉的几句信条依然在期货的市场里操控着几条曲线的起起伏伏，成为“基本面交易者”的必杀利器。

祖父的一生，是平凡的一生，但是他的一生，又何尝不是一种别样的“期货人生”？

几十年一个轮回，我，也正在经历着这样一种人生……

（作者就职于鲁证期货）



曾为人师

■ 文/卫文省

从小，我便有为人之师的志向，潜意识里，总以为为人师表是一件光宗耀祖的美事。

然而，心随日长，一步步走向成年的时日，在尝试了两次业余教师工作后，我有了一种复杂、终生难忘的感悟：我不是一名合格的老师。

一次是在1987年暑假，那时我读完高中二年级，学校让我们自己联系社会实践。刚好，本村初中三年级的英语老师不慎摔伤，校长便请我去做一周的临时教师。我兴奋得连夜打点披挂上阵：写教案、看教材，忙得不亦乐乎。由于我使用了新式的联想教学法，颇得同学们喜爱。我的专题讲座“英语记忆法”，更令他们着了迷，本来是两节课，有课休十分钟，他们竟强烈要求连着上。一周后，在我上完最后一节课，告诉他们明天我就不来了时，同学们沉默了好一阵，不知是谁带头为我唱起了送行的歌。我的眼睛湿湿的，走出教室时竟不敢回头。

还有一次，是1995年初。我到河北省丰宁满族自治县建设银行工作的第二年，我去一位同事家串门，发现他们的两个儿子鑫和辉因患病而失学在家。在陪他们下棋时得知他们有强烈的求知欲，我便开始辅导他们功课。两年半的时间里，辉学完了小学五年级到初三的数学、初一外语、初二物理等课程。鑫也有了不同程度的进步，我们之间结下了深厚的友谊。后来，我结了婚，又有了孩子，去的次数自然少了，两

个孩子同我一样心里有了失落感。

1997年5月，我因工作需要调到200公里外的河北省承德市工作，我们的心情都很沉重。听他们父母说，两位孩子很消沉，尤其是鑫，每天都郁郁寡欢的。我便尽量抽空多打几次电话，安慰安慰他们。辉因为多学了一点外语，就买了电脑玩游戏，所以教他的那些英语都派上了用场，而鑫却每天只知道看小说，生闷气。对此，我也一筹莫展，我实在分不开身来关照他们，只好写信去与他们交流。

后来，听说两个孩子的身体状况有点不好，尤其是

鑫，我的心里便有了一种“不祥”的预兆。果然，就在2003年的9月中旬，听一位原来的同事打电话过来说，20多岁的鑫因为心理负担过重，连饮食也难以维持，在教师节过后没几天就去世了。我的心里难过了好一阵儿，仿佛孩子的离世跟我有关。就在第二年的2004年，辉也离开了我们。那一天，我心里很不好受，一个人在大街上走了很久。

掐指算来，我调回山西老家工作已经十一年，距离自己曾经的学生尤其是“鑫”和“辉”越来越远，尽管我也“做”过几天教师，但我不敢祈望我曾经的“学生”给我一句问候，曾为人师，让我过了一把教师瘾，却令我的心灵背负了终生的沉重，我只能在心里默默地替他们祈祷：好人一生平安！

（作者就职于山西证监局）



智齿生长在合欢花开的时节

■ 文/焦翡翠



在法国奥赛德博物馆，曾有过一张梵高的大画，呈现的是19世纪法国的乡村阿尔。夏天午后，一个农民和他的老婆，两人干活干累了，躺在麦子堆的阴影里熟睡。白金的光，天空被微风冲淡的蓝色，仿佛闻到麦子被太阳暴晒后的闷香，农夫农妇蜷着身体，沉睡，安恬。

总觉得艺术在庙堂之上，非要有高端的意义才成。梵高对他弟弟说过：“没有什么是不朽的，包括艺术本身。唯一不朽的，是艺术所传递出来的对人和世界的理解。”

之前听说过，“你简单，你的世界就简单。”可事实并非如此，五味杂陈的生活，趋利避害的本性，有意无意间，我们自己或者周围人会给我们戴上各色的面具，这里面有虚荣心，也有真诚。成长是无法回避的必然，只是降临的迟早罢了。一如我将近三十岁才萌出的智齿，成长，或许就是把整日辗转难眠的牙疼一点一点熬干后，那些剩下来的东西。

夜合枝头别有春，坐含风露入清晨，任他明月能想照，敛尽芳心不向人。

我对花的喜恶之情近乎偏执，自第一眼看到这绒团紧蹙的花朵，便心生爱怜。相传虞舜南巡仓梧而死，其妃娥皇、女英遍寻湘江，终未寻见。二妃终日恸哭，泪尽滴血，血尽而死，遂为其神。后来，人们发现她们的精灵与虞舜的精灵“合二为一”，变成了合欢树。合欢树叶，昼开夜合，相亲相爱。自此，人们常以合欢表示忠贞不渝的爱情。

或许，我天性比较拘谨，旁人觉得理性。当下只觉得，太固执于一个律条，觉得就应该怎样，非要夸张，非要掩饰，都是一种姿态，是一种对于自己的过分在意。

宽容的基础是理解，理解的基础是感受。人能感受到别人的时候，心就变软了，软不是脆弱，而是韧性。

很多时候我的文章，不写什么故事，也没有细节，都是抽象的词句，像潜到无尽的波涛之下，浮沉摆荡，不断的看见什么，又不断的经过。

十六七岁，我们都在本子上抄格言、句段和文章。现在都不当回事了。长夜无事，四下无声，我搬出这些本子，抄抄写写，有疑惑写下来，试着自问自答。困而求知，没有什么目的，只是为了解开自己的心结。眼酸抬头时，看到窗外满城灯火。了解他人的越多，个人的悲酸欢慨也就越不足道。在书中，你看到千万年来的世界何以如此，降临在你身上的事不过是必然中的一部分，还是那句话：“只是生活本身矛盾密布……”

夜幕徐徐沉降，长空正滚滚过云，不远处是湖，风从湖上来，带着暗绿色的潮气，摇的树如痴如醉。更远处可见街道鎏金，霓虹满城，水波粼粼，好看得像个重影。当下此刻，避人默坐，以处忧患。

人工湖在脚下，乳白色清凉的雾里全是修剪草坪的清新味道。喧嚣处，听很久，茂密的草丛深处才听到水声。水无所起止，只知流淌，但总得流淌。山高月小，它要滴落，乱石穿空，它要拍岸，遇上高山峡谷，自成江河湖海。此刻水流在平原之上，促急的劲儿全消，自顾自地缓下来，一个温柔的转弯推动另一个温柔的转弯，无穷无尽，连石头都被打磨的全是圆润结实，就这么不知所终，顺流而去……

上善若水任方圆！

（作者就取于南华期货）

纠正错误 致胜期市

■ 文/施海

据统计，国内期货市场中小散户投资者中的大多数，在期货市场的投资投机中都是屡战屡败、屡败屡战，经过反复地追涨杀跌，陷入无休止的恶性循环之中，最终心灰意冷，以严重亏损的投资结果被迫止损斩仓、离场观望。

分析上述投资者投资亏损的主要原因，主要体现在持有错误的交易心态和坚持错误的操作策略和方法。上述投资者一般没有足够的理论知识和实践经验，错误地把期货投资、投机作为赚钱的必要手段，如此想法最终将难以避免亏损结果。

正是有了这种错误的心态，所以投资者在期货投资时，常常持有错误的操作策略和方法。以下我们总结了期货市场投资者一些常见的错误心态予以分析。

害怕盈利而不敢持仓

持有这种错误的操作策略的投资者比较普遍，他们在持仓盈利之际比较恐慌，而当期货价格稍有震荡、浮动盈利稍有缩减就会立即平仓、获利回吐，在期货交易中往往

是短线交易为主，追涨杀跌，买高卖低，虽然期货价格走势和持仓方向相同，但资金账户上的收益却没有显著增长。

如果期货价格震荡、抑或回调幅度较大，那么资金账户不但未有盈利，反而会出现亏损，这就是期货市场投资者们经常说的：“做对了方向，却依然难以赚钱。”

敢于亏损却依然增仓

持有这种错误操作策略的投资者也是比较广泛的。

这种投资者往往在期货价格走势与持仓方向相反之际，资金处于亏损状态，不但未有担忧，而且还会安心持仓，安于亏损，不忍主动止损斩仓退场，心里依然存有持仓扭亏为盈的侥幸心态，不仅如此，更有胆大的投资者面对亏损持仓，不但不止损平仓，而且还逆势增仓加码。

显然，当期货价格走势越偏离自己的持仓方向，越是加码增仓，越是导致交易亏损不断加重，此类投资者也成为期货市场交易中亏损最为严重的投资者。

暴跌（涨）后抢反弹（沽空）

一般地说，在期货市场交易品种供需关系尚未出现根本改变之际，期货市场的价格走势在暴跌之后虽然有技术性反弹，但未必意味着跌势已经被根本性地逆转，或者期货市场的价格走势在暴涨之后虽然有技术性回调，也未必意味着涨势已被根本性地逆转。

因此，当期货市场出现深幅重挫或大幅上涨之际，较多的中小散户投资者如果不去仔细分析期货场所受的宏观经济、金融形势及交易品种自身供需关系背景的变化，而是盲目地进入市场进行反方向地短线交易，趁着期货价格偏低做多，或者期货价格偏高做空，最终仍然由于持仓方向与期货市场大势运行方向相反，而难以摆脱交易亏损的不利结果。

根据道听途说做交易决定

巴菲特有句名言：“让一个百万富翁破产最快的方法，就是告诉他小道消息。”听消息做期货交易是一种非常可怕，却是非常常见的错误期货投资方式。但是，进入高杠杆

保证金交易的期货市场，偶然依靠听消息，又获得很多赢利的人可能完全没有理由接受这个忠告。尤其是长期在交易所直接进行期货交易的广大中小散户投资者，几乎除了依据消息，不考虑其他方法。

更为荒唐的是，即使听了消息、按照消息操作，并最终处于亏损状态，期货投资者不但不认为这种听消息的方法有错误，还认为消息来源不够准确，而是力争在下次会追求更准确、更可靠的消息，而不是放弃这种错误的交易方法。

期货市场是一个高盈利伴随高风险的交易场所，大量的主力资金、机构资金和中小散户资金介入其中，进行买空卖空操作，除了一般的投资投机，还有大量的相关企业和专业

机构进行套期保值和各种避险套利交易，因此，投资者，尤其是中小散户投资者在进行期货投资之前，必须充分了解掌握交易品种的供需关系、基本面背景及其变化情况，真正做到在投资战场中“知彼知己才能百战不殆”，并且根据交易品种的供需关系，做出合理的交易计划，在交易中加以落实实施。

“计划你的交易，交易你的计划”，才能做到面对期货交易中的盈利和亏损，各有应对措施。

反过来，如果不依据交易品种的供需关系变化，而是根据期货市场中的道听途说，盲目做出期货交易的买卖决定，那些道听途说往往是没有依据的，也是随时出现剧烈变化的，而据此做出的期货投资策略

则难以避免陷入亏损状态，更重要的是，由于期货投资缺乏计划，面对亏损也缺乏相应的应对策略，最终甚至可能导致严重亏损的不利局面。

不设止损 迷信长期持仓带来盈利

虽然在期货交易中，短线是银，长线是金，长线投资的盈利机会往往要大于短线投机的盈利机会。也就是说，持有与期货价格走势方向相同的持仓部位所能够获取的盈利，往往要比频繁进出、短线交易的获利来得丰厚，但同样，持有与期货价格走势方向相反的持仓部位，往往要比频繁进出、短线交易的亏损更加严重。

但是，期货市场中也不乏这样



“

期货市场充满机会和风险，投资者对此必须高度持有重视和敬畏的态度，尊重市场的客观规律，轻仓、谨慎、理性地进行投资和操作，把回避风险和争取盈利放在同等重要地位，只有这样，才能在期货市场的投资中不断壮大自己和发展自己。

”

的中小散户投资者，他们的理解是：虽然短线期货价格走势与持仓方向逆势运行，而使自己的持仓部位处于浮动亏损状态，但后市期货市场还是会反过来运行，因此只要中长期坚持持有上述交易部位，总会有扭亏为盈的时候。

可实际上，这仅仅是上述投资者自身不愿意面对亏损、不愿意设置合理止损价位的一厢情愿，因为期货市场价格走势是依据宏观经济、金融形势及交易品种自身的供需关系变化而运行的，而不以投资者主观愿望和意志而改变的。因此，虽然投资者的浮动亏损的持仓时间较长，而具有较大的可变性，但期货市场价格仍可能延续原有趋势而运行，如此，投资者的持仓部位与期货市场运行趋势将越来越遥远，交易亏损也将越来越严重。当投资者的浮动亏损超过合理的止损价位之际，在投资者的资金实力难以抵挡交易亏损之际，投资者被迫主动止损斩仓、认赔出局。

热衷短线交易 以较小盈亏平仓离场

期货投资者的上述短线操作交易理念与持有“中长线投资一定能赚钱”的交易理念的投资者完全相反，从一个极端走向了另外一个极端。这种期货投资者的期货交易的具体表现在于，每个交易日都紧盯着期货市场的价格剧烈波动，并且据此进行短线买空卖空操作交易。

尽管上述期货投资方法能避免被深度套牢引发严重亏损的风险，但是期货投资者使用短线交易的策略和方法，也很难获得丰厚盈利的机会，如果期货投资者的止损价格设置得过于紧，如果没有设置合理的盈利与亏损的比例，例如盈利与亏损的比例不是 3:1 或 4:1，而仅仅是 2:1 甚至是 1:1 的话，那么，在短线交易中将面临不断地引发止损斩仓，最终仍将与投资盈利失之交臂，期货短线投资遭遇亏损的概率仍将较大。

重仓单边做多或做空

虽然说，趋势是期货投资的朋友，但重仓操作是期货投资的严重忌讳之一。当期货品种处于持续单边上涨趋势或持续单边下跌趋势之中，期货投资者理应分别逢低吸纳或逢高沽空，但重仓介入单边涨势或跌势的期货市场中，将承受较大的市场风险和价格风险。

其原因在于，如果期货投资者重仓进驻单边趋势的期货市场，当期货市场在单边涨势中出现技术性回调，或在单边跌势中出现技术性反弹，将引发期货投资者较重的心理压力，如果继续观望，而不止盈平仓，则资金盈利将面临短线较大缩减；如果就此止盈平仓退场，则与期货市场价格走势相符的持仓部位的盈利很可能难以继续扩展。

如何适度地止盈平仓退场，成为期货投资者必须应对的重要课题。

更加严重的是，如果交易品种的供需关系出现重大变化，致使期货市场出现重大行情逆转，那么持有重仓的期货投资者的资金状况将由大幅盈利一举逆转为大幅亏损，最终可能遭遇资金严重亏损、被迫止损斩仓退场的不利局面。因此，虽然做对了交易品种的运行趋势，但带有高杠杆的重仓保证金交易仍可能使期货投资者不但未有盈利，反而还可能遭遇严重亏损。

迷信强弱品种或板块组合对冲套利

目前在期货市场中，已上市工业品、农产品、能源化工等多个大板块，也可以划分为有色金属、黑色金属、贵金属、建筑材料、能源、化工品、粮食作物、油脂油料、软商品等许多小板块。相对而言，上述板块之间或存在相互替代的联系和作用，或存在上游原料和中下游产成品之间的联系和作用。

期货投资者如果同时介入多个板块或多个品种，或许多个板块或多个品种齐涨共跌，或者各自涨跌，但难以存在走势截然相反的板块或品种组合。虽然可能存在短线走势相反的板块和品种组合，期货投资者可以进行买进强势板块或品种、同时卖出弱势板块或品种的跨品种对冲套利操作，但中长期而言，从板块或品种的供需关系分析而言，难以有宏观形势截然相反的板块和品种组合。因此，期货投资者在进

行买进强势板块或品种同时卖出弱势板块或品种的对冲套利操作中，仍需要谨慎对待，避免遭遇买进卖出操作双双亏损的不利局面。

不愿放弃每个短线交易机会

期货市场是风险和机会同时存在的风险投资场所，虽然期货市场在每个交易日、每个小时、每分钟、每秒钟都存在交易机会，但毋庸置疑，也同时存在着巨大的市场风险和交易风险。因此，期货投资者想把握短线交易的机会，存在较大的难度，不仅容易频繁触及止损价位，遭遇到连续反复多次的交易亏损，而且还会由于频繁交易，导致以手续费为主的交易成本不断上升，并可能覆盖短线交易的微薄盈利。

实际上，期货市场的价格走势中，有60%-70%的成分是区域性震荡整理，只有30%-40%的成分是持续上涨或持续下跌的单边趋势。因此，期货投资者在把握期货投资机会的同时，更加需要合理的观望和休整，在不断的开仓平仓的同时，也需要保持适当的空仓时间，注意保持合理的交易节奏，等待合适的交易机会的出现，再介入市场进行合理的操作交易。

仅关注技术面而忽视基本面分析

众所周知，技术面分析是从市场已经发生的趋势和结果去判断未来市场的可能运行趋势，而基本面分析

是从影响市场走势的基本原因去判断未来市场的可能运行趋势。无疑，技术面分析具有较高的经验判断成分，而基本面分析则有较强的逻辑推理成分。

技术面分析立足于三大假设：第一，历史会重演，这是最重要也是最根本的前提；第二，市场行为包容消化一切，就是说市场是有效市场，市场的运行永远是合理的；第三，价格以趋势方式演变，就是说市场价格运行有规律可循。

但实际上，对于国内期货市场而言，历史重演也是不一样的重演，市场总有难以包容消化的因素，包括市场之外因素的干预等等，市场价格运行也没有明显的规律可循。因此技术面分析是不够完善的，更不是万能的，脱离了基本面分析的技术面分析更是盲目的，更何况商品期货是立足于商品自身的供需关系、产业链、基本面分析的，因此，投资者从事期货投资，尤其是商品期货投资，应以基本面分析为主，技术面分析为辅，才能达到较为理想的效果。

综上所述，期货市场充满机会和风险，投资者对此必须高度持有重视和敬畏的态度，尊重市场的客观规律，轻仓、谨慎、理性地进行投资和操作，把回避风险和争取盈利放在同等重要地位，只有这样，才能在期货市场的投资中不断壮大自己和发展自己。

（作者就职于兴证期货）

期货公司进入中远期市场的可行性研究

■ 文/秦海垠

中远期市场，又称大宗商品现货市场，是连接现货市场和期货市场的中介。本文将分析期货公司的风险管理公司进入大宗商品中远期市场的可行性和必要性，并比较以会员方式或以股权方式进入大宗商品中远期市场的优劣，深入分析目前现存的大宗商品交易所采取的运营模式及可能的参与方式。

通过对该项目的可行性与自律性研究，以期达到完善期货公司业务结构的目的。

一、期货公司进入中远期市场的背景分析

在我国作为一种新型的现货交易模式，大宗商品电子交易是机构间市场的主要模式。从1997年开始，经过近20年的快速发展，目前国内各类大宗商品交易所已达到600多家，交易品种涉及化工、金属、农产品等。当前，我国市场经济正走向成熟，期货行业也在积极寻找发展业务的新契机，其目光很自然地落在大宗商品中远期市场上。

在大宗商品中远期市场与金融市场上，现货与期货从来都是相互补充、共同发展，期现货市场的相互结

合可以衍生出更多的创新业务，例如回购业务和套期保值等。然而，根据有关规定，期货公司的业务无法涉及现货，因此若想要参与中远期市场交易，期货公司可以通过设立子公司的方法，让子公司以股权或会员等方式进入合法大宗商品中远期市场。

2010年11月，中国期货业协会下发《期货公司设立子公司开展期现结合为主的期货市场配套服务业务试点工作指引》。《指引》表示期货公司可设立控股50%以上的子公司，以仓单服务、合作套保、定价服务、基差交易等风险管理服务为主要业务。这一方案使未来的期货公司子公司有望从事更大范围的以现货业务为基础，但并不局限于现货的“泛现货”业务，为实体经济提供更为灵活丰富的风险管理服务。

同时，期货公司目前面临业务结构单一、发展速度缓慢的困境。大宗商品市场紧贴现货市场，若期货公司参与，一方面，可以通过此交易所，发展更多潜在客户，提高经纪业务的佣金收入；另一方面，开拓另外一种业务模式，可以通过提供质押融资等金融服务，获取稳定的资金收益。在期货公司业

务结构受限的提前之下，期货公司可以通过风险管理子公司来实现。

二、期货公司进入大宗商品中远期市场的方案比较

由于有38号文的规定，期货公司只能以会员或者股权两种方式进入大宗商品市场，本文将着重分析会员和股权两种方式。

（一）股权方案

从现行政策来看，多地监管部门都有出台相关指导文件，推动大宗商品交易市场股权多元化，鼓励地方政府参股或控股，增强市场公信力，吸引产业链上大型生产、消费、仓储、物流等企业以及金融、证券期货业机构入股。鼓励与证券期货业机构、期货公司风险管理公司开展战略合作和业务对接。从市场需求来看，大宗商品市场需要像期货公司这种专业机构的入驻，提高客户对交易所的信任，提高交易所自身的竞争力和进一步发展力。而期货公司也可以通过购买大宗商品交易所的股权，一方面可以获取利润，另一方面可以介绍自己的客户，从而得到更多红利分层。

从作用和功能来看，一是可以完善市场经济流通体系，优化资源配置。

我国幅员辽阔，产品众多，发展专业化的全国统一的大宗商品网上交易，实现物流、商流、资金流和信息流的相对分离与有机统一，有利于降低流通成本，合理配置资源，有助于企业管理价格风险和信用风险，有助于广大农村地区的商品流通，改善农民生活水平；二是可以紧密联系期货市场，有利于争取大宗商品国际定价权。大宗商品电子交易市场和期货市场紧密联系，为期货市场培育了品种、市场和投资者，增强我国的期货市场的实力，有助于形成全球定价中心。大宗商品电子交易市场集信息、资金与服务于一体，在区域性市场形成一个相对权威公正合理的价格。在国际贸易中，易于形成全国一个声音，增加我国谈判筹码，取得国际定价话语权。

从局限性与自律性分析来看，大宗商品市场交易所鱼龙混杂，行业不规范，业内平台众多，行业存在整合预期，如何寻找到合适交易所，又可以得到实际控制人的认可，实现股权投资，需要多方面因素的考虑。且期货公司参与大宗商品交易所目前还比较少，缺乏相应的成功经验进行借鉴，尽管市场上已经有一些成功案例，但是由于我国的期货行业发展较晚，效仿是否成功还需要实践检验。

（二）会员方案

从政策方面来看，根据国务院文件《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》，大宗商品交易中心管理规则还需进一步加以健全，需关注大宗商品交易中

所产生的违法违规问题，防范金融风险，规范和稳定市场秩序。

大宗商品交易中心需要具备充分的措施，防范交易中特殊的金融风险 and 建立健全规章制度，严格遵守信息披露、公平交易和风险管理等各项规定、建立与风险承受能力、投资知识和经验相适应的投资者管理制度等均应成为考察大宗商品交易中心是否合规的主要参考标准。

对大宗商品交易中心的相关管理规定，除国务院有关规定需严格统一外，其具体实施方针、规范和监管由各省人民政府自行把控。对于省级间对大宗商品交易中心的规范管理、具体交易规则等可能存在差异，期货公司在甄别大宗商品交易中心时需对地区性的政策规定做出了解并作为参考因素。

从会员制度来看，大多大宗商品交易中心采取会员分级制度招纳会员，上级会员可为下级会员提供相关的代理服务。注册会员需要按会员等级制度缴纳注册资金，资金的划分按各大大宗商品交易中心具体规定，所需金额或存在较大差异。除注册资金要求外，加入会员制还需缴纳一定加盟费用，具体金额根据会员等级和会员提出的特殊要求划分，除固定加盟金额之外每年还需缴纳会员服务费。期货公司想要进军现货市场，最直接的方法就是设立风险管理子公司，然后通过缴纳会员费，风险管理子公司注册成为大宗商品交易市场的会员。子公司每年缴纳服务费后会员能获得在

交易中心的相关服务，如果子公司交取额外的服务费用还可以获得交易系统的各种后台服务。

从经营场所组织结构与人力资源配置要求来看，子公司成为大宗商品交易中心的会员，经营场所需要在选址、办公场所外观、面积上均符合相应要求，另外在会员人员配备、授权服务机构（会员）从业人员的任职条件等方面，也需要达到一定的标准。

从自律性分析来看，大宗商品交易中心按商品、地区进行功能性划分，大宗商品交易中心的成立会导致一定资金实力雄厚的企业的加入，有助于完成商品交易拓展的战略部署，提升商品交易中心会员牌照的价值。加入机构型客户和大型商业银行第三方资金托管，对市场交易进行统一清算、资金管理和清算风险控制，保障商品交易流程中，资金运转的安全。

三、参与方式交易所选择及风险控制

（一）参与方式及交易所选择

若期货公司想以股权方式参与其中，大宗商品交易所的股权结构若是混合或者私营，可行性要高于国有制或者地方政府/国企控股。同时，为保证期货公司参与过程中的安全性，从交易所的注册资本金及批准单位的统计显示，一般交易所都有地方政府的扶持和补贴，相对安全性较高，从交易所成立时间角度，一般经过证监会几次清理整顿之后，即 37 号、

38 号文后还存在的交易所，或者之后按照这两个文件要求而成立的交易所，风险相对可控。

若期货公司以会员方式直接参与其中，相对于股权难度系数低很多，许多大宗商品现货交易所采取会员分级方式，不同会员等级权限不同，缴纳的会费与享受的权利相对等。如果以会员方式参与其中，为了控制风险，首先应分析交易所平台的会员结构，机构客户居多还是散户多，实物交割率高低，从而知晓交易所是否紧贴现货市场，而不是单纯的投机市场。

（二）风险控制与应对

截至 2015 年 3 月 31 日，全国共有 613 家大宗商品交易所，按股权结构、注册资本、批准单位及成立时间对 613 家交易所进行统计，结果如表 1 所示。

在选择交易所进行参与之前，按照四个标准条件进行筛选，即有政府批文（即合法），注册资本金在 1 亿元以上，股东结构是混合所有，交易所的成立时间在 37 号文、38 号文的出台之后或经过整改的大宗商品现货交易所。依照这四个指标叠加，将符合上面筛选指标的交

易所，放入样本池中，作为期货公司参与中远期交易平台的优先选取标的，有利于对期货公司参与此市场，进行风险事前隔离。

期货公司成立风险管理公司，以会员或投资者身份去参与，有利于将风险与母公司进行隔离。在初始参与之时，在双方未达成良好互信前提下，只做有严格把关的“仓单质押”等融资业务，且要有严格的货物审核机制，并将货物存放到有国企背景的仓库之中，以防钱货两空；若以股权方式参与，母公司或风险管理子公司皆可参与，初期，可从在经过四个指标筛选之后的样本中进行选取，紧接着，可进一步与交易所的相关管理层进行深入沟通交流，及和交易所当地的地方政府乃至当地银行进行沟通交流，从多个维度去印证，股权参与的风险是否可控。

四、期货公司参与中远期市场的综合评价及建议

期货公司进入大宗商品交易市场的初期，可以参考本文所选取的四个指标筛选出来的样本池，然后再根据自身的区位因素，选取合适的交易

所，参与大宗商品市场的活动。

因为期货公司其投入资本高于注册成为大宗商品市场的会员所需资金投入，所以如果期货公司想要以参股的方式加入大型规范的大宗商品市场，必须考虑其资金成本问题，是否有足够的资金收购股权，未来的股利回报是否可以抵消投入资本，是否稳定可观等。

在地域方面，可以选择大宗商品交易市场所在区域是期货公司便于参与、沟通或监督管理的，同时也要考虑交割仓库的地址等问题，这需要期货公司更多的实地考察。再者，由于现货市场缺乏集中统一的监督管理，其所存在的市场风险较大，而且对比现货市场的交易者投资者来说，期货公司对现货市场的了解和经验相对缺乏。

因此，不论以何种方式进入现货市场，期货公司都必须对风险严格检测与分析。子公司可以设立风险管理部门，聘用现货市场经验丰富的风险管理经理，负责监控现货市场存在的系统风险和人为风险等。

由于大宗商品市场当前具有的利润高、范围广等特性，期货公司参与大宗商品市场的经纪和交易活动能够在相当大的程度上改变期货公司盈利能力较差的局面，也能为期货市场储备潜在的投资者和交易者，使得大宗电子市场能服务于更广大的现货生产商和贸易商。

（本文摘自“中期协联合研究计划（第十期）”课题）

表 1 大宗商品交易所基本信息统计

股权	地方政府或国企完全控股，乃至全民所有共有 156 家，混合所有制共有 206 家，私营或个人所有 68 家
注册资本	注册资本金在 1 亿元以上（含）共有 104 家，500 万到 1 亿之间共有 78 家，1000 万到 5000 万之间有 138 家，1000 万以下有 76 家
批准单位	地方政府批准设立共有 178 家，省政府或者直辖市批准设立共有 170 家，国务院批准设立有 28 家，还有许多交易所信息不全
成立时间	2013 年成立至今，共有 76 家，2010 年至 2012 年成立共有 176 家，2000 年到 2009 年成立共有 150 家，2000 年之前成立由 42 家



刘文霞

山东财经大学金融学硕士、招金期货煤焦钢事业部甲醇研究员。负责甲醇及相关品种的研究与产业服务，侧重数据收集以及基本面分析，及时发现套利机会。曾为多家企业提供套保方案，曾在文华财经以及期货日报发表过数篇甲醇产业链文章。

基本面利好支撑 甲醇价格易涨难跌

文/刘文霞

秋季检修季国内甲醇装置集中检修，同时主要进口国甲醇装置也接连检修，使得甲醇现货市场内外货源偏紧，而国庆节后的下游补货行为又加剧了这一局面，导致近期甲醇价格上涨。

后市来看，甲醇产量小幅稳定增长，对甲醇价格的影响力度减弱，甲醇价格主要受下列因素影响：甲醇进口量、港口库存、最大下游需求因素——烯烃装置投产情况以及甲醇下游需求情况，下文将逐一分析。

内外成本双重支撑，甲醇期价易涨难跌

步入11月份以来，天然气涨价预期愈演愈烈。据消息称，国家发改委表示，中国天然气供应商可以从11月20日起，对非居民用上调天然气价格（幅度最高20%），以减缓需

求、避免冬季高峰期出现供应短缺。而上调后的价格是否持续到冬季以后，将取决于诸如煤炭和原油此类燃料的国际价格等因素以及中国天然气需求增长的速度。

按照生产成本计算公式来看，气头企业生产成本上涨力度=1000×天然气价格上涨力度。一旦天然气价格上涨，将会增加气头企业生产成本，西南地区气头装置开工率存在下降预期、价格存在上升预期。价格上升可能导致西南与港口地区价差进一步缩小，从而促使运至港口地区的甲醇货源减少。在成本提高以及货源减少的双重因素作用下，甲醇价格很难下跌。

此外，近期外盘价格坚挺上扬，也将对甲醇期价形成长期支撑。据Wind资讯统计，截至11月7日，CFR东南亚报价286美元/吨，月度环比上涨40美元/吨；CFR中国

报价280美元/吨，月度环比上涨39美元/吨；FOB鹿特丹报价230欧元/吨，月度环比上涨18.5欧元/吨；FOB美国海湾报价277.5美元/吨，月度环比上涨13.32美元/吨。

亚洲市场来看，虽然马来西亚170万吨甲醇装置已经重启，但是公司表示11月份不会有任何船货供应。前期检修的文莱85万吨甲醇装置重启时间延迟至11月中旬左右。持续的装置检修以及中国刚性需求导致亚洲地区甲醇供应紧张，价格坚挺上扬。欧美市场来看，特立尼达和多巴哥工厂因天然气限气造成产量下滑，导致甲醇供应偏紧，欧美报价相对坚挺。

总体来看，人民币尚处在贬值进程，外盘价格坚挺上扬会增加港口地区进口甲醇成本。在进口成本支撑作用下，甲醇期价易涨难跌。

产量小幅稳增，对甲醇影响力度减弱

（一）装置开工率波幅较小，围绕 65% 附近上下波动

10 月份甲醇装置检修产能较多。据中宇资讯统计，10 月份检修产能共计 620 万吨，导致开工率环比下降 4.12% 至 62.56%。开工率大幅下降引致甲醇供给偏紧是 10 月份甲醇期价强势拉涨的主要原因。

步入 11 月份，预测甲醇装置检修产能较少（因冬季产能检修极易造成甲醇装置损坏），甲醇装置开工率大幅下降概率较小；另一方面，虽陆续有神华新疆、中天合创、青海盐湖烯烃装置投产，但其均配有配套甲醇装置，烯烃外采量较少，因此甲醇装置开工率大幅上涨概率较小。预计，冬季甲醇装置开工率或将围绕在 65% 附近上下波动，对甲醇期价的影响力度减弱。

（二）产能增速减缓，一体化装置成为主流

环保问题一直是今年关注的焦点问题，甲醇作为化工企业，受环保因素影响较大。据中宇资讯统计，2015 至 2016 年甲醇新增产能 860 万吨，在总产能中所占比重仅为 11.47%，产能增速明显减缓。其中一体化产能 680 万吨，占比 80% 左右，实际新增产能仅为 180 万吨，一体化装置成为主流（表 1）。

装置开工维稳，加上产能增速减缓，总体上甲醇产量呈现小幅稳定增长趋势。据 Wind 资讯统计，9 月

我国甲醇产量 358.3 万吨，同比上升 5.9%，环比上升 2.2%。从 2016 年各月产量来看，无论是同比还是环比，其变动幅度均较小，保持在 -10% 至 10% 左右。累计产量方面，1 至 9 月我国甲醇累计产量 3167.2 万吨，同比上升 7.4%。从 2016 年各月累计产量来看，其增长幅度较小，均保持在 10% 以内。

后市来看，甲醇国内产量或将延续小幅增长态势，对甲醇期价的影响力度减弱，甲醇价格将主要取决于进口、需求等因素影响。

甲醇进口量环比大幅减少

目前我国甲醇进口量同比增速较大。据预测，1 至 10 月我国甲醇累计进口量为 742.6 万吨，同比增长 63.5%。从 2016 年各月累计进口量来看，6 至 10 月增长幅度基本保持在 60% 至 70% 之间，增幅明显。

主要原因有：一是 2015 年至

2016 年西北地区烯烃装置大量投产以及甲醇装置开工率较低，使其运至港口地区的甲醇数量急剧减少；二是目前美洲为我国甲醇第二大进口地区，已超越东南亚地区，仅次于中东地区，美洲甲醇装置的大量投产使其运至我国港口地区的甲醇数量急剧增加。这两方面因素共同作用，导致我国甲醇进口量急剧增加。

但是在甲醇进口量累计值保持大幅增长的情况下，进口量当月值却表现出环比大幅减少的趋势。据预测，10 月我国甲醇进口量 65 万吨，同比上升 24.19%，上升幅度已大幅减缓；环比下降 22.8%，下降幅度进一步扩大，主要原因为以下两点因素。

（一）主要进口来源国甲醇装置接连检修

我国主要从中东（伊朗、沙特、阿曼）、美洲（美国、特立尼达与多巴哥）、东南亚（文莱、印度尼西亚、

表 1 2015-2016 年我国新增甲醇产能（单位：万吨）

企业名称	新增产能	原有产能	原料	投产时间
新疆新业	60		煤炭	2015 年
鄂尔多斯国泰	40		煤炭	2015 年
鄂尔多斯新杭	20		煤炭	2015 年
南京惠生	20	30	煤炭	2015 年
山东阳煤恒通	20	5	煤炭	2016 年
河南顺达化工	30		煤炭	2016 年
西北能源	30		煤炭	
神华新疆	180		煤炭	2016 年 9 月底
中天合创	360		煤炭	2016 年 10 月
神华宁煤	100	252	煤炭	2016 年 10 月
总计	860	680	180	

数据来源：中宇资讯，招金期货煤焦钢事业部

马来西亚)进口甲醇,三个地区的甲醇进口量占进口总量的70%至80%左右。虽然中东地区甲醇进口量有所减少,所占比重降至50%至60%,但依旧是我国甲醇第一大进口地区。美洲甲醇装置的大量投产使其超越东南亚成为我国第二大甲醇进口地区,东南亚退居第三。

据中宇资讯统计,2015年美洲地区投产甲醇产能350万吨,预计2018年底之前或投产甲醇产能1005万吨。

中宇资讯的统计同时显示,7至10月份,中东、美洲、东南亚共计检修甲醇产能1840万吨(目前尚有沙特100万吨、文莱85万吨、印尼66万吨、马来西亚66万吨甲醇装置尚未重启),大型甲醇装置的接连检修是进口量环比下降的关键因素之一(表2)。

(二) 进口利润倒挂是导致进口量环比减少的关键因素

一般来说,进口利润与实际进口量存在3个月的时滞,即进口利润在N月份出现最大值,进口数量就在N+3月出现最大值;进口利润在N月份出现最小值,进口数量就在N+3月出现最小值;进口利润在N月开始下降,进口数量就在N+3月开始下降;进口利润在N月开始上升,进口数量就在N+3月开始上升。

2016年数据显示,进口利润在2至3月份出现最大值,进口数量在5至6月份出现最大值(92.66万吨与90.13万吨);随后,进口利润在4月份开始下降,进口数量相应地在7月份出现环比减少趋势。而进口利润从5月份开始基本倒挂,对应进口数量在8月份开始环比大幅减少。数据显示,5至9月份进口利润基本

保持倒挂,8至10月份甲醇进口量已经出现环比减少趋势,按以上规律预测,11至12月份甲醇进口数量环比减少趋势或将延续,这将对甲醇价格形成有力支撑(图1)。

港口库存环比减少

2016年9月15日之前,甲醇港口库存一直延续上涨趋势。截至2016年9月15日,港口库存环比上涨至105.71万吨。进口量持续高企与传统下游低迷是导致港口库存上涨的关键因素。但9月中旬以来,这一情况有所改变。

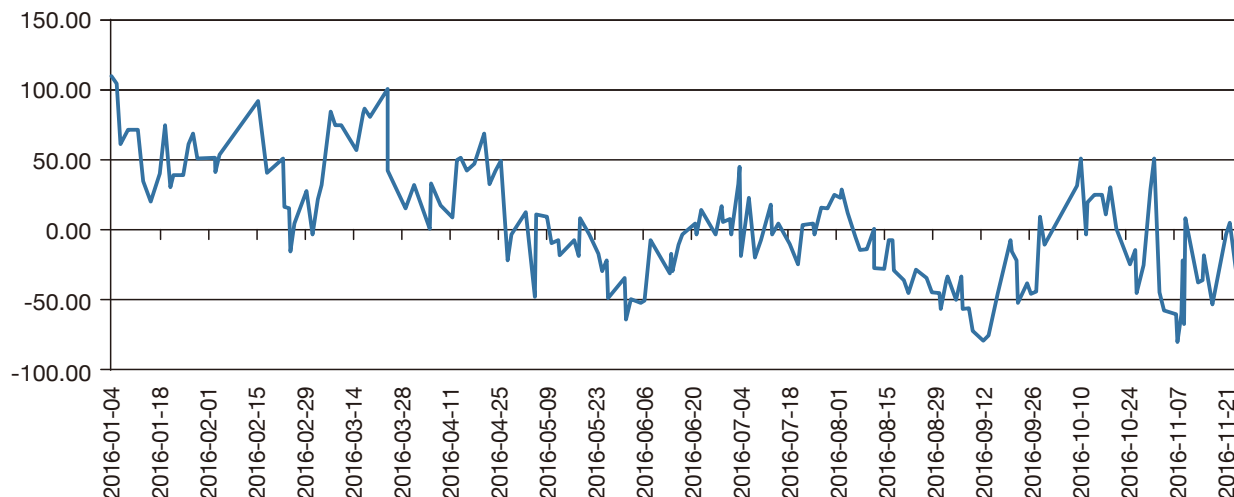
9月中旬开始,库存基本连续6周环比下降,已从最高值105.71万吨下降24.14万吨至81.57万吨(11月3日)。进口量环比减少、G20峰会之后烯烃装置恢复正常、“金九银十”消费旺季下游需求明显增强、港口两

表2 近期主要甲醇进口国装置变动情况(单位:万吨)

甲醇装置	产能	装置运行情况	地址
伊朗 ZPC	330	9月14日左右装置因检修,9月底重启	伊朗
沙特阿拉伯 5# 装置	170	7月27日停车,8月28日左右重启	沙特
IMC 沙特国际甲醇公司	100	10月20日左右停车	沙特
阿曼塞拉莱甲醇公司	110	9月29日左右重启	阿曼
OMC 阿曼甲醇公司	120	10月中旬左右重启	阿曼
OCI 德克萨斯州	93	6月下旬停车,8月初恢复稳定	美国
塞拉尼斯和三井物产合资	130	9月21日停车,10月初恢复稳定	美国
Methanex 特立尼达	270	9月底检修,10月中旬重启	特立尼达和多巴哥
文莱 BMC	85	9月17日左右检修,重启时间延迟至11月中旬	文莱
KTI 印尼	66	10月15日起检修40天左右	印尼
马来西亚	236	170万吨装置已经重启;66万吨装置尚未重启	马来西亚
Methanex 埃及工厂	130	8月8日左右停车,9月上旬重启	埃及
总计	1840		

数据来源:中宇资讯,招金期货煤焦钢事业部

图 1 甲醇进口利润走势图（元/吨）



数据来源：招金期货煤焦钢事业部

套外采型烯烃装置投产预期增强等是导致库存环比下降的主要因素。

后市来看，进口量环比大幅减少是库存下降的外因，港口外采型烯烃装置（江苏盛虹与常州富德）的投产预期是库存下降的内因，库存下降趋势或将延续。

烯烃装置投产预期愈演愈烈

2016年，烯烃取代甲醛成为甲醇的最大下游需求因素，导致烯烃装置开工率与甲醇下游加权开工率基本保持同步趋势，因此未来下游需求的关键在于已有烯烃装置的开工率与新建烯烃装置的产能。

据华瑞资讯统计，截至2016年11月3日，烯烃开工率为77.73%，环比虽下降5.16%，但依旧维持在80%左右的高位水平。前期甲醇价格涨幅大于烯烃，烯烃厂家利润下降甚至出现亏损，导致烯烃装置开工率

有所下降。尽管烯烃厂家利润下降导致烯烃开工率四季度存在下降预期，但是目前来看，烯烃厂家接连检修或者降负概率极低，烯烃开工率下降空间有限，后市仍然有可能维持在高位。

此外，今年下半年投产预期最强的5套烯烃装置——神华新疆、中天合创、青海盐湖、江苏盛虹、常州富德，目前已有3套烯烃装置——神华新疆、中天合创、青海盐湖顺利投产。但因有配套甲醇装置且位于西北内陆地区，这3套烯烃装置的投产对甲醇期价的影响力度相对较弱。未来甲醇期价能否强势拉涨的关键在于港口两套外采型烯烃装置的投产预期与进度，如若江苏盛虹与常州富德烯烃装置顺利投产，将会增加340万吨甲醇需求量。

淡季需求萎缩但下降空间有限

步入11月份，下游需求进入淡

季，接货能力减弱。据华瑞资讯统计，截至11月3日，下游加权市场开工率60.49%，环比下降1.97%。其中，甲醛开工率39.74%，环比下降1.2%；二甲醚开工率16.97%，环比上升0.24%；醋酸开工率67.81%，环比上升3.62%；MTBE开工率62.65%，环比上升9.21%；DMF开工率57.5%，环比持平。

传统下游需求转弱或冲击短期甲醇期价。但是长期来看，目前传统下游开工率处在低位水平，且港口地区主要下游盈利性尚可，暂无大规模降负需求。因此，传统下游下降空间有限，对甲醇期价存在兜底效应。

综上所述，在进口量与库存的环比下降预期依旧存在、烯烃装置投产预期愈演愈烈的情况下，甲醇期价易涨难跌。■



何立弘

毕业于华东师范大学，工科学士。2014 年进入上海中期研究所担任能化分析师，对原油、PTA、沥青等品种进行深入研究。主要致力于基本面、产业链的研究框架建立与分析，多次对现货企业进行调研并建立良好沟通。通过基本面及技术面结合把握趋势行情。

PTA 短期基本面偏紧 走势以偏强震荡为主

■ 文/何立弘

PTA 产业目前正处于行业景气底部

传统上，PTA 产业链从上游原油至石脑油、PX，产成 PTA 后，加 MEG 生产为聚酯，从聚酯向终端服装、瓶片。由于聚酯用途广泛，以及对棉花的替代性逐步增强，中长期而言，聚酯需求增长将会持续，预计今年全球聚酯需求可能将超过 8000 万吨。

从 PTA 产业看，目前正处于产业景气底部。总产能从 2011 年底的 2006 万吨增长至 2015 年底的 4963 万吨，新产能投放高峰已经度过，产能增长率逐年下滑，但全行业名义总产能达到 5013 万吨。2015 年中国新增 PTA 产能投产规模在 345 万吨，2016 年 3 月汉邦有 220 万吨投产，而四川晟达 100

万吨的投产时间未定。

2016 年 PTA 总产能预估为 4613 万吨（在 2015 年 4693 万吨基础上剔除 300 万吨长停装置以及增加了汉邦 220 万吨产能），有效产能在剔除翔鹭远东扬子后大致为 3608 万吨。由于 2011 年以来产能快速扩张，PTA 进口依存度从 40% 降至目前 2% 左右。产能大幅扩张的结果就是加工费长期处于低位，利润恶化也催生行业内进行重新调整，落后及中小厂淘汰将促进产能集中。

从一个更长周期看，PTA 产业当前正处于行业的景气底部，由于需求本身并不具备太大亮点或明显变化，因此，如何消化过剩产能将成为 PTA 产业供需再平衡的关键。

今年 PTA 期现货市场均出现激烈博弈，也出现了诸多新常态。从

ACP 谈判到杭州 G20 峰会召开；从汉邦装置复产到翔鹭复产传闻；再从巨量仓单到点价新常态；PTA 市场引来不少投资者和产业客户的关注。本文将对现阶段 PTA 基本面进行阐述，并对未来一段时间的基本面变化情况进行展望。

PTA 产业链处于平衡偏紧的态势

由于国内劳动力成本抬升，终端输出已经逐步从服装成品出口转化为原料端出口，因此预计在 PTA 出口方面，将增长 30 万吨左右，聚酯原料出口预计增长 30 万吨。考虑到今年下游聚酯普遍利润较好，加之较好的终端需求及出口提振，预计需求将提振 3% 左右。

PTA 供应端方面，将新增 3%

左右，全年总体仍然是平衡偏紧状态。但四季度考虑到印度信赖装置投产、新加坡 JAC 的 PX 装置投产以及前期检修的恢复，PX 利润可能将受到挤压。

产能方面，今年开出的装置目前只有汉邦 220 万吨，其余装置投产复工存在不确定性，虽然四川晟达计划将有 100 万吨产能装置开出，但目前看时间未定，可能性较低。在翔鹭重开之前，整体市场应该是维持紧平衡。下面我们从成本、供需层面进行分析。

OPEC 减产利好有限，原油区间震荡

近期市场焦点均投向 11 月 30 日第十一届 OPEC 会议，此次会议就此前的 9 月 28 日在阿尔及尔举行的关于冻产的会谈进行具体磋商，并达成了减产 120 万桶/天的协议，但我们认为，即使 OPEC 减产，利好有限。此次会议欧佩克各国达成一致，共同减产 120 万桶/天，预计缩减总产量至 3250 万桶/天、尼日利亚及利比亚获得豁免权、冻结印尼欧佩克产油国身份、邀请俄罗斯冻结产量在 2016 年水平，俄罗斯是否进一步减产等待 12 月 10 日欧佩克与非欧佩克会议结果。

在不怀疑 OPEC 整体减产效率的前提下，假设全部实施减产，那么从 2017 年一月份开始，产量将减少 80 万桶/天。考虑 OPEC 两个豁免国尼日利亚及利比亚，两国在

11 月份 OPEC 月报中的产量分别为 162.8 万桶/天及 52.8 万桶/天。两国如仍然保持每个月增加 16-20 万桶/天的增速，其出口量更是分别超过 50 万桶/天，那么，即使减产协议被 OPEC 其他国家履行，尼日利亚及利比亚的豁免将使得 OPEC 产量重回 3300 万桶/天。这意味着，此举对油价利好提振有限。

另一方面，在 OPEC 达成减产协议后，我们发现，WTI 远期曲线近端大幅抬升，而 2017 年 7 月至 2019 年 11 月间的曲线出现了近高远低的反向结构，而月间差从贴水远月转换至平水甚至升水。这种情况在近 2 年的 WTI 远期曲线中并未出现过。近端抬升受到 OPEC 减产协议提振，市场看涨情绪高涨，但远端亦被美国页岩油气商进场参与套保锁定，单从美国方面的市场及页岩油气商的反馈来看，上行空间受限，油价将制约在 50 至 55 美金。

从供应看，目前产油国迅速增产复产。根据彭博社数据显示，俄罗斯当前产量已经突破 1105 万桶/天以上，创出十年来最高水平；OPEC 方面，沙特日均产量增长至 1060 万桶/天，伊拉克日均产量 435 万桶/天，且在由于伊拉克恢复了 Kirkuk 城市三座油田出口，预计仍然有 20 万桶/天的增量。伊朗在解除制裁后，迅速复产，目前已经接近制裁前水平，达到 380 万桶/天。其余 OPEC 国家如阿联酋、科威特日均产量均达到历史极值水平。在前期

缺失的产量中，尼日利亚之前中断的油品供应达到 40 万桶/天左右，而利比亚方面有待回归的供应量在 30 至 60 万桶/天之间。

9 月底冻产会议虽然达成框架协议，但由于迟迟未落实，市场在 11 月底前的消息真空期内，态度消极，油价大幅回落 15%。俄罗斯及欧佩克各国均已提前将产量增至历史峰值以占据市场份额。如果 11 月底 OPEC 会谈无预期外利好，油价可能进一步回落至 40 美元。

我们认为，达成冻产符合包括欧佩克各国及俄罗斯在内的产油国的共同利益，根据此前统计，油价低于 50 美元的情况下，沙特将在 2018 年触及财政盈亏点。

需求方面，根据 OPEC 报告显示，未来两年全球需求增量将保持在 115 万桶/天左右水平。一旦冻产生效，在供应只减不增而需求逐步增加的情况下，全球原油超供缺口将逐步收窄。此外冻产期间，变数仍然较多。利比亚自身政局不稳，港口武装冲突仍可能助推油价。目前部分拉美国家如委内瑞拉已经触及财政盈亏平衡点，托底油价稳定民生势在必行。

石脑油方面，亚洲石脑油总体仍然供应充裕，预计秋季裂解装置检修，石脑油需求可能会回落，但目前石脑油与原油价差仍然处于较低位置，继续下行可能性不大，整体表现尚可。

PX 方面，2016 年中国没有计划

内新PX产能投放。今年一季度PX供应总体趋紧，一方面产量和进口均有所下降，且汉邦装置开车的前期备料支撑PX需求。进入二季度后，PX装置检修力度较大。总体看，PX-PTA价差较好，在350至500之间波动。PX四季度前期停车的新加坡JAC装置可能恢复供应，在80万吨左右。印度信赖装置要新上产能220万吨左右，占目前现有总产能的5%，在供应上相对比较宽松。预计整体国内和亚洲的供应量都会相对宽松。但韩国SKGC可能有230万吨装置检修，以支撑PX-PTA的利润。

下游方面，截至目前，下游总体水平较好，聚酯产业链每一块都有利润。FDY与DTY利润较好，POY利润一般。今年一季度涤丝库存出现阶段性高点，逐步进入去库存阶段，带动涤丝价格上涨。

终端方面，年初由于国内外宏观环境的不稳定，整体市场心态偏弱。今年上半年，服装零售额累计同比下降3.3%，增速同比有所回落。预计全年的纺织品服装零售将保持稳定，但无其他亮点。

接下来简单谈一谈今年PTA市场比较受关注的两个话题，G20会议的影响和巨量仓单的问题。

G20会议扰动PTA市场

G20会议在消息面对期货市场有较大影响。8月份，关于PTA工厂和聚酯停车检修的消息不绝于耳，期货盘面亦受之扰动。G20峰

会影响萧山绍兴及周边地区的聚酯产能开工，预计共影响产能824万吨，对PTA需求减少在30万吨左右。市场主要博弈的逻辑在于峰会之后的PTA需求重启，聚酯产能复工。因此，在峰会期间，期货市场多头信心坚决，但会后出乎意料的是，聚酯负荷回升弱于预期，从而使得盘面呈现较弱情况。

根据CCF统计，在G20会议召开之前，萧绍地区聚酯工厂停车范围较之前预期有所扩大，涉及聚酯工厂将全部停止投料，聚酯负荷最低降至65.5%。单就萧绍宁波海宁等地产能而论，涉及产能在865万吨左右。

峰会期间，萧绍地区聚酯终端影响相对较大，萧山衙前加弹多数停车，绍兴钱清、柯桥下游全停，其他地区则需要进行检查，涉及面估计较大。萧绍印染占到全国印染能力的40%，涤纶印染布占到全国的近一半，加弹占到国内的35%左右。此外，由于印染、物流等因素，湖州、嘉兴、常熟等地可能也会不同程度地受到影响。

可以看到，下游聚酯停车降负荷超预期，期价在消息公布当日急挫百点。而聚酯会后复工，又成为市场另一交易逻辑。峰会结束之前，市场普遍预计，聚酯负荷回升将相对较快，但出乎意料的是，直到月中聚酯负荷才到80%，本预计PTA可以去库存15万吨，实际并未达到。加之后续上游PTA陆续复工(桐

昆150万吨，虹港150万吨，上海金山40万吨)，全市场产能开工近65%。聚酯复工预期的改变，使得目前紧平衡的供需格局发生了微妙变化。

基差新结构催生巨量仓单

2015年和2016年整个PTA市场出现比较明显的变化，期货长期升水以及隐性库存显性化，也就是巨量仓单问题。上文提到，由于2011年底开始产能大肆扩张而使得供求失衡，加之2014年、2015年原油的大幅下行拉低成本以及国际金融市场的系统性风险，使得期现价差倒转。期货升水现货的局面延续至今。

一方面PTA生产商挺价意愿较低，另一方面，贸易商在期货盘面进行点价套保操作，压价出售远期现货从而打压加工费，迫使中小厂退出。PTA行业将通过挤出产能的方式，完成供求重新平衡，而基差将维持期货升水局面，远月合约的升水仍将延续和扩大。

在期货升水的情况下，会出现另一个问题——在今年其他品种上也发生的巨量仓单问题。由于去年新增信用仓单和PTA交割库，使得PTA的卖空套保变得更加便宜。一旦期货升水超过仓储费、手续费等所谓的无风险套利成本后，社会库存就会流向期货仓单，现货被注册成仓单后进入交割库，从而使得隐性库存显性化。只要期货升水格局

未能有效扭转，远月升水延续，那么巨量仓单将会成为常态。

后市展望

从供求大格局看，后市仍然处于基本平衡的状态。除去11月初资金带来的大幅扰动（11月11日TA多合约涨停及夜盘的巨幅波动），PTA整体仍然将回归以基本面主导的震荡市场。

上游方面，短期原油在40至50美元/桶之间波动，但中期（2016年底、2017年）原油站上50美元/桶为大概率事件。我们对短期油价维持震荡的依据主要来自供应端的压力。

当前俄罗斯连同欧佩克五巨头在将产量拉高至历史极值，并极有可能冻产在该位置；其次美国页岩油虽然处于产量缓慢下降的过程，但过去一个月美国48州（除墨西哥湾）原油产量停止衰减；同时，4月底开始，Permian（美国二叠纪盆地）已经增加了超过70台钻井机，并逐步投产。预计在今年三季度美国产量将重新抬头。

库存方面，由于去年及年初亚洲汽油裂解利润的推动，使得全球范围内的成品油库存高企，但进入秋季检修将使得包括美国在内的成品油、原油库存录得下降。

需求方面，今年由于气候异常，美国汽油需求旺季胜于往年，且由于拉尼娜影响，市场对四季度美国冬季的燃料油需求保持乐观。我们

可以看到，全球大范围的再平衡正在持续发生。EIA及OPEC均对非欧佩克国家的需求寄予期望，美国、中国、印度的需求和进口仍然稳中有涨。在产量难以增长的情况下，需求增长带动库存下降，促使原油市场再平衡的发生。

石脑油及PX方面，由于国内汽油仍然是供过于求的局面，使得石脑油裂解价差收到挤压。虽然石脑油较弱，但今年以来PX加工区间利润较为客观。一方面是PX全球格局仍然是偏紧，虽然名义上是供过于求，但考虑较多PX装置处于停产或未投产，因此实际是平衡偏紧。中国PX需求中，49%需要进口，这部分需求主要来自PTA及下游聚酯。我们认为在三四季度，PX加工区间仍然将维持在400美元附近。上下均难大幅度波动。PX价格一旦走弱，原料支撑下沉；而一旦PX利润空间到500美元以上，聚酯端将会打压。原油在目前44-50区间波动，PX-石脑油价差持续收窄，我们350美元左右会获得支撑。

PTA供应方面，目前名义总产能为5013万吨，除去四川晟达100万吨未投产以及长期闲置的1365万吨产能，有效总产能在3548万吨。与下游聚酯需求量基本维持弱平衡状态。而今年PTA总体库存偏低，截至10月底，社会总库存为142万吨，当然其中很大一部分原因是库存转移生成了仓单。但总体PTA库存压力并不大。

四季度PTA供应面变化不大。上游PTA工厂由于G20期间均已排期检修，预计不会再有进一步检修计划。如果翔鹭不安排复工，那么年底之前PTA供应将不会出现太大变化。一方面PTA工厂已经检修，另一方面需要向银行申请新贷款，故大概率将维持开工，不太会有停工计划。而今年逸盛恒力均有较高利润，暂停开工可能性不大，中小厂暂时没有退出的工厂。据传翔鹭660万吨可能在明年一季度开启复工，将占总产能10%，复工更加80%，后市毋庸置疑将大幅走弱。

下游需求方面，聚酯仍有两点可期。一是目前聚酯产品总库存偏低，聚酯工厂确实有补库存的需求，目前聚酯工厂的库存可用天数为5天左右，仍有增长空间；另外一方面，年底前可能会有聚酯新产能投放。根据年初规划，预计仍有200万吨左右的新产能可能会投放。涤纶涤短均有利润。由于1吨聚酯需要0.86PTA和0.34MEG，因此，只有聚酯名义产能高于PTA名义产能16%，产能过剩才能得到释放，供需获得再平衡。但年底前聚酯可能逐步开始安排春节检修。由于今年春节较早，可能提前一个月在12月底开始安排。此外，上文也提到，今年终端并无太大亮点，考虑如果年底终端情况不好，聚酯、印染、加弹机可能提前停工，停工时间可能1个月，需求恐难成为趋势行情的主要逻辑。



欧盟场外金融衍生品监管制度改革之镜鉴

■ 文/王宜峰

一、问题的提出

2000年,美国《商品期货交易现代化法案》确立了场外金融衍生品市场的合法性,这一规定明确表示场外金融衍生品市场是一个高度自由化的市场,该市场不受法律监管。但2008年国际金融危机充分暴露了不受监管下的场外金融衍生品发展的危害性。

2009年的G20匹兹堡峰会,掀起了对全球场外金融衍生品进行监管的改革。从美国到欧盟再到其他国家、地区,都充分认识到需要建立起场外金融衍生品强

有力的监管制度,增加场外金融衍生品市场交易的透明度,降低系统性风险。

所以本文认为国内需要建立的是完备监管下有序发展的场外衍生品市场。通过对比美国和欧盟地区场外衍生品的监管改革,本文认为欧盟的监管模式更适合中国国情,主要观点如下:

首先,从监管部门设置上,欧盟的监管部门设置与我国有相似之处。2008年金融危机之后,欧盟设立了“一会三局”对整个金融市场进行监管,这种分业监

管的模式与我国“一行三会”的监管模式具有很强的一致性,更加便于我国吸收欧盟的先进经验。

第二,从欧盟和美国对场外金融衍生品监管的态度来说,欧盟更加强强调强化监管,这与目前我国金融业的监管现状一致。近日,我国“一行三会”频频出手,进一步收紧金融监管。欧盟的场外金融衍生品的监管态度与美国相比显得更加谨慎,与我国监管层的态度比较一致。

基于以上两个原因,本文详细介绍欧盟的场外衍生品监管制度

的改革措施，并对我国的场外衍生品市场的监管提出政策建议。

二、欧盟的场外衍生品监管的改革措施

（一）监管主体的改革

为了进一步加强对包括场外金融衍生品领域在内的所有金融业务的监管，欧盟对监管主体进行了深入改革，成立了欧洲金融监管系统 (ESFS)，该系统旨在通过建立更强大、一致性更高的趋同规则来提高各国监管能力，实现对跨国金融机构的有效监管。

其主要内容包括：升级原先欧盟层面的银行、证券和保险监管委员会为银行、证券和保险监管局，合称欧盟监管局 (ESA)。在保持分业独立监管基础上，建立三个新的监管当局：欧洲银行管理局系统 (EBA)、欧洲保险和职业养老金管理局 (EIOPA) 和欧洲证券及市场管理局 (ESMA)，部门之间进行信息交流与监管合作，重视相互配合和协调。在相应的职责范围内对欧盟理事会、议会和欧盟委员会负责，具

有独立法人资格。

2011 年 1 月 1 日，三大监管局正式成立，加上前述的欧洲系统性风险委员会，标志欧盟“一会三局”新的金融监管体系形成。

欧洲证券及市场管理局取代欧洲证券监管委员会，负责对欧盟的期货以及衍生品市场进行监管。其使命是建立一套欧盟统一的资本市场监管规则，通过有效的监督和监管为欧盟投资者提供保护，并为金融机构提供公平的竞争环境。ESMA 拥有制定规章的权力，有权登记交易资料。金融机构参与者被要求向交易数据库进行报告，报告应该包括合同参与方、合同标的类型、到期时间以及名义价值等内容。对于非金融机构参与者来说，则主要针对场外合约进行相关内容的报告。这类报告必须在执行、修改或者结清的一个工作日内完成。

（二）监管法律的改革

监管法律的改革是欧盟对场外金融衍生品市场加强监管的一项重要措施，金融危机之后，欧盟推出的关于场外金融衍生品监管方面的

法律如表 1 所示。

从表 1 可以看出，欧盟对场外金融衍生品业务在法律改革上投入了大量的精力，主要的改革方向在提高交易透明度，降低信用风险以及投资者保护等三个方面。

（三）监管对象的改革

在监管对象的改革方面，欧盟加强了对场外金融衍生品业务的监管。

首先，欧盟将场外金融衍生品的市场参与主体和基础设施提供方都纳入监管对象。监管对象分成市场交易主体和市场基础设施提供者两大类。市场交易主体包括互换交易者、主要互换参与者；市场基础设施提供者包括衍生品清算组织（清算所）、互换执行设施、交易数据存管机构。欧盟对于监管对象的分类更加细致，将监管对象按交易平台的层次分类，包括规范化市场、多边交易设施、有组织交易设施和系统化内部撮合商等。

其次，将互换等以往未受监管的都纳入到监管范围中，欧盟将全部场内金融衍生品以及场外金融衍生品，凡是被定义为衍生品的金融工具都纳入到监管范围内。

（四）持仓制度的改革

2014 年 1 月，欧盟的场外金融衍生品改革方案规定所有个人持有和作为集合的团体代表持有的头寸都将被设立持仓限制。在受管辖的市场、多边交易的机构或是有组织的交易机构中交易的商品衍生品，都被认为是金融工具的一

表 1 金融危机后欧盟的场外金融衍生品监管法律

时间	监管法案	改革内容
2009.06	《欧盟金融监管体系改革》	建立一套泛欧金融监管体系，创设系统性风险监管机构，并建立超级监管机构，在欧盟层面加强监管
2011.07	《欧盟金融业资本要求指令》	对金融机构提出更为审慎的监管资本要求
2012.03	《欧盟市场基础设施监管规范》	提出基础设施监管要求，增加场外金融衍生品交易的透明度，降低交易对手信用风险
2014.06	修订《欧盟金融工具市场指令》	对交易透明度、交易报告和投资者保护制度予以了明确规定

种，因此，它们也受持仓限制制度的制约。

这一新制度中，具体的持仓限额将由各成员国监管机构设置，再由 ESMA 确认或修订。ESMA 已全权接手了该制度方法的设计工作，并承担了起草监管技术标准任务。各成员国的监管机构都将参照该技术标准。持仓限额制度可以有效抑制投资者利用场外金融衍生品进行投机活动。

（五）清算制度改革

2012 年 8 月 16 日，《欧盟市场和基础设施监管条例》（EMIR）正式生效，该法案对场外金融衍生品的交易清算制度等方面做了详细的规定。

欧盟规定绝大部分场外金融衍生品业务的结算必须通过中央交易对手（COP）进行。为了降低场外金融衍生品市场的违约率，EMIR 引入了强制中央结算制度，该制度要求凡是符合规定的场外金融衍生品都必须通过中央交易对手系统进行结算。

中央交易对手清算制度可以有效规避传统的双边清算模式所带来的无法反映系统性风险、估值自主性等多种问题。该法案中规定场外金融衍生品的交易应当在金融机构以及非金融机构之间进行。金融机构主要包括投资公司、一般信贷机构、保险公司以及基金公司等；非金融机构主要包括

欧盟境内的实体企业，它们所从事的场外金融衍生品交易结算起点金额，且不属于前面所列举的金融交易主体，也并非中央交易对手、交易所等机构。

另外，欧盟还对这类企业设置了补充条款，如果这些企业的交易存在恶意规避监管以及实质性或可预见性的对欧盟构成影响，相关的交易对手需要履行强制中央结算义务。

对于不适用中央交易对手结算的相关场外金融衍生品业务，必须具有配套的风险管理方法和相关的程序安排，用来识别、评估及分散来自交易对手的各种风险。

（六）报告制度改革

EMIR 规定所有的场外金融衍生品交易，都必须向交易数据中心进行报告，需要报告的内容有场外金融衍生品合约的订立、修改或终止等相关信息。在实际工作中，如果交易数据中心无法提供报告处理以及数据存托服务，相关交易主体需要在规定时间内向欧洲证券和市场管理局进行报告。交易数据中心将定期向社会公众公布各种场外金融衍生品种的信息包括交易品种、交易量等，欧洲各监管层可以利用这些数据对整个场外金融衍生品市场的风险进行监控和测算，确保监管部门能够全面了解各场外金融衍生品交易的风险暴露情况。

三、欧盟的场外衍生品监管对我国的经验借鉴

通过对比我国与欧盟在场外金融衍生品方面的监管，我们发现欧盟的监管体系比较适合我国的场外金融衍生品发展现状。本文将从监管法规、交易方式、市场准入、风险控制、信息披露和投资者保护等六个方面出发，给出具体的管理制度发展与优化建议。

（一）完善法律法规

建议从国家层面实现场外金融衍生品业务的统一立法。目前，我国尚缺乏关于场外金融衍生品业务的法律法规，且中国人民银行、银监会、证监会等机构颁布的规范性文件之间存在不同程度的矛盾，极大影响了监管效率。未来，我国有必要从立法层面加强对场外金融衍生品业务的统一规范，且在立法过程中建议遵循几个基本原则：

第一，注重协调场外金融衍生品市场与相关基础产品市场的关系。金融基础产品是场外金融衍生品的标的，二者关系密切，前者的发行受后者市场流动性及参与主体成熟度的影响，而后的价格也会随前者的价格波动而波动。

第二，立法应具体到不同层次和不同类别的参与主体，且就其交易行为和市场准入分别做具体规范。这是因为场外金融衍生品业务的参与主体呈多元化和多层次特征。

第三，立法对象应包括所有类型的场外金融衍生品，同时可根据市场主体、市场结构和交易所的不同，对于不同类型的场外金融衍生品监管侧重于不同方面。

（二）健全运行机制

1. 交易清算

我国的中央对手方交易机制已经在银行间市场有所应用，已经建立的上海清算所，统一对银行间的场外金融衍生品进行集中清算，但是这在非银行间市场上的场外金融衍生品方面，还是一片空白。交易方式方面，建立中央对手方交易机制应该是最终目标，但不能急于求成，需要通过逐步试点发现中国证券期货行业监管层建立中央对手方交易机制的发展方式。

在建立中央对手方交易机制前，可考虑选择几家大型期货公司或证券公司，给予其场外金融衍生品做市商资格，不妨称作“准中央对手方交易制度”。提出“准中央对手方交易制度”的主要原因包括：一是有助于提高期货公司和证券公司场外金融衍生品市场活跃度，而不需要自己想办法寻找交易对手方进行买卖；二是有助于降低场外金融衍生品交易成本，体现规模优势；三是有助于分散大多数投资者的风险。

清算方式方面，我国目前只有人民币利率互换业务实行中央清算制度，而未来随着其他场外金融

衍生品业务的不断发展，可考虑进一步扩大中央清算制度的适用范围。目前，国际上场外衍生品市场内，统一结算已经成为一个重要的发展趋势。与场内的期货交易不同，场外金融衍生品市场透明度较差，这导致投资者难以精确地判断其头寸价值，这也是场外金融衍生品在次贷危机中暴露的一个问题。为此，可以通过设立统一的场外清算机制，达到增加透明度的目的，创造更加公开、更加透明的环境，从而提高参与者遵守市场准则的效果。

2. 风险控制

场外金融衍生品交易个性化较强，且多在表外发生，监管难度较高，控制市场风险在很大程度上要依靠参与者自律。这就使得我国监管机构对场外金融衍生品市场参与者的内控制度和风险管理要求还不够细致和统一。

因此，建议监管部门进一步整合有关内控制度和风险管理要求，对参与者风险控制系统、内部汇报制度、内部审计制度等进行原则性的规定，并制定相应的场外金融衍生品市场参与者内部控制和风险管理指引，通过现场检查等方式对制度建立及实施也可考虑对头寸限额，单一交易对手最大限额等风控指标进行规定，以约束市场成员的交易行为，控制市场整体风险与单个机构的风险。

3. 信息披露

场外金融衍生品交易的信息不对称问题较其他金融交易更为严重，鉴于此，加强信息披露监管尤为重要。例如，2015年6月中旬开始出现的股市连续大幅下跌，与监管当局对场外配资的具体规模、参与机构等信息了解不够充分有较大关系，这次事件深刻说明了信息披露的重要性。关于完善信息披露，具体可采取如下措施：

一是完善有关场外金融衍生品的会计准则。对流动性不足情况下金融衍生品合约的公允价值计价问题、表外项目的会计处理和披露问题、金融衍生品的估值问题等进行研究和改进，确保公司按会计准则披露的信息能充分反映风险暴露水平和场外金融衍生品的潜在损失。

二是明确场外金融衍生品市场参与者在进行交易时，应向监管机构、客户及股东充分披露信息。市场参与者向监管部门披露的信息包括具体交易信息、场外金融衍生品风险头寸等；交易商向终端用户披露的信息应包括潜在风险、金融衍生品合约的具体条款、产品收益和损失的定量分析、可能引起金融衍生品损失的主要因素等；市场参与者向股东披露的信息应包括其参与场外金融衍生品市场的交易情况和风险情况等。

4. 投资者保护

根据欧盟经验,投资者保护是场外金融衍生品立法的最重要目的之一。目前,我国对于投资者保护的有关规定比较欠缺,只有一些原则性的规定。可以从以下两方面进行完善:

一方面,根据投资者的所属机构性质、规模大小、风险承担能力等设立零售客户与专业客户的区分标准。对零售客户参与交易,要求金融机构承担较高的适当性判断义务,即要求详细了解客户的财务状况等信息及其变动情况,判断客户是否适合于从事所要进行的场外金融衍生品交易。

二是制定向零售客户进行交易和提供服务的业务守则。应包括金融机构向零售客户提供的信息应当公平、清晰,不存在误导,并以零售客户能够理解的形式提供。金融机构应对零售客户在该投资领域的知识和经验,以及其财务状况和投资目标等方面的信息进行评估,以确认其是否有能力进行相关交易。金融机构应妥善保存与客户之间签署的相关文件。

(三) 加强技术支持

1. 建立电子交易系统

为了使场外衍生品交易更加公开化、透明化,并降低系统性风险,有必要在场外衍生品市场实现电子化交易。完整的场外市场电子交易系统由交易登记系统、确认系统和清算系统几部分共同组成,交易双

方在交易登记系统提交交易材料,并上传至确认系统予以确认,经确认后交易得以进行,并最终移送至清算系统进行集中清算。针对我国目前的情况,可以考虑以机构间私募产品报价与服务系统为基础,构建场外衍生品完整的电子交易系统,包括设立中央对手方,以实现集中清算。

2. 建立场外市场交易报告库

与交易所市场比较而言,场外市场灵活度高,但透明度低。随着场外金融衍生品日益丰富、结构日益复杂,这种低透明度带来的信息不对称问题日益显现。为了公平公正规范场外交易市场,增加市场透明度,包括欧盟在内的各国金融监管当局都致力于场外交易的事中或事后的报告制度。

随着我国政府对资本市场的重视,金融市场的开放程度越来越高,建立我国场外市场各类产品的交易报告制度以及交易报告系统是非常必要的,便于加强监管机构对场外市场交易的监管,尤其是对一些流动性差的产品的监管,有利于提高市场的透明度,消除信息不对称对投资者造成的损失,树立市场信心。

对我国而言,可以依托现有的集中交易平台,来构建场外市场交易报告库,并依照国际市场的发展经验,按不同的衍生产品类别分别设立交易报告库。对于权益类金融衍生品,一种可行的方法是:由机

构间私募服务与报价系统作为主要机构建立交易信息库,并在明确的法律框架下运行,由法律法规对交易报告库及其所有者、参与者和获取交易信息的外部中介机构的权利义务予以明确规定。

交易报告库的建立与交易登记确认系统相辅相成,衍生品交易信息在通过交易登记系统确认后,其数据可以直接传送到交易报告库中,交易报告库所获得的数据是已经确认后的数据,真实性和有效性可大幅提高。另一方面,交易报告库应与国内场外衍生品清算机构建立联系,由交易报告库将可集中清算的业务直接传送到中央对手方,实现场外市场衍生品交易的直通处理,降低市场风险。

四、结论

本文根据目前国内场外衍生品发展的现状,发现欧盟场外衍生品监管模式更适合国内的实际情况。通过研究发现,金融危机之后,欧盟从监管主体、法律建设、监管对象、持仓制度以及清算制度等多个方面进行了改革。针对国内的发展现状,对比欧盟的改革措施,本文提出我国 OTC 金融衍生品的监管应该从完善法律法规、健全运行机制、加强技术支持等三个方面进行改革,促进中国场外金融衍生品在有效监管的环境下顺利发展。
(作者就职于申万宏源证券博士后科研工作站)

2016 年 11 月中国期货市场成交情况统计表

交易所名称	品种名称	本月成交量（手）	同比增减	本月成交额（亿元）	同比增减	今年累计成交量（手）	同比增减	今年累计成交额（亿元）	同比增减	本月月末持仓量（手）
上海期货交易所	铜	8,960,011	-23.64%	19,909.36	-4.89%	67,306,526	-14.26%	127,074.48	-19.81%	268,271
	铝	7,466,828	19.25%	5,141.69	62.41%	39,549,229	150.46%	24,386.49	170.72%	361,737
	锌	10,370,626	-12.14%	11,041.53	46.42%	64,322,020	76.03%	53,376.82	100.57%	213,751
	铅	1,052,180	585.20%	1,025.76	969.84%	2,706,296	138.01%	2,174.78	196.53%	45,244
	锡	418,575	785.85%	613.44	1403.05%	2,965,003	600.42%	3,473.28	629.26%	8,256
	镍	10,393,011	5.25%	9,505.44	35.25%	93,439,559	78.81%	71,227.94	61.26%	305,170
	黄金	3,094,241	39.11%	8,609.25	72.02%	32,471,489	43.42%	87,304.64	62.02%	146,133
	白银	9,314,928	39.60%	5,836.50	78.37%	78,382,497	-43.23%	46,422.29	-36.28%	414,770
	天然橡胶	9,032,275	4.43%	14,704.33	63.04%	90,719,426	23.48%	111,107.24	20.09%	197,206
	燃料油	230	303.51%	0.34	397.61%	1,221	-67.51%	1.59	-71.66%	20
	石油沥青	18,884,148	146.30%	3,931.68	142.19%	172,012,189	602.14%	32,985.11	456.77%	476,691
	螺纹钢	64,883,549	73.76%	18,783.14	192.89%	885,934,182	86.09%	202,524.46	94.96%	939,901
	线材	0	-100.00%	0.00	-100.00%	51	-84.40%	0.01	-85.93%	0
	热轧卷板	6,168,220	3506.20%	2,026.40	6658.79%	37,323,609	2275.11%	9,845.52	2719.99%	132,909
总 额		150,038,822	46.24%	101,128.86	57.60%	1,567,133,297	70.16%	771,904.66	35.69%	3,510,059
郑州商品交易所	一号棉	6,530,053	199.62%	5,151.74	298.21%	76,820,786	276.05%	52,125.28	298.13%	226,340
	早籼稻	293	205.21%	0.16	220.00%	1,640	-50.80%	0.90	-44.95%	31
	甲醇	12,024,088	-47.43%	2,948.84	-29.08%	123,464,903	-57.92%	24,525.20	-62.78%	237,412
	菜籽油	4,971,177	506.27%	3,523.87	662.08%	24,001,241	255.98%	15,433.07	290.58%	273,339
	油菜籽	1,613	200.37%	0.76	251.16%	18,319	-58.09%	7.54	-54.40%	94
	菜籽粕	15,758,427	19.71%	3,673.60	49.64%	236,725,547	-5.03%	55,463.84	3.65%	416,216
	白糖	9,293,729	-61.00%	6,419.70	-50.58%	110,671,751	-34.66%	65,056.69	-28.22%	391,607
	PTA	24,669,168	19.02%	6,158.36	29.00%	151,467,201	-29.93%	36,115.14	-30.93%	1,375,126
	普麦	19	-38.71%	0.03	-28.57%	170	-50.44%	0.21	-52.87%	3
	强麦	41,137	-51.31%	23.70	-49.58%	439,653	18.71%	245.04	20.78%	9,940
	玻璃	7,191,758	4.40%	1,783.76	49.52%	62,986,927	65.46%	13,711.39	100.37%	108,235
	动力煤	6,431,366	1259.03%	4,019.10	1989.25%	48,671,883	2307.30%	23,136.42	1490.19%	131,788
	粳稻	30	--	0.02	--	278	180.81%	0.18	191.67%	1
	晚籼稻	48	860.00%	0.03	400.00%	268	-74.13%	0.15	-74.78%	1
	硅铁	284,058	981.84%	78.63	1464.78%	625,858	1897.89%	164.84	2558.71%	9,148
	锰硅	347,536	984.90%	143.71	2227.21%	1,216,469	2584.71%	435.31	4380.80%	9,939
	总 额	87,544,500	-3.90%	33,925.97	23.02%	837,112,894	-15.95%	286,421.15	-0.52%	3,189,220
大连商品交易所	黄大豆一号	2,972,277	59.86%	1,146.42	62.39%	28,605,500	67.86%	10,555.27	49.37%	105,883
	黄大豆二号	63	-28.41%	0.02	-14.29%	1,794	-63.43%	0.64	-57.13%	15
	胶合板	5,537	7698.59%	3.13	10003.23%	5,999	-96.72%	3.34	-96.78%	203
	玉米	15,828,295	51.84%	2,481.48	28.14%	108,856,343	209.58%	17,022.14	143.58%	1,182,153
	玉米淀粉	9,451,100	-17.64%	1,753.90	-27.93%	60,725,103	245.23%	11,808.32	204.95%	523,177
	纤维板	356	180.31%	0.11	174.36%	584	-99.14%	0.17	-99.17%	11
	铁矿石	25,441,841	-6.96%	14,288.48	57.75%	319,459,305	40.74%	131,337.60	47.33%	568,937
	焦炭	4,790,093	173.78%	9,469.18	712.07%	48,730,738	252.77%	53,309.76	344.21%	110,895
	鸡蛋	2,504,627	81.69%	908.20	82.01%	20,455,864	50.66%	7,361.74	32.39%	105,642
	焦煤	5,639,062	206.79%	4,917.52	734.28%	38,780,417	189.04%	20,281.05	290.05%	118,859
	聚乙烯	6,681,906	-41.62%	3,260.02	-26.49%	94,842,597	-12.91%	41,348.73	-14.86%	208,160
	豆粕	32,253,374	57.50%	9,425.43	91.04%	366,693,664	35.86%	105,285.65	45.54%	1,811,021
	棕榈油	14,253,309	2.80%	8,705.89	46.21%	129,019,966	32.29%	69,283.40	50.80%	445,959
	聚丙烯	5,130,942	-70.08%	2,184.46	-58.42%	118,480,828	35.14%	41,113.19	23.42%	279,588
	聚氯乙烯	3,647,203	2053.11%	1,360.28	3415.65%	8,263,845	503.80%	2,671.63	639.03%	119,181
	豆油	10,052,038	9.68%	6,851.34	35.93%	87,035,899	6.44%	53,869.32	17.65%	548,088
	总 额	138,652,023	8.03%	66,755.86	58.78%	1,429,958,446	45.17%	565,251.95	50.22%	6,127,772
中国金融期货交易所	10年期国债	614,460	21.45%	6,148.12	23.65%	4,665,907	267.61%	46,725.91	277.25%	60,956
	沪深300股指	280,249	-29.10%	2,868.40	-33.39%	3,945,623	-98.57%	37,307.52	-98.91%	39,965
	5年期国债	205,107	-83.57%	2,071.28	-83.36%	2,432,847	-35.81%	24,539.75	-34.44%	23,783
	上证50股指	132,502	-15.28%	920.51	-18.66%	1,486,878	-95.79%	9,508.86	-96.89%	25,563
	中证500股指	226,508	0.20%	2,937.23	-10.42%	3,345,596	-84.77%	39,977.32	-89.70%	33,997
总 额		1,458,826	-42.38%	14,945.54	-42.81%	15,876,851	-95.32%	158,059.36	-96.20%	184,264
全国期货市场交易总额		377,694,171	16.37%	216,756.22	35.54%	3,850,081,488	18.79%	1,781,637.12	-66.95%	13,011,315

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。



《冬之童话》

冠通期货 霍静婷 / 摄



中国期货业协会
China Futures Association

准印证号：京内资准字 0716 — L0173 号

