



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

中国期货

CHINA FUTURES

2017年第3期/总第57期

(内部资料 免费交流)

封面文章

“全球化”和“信息化”
冲击下的国际形势 >p09

服务·实体

利用期货保驾护航 企业与
市场共同成长 >p28

热点直击

金融去杠杆对实体经济和
商品市场的影响 >p32

人物·对话

上海中期吕海鹏：后来
居上 愿做期货行业挖矿人
>p37

文化·生活

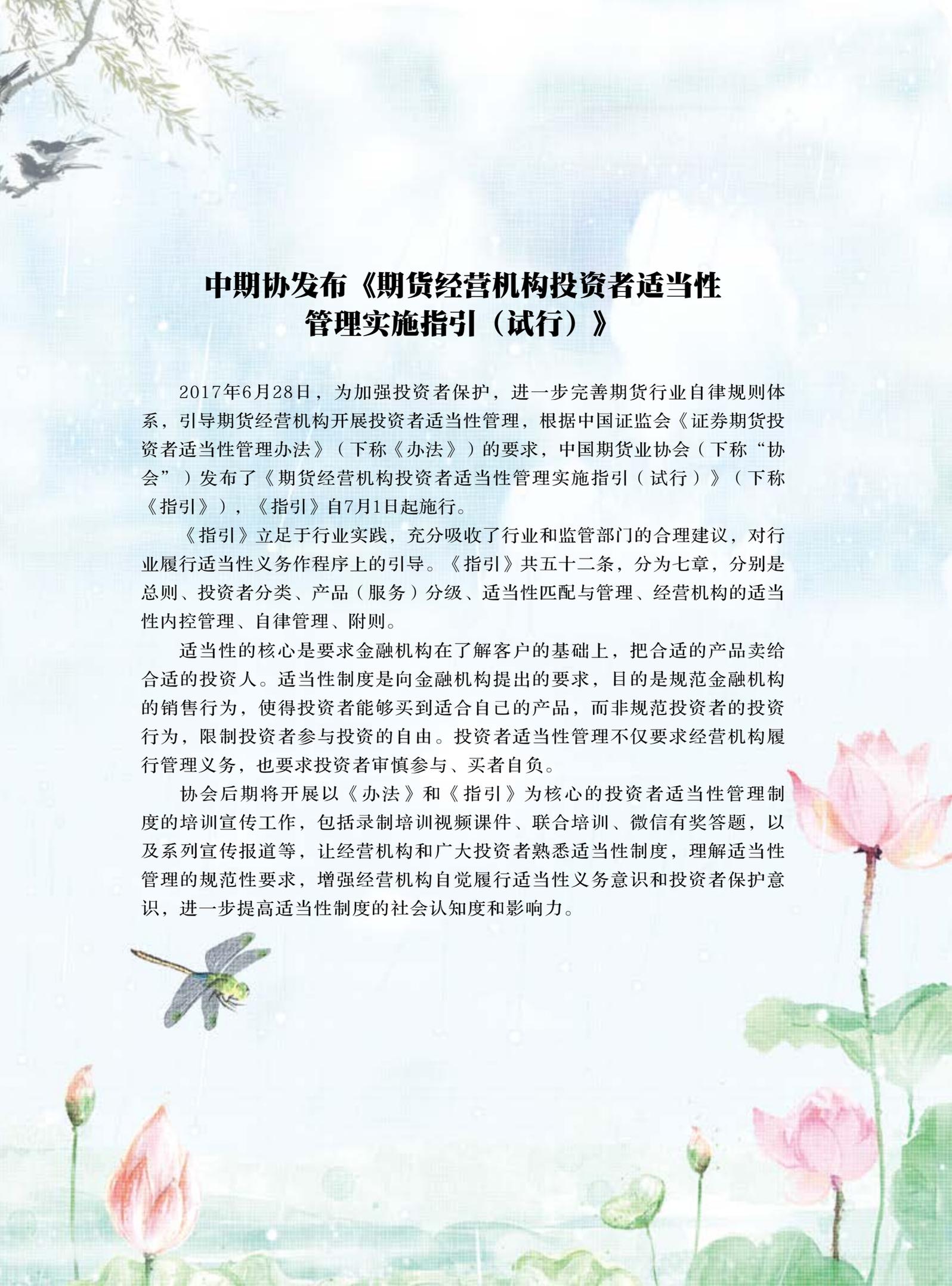
不如苦行 >p46

【封面文章】

第十一届中国期货分析师 暨场外衍生品论坛

>p08





中期协发布《期货经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》

2017年6月28日，为加强投资者保护，进一步完善期货行业自律规则体系，引导期货经营机构开展投资者适当性管理，根据中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》（下称《办法》）的要求，中国期货业协会（下称“协会”）发布了《期货经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（下称《指引》），《指引》自7月1日起施行。

《指引》立足于行业实践，充分吸收了行业和监管部门的合理建议，对行业履行适当性义务作程序上的引导。《指引》共五十二条，分为七章，分别是总则、投资者分类、产品（服务）分级、适当性匹配与管理、经营机构的适当性内控管理、自律管理、附则。

适当性的核心是要求金融机构在了解客户的基础上，把合适的产品卖给合适的投资人。适当性制度是向金融机构提出的要求，目的是规范金融机构的销售行为，使得投资者能够买到适合自己的产品，而非规范投资者的投资行为，限制投资者参与投资的自由。投资者适当性管理不仅要求经营机构履行管理义务，也要求投资者审慎参与、买者自负。

协会后期将开展以《办法》和《指引》为核心的投资者适当性管理制度的培训宣传工作，包括录制培训视频课件、联合培训、微信有奖答题，以及系列宣传报道等，让经营机构和广大投资者熟悉适当性制度，理解适当性管理的规范性要求，增强经营机构自觉履行适当性义务意识和投资者保护意识，进一步提高适当性制度的社会认知度和影响力。

最美人间四月天。

4月23日，由中国期货业协会主办的“第十届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”在美丽的杭州成功召开。本届论坛以“大融合·大数据·大市场”为主题，汇聚证券期货监管和行业内外专家，深入探讨了供给侧结构性改革背景下，期货及衍生品服务实体经济的新方位、新思路，以及大宗商品的趋势、实体企业对风险管理的新需求和运用风险管理工具的新模式、期货资产管理业务发展路径等行业要事。中国证监会副主席方星海、浙江省副省长朱从玖出席大会主论坛并致辞。

同时，本届论坛还举办了“期货分析师与金融科技”、“区域法人金融机构战略合作联盟发展研讨会”、“新媒体与期货分析师交流会”等三场专题活动，以及“大宗商品”、“期权”、“场外衍生品”、“资产管理”等四个专题分论坛。本期“封面文章”详细梳理了论坛的主要图文资料，以点滴折射论坛盛况。

近年来银行理财、证券期货资管、基金专户和子公司管理规模出现爆发式增长。2015年6月“股市异常波动”之后，高收益资产越来越稀缺，期限错配、资金池、加杠杆以及产品嵌套等现象在泛资管领域非常普遍，加剧了金融风险的传染性以及系统脆弱性。为了防范风险，防止资金脱实向虚，2016年以来“一行三会”对资管产品、银行理财出台了多项监管政策。2017年，监管部门陆续下发新的监管政策，加强监管和实现穿透式监管，目标直指金融去杠杆，引发市场不小的动荡。本期“热点直击”，将深入探讨金融去杠杆对实体经济和商品市场的影响。

偶然与期货结缘，偶然参与期货公司重组，偶然成为公司高管，这一系列偶然的背后，其实都蕴藏着必然。凭借一股韧劲儿和傲气，不甘沉默在职工大学课堂上的吕海鹏有了决定，备考CPA，转行干会计师事务所。可正当事务所业务蒸蒸日上时，他又放弃了高薪，重回体制内。没曾想，这一回头就是15年。本期“人物·对话”栏目跟大家聊一聊上海中期董事长吕海鹏，这位后来居上、期货行业挖矿人的期市故事。

期货人的思考和领悟并不是数字似的单调枯燥，多元丰富一直满溢于从业人员的精神世界。本期“文化·生活”栏目将带大家走进期货人的心灵深处，听他们讲身边期货市场波澜壮阔的投资故事，坦陈成长路上的得与失，品尝记忆深处的美好与甜蜜……

时间缓缓，阳光暖暖，一切都刚刚好。■



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 陈东升 党剑 吴亚军
执行主编 王春卿
媒体顾问 邓妍
责任编辑 陈茜茜 汪琳力 贾燕 张冬
杜春艳 张赫城
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0717-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 2017年7月
印 数 3500册

* 本出版物为双月出版。
* 本出版物文章未经允许，不得转载。



P08

第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛

4月22日至23日，由中国期货业协会主办的“第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”在美丽的杭州成功召开。

“期”事速览

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

封面文章

- 09 “全球化”和“信息化”冲击下的国际形势
- 10 用好期货工具 促进浙江发展
- 12 大宗商品：供给侧改革背景下的大宗商品市场
- 15 期权：风险管理与财富管理的新视界
- 18 场外衍生品：提升企业服务新探索
- 21 资产管理：新形势下的期货资管业务发展思路
- 24 大会掠影

服务·实体

- 28 利用期货保驾护航 企业与市场共同成长

文 / 任朝阳 鲍丹 韦钰涛 谭俊领 吴青韵

热点直击

- 32 金融去杠杆对实体经济和商品市场的影响 文 / 李贤

人物·对话

- 37 上海中期吕海鹏：后来居上 愿做期货行业挖矿人 文 / 特约通讯员 张竞怡



P37

吕海鹏：后来居上 愿做期货行业挖矿人



P45

百味

41 对话吕海鹏：理清资源禀赋 传统期货公司出路在于服务好实体经济

文 / 特约通讯员 张竞怡

文化·生活

46 不如苦行文 / 孙黎晓

47 宽幅震荡文 / 邓婷

49 等待秋天文 / 王潇潇

50 路漫漫且慢慢行文 / 张晓蕾

博弈之道

51 交易认识与实践论文 / 刘德良

55 大宗商品反弹之路还能走多远文 / 于芳

创新·探索

58 嫩江模式：基于“保险+期货”的农产品目标价格管理实务研究文 / 浙商期货课题组

64 期货交易所在信用衍生品发展过程中的角色文 / 高扬 田冰

观察家

68 豆粕期权运行平稳 功能逐步发挥文 / 王玉红

72 白糖期权运行心“甜”意恰，寻求以“权”达变文 / 徐玥

环球视野

76 韩国股指类衍生品流动性萎缩和海外转移研究文 / 姜海燕



“扫一扫”关注
中国期货业协会官方微信

大商所发布6只商品期货指数

4月10日，大商所发布6只商品期货系列指数，分别涵盖农产品、油脂油料、饲料类、大豆类等4只多商品期货价格指数，以及豆粕、铁矿石2只单商品期货价格指数。指数的发布，有助于发挥期货市场功能，提高商品期货价格信息的影响力，为投资者提供行情走势的参考依据，更好地服务机构投资者。

中金所表彰2016年度优秀会员

4月12日，据中金所网站消息，中金所综合考虑各会员单位在促进市场功能发挥、客户合规管理、代理结算业务、投资者教育、新产品开发和技术投入等方面的情况，评选出2016年度优秀会员白金奖、优秀会员金奖、技术管理奖、国债期货市场培育奖和产品创新奖等奖项，并对获奖者进行了表彰。

上期所开展年度优秀分析师评选工作

4月21日，上期所发布通知，启动2016年度优秀分析师评选工作。此次评选范围涵盖会员单位内设的研发相关部门、分析师岗位或从事研究分析工作的全职工作人员，将会评选出4类68个奖项，包括优秀团队奖10个、产业团队奖8个、优秀分析师奖40个、分析师新人奖10个。

大商所加强场外衍生品市场建设

4月23日，大商所总助刘志强在第十一届中国期货分析师论坛场外衍生品分论坛上表示，大商所将通过深入探索、推进仓单换单试点及铁矿石仓单服务制度，扩大场外期权及“保险+期货”试点，研究探索集中清算模式、仓单中心体系及场外综合服务平台等七方面工作，积极培育和发展场外衍生品市场。

大商所召开风控和合规监管座谈会

5月4日，大商所在大连组织会员代表召开“风控和合规监管座谈会”，永安期货、中粮期货等14家会员单位代表参会。会议旨在提高市场合规水平，加强交易所与会员单位风险监管业务的沟通与交流，确保市场监管工作有效开展和期货市场平稳运行，与会代表对此次座谈会给予了积极评价。

大商所研究中心开展2017课题招标

4月10日，北京大商所期货与期权研究中心有限公司发布公告，开展2017年对外合作课题公开招标工作。本次招标课题涵盖化工行业利用期货市场情况及问题研究、玉米及玉米淀粉企业利用期货市场情况及问题研究、期货市场服务农业供给侧结构性改革、中国铁矿石定价中心建设研究等内容。

上期所2016年度优秀会员名单揭晓

4月17日，上期所公布了2016年度会员评优活动名单，中信期货、海通期货等30家公司获评优秀会员。同时，上期所还评出了铜、铝等品种产业服务奖。上期所相关负责人表示，此次评选旨在引导会员单位稳健、诚信经营，发挥期货市场功能，更好地服务实体经济。

方星海副主席出席期货分析师论坛

4月22日至24日，第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛在杭州召开。证监会副主席方星海同志出席大会并发表讲话，方星海在发言中谈了对国际形势的看法，提到分析师不能不关注大势，要看清大势，并认为未来分析大宗商品的状况主要看中国，中国在大宗商品领域将具有更大的影响力。

期市操纵案件专题研讨会举行

5月4日，据中国证券网报道，期货市场操纵案件专题研讨会在郑州召开，会议就国内外期货市场的典型操纵案件进行了剖析，对违法违规线索甄别、违法违规案件认定、案件处理及处罚流程等内容进行了深入研讨。据悉，证监会系统相关单位及法院、公安系统等单位负责人共计40余人参加了本次会议。

首席风险官期权培训会举办

5月5日，中期协与大商所在大连举办“期货公司首席风险官期权业务培训交流会”，来自140余家期货公司的首风及合规部门负责人参加了本次培训。培训旨在进一步提高会员单位首风、合规部门负责人的期权业务风险管理水平，促进期货公司风控、合规负责人做好期权及衍生品市场安全平稳运行的守护者。

专业机构投资者研修班在大连举办

5月11日，中证协与大商所在大连举办“期权：风险与财富管理新机遇”专业机构投资者研修班，来自券商、基金、银行等机构近150名代表参加了培训。本次培训旨在深化机构投资者对豆粕期权等衍生品的认识，引导机构投资者理性参与期权市场，提高机构投资者大宗商品衍生品交易的风险内控水平。

郑商所拟试点“保险+期权”业务

5月16日，据上海证券报报道，郑商所相关负责人表示，白糖期权自4月19日上市以来，运行平稳，达到预期交易效果。下一步，郑商所将开展“保险+期权”试点，深入探索服务农业新方式，推动期权服务实体经济再上新台阶。

中金所健全法律顾问制度

5月19日，中金所召开律师顾问团成立大会暨期货交易所法律风险防范专题研讨会，来自律师事务所的十余位资深律师参加了会议。与会专家围绕交易所自律监管的正当性及诉讼风险防范、交易所业务规则的法律效力及完善、场外衍生品市场法律风险及相关制度完善等三个主题，进行了专题发言和讨论。

首届场外衍生品研讨会在上海召开

5月23日，由中国人民银行和美国芝加哥联邦储备银行主办、全球中央对手方协会（CCP12）承办的首届“场外衍生品研讨会”在上海举行，会议围绕“金融机构和金融基础设施的韧性、恢复与处置”、“中央对手方流动性风险及对金融市场的影响”和“中央对手方风险管理的国际标准”等议题进行了深入交流。

方星海副主席出席上行论坛

5月25日，证监会副主席方星海同志出席了上海衍生品市场论坛，他在致辞中点明了我国期货市场的新成绩和不足，并从促进期现货市场更好衔接、丰富衍生品市场的风险管理功能、优化市场参与者结构、确保市场平稳有序健康发展等方面，阐述了期货市场业务和产品创新等方面需要做好的工作。

原油期货业务规则正式发布

5月11日，上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心正式发布《上海国际能源交易中心章程》、《上海国际能源交易中心交易规则》以及11个相关业务细则。据上海国际能源中心相关负责人表示，下一阶段，能源中心将按照业务规则积极稳妥地完成各项上市准备工作，争取年内推出原油期货。

国内首个仓单统一保险项目落地

5月17日，由郑商所、大地财险、金诚国际保险共同参与的“郑州商品交易所仓单统一保险”项目签约仪式在郑州举行，此举标志着我国首个指定交割仓库仓单统一保险项目落地。郑商所相关负责人表示，期货仓单统一保险为仓单安全管理提供了一种新的保障模式，也为期货市场服务实体经济打上了“双保险”。

郑商所举办期货业务专题培训会

5月19日，据中国证券报报道，由郑商所和鄂尔多斯市政府联合主办的期货业务专题培训会举行，会议旨在贯彻落实当地关于利用期货市场促进实体经济发展意见的要求。郑商所相关负责人表示，动力煤期货上市以来发展势头良好，郑商所将持续修改完善动力煤期货合约规则，满足企业的相关需求。

2017中国塑料产业大会举办

5月24日，由大商所与中国石油和化学工业联合会、中国轻工业联合会共同主办的2017中国塑料产业大会在杭州召开。大会以“产融结合、携手十年”为主题，回顾大连塑料期货市场十年来功能发挥、服务实体经济的情况，聚焦当前塑料产业市场的风险管理与发展机遇，并针对行业热点问题进行了解读。

第十四届上海衍生品市场论坛举办

5月25日至26日，由上海期货交易所和中国金融期货交易所共同主办的第十四届上海衍生品市场论坛在上海举行。本届论坛以“稳中求进 发展开放”为主旨，以紧密围绕稳中求进的工作为总基调、持续推进供给侧结构性改革、完善期货市场在资源配置中的引导作用及促进期货市场风险管理功能发挥为讨论主题。

DGCX拟向零售投资者推出新黄金合约

4月8日，迪拜黄金和商品交易所（DGCX）表示，正在考虑是否推出一个面向零售投资者及交易员的新黄金现货合约，新合约将由拉斯海玛国家银行（Rakbank）负责产品开发，完全由实物黄金背书，采取可选择实物赎回的电子模式交易，从而增强对更小合约风险规避型交易员的吸引力。

CME计划关闭欧洲清算中心

4月12日，CME集团宣布缩减其在伦敦的衍生品交易和清算业务，并且计划在2017年底关闭CME欧洲清算中心（CME Clearing Europe）。CME集团相关负责人表示，尽管做出该项决定，但仍将为欧洲客户群提供服务。据悉，CME欧洲清算所与LCH以及欧期所在交易清算领域存在着竞争。

CME计划推出新的指数期货期权

4月12日，CME集团宣布，计划于7月10日推出基于罗素2000指数的期货和期权产品，这些产品包括罗素2000电子迷你指数期货及其期权合约、罗素2000成长（价值）电子迷你指数期货合约等。罗素2000指数作为罗素指数系列中的一种，是美国市场上中、小型股票市值最具代表性的指标之一。

LME发布关于市场结构的讨论文件

4月24日，据LME网站消息，LME于近日发布了关于市场结构的讨论文件，该文件旨在向市场参与者征询提升LME市场结构方面的意见，其聚焦点包括：LME生态系统、利益相关方及其需求，交易与订单结构、日期系统，清算结构与服务，实物交割与现货市场结构，会员结构，交易量、费用结构和新产品等。

港交所拟推出实物交收黄金期货

据港交所5月5日消息，香港交易及结算所有限公司计划在三季度推出以离岸人民币及美元计价的实物交收黄金期货合约，该合约专为亚洲市场需求而设，以1千克金条（纯度不低于99.99%）为标的。新推出的离岸人民币黄金期货将进一步丰富香港交易所的人民币产品组合，为市场参与者提供更多的投资选择。

ISDA在里斯本召开第32届年会

5月8日至10日，ISDA在葡萄牙里斯本召开第32届年会，来自全球主要市场的监管者和市场人士就采取实施步骤促使衍生品市场变得更有效率 and 更加简化展开交流与讨论。同时，年会还组织了专题小组讨论，考虑针对英国脱欧和2016美国选举条件下如何推动经济增长和变化，制定公共政策议程。

港交所举办LME亚洲年会分论坛

5月11日，香港交易及结算所有限公司在深圳前海联合交易中心（QME）举办了LME亚洲年会前海分论坛，论坛以如何服务实体经济为讨论议题，吸引了海内外300多位嘉宾参会。据悉，LME亚洲年会源自每年10月在伦敦举行的LME Week，是全球金属业界一年一度的盛事。

CFTC推动金融科技手段强化监管

5月17日，CFTC发布公告称，正式批准成立LabCFTC。LabCFTC的成立，不仅可以推动金融科技发展，还可以提高CFTC对金融市场的监管质量。此外，LabCFTC将加强与CFTC在FinTech和RegTech方面的合作。CFTC表示，届时包括消费者、农民、牧场主和投资者都将受益于CFTC监管市场的技术创新。

ESMA明确MIFIDII下的TOTV概念

5月22日，据欧洲证券及市场管理局（ESMA）网站消息，鉴于各国主管部门或监管机构多次咨询“在交易场所进行交易（TOTV）”这一概念，ESMA对TOTV定义做出了统一说明。此举澄清了场外衍生品的TOTV概念，指出场外衍生品交易同样受到提交交易报告和保持信息透明要求的约束。

新交所获评普氏全球金属奖

据新交所5月23日消息，新加坡交易所在2017年普氏全球金属奖评选中当选为“年度最佳金融金属服务提供商”，该奖励反映了新交所为钢材供应链风险管理所发挥的领导作用。该奖项由能源、金属和大宗商品信息提供商S&P Global Platts发起，以表彰在钢铁、金属和矿产开采领域表现出色的机构。

协会就四份指引文件征求意见

4月12日，为配合原油期货上市，规范和指导各期货公司为境外交易者和境外经纪机构从事境内期货交易提供期货经纪及结算服务，协会就《<境外交易者参与境内特定品种期货交易期货经纪合同补充协议>指引（征求意见稿）》等三个新合同指引及修订后的《<期货经纪合同>指引》，向社会公开征求意见。

王明伟会长参加本届期货分析师论坛

4月23日，协会会长王明伟同志出席协会主办的第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛，并在致辞中对论坛在促进期货市场功能发挥以及服务实体经济发展等方面的作用给予了积极评价，王明伟希望本届论坛与会代表畅所欲言、充分交流，为实体经济发展和风险管理需求提供专业化的新服务和新思路。

协会举办第二期风险管理公司培训

5月12日，协会举办风险管理公司视频培训，该培训是风险管理公司系列培训的第二期，培训主题包括：实体企业如何使用商品期权、期货市场对于大宗商品企业的意义及运用，目的在于提高风险管理公司相关业务人员的业务水平及风险防范能力，促进风险管理公司业务健康有序地开展。

协会调整法律法规考试科目部分内容

5月19日，协会发布公告称，根据2017年4月18日中国证监会颁布的《期货公司风险监管指标管理办法》（第131号令），自2017年7月起，协会将在期货从业人员资格考试的“期货法律法规”科目中采用新颁布的《期货公司风险监管指标管理办法》内容。

协会举办第十一期金融衍生品高级研修班

6月2日至11日，协会在厦门大学举办第十一期金融衍生品高级研修班，该研修班由协会与厦门大学金融工程研究中心合作共同举办，培训内容突出金融衍生品市场实务操作，截至目前已连续举办十期，为培养金融衍生品研究分析、产品设计及基金经理类的高端人才提供了帮助。

协会与欧期所合办期权交易培训班

4月17日至21日，第六期期权交易实务培训班在杭州南华期货金融实验室举办。本次培训班由协会与欧洲期货交易所联合举办、横华国际公司协办，目的在于培养熟悉期权交易策略、掌握期权风控技巧的实务操作型高端人才。培训班将理论授课与实务操作相结合，通过实战模拟来保证学习效果。

协会发布2017年社会招聘公告

5月5日，为适应期货市场发展和协会自律管理工作的需要，协会在网站发布公告，公开向社会招聘法律、财务会计、信息技术、金融及综合类专业人才。本次招聘按照初选、笔试、面试、体检、政审的程序进行，招聘人数限定在25名以内。

第十二期协会联合研究计划课题招标

5月16日，协会启动“中期协联合研究计划（第十二期）”课题招标工作，本次课题按照《中期协联合研究计划课题管理办法》接受管理，以“服务实体经济，促进期货及衍生品行业创新发展”为主题，设置了8个参考课题供课题申报人申报，申请人可根据课题内容自行确定研究角度和具体题目。

“第三届衍生品学术论坛”征文工作启动

5月22日，协会发布“第三届衍生品学术论坛”征文公告，面向行业内外专家学者征集与会论文。该学术论坛作为中国（深圳）国际期货大会的重要活动，由协会与四家期货交易所研究院联合举办，旨在探讨期货及衍生品市场的前沿问题，搭建产学研合作交流平台，共同推进我国期货及衍生品市场发展。

协会举办期货资管产品营销实务培训

6月16日至18日，协会在上海举办2017年期货公司资管产品营销实务培训活动。该培训对象为期货公司资管产品营销团队负责人，主要内容涵盖资产配置与产品选择、财富管理业务、投资者适当性管理等内容，旨在引导期货公司资管业务有序发展，提升期货公司资管产品营销团队负责人的管理技能。



“大融合·大数据·大市场”

第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛

【编者按】

4月22日至23日,由中国期货业协会主办的“第十一届中国期货分析师暨场外衍生品论坛”在美丽的杭州成功召开。本届论坛以“大融合·大数据·大市场”为主题,汇聚证券期货监管和行业内外专家,不仅深入探讨了供给侧结构性改革下,实体企业及市场主体风险管理的新需求与应对策略,还就如何运用风险管理的新工具与新模式,运用专业化服务新思路等方面展开了深入研讨。

除主论坛外,本届论坛还设立了“大宗商品”、“期权”、“场外衍生品”、“资产管理”四个专题分论坛,内容涵盖供给侧改革背景下的大宗商品、期权在风险管理与财富管理应用、场外衍生品提升企业服务的新探索以及新形势下期货资管业务发展思路等主题。

同时,本届论坛还举办了“期货分析师与金融科技”、“区域法人金融机构战略合作联盟发展研讨会”、“新媒体与期货分析师交流会”三场专题活动。

本期“封面文章”详细梳理了论坛的主要图文资料,以点滴折射论坛盛况。

“全球化”和“信息化” 冲击下的国际形势



中国证监会副主席 方星海

当今世界各国都面临着两股非常强劲的冲击——即全球化和信息化，应对好坏直接决定一个国家的前途。全球化，就是生产在全球进行配置，哪里成本低、质量好就到哪里去生产；信息化的含义非常深，我们现在感受比较多的集中体现在机器代替人脑上。比如说，美国有100多万卡车司机，现在自动驾驶技术替代人工指日可待，这些卡车司机将会面临失业。

应对这“两化”做得相对较好的国家，比如美国，经济增长不错，科技保持全球领先，但收入分配问题很大。我们来回顾一下美国的三任总统克林顿、小布什和奥巴马是怎样应对“两化”的。克林顿时期，1993年达成北美自由贸易协定，1995年主导成立WTO；小布什时期欢迎中国加入WTO(2001年)，敲定美韩自由贸易协定(2007年)；奥巴马时期推出TPP和TTIP两个战略。美国拥抱全球化，显著方法是让全球化的规矩怎么样更靠近美国

的规矩，因为这样，会更有利于美国的企业。

如何应对收入不均？克林顿任期，收入分配的问题还不是那么突出。但到小布什任期，科技泡沫破灭，收入分配问题开始突显起来。小布什的应对办法是用房价上升弥补一部分人的收入不足，但靠资产泡沫来改善收入分配的办法是不可持续的，最终导致了2008年美国金融大危机。奥巴马任期，正好是危机之后，他采取了许多办法来应对收入分配问题，其中最著名的、也是最成功的就是奥巴马的医改。

特朗普政府如何应对这两个冲击？就是要离全球化远一点。比如说把生产从国外转回到国内，宣布退出TPP，威胁不再遵守WTO的管辖，还要加征20%的边境税。但这些措施能否奏效？习总书记在今年达沃斯论坛上有一个关于全球化很好的演讲，他指出全球化有着强大的经济原因，资源在全球更广的范围内配置，效率就会提高，这是经济学基本原理，再加上当今交通技术和信息技术发展非常快，全球化的成本在下降。所以，全球化不是某一个领导想退就能退得出去的，一个国家想阻挡这样一个潮流很难。

我们再看看英国、法国是如何应对。英国脱欧不是要远离全球化，而是用更符合英国利益的方法来迎接全球化。法国算是应对相对较差的国家，经济持续走低，科技领先地位受到削弱，失业率长期在10%以上。

面对全球化和信息化这两个冲击，按照我们中国人的说法，美国其实是需要更好地发挥政府的作用。发达国家中应对“两化”做得出色的国家是新加坡。虽然新加坡是个小国，但有很多做法甚至值得中国这样的大国参考。

最后简单总结一下。首先，法国大选决定欧盟的未来，也极大地影响全球化；第二，美国今后四年的经济政策，会有许多自相矛盾的地方；第三，今后分析全球大宗商品市场，主要看中国。■

(本文根据演讲记录整理，未经作者确认)

用好期货工具 促进浙江发展



浙江省副省长 朱从玖

浙江发展的“绿水青山”和“金山银山”

习总书记提出“绿水青山就是金山银山，既要绿水青山，也要金山银山”，这个论断在浙江的实践中已经取得了非常大的成功。

从绿水青山来看，2013年以来，浙江在治理污染河流方面，取得了非常显著的成效。浙江的面貌越来越好、环境越来越好，尤其是浙江乡村。从金山银山来看，浙江的经济保持非常强劲的势头，经济总量保持第四，城乡居民收入在全国依然位居第三，仅次于上海和北京。

在新旧动能转换中，无论是老产业改造提升，还是新的业态、产业发展，都保持了良好态势。同时，浙江去产能、去库存、淘汰落后企业的力度也非常大，如果将其和浙江环境治理完美结合起来，那么浙江的“绿水青山”和“金山银山”都会取得十分积极的进展。

金融业的积极作用与健康发展

浙江在新旧动能转换、转型升级方面更多发挥了资本市场的作用。

浙江上市公司总数第二，上市公司境内外并购重组十分活跃，大大提高了中国制造业企业追赶国际先进水平的速度，快速缩小差距。这些上市公司正在成为浙江经济转型升级中的引领者、带动者，发挥着中坚作用，带动了一大批中小微企业迈向新的发展台阶。

浙江也重视发挥多种金融工具的作用。去年，浙江省直接融资比重占34.3%，高于全国平均水平约10个百分点。整个金融结构不断优化，多种渠道为浙江发展提供金融支持。

另外，浙江还十分重视利用银行、证券和保险等多种金融业务和金融机制，促进市场主体不断壮大。浙江的期货业也发展得不错，对实体经济的支持、促进作用较大。综合来看，多种金融工具、金融机制在浙江经济转型升级和社会治理中，发挥了越来越重要的作用。

同时，防控金融风险，当前已经摆在非常重要的位置。近几年，浙江一直在化解不良资产。过去五年，浙江已累计处置6000多亿不良资产，全省不良贷款余额和不良率实现“双降”，浙江的金融资产质量在提升，风险在降低。

运用好期货工具对浙江发展意义重大

第一，大宗商品原材料价格上涨，已成为当前浙江经济发展的难题。去年，浙江省20大类原材料资源性商品（包括铜、锌）进口量达2000多亿元，需积极应对大宗商品价格波动对经济的影响。第二，浙江经济外向度比较高，汇率波动影响大。去年，浙江出口居全国第三，进出口全国第四。如果不能运用好期货、期权等衍生品，对浙江这样一个外向度很高的经济大省来说相当不利。第三，浙江是新一批七个自贸区之一，自贸区以油品全产业链为主要内容，油品运输、存储、加工、交易、加注等一系列服务，必然与全球市场高度关联。必须考虑怎么和国际市场对接，如何运用现代金融工具管理大宗商品波动。第四，浙江

企业正在不断加大力度融入“一带一路”发展进程。浙江企业境外投资不断增加，产业布局日益扩展，跨界并购不断活跃。货币市场、大宗商品市场波动必然产生风险。国际投资需要期货、期权工具来管理风险。

总体来看，浙江过去在运用期货市场工具方面意识领先，几家期货公司影响大，国际化程度较高，各大期货交易所也十分重视浙江期货市场。浙江对合理运用期货等衍生品工具有较高的认识和接受程度。浙江省政府在抓小微企业的帮扶工作中，也重视把期货的运用纳入到工作当中，动员、推动各级政府、各类型小微企业在发展中学会用期货管理运营风险。

（本文根据演讲记录整理，未经作者确认）



大宗商品： 供给侧改革背景下的大宗商品市场



宏观经济研究专家 洪江源：
中国宏观经济与大宗商品周期

对于大宗商品，金融市场有一整套投研体系。宏观金融主要分析研究大宗商品的方向，产业分析决定大宗商品标的，技术分析决定大宗商品进出的场点。

2008年以来，市场进入漫长的调整期，这种大周期性的变化，是全球共振的趋势，任何国家都没有能力对抗。在这种形势下，不如停下来，解决内部的问题，这就有了中国的供给侧改革。过去30年，一旦出现经济危机，宽松货币政策、扩需求是重要调控手段。比如美国2008年以后推出的Q1、Q2、Q3、Q4。

但是，中国很难复制美国模式。因为中国需求扩充无效，会通过金融的溢出效应，加倍增加中国的债务，而清

理债务又将会需要更多的时间。中国也曾刺激过需求，我们采取宏观式主动转型，但大危机下的4万亿，并没有解决问题，只是换来两年的时间。积极推动供给侧结构性改革，核心是国企的债务负担问题。供给侧改革不会增加价值，但会改变质量，让行业所有的资产转为优质资产。

2017年宏观经济与大宗商品的逻辑，全球经济处于长周期衰退的底部，缓慢复苏中。从经济逻辑来说，今年二季度商品不被看好。大宗商品，回归商品本身，震荡盘跌。2017年全球利率缓慢回升，但依旧维持宽松货币，全球商品完成从超跌到超涨，2017年上半年是重建库存的尾声。

中国钢铁工业协会副会长 李新创： 钢铁冶金行业供给侧改革路径及供需变化



全球钢铁、现代钢铁工业的发展起源于英国，随后转移到美国，然后转移到亚洲，现在以中国为主。目前中国是全球钢铁生产中心，也是消费中心。

中国钢铁消费与生产经历了三个阶段，第一阶段是探索阶段，波动发展；第二阶段是起步阶段，稳定发展；第三阶段是加速阶段，跨越发展。中国钢铁产业目前已具备“5G”竞争力，即好价格、好规模、好服务、好产品、好品牌，是中国制造业门类中最具全球竞争力的行业之一。

钢铁行业作为供给侧结构性改革的先锋队，“十二五”期间就淘汰了9000万吨，“十三五”还要淘汰将近1.5亿吨。要正确认识去产能，去产能不是控产量，限产会对整个行业造成极大伤害，应当依法依规、尤其是环保等指标淘汰落后产能。2017年主要任务，确保淘汰落后产能5000万吨，做到坚决取缔“僵尸企业”、坚决取缔地条钢、坚决不新建钢厂。



中国粮油信息中心处长 李喜贵： 农业供给侧改革与大豆、玉米形势展望

农业供给侧结构性改革跟工业品的供给侧结构性改革存在共性和特殊性的问题。共性包括我们也存在着“四降一升”，特殊性体现在，一是农业“四化”的短板，和农村实现全国跨进小康社会的短板；二是农业供给侧改革重点不是去产能，而是调结构。

农业供给侧改革重点，一是深化粮食等重要农产品价格形成机制；二是建立市场化收购新机制，推进玉米等品种的收储制度改革。发挥政府作用，鼓励多元主体积极入市，增强农民市场意识，价格形成主要

依靠市场。2016年的收储制度改革，是农业供给侧结构性改革的第一场硬仗。从玉米收储制度改革来看，效果超预期。

对于投资者来说，农业供给侧改革带来了新的价值和机会。目前粮食价格有洼地效益，玉米和稻谷改革后的机遇存在，3至5年牛市概念也存在，目前更多是从底部向牛市转变的机会，这个机会可以理解为结构性的机会。另外，大豆在这种变化下是熊市预期，基本价格是持续回落的状态。

中国石油与化学工业规划院副总工程师 刘延伟： 供给侧改革驱动下的能化产业变革

世界能化产业大概分为三个区域，美国、欧洲、亚太，而亚太的主要市场是中国。中国能化市场产品规模虽然大，但竞争力不足，“十三五”期间重点是调结构，增强竞争力。从数据来看，2016年能化产品贸易量巨大，仅原油进口就达3.8亿吨。现在整个原油价格下降，导致国内油气资源后续开发跟不上，投入在减少。今年一季度油气的产量情况是下降的，说明将来的原油进口会增加。

从价格上来看，整个能化产品的下游产品价格变化跟上游原油价格，没有严格的逻辑关系。如去年以来原油价格的降幅达到50%，或者到现在为止原油的价格保持在50美金左右，但是下游石化产品的价格却处在比较高位的情况运行。

对于能化产业的发展前景有以下几个

观点：一是成品油质量升级

（需配套制氢、异构化、烷基化、催化重整和加氢精制与改质等）、安全环保（污水处理、脱硫脱硝设施）和智能制造将是炼油行业“十三五”的重点工作；二是为降低风险、提升竞争力，炼化企业将继续向“炼化一体化”、“油头化尾”、完善储运设施（降低成本）转型，包括芳烃、烯烃、新材料、高端化学品等；三是我国是世界最大的石化产品消费市场中心，市场规模庞大，是各国生产商竞相争夺的目标市场。所有产品都趋向供求平衡，已经没有短缺产品，只有拥有独有的垄断技术和能够提供全方位解决方案才能占据市场。





香港交易所定息及货币产品发展部副总裁 赵震： 全球大宗商品交易中的汇率避险

从2010年10月开始，一直到2014年，人民币进入单向升值通道，市场通过各种手段、衍生品、套利交易来做单向的升值。2014年初发生了逆转，开始了一小波微调，之后又慢慢恢复。2015年，在美元对人民币是相对平稳的态势下，2015年8月11日，人民银行改变了人民币中间价的决定机制，当时市场的理解是人民币要出现贬值的趋势，8月11日当天出现了贬值超过2%的情况。此后，人民币延续了贬值趋势。

人民币的汇率决定机制。人民币采取盯住美元政策，

2015年8月11日以后，人民银行改变人民币的中间价机制，由盯住美元改为挂钩一篮子货币汇率的策略。去年年底把指数的货币篮子扩大到24种货币。

与银行间市场相比，香港交易所交易的衍生品有其显著特点。一是交易对手方风险不同，在场外进行衍生产品交易是双边交易，交易对手方是银行。交易所衍生品交易，交易所充当中央结算对手方；二是场外人民币衍生工具，需要与银行商议信贷额度和抵押品安排。香港交易所是以保证金为基础，接受先进抵押品。从市场准入、资本使用效率和运行的效率来看，交易所具备一定的优势。

方正证券首席金融工程分析师 高子剑： 有色金属的量化分析



目前国内交易所披露的持仓数据，很难识别哪些是机构持仓、哪些是个人持仓，要想通过这些数据分析机构投资者、市场主力的下一步动向就更难了。但是，现有数据也有其价值。

从具体数据来看，单个散户的体量可能差不多，但是他们的成交量会差很多，根据“(B+S)/V”（B=买单持仓量，S=卖单持仓量，V=成交量）公式，如果得出值越大，知情交易的成分就越高。运用到实际操作中，我们将这个指标分为知情和非知情，把这两个相减，如果得值大于0，隔天做多，得值小于0，隔天做空。根据测算，按此策略年化收益率能做

到49%，夏普比率2.11。

这一策略用到商品期货里，三个商品交易所中大商所的品种最好用，因为大商所公布的数据最详细。除了数据外，这一策略跟期货合约活跃程度呈现正相关关系。我们算了一个数字，沉淀资金数字越大，说明投在这个商品的资金越多。选出最热门的10个品种，就形成一张图。把10条线融合在一起，就形成了在大商所的品种里的交易信号，这个信号比股指期货来得更好，信息比例可以到1.7，最大回撤比是很小的。☑

（本文根据演讲记录整理，未经作者确认）

期权：风险管理与财富管理的新视界



芝加哥期权交易所原董事总经理 郑学勤： 商品期权上市对国内衍生品市场的意义

目前，中国期货市场的价格往往从需求侧反映信息，而国外市场价格则往往反映供给侧信息，因此产生套利交易的需求。对国内市场来说，没有期权的期货市场是不完整的市场，它的价格波动会过于频繁，变化幅度往往超调，从参与国际市场来看，如果不懂期权，在竞争中会处于劣势。

同股市和其他现货市场不一样，交易者到期货和期权市场中交易的不是资产而是风险。期货交易者关心期货合约同现货的价差，商品期权交易者关心期权合约行权价与期货价格之间的价差。期货交易是零和游戏，它是一种博弈。社会能将这种博弈行为规范为一种主流的金融活动，是因为这种博弈行为存在社会经济效益，即它能为商品领域提供定价机制和管理风险功能。

商品期权的经济效益包括三个方面：对市场参与者、期货市场和整个社会的经济效益。期权是一种灵活的、收益与风险分离的、低成本和高策略性的交易工具。期权市场参与者的构成比期货市场丰富，这是期权市场的活力来源之一。无论从事套期保值、投机、金融运作或提供流动性的交易者，在期权市场中都能够各取所需。

商品期权对期货市场的经济意义，不但有理论考证，而且经过了实践证明。对期货市场来说，商品期权可降低风险管理成本，提高资金运作效率；可转移风险，同时增加期货市场资金流入；可将价格波动率剥离单独交易，减少市场波动性，提高期货价格稳定性。

商品期权对社会的经济意义主要体现在为社会管理资产风险提供了一种新工具。金融市场管理风险有三种工具：第一是资产分散化，它体现在投资组合理论以及

指数产品中；第二是对冲，它以期货交易为代表；第三是保险，期权的功用同保险很相像。资产的保险都是基于对所保资产在保险期间的风险/波动率的计算来计价的，期权的价格也是根据隐含波动率计算出来的。

股市、期货市场和期权市场是一个完整金融市场中相互关联的不同组成部分。国内股市和期货市场在很大程度上是从西方市场学习而来的，但因只引入了股市和期货市场，缺乏期权市场，就像建一幢大厦缺少一根支柱，会出现倾斜。这个倾斜的一个显著表现就是，市场波动率太高。建立期权市场是对资本和期货市场的拾遗补阙。

国内资本市场交易有两个明显特点：第一是重交易不重持有；第二是交易主观任意性太大。期权可在这两方面对资本市场和期货市场有所弥补。首先，期权市场总体上来说是对资产保险的市场；其次，期权市场是围绕期权定价公式建立起来的，而期权定价公式是人类对资本市场进行300余年研究而得出的、可以从市场得到验证的规律。

在美国的期权市场，特别是股票和股指的期权市场，交易者经常使用的期权策略至少有30多种。在期权刚上市时，盲目引入所有期权策略未必是有效的。期权策略的应用和发展取决于期权市场的成熟程度。在期权发展的过程中，ETF期权是最后发展起来的，商品期权的起步比股指期权和股票期权都要晚。我国是从ETF期权开始，现在有了商品期权，可以预期，推出股指期权的日期也不会太远。且最后也会有单股期权。如果这些期权市场都健康地发展起来，国内的资本市场和期货市场就会有长足的进步。



海通期货总监 任俊行： 期权在国际资产管理中的运用

CBOE 主要期权策略，第一是备兑，这是国际上大型机构使用的交易策略，即持有现货，卖出看涨期权；第二是质押卖出看跌期权，其实这两者最多；第三是持有现货，买入看跌期权，卖出看涨期权，它是复合式的，会争取到好的利润；第四是持有现货，买入保护性看跌期权；第五是更复杂的蝶式和鹰式策略指数，其实它跟前面的交易有异曲同工的效应；最后是波动率相关策略指数。

期权和资产管理的结合，与策略、特性有相当大的关系。最大的关系就是，期权买方风险有限，投资者买入保护性看跌期权可以保有标的上涨盈利的机会。对资产管理的机构客户而言，他可以身兼类保险公司的角色，然后再配合自己的交易策略，就会把这两个特性结合在一起，让机构很乐于使用期权交易。第二个部分，它的波动率会变化，长期来看，期权隐含波动率会高于实际波动率，期权卖方可以赚取时间价值，获得额外收益。

期权有一个所谓的三维非线性空间，就是时间价值。也就是说今天客户，可以利用一些多元性的交易。第三，通过买入看跌期权卖出看涨期权，机构投资者可以实现零成本管理持仓风险。期权也有套期保值功能，在某种程度上甚至高于期货。第四，关于波动性未来的预测，根据期权特有的波动率属性，机构投资者可以利用期权对冲市场波动性风险。

纵观期权的交易特性，配合机构本身的需求，我们可以发现，期权交易除了一般客户在做投机之外，期权交易在国际机构客户的交易策略中也是一个很完美的策略搭配。中国期权市场从今年开始已经跨入一个新的领域，未来还会陆陆续续有很多新的期权产品推出。当然未来股指期权的上市，是大家非常期待的。中国期货市场的成长过程，期权的加入使得整个金融市场完整性越来越充足。未来的衍生品市场也将前途无限。

永安资本总经理 刘胜喜： 商品期权上市对服务实体企业的变革



从永安资本的发展来看，场外期权现在的需求非常大，我们的客户也将近 200 个。我们没有个人客户，目前还都是机构客户，金融机构达到 17 家，还有一些基金机构。

这两年，期货行业包括期权发生了非常巨大的变化，创新不断。2016 年提出“期货 + 保险”，除了场外市场不断深入外，今年两个交易所场内期权也已经平稳上市。

“期货 + 保险”尤其是场外市场以前还有一些问题。

当时没有场内期权，保险费非常贵，原来做这些项目都是交易所提供支持。交易所场内期权推出后，可以用期权进行保值了。另外，我们原来缺乏对冲工具，所以成本较贵。

“合作社 + 企业，订单 + 期货 + 期权”模式。我们成功的案例是，种植大豆的农民、农业合作社与压榨厂签订大豆采购价，价跌有保，价格涨有补偿。其中

一个是豆油，只能用豆油期货进行保值；另一个是豆粕，有期货、期权，豆粕价格下跌，可通过期权行权获得赔偿。实际上，很多中小企业不适合做期货。未来，风险管理公司更多地是为中小企业提供风险服务的平台。中小企业如何利用期货市场？风险管理公司或行业内的大型企业可以为其提供期货和期权的服务和支持。

“场内商品期权+场外期权”模式。以白糖期权为例，首先糖厂与甘蔗种植的农民、农业合作社签订甘蔗

采购的订单，约定采购数量与保底价格。白糖价格下跌，糖厂仍以订单最低价采购；白糖价格上涨，糖厂返利给农民。价格跌有保，价格涨有补。风险管理公司除了可以做场内，也可以做场外。原来大家觉得场外的成本高，但场内出来以后，短期内也不可能下降太多，因为它的参与度还不够，主要是专业人士在参与，它的承载力还不够。如果有了风险管理公司介入，个性化定制的场外期权就更丰富了。



恒生执行总裁 范径武： 国内期权业务发展浅析与金融技术创新发展探讨

从过去几十年的发展来看，我们的技术更多关注流程性的处理业务，风险管控、测算以及对预测未来定价技术的发展相对不足。

技术一直是促进业务发展非常重要的动能。业务发展到今天，每一步的改变都是因为新技术的突破和产生。目前市场上新的技术第一是云计算技术，第二是移动互联网，第三是大数据技术，第四是策略平台。

第一个最关注的是对交易速度的诉求。在最快速、高效、低延迟的情况下，完成期权业务的处理，是我们不停追求的。这不仅是追求快速下单的模式，更多是关注下单过程中对风险的把控。风险不仅与价格相关，更与各种各样的市场维度有关，高性能处理的技术对于多维度计算非常重要。所以我觉得高性能的处理技术是下一步技术发展中需要关注的重要技术。

组合策略的高性能管理平台也变得非常重要，这些策略交易平台不仅提供快速的计算，更多的是要融合和连接各种各样的数据。这是一个新的变化。策略平台将会是下一步业务发展中需要考虑的，因为在任何一个期权业务做得非常好的公司里，都会有自己非常独特、专

业能力的策略平台的业务存在。

大数据是未来期权定价中一个很重要的基础。人工智能，将成为期权业务中各个参与者需要考虑的技术。我们可以看到现在国际上各种各样的策略交易平台，他们在定价过程中，已经加入人工智能的影响。下一步，人工智能和大数据的结合，是期权重点考虑的技术，我相信在业务发展过程中，需要更进一步处理庞大期权业务时，人工智能和大数据相结合，这将成为风险定价、交易策略执行、业务发展非常关键的技术。

最红火的是区块链技术。区块链，从本质上是可信不可篡改的技术，它希望把各种各样的信息放在分布式数据中，做到不可篡改。对期权业务的影响最核心的是在场外期权业务上。我们可以把各种各样以前放在各地无法控制的数据、信息放在区块链上，让信息处理变得容易。另外是智能合约，智能合约能让我们自动地执行处理的过程，这也是区块链带来的变化。当然它统一的存管和清算，对我们场外期权能够更快速、更高效做场外期权业务有很好的促进作用。同时对降低信用风险也是比较有效的。■

（本文根据演讲记录整理，未经作者确认）

场外衍生品：提升企业服务新探索



北京工商大学证券期货研究所所长 胡俞越：
产联网是新经济新常态的新引擎

产联网是产业互联网的简称，是相对消费互联网而言的。消费互联网最杰出的代表在杭州，是阿里和淘宝。

新常态究竟新在何处，从超高速到次高速，过去是非常态、旧常态、老常态，非常态就是亢奋的中国经济主要靠增量投入，新常态的中国经济更多是依靠存量调整，速度下台阶，质量上台阶，从数量扩张到质量提升。我们不仅要认识新常态，还要引领新常态。

产业互联网正在兴起，体现在互联网对各产业的生产、流通、融资、交付各个环节的改造。产业互联网立足于产品型服务业，依靠大数据，利于产业生态。

产业互联网很可能成为下个阶段中国新经济新常态的新引擎。过去十几年实践证明，消费互联网引领中国经济进入新常态，在很大程度上改变了我们的生活方式和消费模式。智能终端、大数据、云计算、宽带网络、区块链和互联网是产业互联网兴起的基础。产业互联网跟消费互联网不太一样，消费互联网形成三足鼎立的格局，产业互联网我希望有更多垂直领域的领军企业。

互联网对传统行业是有颠覆性的，这个颠覆不是推倒重来。传统金融就是简单的事情服务化，产业互联网强调的是开放共享互通，平等自由选择。

在传统经济时代，产业金融市场相互分离；而在互

联网时代，产业金融和市场可以相互融合，且场内和场外的界限随着互联网时代的到来，也渐渐地模糊。

场内和场外，我们强调平台经济相互融合。新世纪以来中国另一个很有意思的现象，就是大宗商品电子交易市场如火如荼，野火烧不尽，春风吹又生。进入互联网时代，它还有升级换代的需求。所以，有了一轮又一轮的清理整顿。

期货怎么融合？期货市场向下延伸，现货市场向上提升，形成期货与现货市场对接，场内与场外对接，线上与线下的对接，境内与境外的对接。传统的现货市场强调三现：现场、现金、现货。大宗商品互联网电子交易市场就是现货市场的升级版，现货一对一的三现交易变成相对标准化的交易。产业互联网的线上交易、线下贸易、线上商流、线下物流，可以缓解现货交流信息不对称问题，去产能的艰巨任务才能落到实处。现在去产能、去库存更多依靠行政手段，我们要依靠市场手段去产能。

商品期货市场今后有四类拓展空间：向上从消费末端到产业链的上游去延伸；向下从城市到农村；向内从经济发达的沿海地区向中西部推进；向外从境内到境外。未来，产业互联网的发展前景是灿烂的。

中国证监会国际顾问委员会委员 浦伟光： OTC 市场监管实践及监管与发展的平衡



监管直接影响了创新过程，创新和技术进步同时也对监管造成了重要影响。目前 OTC 市场依然依靠中介机构间的关系，及非标准化的过程来连接买卖双方。这和交易所买卖有很高交投量的标准化产品情况很不一样。

2008 年金融危机之后，由于更高的资本金要求及银行风险偏好下降，市场上做市商数目下降令 OTC 市场产品缺乏流动性支持，全球 OTC 市场流动性越来越低。

国际清算银行去年 11 月份出台的数据显示，截至去年 6 月底，OTC 衍生品市场总值约 20.6 万亿美元；已公开发售的头寸主要集中在一些中介机构手中，544 万亿美元的头寸中，94%（约 512 万亿美元）由来自 13 个国家的中介机构申报持有。这说明，OTC 全球市场主要垄断在 13 个国家的中介机构，占了 24% 的交易量。因此越贫的人越贫，越富有的人越富有。另外，现在愿意做这个交易的银行或期货公司越来越少，2008 年金融风暴最大的后遗症就是，愿意做这个业务的银行差不多只有 5 家。

我们从金融风暴看到最大的一个学问是，如果没有集中清算，风险更大。现在全球要求 OTC 如果是标准化产品，要进行集中去清算，可以看到，544 万亿美元中有 62% 通过中央清算完成。



交通银行贵金属中心副总裁 王伟杰： 银行贵金属场外衍生品业务现状及展望

商业银行参与场外衍生品市场较通用的方式有三种：一是银行间黄金询价市场；二是上海黄金交易所的询价市场；三是直接双边场外市场。商业银行是场外衍

2009 年，G20 在美国举行峰会，会议共识是，所有标准化的衍生产品合约都应在适当场所完成交易，如交易所或电子交易平台上完成，并在 2012 年底完成中央清算。OTC 衍生产品合约都应报备于交易备案处。非中央清算的 OTC 衍生产品合约应被要求更高的资本金。

2012 年，CPMI（支付和市场基础设施委员会）和 IOSCO（国际证券委员会）联合发布金融市场基础设施准则，目的是让金融市场对金融危机有更强的适应能力，特别是针对参与者违约。

2017 年，IOSCO 做了一系列检查，发现大部分国家已实行监管，如美国、日本和英国，大部分地区都要求 OTC 衍生产品买卖交易商注册，还要遵守最低股本的要求。操作方面，有很多要求他们都遵守了，包括客户保证金透明度、风险管理合规。2016 年，我们共同发出一个新提议，我们很看中压力测试，最看重的一个是信用，一个是流动性。

做监管要理解监管跟市场之间的关系和相互影响；鼓励竞争，通过不同的竞争，不同的中介可以提高他们的服务基数，对市场发展是有益的；不断考虑如何优化监管手段，比如通过新技术，利用大数据，对同一个产品在不同市场的监管手段应该一致。

衍生品市场的重要力量或支柱性力量，为满足客户风险套利需求，我们跟企业合作一些风险套保，或满足同业业务所需进行风险敞口的平补。

从数据我们可以看到，银行间的询价市场与上海黄金交易所询价市场交易量快速增长，这个市场要做大做活，需要各方力量的参与。从交易主体上看，银行间询价市场有55家，除了最初的26家商业银行，后续又发展了证券公司、外资银行、中小银行等机构。

场外衍生品市场的发展有几个趋势：第一，监管规则更加完善。2014年，金交所推出许多黄金询价业务的规则和指引，对我们降低成本，提高服务客户效率，起到非常大的作用；第二，交易主体更加多元化。目前场外衍生品参与主体主要是商业银行，金交所现在要做的是敞开会员的通道，包括证券公司、保险公司等；第

三，交易品种更加丰富。目前主要还是靠黄金交易在支撑，包括白银，还有铂都看得见，从现货市场，会有一个突破性的发展，相关的衍生品我们相信有一个质的飞跃；第四，场内场外市场的联系更加紧密。场内交易主要是标准化合约，场外市场可满足投资者的各种需求，银行也是跨越场内和场外市场，根据自己的实际运作需要，就是对场内市场和场外市场的联通，场内市场和场外市场协作更加良好；第五，风险管理体系将更加完善。我们国内市场的风险管理、交易体系需要进一步完善。在相关市场参与方的努力下，以及政策监管部门的支持下，我们会得到一个较好的解决方案。



万贺融通有限公司衍生品交易主管 张慧锋： 场内期权上市后场外市场发展的新特点及新思路

场内期权跟场外期权的区别：第一是标的资产，场内是交易所指定，到目前为止，我国有豆粕和白糖两个品种的商品期权；第二是合约参数，场内期权不仅标的是指定的，其他参数，如到期日也是指定的，敲定价格也是参数之一，也是固定的；最后是信用风险，即保证金的收取，期货公司常年以来都是按照交易所规定的保证金比率来支付。

场内衍生品上市带来的影响：第一，交易所、期货公司大量的宣传工作之后，很多潜在的客户，本来没在我们的覆盖范围之内，了解到期权这个产品，想要参与期权，他们都将是我们场外期权的客户；第二，安全性问题，在交易所制度保障下，不会出现违约问题；第三，便利性。交易所场内期权的存在，使得我们能够在一个正规的环境开展场外衍生品的业务；第四，交易成本低。交易所的成本较低，价差较低，手续费低，对场外期权也是非常大的利好。当场内期权交易量比较大时，潜在

客户将更多的愿意参与期权，成为我们的客户。

目前的发展现状是场外的宣传不是特别广泛深入，客户还是中小型为主，缺乏一些长期的和大量参与的客户。没有场内期权做对冲，我们很难开发比较复杂的产品给客户。客户对业务模式的理解不深入。

未来可能发生的变化：首先，场内期权分流一批需求简单和交易频繁的客户；第二，有场内期权可以做对冲之后，我们的产品才可以真正地大量丰富，我们可以推出各种各样的期权产品；第三，成本大大降低。我们用场内期权可以对冲波动和风险，并且提供场外独有的一些增值服务。

场外市场的发展思路分三个方面：第一是来自企业客户的保值需求，第二是来自银行和券商基于大宗商品的结构性的理财产品等的需求，第三是来自私募基金和专业投资者的投资需求。

（本文根据演讲记录整理，未经作者确认）

资产管理： 新形势下的期货资管业务发展思路



中国金融期货交易所副总经理 张晓刚：
期货资管发展机遇与挑战

资产管理行业是金融行业的重要组成部分。资产管理机构的发展壮大，对服务经济转型、提高区域居民财富管理水平具有重要意义。当前全球经济金融的不确定性、不稳定性、复杂性进入抬头的趋势，在此形势下，资产管理行业的发展既有重大机遇，也面临着重大挑战。

作为 20 世纪 70 年代以来最重要的金融创新，金融期货市场通过将风险进行重新分配和转移，起到了优化风险管理机制、降低社会融资成本的作用，有助于机构投资者和资产管理行业的成长。目前各类资产管理机构都已经有序地参加了期货市场的交易。股指期货交易量逐年上升，2010—2016 年年均增幅达到 187%，推动机构业务的创新作用日益显现；国债期货两个品种运行平稳，有效提升了债券市场流动性，对于健全国债收

益率曲线也起到了积极作用；资管产品数量和交易规模显著增长，到 2016 年共有 2000 多只进入了国内期货市场，涵盖了证券公司的资管、公募基金、期货资管、阳光私募等。资产管理行业的稳定可持续发展，是市场和机构共同成长的过程。

风险是金融机构的核心和重要矛盾，风险管理是资产管理机构日常的一个功课。严守行业底线，有效防控风险，已成为一个重要话题。坚持“稳”字当头，对风险保持高度警惕，对资产管理机构加强公司治理、合规管理等方面都提出了更高的要求。资产管理机构要立足于坚守主业，切实建立清晰的分权制度，授权决策，强化内部体系建设，加强对市场风险、操作风险的预研预判和实施坚持，做到风险看清管住，实现风险防控下的业务规模增长。



恒生电子股份有限公司执行总裁 官晓岚： 新形势下期货资管发展与金融科技结合

新形势下的期货资管得到了较大发展，但在大资管领域里的占比目前还略小，也因此发展空间非常大。期货资管有很多自己的特点，能够在未来长期的领域发挥优势。首先是得产品者得天下，把我们的产品做好，客户就都会来。要做好产品，去通道转自主非常重要。期货资管目前对衍生品风控较弱，恒生能够提供一些相应的工具；其次，期货资管的很大部分在私募领域，私募竞争非常激烈，要控制成本，需要把主要精力放到投研上面。私募机构的信息系统和安全防范设施建设可以采用业务外包方案，基金的份额登记、核算、投顾等事项都可以委托基金服务机构代为办理，再有一些增值服务，比如个性化的报表定制及发布业绩排名等。

恒生不仅提供这些系统和服务，我们也提供资管云。所谓资管云，包括云机房、云托管、云软件、云

业务。恒生对资管业务还提供了很多支持，也有策略接入平台，连接算法提供商，保证交易更优。同时，可以在这个平台上实现策略的回测和验证。从恒生来讲，可以支持各种策略，再结合我们的各种数据、各个模块，生成自动化交易、算法交易、轻量策略。恒生多年致力于服务资产管理业务，现在差不多20年，创造了很多工具，积累了很多风险管理的方法，与期货资管配合也非常默契，应该说恒生的系统对风险管理要求很高。另外恒生有很多资产管理行业的客户，期货资管要为实体经济服务，恒生就是一个平台，能够把现货、期货结合起来，能够把相应的风险控制延伸到现货行业里去，通过各种联动，达到金融跟产业结合，避开完全虚拟化的方式，而从虚拟走到跟实际更紧密的结合。

浙江省国际对冲基金人才协会秘书长 郭涛： 量化投资的未来和资产管理行业人才的培养



量化投资是对冲基金未来的发展趋势。CFA全球出题委员会正在研究要大幅增加对冲基金量化的考试内容。美国一家公司将量化投资定义为：量化就是基本面的观点被系统性地执行。量化有三个作用，一是扩大投资范围，二是提高投资效率，三是增强投资确定性。

量化基金在中国最为人熟知的是阿尔法策略。影响一家上市公司，或者一个股票的基本面因素非常多，包括宏观、流动性、波动性等等，只有量化的方式可以把所有的因子进行系统性的回测和多角度的分析。量化就是一个工具，可以将过去十几年都是手工做的工作，比如上市公司报表分析，改用化工具进行，因此可

以增加策略迭代，提高效率，确定性更强。量化加高频加程序化是一个比较有效的组合，再加一个大数，光有量化没有大数据也不行。交易的时段越缩小，因子频率越高，把握越难。每一家对冲基金都是科技公司，尤其是量化的。美国很多对冲基金投入大量成本做量化研究，以寻找符合自己策略的阿尔法因子。资产管理的

未来一定是绝对收益，大数据 + 程序化 + 高频 + 量化是未来发展的方向。

量化人才培养主要来自工科，工科背景转量化是未来的趋势。我们正在打造中国第一个量化人才的平台，做一个母基金，今年在浙江会推出第一个量化人才竞赛。



上海九鞅投资管理合作企业总经理助理 吴若君： 商品期货资产配置策略

期货 CTA 发展到今天已经是一个非常成熟的策略，在 CTA 策略投资标的当中，不仅仅包括大宗商品，还包括金融期货。金融期货在国外 CTA 中占比较大，中国主要集中在大宗商品上。CTA 一般可以分为两大类，一类叫系统化的 CTA，人工干预比较少，是基于一些量化模型来做的，它占到现在 CTA 的 80%，非常主流。系统化 CTA 可以分成两大块，一块是趋势策略，一块是套利策略。趋势 CTA 按照持仓周期长短分为中长期、短期。它的特点可以概括为交易比较多，资金使用效率比较低，波动较小；套利 CTA 可以做跨期套利、跨市场套利、期现套利，资金使用效率较低，从严格意义上来说套利和期现套利不是一类，套利 CTA 的波动比较小。另一类叫主动管理的 CTA 策略，其中占比最大的是多元化投资，占 65% 以上。按专业品种可以分为专门做农产品、货币、金融和有色的等等，我们认为农产品板块是相对交易量较小的板块，CTA 策略不容易实现。要实现策略，前提是标的物要有一定流动性。

一个策略或者一个标的有资产配置的价值，两点最主要：首先这个策略本身要能赚钱，如果它不赚钱是不应该配的；第二点是和其他资产有很好的负相关性。其中，商品趋势多空策略，现在在海外市场很大，原理很简单，就是要捕捉长期趋势、短期趋势的组成；另外，它和股票、债券这两个传统的资产相关性非常低。简单的跟踪趋势 CTA 策略可以长期有效，有公司用 100 年的数据来分析，都是长期有效的，且在过去 100 多年和美国股票相关性接近于零。

简单趋势策略能够长期有效，主要原因在于，一是投资者有偏差，比如中国市场，散户有一种强烈的羊群效应；二是由于利率及货币市场的波动，CTA 可以起到对冲股市“黑天鹅”的作用，这也是为什么 CTA 在整个海外市场上占比越来越大的一个原因。相关性比较低的资产在资产配置的时候非常有用。最后，在中国做 CTA，大家一定要关注政策，关注基本面。^[8]

(本文根据演讲记录整理，未经作者确认)

大会掠影



▲ 4月22日下午，横华国际承办“分析师培养与金融科技”专题活动，海内外衍生品分析师协会为该论坛支持单位。



▲ 4月22日下午，“新媒体与分析师交流会”专题活动举办，期货分析师俱乐部为活动提供支持。



▲ 4月23日上午的圆桌论坛上，嘉宾们围绕“期货及衍生品市场服务新方位”这一主题展开讨论。



▲ 4月23日下午，浙商期货、徽商期货承办“大宗商品分论坛”。

▼ 4月23日下午，大宗商品分论坛上，嘉宾以“供给侧改革背景下的大宗商品分析逻辑”为题进行圆桌讨论。



大会 掠影



▲ 4月23日下午，永安期货、海通期货承办、广发期货、弘业期货协办“期权分论坛”。

主办单位：



中国期货
China Futures



▲ 4月23日下午，期权分论坛上，嘉宾以“场内期权在财富管理与风险管理中的应用”为题进行圆桌讨论。



▲ 4月23日下午，南华期货、交通银行、鲁证期货承办“场外衍生品分论坛”。



▼ 4月23日下午，场外衍生品分论坛上，嘉宾以“机构间如何在场外衍生品市场实现跨领域合作”为题进行圆桌讨论。



▲ 4月23日下午，中信期货承办、广州期货、信达期货、民生银行协办“资产管理分论坛”。



▼ 4月23日下午，资产管理分论坛上，嘉宾以“如何打造优秀的资管团队”为题进行圆桌讨论。

利用期货保驾护航 企业与市场共同成长

——PTA 期货服务翔鹭石化案例解析

■ 文 / 任朝阳 鲍丹 韦钰涛 谭俊领 吴青劫

翔鹭石化作为我国 PTA 行业中的龙头企业，多年以来持续关注并充分利用 PTA 期货市场，助力企业稳健经营。本文回顾了翔鹭石化参与 PTA 期货交易所经历的探索阶段、成长阶段和发展新阶段三个时期，总结了翔鹭石化利用 PTA 期货的经验，为企业利用 PTA 期货服务自身发展提供参考。

民营 PTA 生产企业

翔鹭石化股份有限公司(下称“翔鹭石化”)是一家由国务院批准成立的大型石化企业，也是我国第一家非国有性质的 PTA 生产企业，注册资本 33.4 亿元人民币，总部位于厦门市。

公司 2002 年涉足 PTA 生产，随后积极向产业链上下游拓展，先后建成了聚酯瓶片厂及 PX 工厂，具有一定的行业地位。

翔鹭石化的主营业务为 PTA 的生产、加工和销售，PTA 销售收入占营业收入的 90% 以上，是公司利润的主要来源。作为国内规模较大的 PTA 生产销售企业，产品价格波

动是其面临的主要经营风险，为增强企业的竞争力，翔鹭石化在 PTA 期货上市初期便积极参与，并在此过程中不断研究探索、总结完善，形成了一套独特的期货市场参与模式，并取得了较好效果。

PTA 上市前风险管理有心无力

翔鹭石化于 2002 年开始投产 PTA，最初设计产能为 165 万吨/年。由于 PTA 是基于原油加工而得到的下游产品，其定价缺乏独立性，通常随着国际原油价格的波动而大幅震荡。但 PTA 现货价格与国际原油期货价格相关性又较低，以 2004 年 5 月至 2006 年 12 月为例，该期间内两者相关系数不足 0.5，国际原油期货也不宜作为风险规避的工具。

这一阶段，翔鹭石化对于 PTA 产品价格的波动一直没有良好的解决方案，迫切需要寻找更为合适的期货产品进行风险规避。

PTA 上市后助力稳健发展

2006 年 12 月 18 日，郑州商

品交易所顺应市场需求推出了 PTA 期货。上市伊始，翔鹭石化就十分关注 PTA 期货，并主动学习利用 PTA 期货进行风险管理的方法，历经探索阶段、成长阶段和发展新阶段，积累了丰富的期货业务经验，有效规避了市场风险，为企业持续健康发展提供了有力保障。

(一) 探索阶段(2006—2008 年)

1. 市场背景

2006—2007 年，我国经济保持着两位数的高速增长，PTA 等石油化工行业也迎来了高速发展的黄金时期。然而 2008 年初，随着美国次贷危机的爆发，全球经济下行，国内外需求由盛转衰，PTA 的下游产品，如纺织、塑料等需求萎缩，导致产业链下游企业库存高企。翔鹭石化等 PTA 生产企业面临的市场风险陡增，迫切需要寻求合适的避险工具。

2. 期市策略

这一时期，翔鹭石化通过在期货市场上套期保值，有效规避了产品价格波动风险。为了达到这一效果，公司着重开展了如下工作：

(1) 主动学习，大力推动。在PTA期货上市以前，翔鹭石化便认识到PTA期货对公司风险管理意义，积极参与了郑州商品交易所PTA期货上市相关市场调研与可行性论证。PTA期货上市以后，公司认真学习套期保值业务规则，为成功利用PTA期货进行风险管理打下了基础。

(2) 构建团队，谋求转型。为了顺利开展期货业务，翔鹭石化一方面从公司现货部门调拨人手，加大培训力度，培养熟悉期现货市场的综合人才，另一方面加大外部人才引进力度。在较短时间内实现了团队转型，初步构建起一支较为专业的期货团队。

对于翔鹭石化而言，这一时期尚处于探索尝试阶段，主要是利用期货市场的套期保值功能规避PTA价格的下跌风险。

翔鹭石化在综合研判宏观形势及产业整体未来行情后适时介入期货市场，并结合企业自身生产经营情况确定具体的套保策略。

3. 具体案例：传统套期保值

2008年第二季度（金融危机爆发前），翔鹭石化并没有如期收到客户的预付款。调研后发现，客户的库存水平已接近历史高位。结合现货市场情况和期货盘面价格走势等信息，判断未来PTA价格将会下跌。据此，翔鹭石化在期货市场上建立空头头寸，注册标准仓单，进行卖出套期保值操作。与此同时，PTA期货市场部分参与者仍在盲目做多。

虽然此后一段时间内出现了短

暂的上涨行情，但随着金融危机的爆发，PTA现货价格迅速下跌，短短半年时间内，连续跌破8000元/吨、7000元/吨、6000元/吨、5000元/吨大关，在最低点时每吨只有4300多元，折算后的PX现货价格处于历史低位。

此时，翔鹭石化根据多年生产经验，认为PTA价格已经明显超跌，后市看好。由于翔鹭石化自有的聚酯工厂需要买入PTA作为原料从事生产，为规避PTA价格上涨风险，翔鹭石化决定在现货市场上买入PX的同时，在期货市场上对PTA进行买入套期保值操作。

翔鹭石化通过期货市场套期保值，成功规避了PTA价格波动风险，稳固了行业龙头的市场地位。

(二) 成长阶段(2009—2014年)

1. 市场背景

金融危机爆发后，为了稳定经济增长，我国出台了一系列经济刺激计划。在此期间，我国PTA生产企业年度总产能从2009年的1500万吨扩张到了2013年的近4100万吨，增长约1.7倍。翔鹭石化也筹建了漳州分公司，设计产能450万吨/年。但随着PTA产能迅速扩张，行业利润率逐渐降低，市场竞争加剧，经营风险加大，对风险管理提出了更高要求。

2. 期市策略

这一时期，翔鹭石化对期货市场的参与程度进一步提高，操作手段也更加灵活，不仅有效规避了产品价格波动风险，还规范了企业经营管理，强化了风险控制意识，提

升了期货交易、交割等实际操作水平，具体表现在：

(1) 加强人才培养，提升业务水平。经过多年的经营发展，翔鹭石化建立了一支经验丰富的期货团队，同时摸索出一套适合自身特点的人才培养体系：期货团队成员主要从公司内部具有丰富现货业务经验的员工中遴选；进入期货团队的成员先从研究员做起，培养其对现货市场价格的敏感性；团队成员在积累了较为丰富的操作经验后，才可以直接负责套保计划的制定以及交易过程中的风险监控工作。

(2) 强化风控意识，完善组织架构。翔鹭石化在参与PTA期货市场的过程中，充分意识到期货业务自身的风险，在企业日常管理中，不断宣传和强化风险控制意识，在期货操作理念上，坚持套期保值，不做投机交易，逐渐建立起一套富有针对性的风险控制制度。此外，公司还十分注重培训和提高期货团队的业务操作能力，鼓励期货部门在综合考虑生产经营情况的同时，灵活制定套保策略，坚持期现联动，提高决策的科学性。

随着翔鹭石化参与PTA期货市场的不断深入，其组织架构和业务流程也在不断完善和优化。翔鹭石化在参与PTA期货市场之初成立了期货业务部门，后来为了适应业务发展，成立了期货决策委员会、期货执行小组等机构，并设立期货监察专员岗位。

3. 具体案例：仓单服务

2012年，翔鹭石化被批准为PTA指定交割仓库。这一时期，翔

鹭石化对期货市场的利用愈加成熟，从利用套期保值规避价格波动风险，到逐渐开展起 PTA 期货仓单贸易。由于 PTA 期货的标准仓单为通用仓单，卖方在其所在地交割仓库注册仓单后，买方可以直接凭仓单在任意有货的交割仓库提货。翔鹭石化充分利用这一特点，成功化解了经营风险，维护了公司信誉。

2010 年 10 月，台风“鲇鱼”将在厦门附近登陆，货运码头全部封闭，导致 PTA 现货无法正常运出交付给下游客户。如果不能及时交货，翔鹭石化就要面临违约风险，将对公司信誉造成不良影响。

为确保及时履约，翔鹭石化根据 PTA 期货仓单的通用性特点，决

定将该批产品就地注册为期货标准仓单，并将仓单转交客户，客户则在异地交割仓库直接提货。通过灵活运用期货市场交割方式，翔鹭石化确保了在极端天气下的及时履约，同时也节省了物流成本。

(三) 发展新阶段(2015 年至今)

1. 市场背景

2015 年，我国经济进入供给侧结构性改革的新时期，迫切需要淘汰落后产能，实现产业转型升级。由于原油价格低迷，石化行业终端需求不振，产业链上下游企业利润水平也触及了历史新低，形势空前严峻。

“屋漏偏逢连夜雨”，2015 年 4 月，翔鹭腾龙集团旗下的腾龙芳烃突发爆炸事故，作为 PTA 生产

原料的 PX 供给中断，翔鹭石化生产线被迫停工，无法通过正常生产向客户交货。由于尚未履行的合约供货量较大且爆炸事故已成公开信息，翔鹭石化难以直接在现货市场上以合适价格足量买入 PTA 交付客户，企业的生产经营陷入内外交困的窘境。

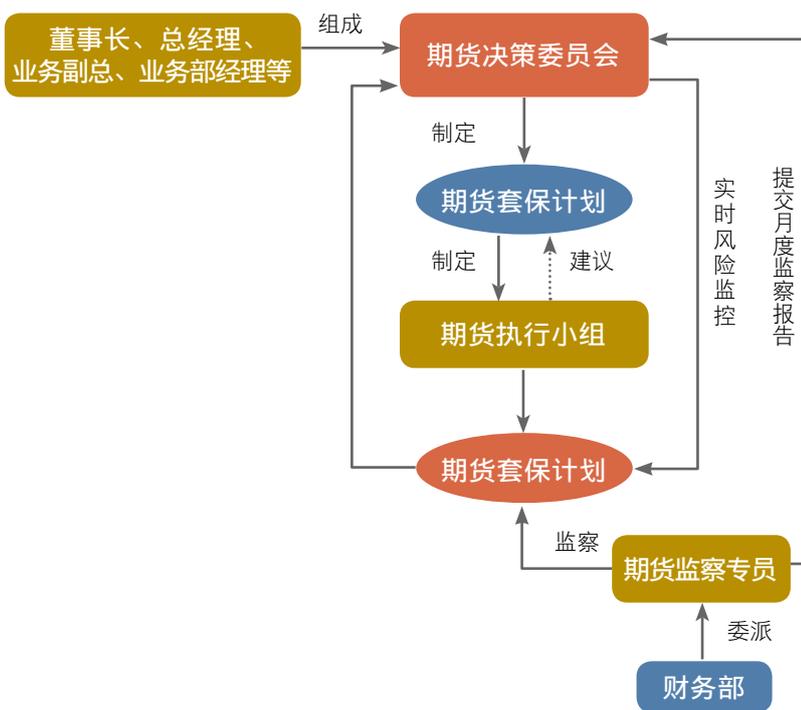
2. 期市策略

爆炸事故发生后，为了确保如期履约，翔鹭石化一方面充分利用期货市场“期转现”获得 PTA 现货，另一方面采用点价交易模式有效控制了 PTA 采购成本。

(1) “期转现”保证如期履约。由于生产线停工，产能出现较大缺口，翔鹭石化主要运用期货市场“期转现”的方式获得 PTA 现货，以保证对下游客户及时履约。同时，为了规避 PTA 价格下跌风险，翔鹭石化根据原料价格、市场供求状况以及市场未来走势，在买入近月合约的同时，择机卖出远月合约进行套保。通过仓单“期转现”操作和远月合约套保，在及时向客户交付 PTA 现货的同时，规避了价格风险。

(2) 点价交易促进合理定价。翔鹭石化利用点价交易模式，为企业经营发展和现货贸易带来了便利。点价交易模式有两大特点：一是在点价交易中，成交价格是以某月期货价格加减升贴水来确定，其中升贴水由买卖双方协商决定，降低了买卖双方信息不对称程度；二是点价交易中，买卖双方均可以有针对性地进行套期保值操作，一定程度上规避了传统交易方式中的价

图 1 翔鹭石化期货业务组织架构和流程图



格波动风险。

3. 具体案例一：“期转现”确保履约

2015年4月，受腾龙芳烃爆炸事故影响，翔鹭石化被迫停工。为保障对下游客户及时履约，公司决定通过期货市场建立虚拟生产线，以确保其现货合约的正常履行。事故发生后，翔鹭石化于当月以4690元/吨买入约8万吨期货标准仓单，之后每个月视当月现货合同执行情况买入相应数量的期货仓单。同时，翔鹭石化通过在期货市场建立虚拟生产线，在购买期货合约的同时在远月进行套期保值，随后进行“期转现”，实现了“不生产1吨PTA的情况下，在7个月内正常履约”，满足了下游客户的PTA供应。

在此过程中，翔鹭石化累计向客户供应约112万吨PTA现货（平均16万吨/月），其中，通过期货市场“期转现”供货约100万吨（平均14.3万吨/月），占总交货量的89.3%，充分发挥了期货市场服务实体经济的作用，帮助公司平稳渡过危机。

4. 具体案例二：点价交易控制成本

翔鹭石化为满足合同供货量，除了在期货市场上通过“期转现”获得现货外，还在现货市场上直接购买PTA交付客户。在此过程中，通过点价交易，有效控制了采购成本。

2015年9月，翔鹭石化计划采购PTA现货5005吨，与上海一家贸易商达成协议，按照PTA1509合约盘面价格上浮5元/吨作为最终

现货成交价。9月8日，PTA现货成交均价在4325元/吨左右，期货盘面价格则在4300元/吨左右波动。公司判断PTA价格已达适当低位，完成点价4300元/吨并告知贸易商。最终，贸易商在4300元/吨处买入平仓，完成套期保值，本次交易的现货成交价为4305元/吨。通过点价操作，翔鹭石化本次PTA采购价格比当天现货成交均价低20元/吨，节约了资金，提高了效益。

期货市场服务实体经验总结

通过总结翔鹭石化参与PTA期货市场的过程，可以得出以下几点经验：

（一）高度重视利用期货市场进行风险管理

翔鹭石化一直高度重视利用期货市场保障公司稳健经营。一是在PTA期货上市以前，公司大力支持交易所的市场调研和可行性论证；二是为提高参与期货市场的效率，公司把期货部门与现货部门充分整合，实现信息共享、期现联动；三是为了提高决策的科学性，在董事长的直接领导下，公司建立了期货决策委员会、期货执行小组等组织机构；四是经常与期货交易所、期货公司以及期货专家沟通交流，通过培训学习，不断总结利用期货市场的经验，提升工作效率。

（二）不断探索创新利用期货进行风险管理的方法

翔鹭石化参与PTA期货市场的过程，经历了探索阶段、成长阶段和发展新阶段三个时期。在不同时

期，充分结合市场行情和自身经营情况，采用灵活的期货操作思路，因时制宜，不拘泥于既有的模式和成例，勇于探索适合自己的发展道路。

探索阶段，充分利用期货市场套期保值，规避产品价格波动风险；成长阶段，随着对PTA期货市场参与程度的加深，利用期货市场的方式也更加丰富，通过借助期货仓单及时履约节省物流成本；发展新阶段，当公司产能出现缺口时，利用在期货市场上建立虚拟生产线的方式获得现货，确保了交易合同的顺利履行。

（三）逐渐完善期货业务风险控制体系

期货市场受多重因素影响，风险成因复杂，因而在开展期货业务的过程中，做好风险控制工作尤为重要。多年以来，翔鹭石化始终坚持正确的期货操作理念，以套期保值为出发点，杜绝投机交易。

公司为了有效控制期货业务风险，在参与期货市场初期，积极构建专门人才团队，加大培训力度，提高人员素质，降低操作风险，初步建立起期货业务风险控制体系。在此之后，随着对期货业务风险的认识不断加深，翔鹭石化进一步明确期货业务操作规程，合理划定止损点。结合自身情况，在组织架构、决策流程、操作监察等方面持续改进，不断总结经验，最终形成一套较为完善的风险控制体系，为公司的稳定发展提供了有力保障。（作者就职于郑州商品交易所期货及衍生品研究所）

金融去杠杆对实体经济和商品市场的影响

■ 文/李贤

随着金融大资管兴起，近年来银行理财、券商资管、基金专户和子公司管理规模出现爆发式增长。2015年6月“股市异常波动”之后，高收益资产越来越稀缺，期限错配、资金池、加杠杆以及产品嵌套等现象在泛资管领域非常普遍，加剧了金融风险的传染性以及系统脆弱性。

为了防范风险，防止资金脱实向虚，2016年以来“一行三会”对保险资管、券商资管、基金公司以及银行理财出台了多项监管政

策。2017年，监管部门陆续下发新的监管政策，加强监管和实现穿透式监管，目标直指金融去杠杆，引发金融市场不小的动荡。

那么，金融去杠杆会对实体经济和商品市场产生怎样的影响？我们尝试从金融杠杆的来龙去脉进行梳理和分析。

金融去杠杆的背景

美联储“加息”、“缩表”带来的压力

2008年金融危机之后，美联储

实施了四轮量化宽松货币政策。在这四轮量化宽松货币政策实施过程中，美联储通过购买国债和MBS，在市场上投放了大量货币，这也使得美联储资产负债表中的总资产规模急速膨胀，从2007年的8000亿美元增加至目前的4.5万亿美元。除了资产规模急速扩张之外，美联储资产结构也发生了显著变化。国债和MBS不仅规模庞大，而且期限较长。随着美国经济逐步复苏，作为金融危机后的“非常规政策”QE已经结束，而由此急剧扩大的资产



规模及失衡的资产结构需要回归正常，这就是所谓的“缩表”。

从“缩表”可能采取的方式来看，最简单的就是被动缩表，即持有债券到期，收回现金后不再购买新的债券。以美联储持有的到期债券规模计算，未来三年美联储将收回将近3.4万亿美元，占目前美国广义货币供应量13.5万亿美元的四分之一，这会对经济产生严重冲击。除了被动缩表，美联储还可以通过主动出售资产的方式进行主动缩表，但由此对经济造成的冲击更大，甚至可能重新拖累全球经济陷入衰退。目前美国通胀温和，经济增长的势头还不是非常稳定，并不具备实施大规模紧缩政策的条件。但美国加息周期已经开启，不排除小规模缩表行为。

美联储“加息”、“缩表”对中国的影响

无论是美联储已经开启的加息周期还是可能开始的小规模“缩表”，都会导致市场上美元减少、美元升值。美元升值使得美元资产吸引力提高，中国的外汇储备可能进一步减少；同时，由于美元利率升高，为了避免国际套利交易，人民币可能不得不加息，这将给经济增长带来非常不利的影 响。这些都是理论分析，实践中是否会出现呢？我们从两个角度简单分析一下。

以2017年2月数据为例，2

月人民币略有贬值，贸易账户逆差91.5亿美元，但同期央行外汇储备不降反升，这显然是资本流入造成的，这也意味着国际资本看好中国未来。实际上，国际机构包括IMF、世界银行以及美国投资机构都调高了2017年GDP增速。2017年5月，中国举办“一带一路”高峰论坛，受到世界广泛关注，也显示了中国的实力和竞争力，这一切都会为中国经济引领一个向上预期，吸引国际资本流入。

其次，在美联储加息和“缩表”的压力下，国内会加息么？这其实不仅与经济形势有关，也关系到央行的政策选择。2016年以来，央行货币政策不再倚重以往的利率和存准，而是更多通过公开市场操作，如PSL、MLF等对市场流动性进行微调。目前国内经济发展和经济结构调整仍然需要一个相对平稳的环境，在此背景下，央行几乎不可能动用加息这样猛烈的货币紧缩工具。

事实上，近期国内广泛关注的“严监管”、“去杠杆”，可以看作是中国政府在应对美联储“加息”、“缩表”时，率先采取的对冲风险的行为。

国内金融去杠杆的实质

金融去杠杆如何产生？

简单地说，杠杆就是负债，只要有债务融资，就会有杠杆。国内金融体系以银行间接融资为主，其

经营本质上是靠资产和负债之间的利差赚取利润，在利差不可能无限扩大的情况下，银行天然具有扩大资产负债规模从而赚取更多利润的动机。2014年以来，国内银行总资产同比增速保持在10%以上，但与此同时，经济增长却逐渐放缓。这一背离现象的背后就是金融杠杆不断加大、资金脱实向虚的过程。

银行资产规模的扩大主要有两条路径：一是央行货币投放方式发生变化。随着美联储加息周期到来，人民币贬值，资本外流压力加大，国内外汇占款减少，使得外汇占款不再是新增基础货币的供给渠道。近几年央行开始采用新型工具来弥补基础货币供给缺口，央行货币投放方式变化的另一面就是银行对央行负债规模的扩大。央行改变货币投放方式的另一重要影响在于抬升了货币利率中枢，通过外汇占款方式投放货币是没有资金成本的，而各类创新手段的资金投放都有成本，货币供给源头的成本抬升成为市场利率上升的基础。

二是银行通过发行债券、银行和非银同业等方式主动负债，支撑资产端的扩张。2015年股市剧烈震荡，“资产荒”出现，从股市流出的大量资金进入理财市场，客观上推动了银行理财规模的扩张。同业存单成为银行主动加杠杆的主要方式，月度发行规模从2014年以

前不足 2000 亿，2015 年下半年增加到 5000—9000 亿，2016 年以来基本维持在 1 万亿以上。除了表内途径以外，银行表外理财加杠杆也很迅猛。我国银行理财产品资金余额从 2007 年时的 5000 多亿，一路增加至去年年中的 26 万亿。

去哪部分金融杠杆？

金融业资产规模大幅扩张使得越来越多的资金脱实向虚，在推升房地产、债市等资产价格泡沫的同时，也给金融系统安全带来隐患。4 月以来“一行三会”出台的一系列监管文件直击近年来扩张迅猛的银行同业和理财业务。

对于银行同业业务的监管包括资产端的 MPA 广义信贷的考核、46 号文中对于同业空转套利的监管。目前对于同业资产穿透和套利还处于自查阶段，6 月底各家银行提交自查报告，随后监管层会去现场检查，在强有力的监管约束之下，同业资产大幅扩张将很难再继续。对于银行理财业务的监管，包括 46 号文中对于理财空转套利的监管，若严格实行底层资产穿透，一些底层资产可能无法满足理财投资要求，后续理财规模增长或将继续放缓。

金融去杠杆效果如何？

同业存单发行量自 2017 年 4 月开始明显收缩，5 月保持规模收缩的趋势，同时发行利率显著上升。发行量下降，主要是因为很多中小银行受到监管压力，开始降低同业

资产的扩张速度，而发行利率的上升，则反映了同业存单市场需求疲弱，这与监管部门对银行同业业务监管有关，同时，发行利率上升甚至进一步出现资产负债利率倒挂，也会加速银行缩减同业规模。

除了规模收缩外，在央行略有收紧流动性的背景下，市场利率全面上升。央行发布 2017 年一季度金融机构人民币贷款平均利率，已经由去年四季度的 5.27% 升至 5.53%，上升 26 BP，债市自去年年末调整以来，国债收益率也处于上行周期。此外，银行回购利率、理财产品到期收益率、同业存单利率都出现明显上升。但从利率期限结构来看，金融去杠杆不同期限的市场利率影响不同，短端利率上升更明显，以 10 年期国债收益率为代表的长期利率上升幅度相对不大，这也符合监管部门抬升短端利率、稳定长期利率的政策意图。

金融去杠杆对实体经济的影响

实体企业短期融资受抑，长期融资影响不大

利率水平上升将抬升企业的融资成本，影响企业融资规模，最终伤及实体经济的投资需求。通过分析数据，我们发现，去年底利率上升以来，实体企业的短期融资需求受到明显抑制。在社会融资规模中，未贴现银行承兑汇票规模自今年 1 月达到峰值后大幅萎缩，原因可能

在于利率上升减少了企业通过贴现进行融资的意愿，另一方面，可能也与监管有关，银行在监管和短期流动性紧张压力下，收紧了票据业务。此外，企业债券融资量也受到较大影响，自去年 12 月以来持续低迷，这可能与债券融资中包含一部分中短期融资需求有关。总体来看，利率上升令企业短期融资规模受到比较明显的影响。

从总量上看，企业融资规模没有受到太大影响。4 月，社会融资规模 1.4 万亿，同比增长 78.5%，虽较 3 月有较为明显的下滑，但年度数据横向比较，应该属于季节性影响。更重要的是，代表企业中长期融资需求的融资余额（包括企业中长期贷款、委托和信托贷款余额）及增速没有受到影响，反而均呈现加速上扬的态势。

综合企业融资规模的变化，在短端利率上升显著、长期利率上升幅度相对不大的情况下，企业的短期融资需求受到一定程度的抑制，但中长期融资规模却在相对扩大，这固然显示出了不同期限利率变化及对融资规模的调节作用，或许还可以作为资金“脱虚向实”的迹象之一。

实体企业利润率少许回落

2017 年 4 月，工业企业主营业务收入利润率出现小幅回落，从上月 6.13% 回落至 6.04%，其中私营企业利润率回落较明显，在上月回落 0.19 个百分点的基础上再

度回落0.08个百分点至5.74%，国营企业也从上月6.57%回落至6.34%。工业企业利润率回落可能是PPI下滑的一个反映，但也可能对企业后期的生产投资和生产活动带来不利影响，后期需要持续观察。

值得注意的是，5月中旬以来，长端国债到期收益率出现见顶回落的迹象。此外，以利率远期观察市场对未来利率的看法，IRS和国债期货自5月中下旬也出现回落，这或许意味着作为此次金融去杠杆的直接结果，也是引发企业利润、生产变动的直接原因，利率上行已经出现短期逆转，由此引发的这一波冲击或也将告一段落。

“监管—市场调整—监管缓和—市场反弹—监管再加强”的循环

4月以来，“一行三会”的监管政策密集出台后引起金融市场动荡，亦引发监管层对系统性风险的担忧，随之监管态度调整，更加强调“金融稳定”。从监管意图来看，加强监管的目的是降低金融风险，避免对实体经济造成冲击，同时通过降低金融杠杆，推动资金脱虚向实，因此监管层不可能任由监管措施对实体经济造成严重冲击，一定会在两者之间平衡。特别是在经历了2013年“钱荒”和2015年股市动荡后，监管

部门对不利冲击的反应会更加敏感，监管措施的调整也会更有效。

总体而言，在美国加息、缩表以及国内经济结构调整、防范系统性风险的压力下，严监管的方向不会变，但会更加注重监管力度和监管部门的协调，预计未来市场将处在“监管—市场调整—监管缓和—市场反弹—监管再加强”的循环环境中，不排除监管加强时对商品市场的脉冲式影响，但大部分时候市场还是反映宏观经济和产业基本面的情况。

去杠杆对实体经济的影响，主要体现在量和价两个方面。在对企业融资规模影响方面，不同期限利



率水平变化引起的企业长短期融资需求和融资规模的变化，或也暗含了资金“脱虚向实”的积极信号，后期需要持续跟踪社会融资规模的变动。在对企业利润水平的影响方面，利润水平下滑可能对后期生产投资和生产活动带来不利影响，后期需要进一步观察利润水平下滑的持续性以及企业生产情况。

金融去杠杆对商品市场的影响

生产继续回落

今年3月以来，国内工业生产整体呈现下滑态势，2月工业增加值增速达到10.32%，3月7.6%，4月进一步回落至6.5%。最新数据显示，5月中旬制造业PMI为51.2%，与上月持平，但分项数据来看，生产指数较上月低0.4个百分点至53.4%。5月高频数据也显示工业生产仍然处于回落的态势。5月中旬发电耗煤增速降至7.89%，下旬发电耗煤增速进一步降至4.52%；粗钢产量自3月以来呈现持续下滑态势，5月同比增速降至0.4%。

工业生产趋弱很大程度上受到企业利润下降的影响。今年年初以来，PPI环比增速回落，4月回落至负值区间，伴随着工业品出厂价格下跌，企业利润受到冲击，对产出增长从拉动转向抑制，4月工业企业收入从上月14.5%下滑至12.3%，工业企业利润从23.8%大

幅下滑至14%。

工业企业进入被动补库阶段

从长周期来看，4月工业企业主营业务收入和产成品存货扭转了自2016年6月以来双双持续回升的势头，4月工业企业主营业务收入小幅回落至13.5%，而产成品存货持续回升至10.4%，显示企业库存周期从前期的主动补库转向被动补库阶段。此外，5月PMI采购量指数在上月下滑1.5个百分点的基础上，再度下滑0.4个百分点至51.5%，显示制造业总体采购力度不强，同时也意味着近期工业企业的库存上升主要来源于被动补库的累积。

按照周期理论，企业在被动补库后将进入主动去库存阶段，在主动去库存阶段，需求依然低迷，企业继续削减库存收缩生产，但此次主动去库存的力度能有多大？我们认为，这一轮的生产回落主要受到宏观面冲击，在目前长端利率已经出现见顶回落的情况下，此轮冲击或也将告一段落，这在一定程度上将削弱实体企业去库存的力度，或者缩短去库存的时间。

预期行情被证实抑或被证伪？

4月以来，在监管压力下，商品市场集体滑落，出现较大跌幅，文华商品指数月跌幅3.5%，并在技术上形成明显的头部特征。商品价格下跌的直接原因即在于市场对监管影响产生一致性预期，随着

时间推移，这种预期是被证实抑或被证伪？

目前商品价格回落是在市场预期实体经济会受到监管严重冲击的预期下出现的，在前面的分析中已经提到，今年的监管会持续，但前提一定是不伤及实体经济。不排除脉冲式影响，但趋势性大幅下滑不可能出现。具体到商品市场，我们认为6、7月份压力依然明显，国内银行面临MPA考核和提交自查结果的压力，而且美联储在6月加息概率较大，都会对市场流动性产生较大压力。随着宏观冲击结束，基于金融去杠杆对实体经济产生严重影响的预期行情被证伪的可能性更大，届时市场将真正反映供需。

从供需来看，短期实体经济确实呈现产需两弱的态势，但综合以上分析，我们认为，实体经济不会出现大幅回落。目前的需求回落是在去年产需两旺基础上的周期性回落，所以尽管同比增速回落，但基于去年的高基数，总量还在。3月以来生产持续回落使得供应出现较大收缩，供需矛盾并不突出，在预期行情被证伪的情况下，未来生产继续大幅收缩的可能性不大，同时供应下降需求基本稳定对价格将产生向上的推动力。因此，三四季度的商品市场值得期待。■

（作者就职于鲁证期货）



上海中期吕海鹏： 后来居上 愿做期货行业挖矿人

■ 文/特约通讯员 张竞怡

2016年是上海中期期货股份有限公司（下称上海中期）发展的关键一年，对于董事长吕海鹏来说，这一年，他将上海中期带到了一个新高度。

2016年，上海中期获上海市工商行政管理局核准，正式更名为“上海中期期货股份有限公司”，完成股份制改造，是上海中期发展历程中一座新的里程碑，紧接着，上海中期于今年又在全国中小企业股份转

让系统（新三板）挂牌，正式进入资本市场。

吕海鹏参与过上海中期股东兖州煤业境内外上市，那是他人生的重要时刻，而现在，上海中期在新三板挂牌，这个时刻也将在吕海鹏心中铭记。

吕海鹏并不是典型意义上的老期货人，进入行业纯属偶然。

2007年，吕海鹏任兖矿集团投资部副部长，由于有并购重组，特

别是财务处置方面的经验，集团领导指派吕海鹏参与上海中期的重组。对上海中期有一定了解的吕海鹏，最初在参与重组过程时的定位，只是普通董事。但在组建重组后，集团任命的上海中期董事长由于没有金融行业从业经验，无法履职。

根据《期货公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理办法》，申请董事长和监事会主席的任职资格，应当具备从事期货业务3年以

上经验，或者其他金融业务4年以上经验，或者法律、会计业务5年以上经验；具有大学本科以上学历或者取得学士以上学位；通过中国证监会认可的资质测试等条件。

唯一满足要求的，是吕海鹏。

吕海鹏紧急上场补位，却没有想到，这一补就补了九年，期货这一行已经成为吕海鹏事业的重要组成部分。

体制内外的职业经历

吕海鹏是矿二代，从小就生活在兖矿大家庭中，父母都是兖矿集团的职工。

作为中国最早建成的大型煤炭基地，兖矿集团可以称得上是中国整个煤炭行业最具代表性的缩影。兖矿集团在册职工9.2万人，加上非在册用工，共计10余万人，人口规模已相当于一座小县城，俨然一个“小社会”。

1988年，吕海鹏考入中国煤炭经济学院工业管理工程专业，本科毕业后，在兖州矿区职工大学经济系任教师。

吕海鹏的同学很多到了企业，虽然学习的是工业管理工程专业，但令人困扰的是，管理并不是学出来的，企业对这批学生的评价是尴尬、不上不下，什么都懂点，但什么又并不全懂。

很多同学并不服气，纷纷转行做律师、评估师、会计师等。

吕海鹏的心里也不平静，在那个大学生是天之骄子、稀缺的时代

背景下，吕海鹏觉得自己的归宿并不在一所矿区职工大学里。

当时，注册会计师考试刚开始向社会开放报考，吕海鹏立即报名。

1995年，整个兖矿地区，注册会计师考试只有三个人有成绩，共通过5门次考试，吕海鹏一人通过三门课，另外还有两人，一人一门。

1999年6月吕海鹏进入了兖矿集团下属的会计师事务所。

不久后，会计师事务所和所属单位脱钩改制，独立成山东新联谊会计师事务所，而短短三年，吕海鹏已经成为主任会计师，任山东新联谊会计师事务所邹城分所副所长。

在会计师事务所，吕海鹏考察了各类企业，从银行到电信，从金矿到实业。这一段会计师的从业经历，为吕海鹏此后的职业生涯奠定了基础。财务是企业的体检表，通过财务报表可以尽早发现企业的问题，也可以透视企业管理的本质。

2003年，煤炭产业处于黄金期，兖矿集团资本运作如火如荼，不断寻找有资本运作经验的人才，扩充队伍。

得知吕海鹏有会计事务所工作经验，集团领导动员吕海鹏父母，劝说吕海鹏回到集团工作。

当时，任主任会计师的吕海鹏月薪已经过万，而回到集团月薪仅为一千多元，为原来工资的七、八分之一。

虽然彼时吕海鹏已经在体制之外，但是对兖矿仍有着难以割舍的

情感。吕海鹏身边的邻居，从小玩到大的同学，很多都是兖矿人，围绕着煤矿一辈子兢兢业业工作，集团发展得更好，这些人也会有更好的生活。

在深思熟虑之后，吕海鹏做出了回归集团的决定，2002年12月吕海鹏回到兖矿集团资本部任科长一职。

有趣的是，虽然回归了体制，本该更为稳定，吕海鹏却从此奔波在解决问题的最前线。进入资本部后，吕海鹏不断奔波在收购项目的尽调路上，即使是非典时期，吕海鹏也没有停下脚步，奔赴贵州尽调盘江煤电，当时开会都得带着口罩，每隔两小时还需测体温。

资本部干了两年后，国有大中型企业主辅分离辅业改制大幕开启，2004年8月，吕海鹏进入兖矿集团改制办公室任主任经济师，进行改制工作。三年后，2007年11月吕海鹏进入兖矿集团投资部任副部长。

调和冲突做好东家

正是在兖矿集团投资部期间，吕海鹏与上海中期结下了深厚缘分。

2007年，上海中期被兖矿集团收购，在原董事长人选不满足期货公司高管任职资格的背景下，吕海鹏紧急上任。

幸好，上海中期遇到了吕海鹏。

吕海鹏上任后面临的最大问题是体制冲突，从国有企业体制到市场化金融企业体制，二者大相径庭。

吕海鹏到上海中期后，立马意识到了这是一家完全不同的企业。

以兖矿集团为例，兖矿地下有煤层，地上有井口、井塔，无论人员如何流动，都带不走这些有形资产。但金融企业更多为轻资产，如公司的牌照、办公用的电脑、机房的服务器。看到这些，吕海鹏心里不踏实，觉得完全没有抓手。

但吕海鹏明白，办实业与办金融机构的人思维不一样，实业人转变为金融人必须拆掉原有的思维围墙。

对金融企业管理者来说，企业的核心竞争力都在人才上。

集团也曾经想像国有企业那样，照搬一套管理规定来管理期货公司，派一批兖矿人积累从业经历，慢慢把上海中期矿矿化。

但吕海鹏认为这并不合适，不能搞近亲繁殖。隔行如隔山，金融是具有行业门槛的，金融企业还需市场化的机制和管理方法。

最终，兖矿集团只派了两位体制内的领导进入上海中期，即董事长吕海鹏和一位财务总监，其余都是通过市场化方式吸引进来的人才。

在上海中期发展过程中，吕海鹏一直担任着冲突调和者的角色。由于具有体制内和体制外的从业经历，吕海鹏身上具有国企管理者和市场化机构管理者的双重基因。

在吕海鹏看来，国企有国企的优势，管理规范，信用卓越。而当时上海中期仅有员工七、八十人，

利润两、三千万，盘子小，不规范的地方很多。

当然，在注入国企优势的同时，也要保持上海中期的市场化优势。

吕海鹏认为，实业背景的股东对期货行业认知有限，应该认识到自己的不足，做不好掌柜的情况下首先做个好东家，股东应该把自己的位置摆正。

此后上海中期严格按照公司治理方法，董事会把控重大经营决策，而经营权交到经营层手中，外聘职业经理人负责公司的运营。

即使如此，吕海鹏也承担着相当的压力。集团管理层有不少人对此安排并不放心，认为期货公司交给市场化的人来运营，万一出了问题谁来承担责任。这是国有企业管理者的普遍思维模式。

吕海鹏只有一遍遍做工作，向管理层阐述职业经理人需对自己的职业生涯负责，如果职业经理人在上海中期做了违规的事情，轻的会有公司章程对其进行制约，重的有公司法、国家法律对其进行制裁，而一旦职业经理人失信于企业，将被整个行业唾弃。

在公司治理上，除了外聘职业经理人外，吕海鹏还不断提升上海中期的自我管理能力和

吕海鹏刚到上海中期时，公司严重依赖中期集团的管理，按分公司模式管理，很多事情都由中期集团决策，包括预算盈利的测算、激励政策和工资的制定等，上海中期

主动管理的能力很弱。

让吕海鹏欣慰的是，经过这些年的运作，上海中期逐步摆脱了分公司运作模式，完善治理，提升自我管理能力，如今已挺进新三板。

2008年以后，煤炭行业黄金期步入尾声，2013年煤价出现断崖式暴跌，大批煤企纷纷陷入亏损，整个行业遭遇有史以来最冷寒冬。兖矿集团也未能幸免，2013年上半年曝出了12.95亿元的巨额亏损。

在集团主业煤炭产业不景气的背景下，上海中期却脱颖而出，虽然企业规模不大，但回报率持续保持稳定。2014至2016年连续三年完成集团下达的经营目标，成为系统内的达标先进单位，2016年上海中期甚至实现了公司历史上最好的经营业绩。

曾有集团领导打趣吕海鹏称，为什么能管好上海中期。吕海鹏笑着回答说，那是因为集团没有拿国企的那一套去管理期货公司，上海中期在市场上随行就市，市场化机制的保留激发了期货公司自身的竞争力。

经过近十年的摸索，吕海鹏总结，要用市场的机制、国企的信用来经营金融企业。目前金融板块已经成为兖矿集团的主业之一，上海中期的管理经验也得到了集团的重视。

传统期货公司守着金矿

在吕海鹏看来，每家期货公司

都有自己特有的资源禀赋。上海中期是一家拥有综合类大型期货公司发展愿景，以及现货实体产业背景的专业型期货公司，根据兖矿集团指示，上海中期的定位是期货及衍生品综合方案服务商、大型企业集团风险管理服务商、兖矿集团资本运营的重要平台。

近年来，期货公司的竞争格局悄然发生了变化。之前分类监管评价为A类的期货公司处于排名“第一集团”，但近年来A类期货公司不断扩容，与此同时，排名领先靠前的AA类期货公司阵容也有所扩大，有形成新“第一集团”的趋势。

以上海中期为代表的传统期货公司的发展面临前所未有的挑战。2016年中国证监会分类评价中，上海中期保持了A类评级。由于分类评价主要按市场规模获得加分项，所以即便期货公司本身没有扣分项，公司业务保持增长，但唯有市场排名靠前才能获得额外加分，没有额

外加分就必然导致排名和评级的后退。不可否认的是，由于客观和主观的原因，上海中期已经从排名靠前的一线期货公司滑落到“第一集团”的中后区间。

但拥有现货实体产业背景的期货公司其实并没有发挥出自身的优势，吕海鹏认为，这些公司有天然的大客户，就拿上海中期来说，股东兖矿集团就是期货公司的大客户，但期货公司没有服务好股东。这就像守着一座品味很好的金矿，但却找不到挖矿的路径，太可惜了。

近年来，兖矿集团海外收矿的步伐没有停歇。2017年1月集团旗下上市公司兖州煤业发布公告称，兖州煤业澳大利亚有限公司拟以23.5亿美元收购力拓矿业集团澳大利亚附属公司持有的联合煤炭工业有限公司100%股权。

随着新矿山的不断入手，兖矿集团在澳洲的煤炭产量不断增长，部分煤炭将销往国内。但是海运时

间通常在半个月至20多天，兖矿集团希望上海中期拿出方案管理煤炭海运时间段的价格波动风险。澳大利亚销售主管只认当地纽卡斯尔港动力煤离岸价动力煤指数，而国内企业多接受秦皇岛动力煤价格，上海中期根据动力煤期货价格，模拟了一套对冲方案，却也只能覆盖90%左右的风险敞口。而煤炭海贸利润非常薄，通常在2%至3%，风险敞口不能全覆盖，依然留下了隐患。

吕海鹏指出，期货公司服务实体产业股东有很大的空间，需要找到股东的痛点，拿出可行的服务方案。

从境外期货公司发展来看，那些生存下来、生存得较好的期货公司多数有实体现货背景。中国是制造大国，现在又在推进“一带一路”国家战略，拥有现货实体产业背景的期货公司大有可为。但这些公司需要找出一条清晰的路径，让股东能够放心进入市场，还需提升自己，有能力服务这些巨无霸。■



吕海鹏

人物档案

1969年5月出生，大学学历。曾任兖矿集团财务处副科长，山东新联谊会计师事务所邹城分所副所长，兖矿集团改制办公室主任经济师，兖矿集团有限公司投资部副部长，兖矿集团财务管理部副部长。现任兖矿集团上海金谷裕丰投资有限公司总经理，上海中期期货股份有限公司董事长、法定代表人，上期资本管理有限公司董事长。



对话吕海鹏： 理清资源禀赋 传统期货公司出路 在于服务好实体经济

■ 文/特约通讯员 张竞怡

于1993年创立的“上海中期”是期货市场一个知名品牌，这家老字号期货公司分别在2013、2016年主动调整公司名称，这一切，是否意味着又一家传统产业背景期货公司的转型？

在金融背景期货公司占据业界强势的当下，上海中期董事长吕海鹏阐述了传统产业背景期货公司不应摒弃传统，而应在继承和发扬传统服务优势的基础上，融合各方资源，创造新的竞争优势的发展思路。

明确期货行业为实体经济服务的职能和使命，上海中期的发展定

位与行业发展导向完全吻合。上海中期立志成为中国期货行业“标志性”期货公司，这家传统产业背景期货公司正在借助资本市场的力量，为公司发展创造更好条件。据悉，下一步，上海中期公司还将引入战略投资者、启动混合所有制，提升平台自身的竞争力以支持公司业务发展。通过在期货服务实体经济中的不断探索，践行社会责任，谋求价值实现。

《中国期货》：上海中期是在2007年被兖矿集团收购的。兖矿集

团作为控股股东股权占比达96%，请谈谈当时集团是出于什么考虑收购上海中期期货的？收购后，又是如何定期货公司？

吕海鹏：兖矿集团进入期货行业比较早。兖矿集团占据着中国煤炭业龙头老大的地位，1998年最辉煌时企业利润占全行业利润的58%。此后，煤炭产业迎来十年黄金期，市场供不应求、煤价一路飙升，兖矿也因此进入了发展快车道，一骑绝尘。

很多期货品种的现货源头都掌握在大型国有企业手上，这些企业

具有强烈的避险需求，收购上海中期有这层考虑在内。

兖矿集团对上海中期的定位，具体来说是要成为期货及衍生品综合方案服务商、大型企业集团风险管理服务商、兖矿集团资本运营的重要平台。

《中国期货》：兖矿集团何时进入期货市场？可否分享您印象最深的一些案例？请结合您在实体企业和期货公司的管理经验，谈谈实体企业在利用期货市场进行风险管理时，存在哪些困难和瓶颈，您有哪些建议？

吕海鹏：兖矿集团是国内较早利用期货市场工具的国有企业之一，多家集团成员企业早在90年代就已经参与期货市场，并利用期货工具开展套保业务。目前，动力煤、甲醇等多个期货品种都是集团内各专业公司的主导产品，集团公司利用期货市场开展价格风险管理的空间十分广阔。

兖矿参与了郑商所动力煤TC1501合约的实物交割，该合约交割总量高达105万吨，一举创造了境内商品期货单合约交割量纪录，此次交割有8个卖方，主要是煤炭贸易商，1个买方，也就是山东兖矿。实物交割分别在秦皇岛、天津、可门、防城港等4个港口完成。

然而在实践中，实体企业进入期货市场其实是“想说爱你不容易”。

以上海中期自身经历来说，虽然兖矿参与了动力煤105万吨交割，

但这相对于兖矿集团的动力煤产量来说，交割量只占1%不到。更不用说股东公司进入期货市场套保，期货市场容量太浅，若大举套保，市场将无法承接。即使不进场内市场，在场外市场交易，大型企业也很难找到对手盘。

对于实体企业的苦恼，期货市场应当加快自身发展，引入多元投资者，改善流动性，增加市场深度。

《中国期货》：近年来，公司的收入利润增长情况、收入利润构成如何？请谈谈贵公司增长最快的业务及其发展经验。

吕海鹏：上海中期近年来利润增长平稳，2014年度、2015年度、2016年度营业收入分别为1.74亿元、17.47亿元、60.80亿元；净利润分别为2807.94万元、5471.89万元、6527.89万元。

市场之前对2016年的期货市场并不看好，尤其是2015年股市异常波动后股指期货交易受到严重制约，同时又处于期货从严监管新的大环境下，但就是在这样困难的环境下，上海中期调整战略，扎根商品期货，想方设法探索新型商业模式，提升服务，较好地完成了集团下达的经营目标，2016年实现了公司历史上最好的经营业绩。

上海中期业务收入对传统经纪业务的依赖较重，但随着推动期货资产管理和风险管理公司两项创新业务的发展，公司逐步有了新的利润增长点。尤其值得欣喜的是，公

司的风险子公司上期资本管理有限公司（下称上期资本）在成立后第二年，已成功摸索出多个成熟的商业模式，并在不断巩固的基础上稳步提升规模。

《中国期货》：贵公司风险子公司业务种类以及业务开展情况如何？在合作套保、期现业务方面，有什么经验分享？

吕海鹏：上期资本经过两年多的运作，形成了一些相对较成熟的盈利模式，具备了规模经营能力，已成为公司新的利润增长点。

期现套利是上期资本最早开始探索和实践的商业模式，从现有的业务重心——能化板块（精对苯二甲酸PTA、聚乙烯LLDPE、聚丙烯PP、细木工板BB等）向农产品板块（豆油Y、棕榈油P等）逐步拓展，同时借助兖矿集团现货资源优势，尝试发展甲醇MA等品种的期现套利业务。

质押融资主要面向存在融资需求且具备信用资质的客户，也有了成熟的模式。一方面，客户有现货，但无法在短期内变现，因此通过销售再回购的方式来融资；另一方面，出资方可以收取相对较高的资金利息。上期资本作为融资方与出资方之间的角色，主要的作用就是替出资方监控货权，并且帮助融资方寻找合适的资金方。通过在标的品种上的筛选，目前计划展开业务的品种是进口大豆，监控货权的地点在山东日照港，货物安全可以依托山

东日照港港务局对货物的监管。

合作套保业务作为中国期货业协会风险管理业务试点业务之一，实际是看成一种联合经营的模式。2015年2月，上期资本与一些国有大型企业集团达成合作意向，开始工业期货品种的套保业务合作。

上期资本在完成运营的第一个年度2015年实现利润总额500万元，2016年度利润总额则突破了1000万元。

《中国期货》：公司的团队建设和人才激励机制如何？

吕海鹏：期货公司说到底是人物的竞争，上海中期一直有行业黄埔军校的美誉。

说实话，在2007年、2008年，我刚接触上海中期的时候，当时正值券商大举进入期货行业，券商系期货公司到处高薪挖人，上海中期也不能幸免。人才危机成为了当头一棒。

不过幸运的是，上海中期有一批忠诚度非常高的老员工，帮助公司渡过了这个难关。

现在我已经想通了，期货行业的人才流动不可避免，在金融体系中，期货公司处于劣势位置，没有办法和银行、券商、公募基金相比，期货公司要认清帮别的行业培养人才的现实。

这就好比观赏鱼，从鱼卵到小鱼，养在我们期货公司的鱼缸里，小鱼变大鱼，就游到小溪、河里，甚至有些漂亮的小鱼，能够成为金

鱼的小鱼，期货公司把他们保护起来，给他们更多的成长空间。

期权等新品种、新业务的推出将要求公司引进和培育更多的金融人才，2017年，上海中期将组建期权业务人才团队和固定收益人才团队。未来，推出员工股权激励机制也在管理层考虑之中。

《中国期货》：去年能源消费结构出现阶段性变化，煤炭供需增速下降，煤炭去产能政策取得明显成效，煤炭价格合理回归。面对全球经济增速持续疲软态势以及国内供给侧结构性改革逐步推进，您认为现货企业对期货公司的服务能力提出了哪些新要求？期货公司在对产业客户服务时，面临的瓶颈有哪些？

吕海鹏：大宗商品现货企业对期货公司服务的需求可能是多方面的。较为常见的是市场风险预警和具体风险管理解决方案，期货公司可以提供咨询服务、期货期权工具以及风险管理服务等。在服务企业的过程中我们发现，期货公司风险子公司的服务并不是单一的，而是向大宗商品金融投行业务方向靠拢，需要兼顾合作套保、点价服务、现货固定收益等业务模式，才能更好地为企业做好服务。

例如，不少企业在提出风险管理需求的同时还存在融资方面需求，期货公司风险子公司仓单质押等业务需求有望增加，该业务需要更多银行授信，这时背靠大型实体企业的期货公司就有一定优势，大型国

有企业信用较好，从银行获得的授信额度较高，期货公司有望得到一定额度的银行授信额度支援。

2016年，上期资本在煤化工品种的产业链上拓展，与产业链上下游多家客户建立了紧密的业务联系。从中游的贸易环节入手，深入探索上下游企业的服务需求，逐步形成服务模式。如库存管理（通过期货市场虚拟库存功能提升现货库存管理，在市场中起到蓄水池作用，在企业需要卖出时可承接，在企业有需要时可输出）、价格管理（通过期货点价工具帮助企业将均价转换成现货价格并优化企业成本）、期权服务（为产业客户提供“期权+保险”服务，为套保商提供浮亏带来的资金成本保护服务，为基差投资者节省保证金占用）、供应链管理（为企业提供息差套利、仓单质押等服务）。这些针对企业风险管理需求量身定制业务的开展，使得部分企业对我们风险管理服务产生了依赖。

《中国期货》：当前期货公司的发展面临哪些机遇与挑战，期货公司应着力培养哪些方面的核心竞争力。目前，期货公司的短板主要在哪里？如何解决？

吕海鹏：传统期货公司的短板仍然是对传统经纪业务依赖较重，而目前期货经纪业务手续费收入水平持续下滑，来自于期货交易所的手续费减收等政策支持具有较大的不确定性。期货公司必须探索新的业务增长点。

可喜的是，资管业务、风险管理业务等创新业务经过这两年的培育，已经能够为期货公司分担一部分盈利压力。

在核心竞争力方面，期货公司要重点培育“四种能力”。一是传统经纪业务的交易技术服务能力。探索交易技术创新方式和途径，打造安全稳定、高速便捷的交易环境和客户体验；二是提升自主资产管理能力。打造自主期货资管人才队伍，立足于商品期货套利对冲，不断丰富策略储备和产品类型，做精成熟产品，形成期货资管业务口碑；三是提升风险管理能力。子公司业务应当重点发展有特色的风险管理业务，从个别品种和行业入手，以基差交易等期现结合业务为切入点，巩固成熟商业模式，积极尝试期权等衍生工具形成新型风险管理服务模式。四是培育国际经营运作能力。通过设立香港子公司，打通外盘代理业务通道，提升境内外市场联接能力。

《中国期货》：请谈谈您对我国期货及衍生品市场发展的建议及展望。

吕海鹏：随着全球经济一体化的发展，大宗商品价格波动的幅度和频率都在增加，影响了处于竞争格局中的每一个企业的生存和经营方式。在此背景下，各种风险管理工具应运而生，如远期、期货、期权、互换以及各种衍生和组合工具。期货市场的产生和发展始终与实体

经济紧密相连，可以说，期货市场的根本出发点就是为实体经济服务。目前，期货市场已经是我国金融市场的重要组成部分，在我国金融体系和国民经济运行体系中扮演着重要的角色。

尽管目前国内期货市场还是太小，期货公司实力也相对单薄，但我国期货及衍生品市场未来发展空间巨大，期货经营机构也拥有很好的发展机遇和前景。

应该看到，风险管理工具的运用在我国起步较晚，目前还主要表现为期货，商品期货期权今年刚开始试点。而推动发展期货和金融衍生品市场，实现由数量扩张向质量提升转变，需要市场各方面的共同努力。从交易所层面，建议加大加快创新步伐，丰富风险管理工具，如期权以及各种衍生工具，并不断丰富品种；从期货经营机构层面，有了健全的基础和衍生工具、丰富的业务模式，着力点就应该不断贴近实体企业需求去创新产品和创新服务。

如何加快期货公司的发展？资本金约束可能是期货公司面对的一个大坎。期货创新业务发展需要资金实力的支持，但上海中期公司股东结构相对单一，缺少金融背景资源支持。为此，上海中期改制为股份制并通过新三板上市来解决融资短板。

《中国期货》：您在究矿集团的任职经历，为您后来管理期货公司提供了哪些宝贵的经验？

吕海鹏：在究矿集团，我在每个部门待的时间都不长，一般都是解决完这个问题这个部门就合并到其他部门，几乎每两、三年，我就换一个部门。如2002年，我回到究矿集团资本部，为集团寻找合适的并购项目。2004年进入究矿集团改制办公室，操持集团主辅分离辅业改制。2007年又进入集团投资部，参与上海中期的收购重组。因为我一直在处理问题的第一线，所以我不怕解决问题，也有耐心来解决问题。

究矿集团收购上海中期后，上海中期迎来了国有企业股东，双方需要互相适应。

我既具有体制内的从业经历，也具有体制外的从业经历，可以说具有国企管理者和市场化机构管理者的双重基因，在两者间可以起到调和作用，力争将国有企业的优势和市场化金融机构的优势都保留下来，用市场的机制、国企的信用来经营金融企业。

令我感触最深的是，金融企业需要更市场化更开放的心态来做。

《中国期货》：是否可以分享一下您未来职业生涯的愿望和目标？

吕海鹏：我也是究矿集团旗下金控平台的总经理，在政策允许、价格合适的时候，金控平台将收购一些银行、保险或者证券等金融机构的牌照。这些金融机构有望产生协同效应，也能为上海中期发展储备些资源。☞



百味

【编者按】

期货人的思考和领悟并不是数字似的单调枯燥，多元丰富一直满溢于从业人员的精神世界。本期“文化·生活”栏目收录的篇篇短文，字字珠玑，有个人记忆的美好与珍藏，有对身边事物的灵感与启迪，有人物故事的经历与得失，也有内心深处的等待与坚守。工作之余，茶余饭后，行业的才子才女们，用曼妙的文笔勾勒出的内心百味，值得细细品尝与咀嚼。

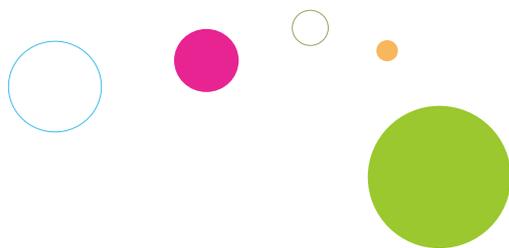
各位朋友，生活工作中的历程，犹如成长中的刻痕与标记，秀出精彩，分享财富，便会有同路人与你们共赏美好。

不如苦行

■ 文/孙黎晓

不知何时，身边经常有小伙伴们在空闲时间聚在一起玩德州扑克，据说华尔街大佬很多都是德扑高手，扑克和金融交易具有相似性，这是考验和磨练交易策略、心理素质的最佳游戏之一。好奇心驱使，我便开始主动学习，通过网络边玩边学，期间经历了各种各样的情况，不一而论。

电影中的场景告诉我们，相对于手中的牌，别人的牌更重要，概率决定了公共牌发出后，要学会判断对手可能组成的最大牌是什么，以及推测对手可能会有哪些牌。ALL in 是种技巧，但要在恰当的时机去使用，电影里一般都是高手针对特定的对手使用，难得一见的 ALL in 往往出现在高潮部分，更多时候要学会主动弃牌及时离场，天生会玩的人往往过目不忘或者算术推理能力极强，场上的优秀表现，离不开场下的刻苦训练。



不过，“一招鲜吃遍天”的策略可能无法长久适应这种随机博弈游戏，你在琢磨别人的同时，他们也在研究你。在这些过程中，心理素质特别是心理承受力的自律把控就显得特别重要，出牌的对方或许没那么可怕，往往的结果就是自己输给自己。

扑克不过是个游戏，日常中的生活需求、商务谈判、交易过程，亦如游戏但又不同于游戏。对待生存“游戏”，可借用马斯洛需求理论，这一理论将人的需求分成生理、安全、爱和归属感、尊重和自我实现五类，通俗来讲，假如一个人同时缺乏食物、安全、爱和尊重，通常情况下对食物的需求是最强烈的，其他诸如心理方面的需求，便显得不那么重要了。

在这种极端情况下，人生的全部意义就是食物，其他什么都不重要。只有当人从生理需要的控制下解放出来时，才可能出现更高级的、社会化程度更高的需要，诸如安全和归属感这种心理需求，才会被释放出来。

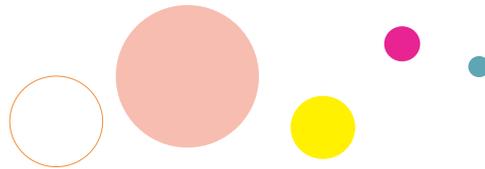
然而，人常常在需求中迷失错位，当缺乏食物时，畅想的是自己如何获得爱和尊重，当处于尊重的状态中，常常走入高峰经验的误区。于是乎，应了围城里的一句话，“城外的人想冲进去，城里的人想逃出来，婚姻也罢，职业也罢，人生的愿望大抵如此。”

人生犹如一个个波峰和波谷不规则的排列组合，每个人都从零开始，慢慢的爬坡，或许每个人的零点位置不同，中间的波动率不一，但我们都经历如过山车般的快速提升或者下降，都兴奋于心跳加速、刺激倍增的感觉，我们尝试用技术分析来剖析自己，却不如保持苦行僧的心态，积跬步，观世界，磨心性，揣心得，最终也可以至千里。■

（作者就职于国投安信期货）

宽幅震荡

■ 文/邓婷



清晨的阳光在朦胧的晨雾中透过，薄纱般的晨曦带着雨后的泥土芬芳，拂过人们冰凉的肌肤，渐冷渐热的体感让人觉得有种说不出的黏腻。

李坪墙穿上刚刚购置的衬衣，拿起梳子将蓬乱的头发规整清楚，用刮胡刀卖力地在青须斑驳的下巴上来回折腾，似乎要将岁月的痕迹啃噬干净。

交通一如既往地堵，整个城市似乎都在疯狂地踩着离合器，衬托出快节奏的生活乐章。不过，公交车外熙熙攘攘的景象，却有着独特的催眠功效，李坪墙连打了几个哈欠，享受吵杂中的宁静。

记得第一天上班，打开电脑面对的是满屏幕跳动的数字，以及各种各样的组合图形。李坪墙明白这玩意儿

叫K线。只是，这玩意儿好比高度近视患者看视力表，除了知道最大的那个开口朝哪边，再往下就是一片模糊，完全不知其然，更不知其所以然。

当年，李坪墙在股指期货闪亮登场的几个月后，完成了公司试用期的考核，成为了一名正式员工而被单位录用。其实，他对股票知识接触的并不多，只是之前一直从事软件营销工作，有一定的社会资源。李坪墙想，卖啥不是卖，销啥不是销，只要功夫到，钞票大把捞。但实际上，金融期货的营销并不像其他的产品，你卖个软件，好歹人家能用，好坏另说，至少有东西在那摆着，而且也有专业系统后台运维支持。可金融期货这玩意儿，完全的新鲜事儿，很多客户心里都是打鼓的。



李坪墙试着用软件销售的模式去开拓市场，先找到客户源，然后找到公司的研发部问行情，把两头消息对接，自己则陪着客户吹吹牛，吃吃饭，离成功也就八九不离十了。

唐总是李坪墙曾经的客户，以前合作的非常愉快，自己平时也看看行情。听说李坪墙在搞金融，赶紧打电话让李坪墙透露些“内幕消息”。李坪墙一想，自己哪来什么内幕消息，但是老客户既然感兴趣，就说明这业务有希望。于是，李坪墙赶紧来到公司研发部，煞有介事地跟研究员说有个大客户要开户，需要做股指期货方面的指导。研究员想了想，告诉李坪墙，客户问你行情，你先说经济形势，再说投资者情绪，最后总结的时候，千万要记住说，行情在宽幅震荡！

唐总开好了户，也不知道是老天眷顾，还是唐总水平高，自从李坪墙告诉了唐总行情在宽幅震荡以后，唐总大多数时间都在赚钱。这一赚钱，唐总的各路朋友都找到了李坪墙要求开户，于是乎，那个时候，李坪墙在公司天天春风满面，意气风发。就像麦当劳叔叔，画着一副见谁都是笑的嘴脸。

往往故事跌宕起伏的原因是因为故事的需要，而人生跌宕起伏的原因是想看你热闹的人的需要。峰回路转之时，不一定是能够继续走下去的路，有时也会面临巍然耸立的悬崖。

李坪墙亦如此。喜悦的日子总是短暂的，他的人生也迎来了宽幅震荡。随着唐总被强平，李总、王总、马总、张总陆续撤资。麦当劳叔叔似乎是卸了妆，霜打茄子一般。期货到底是用来做什么的？李坪墙内心很纠结，他不得不反思。最后得出了一个非常令自己满意的结论：自己的名字没起好。

现如今，一个个春天过去了，李坪墙却一直在等待，等待属于他的春天。然而，宽幅震荡总要有震荡才行，一直低位运行的人生体现不出宽幅震荡的美妙。行情爆发时，闭上眼睛随便输入一个代码，点击买入后，过几天坐着，数钱的日子就能来到。李坪墙也成为了炒股大军中的一员，看着账户里资金不停地跳动，眼里似乎



看谁都是红色的，红色的衣服，红色的鞋子，红色的头发。春天真的来了吗？

美好依然是短暂的，波峰到波谷的距离很宽，但时间很短。一片呜呼哀哉之中，李坪墙看到了一片嫩绿的电子报价板，顿时，他内心在炎热的夏日感受到了初春般的寒意。在绝望中，他想到了曾经那个让他爱恨交织的股指期货。为了做股指期货，他毅然辞去了工作。兴高采烈地投入股指期货的怀抱。绿色不再让人觉得惊慌，红色也不再让人欣喜若狂。波涛壮阔的金融市场，在李坪墙看起来是那么的波澜不惊。

春天万物复苏，夏天炎热酷暑，秋天丰收喜悦，冬天漫天风雪。我带着你，你带着钱，来到这金融市场宽幅震荡。无论你是麦当劳叔叔，还是芙蓉姐姐，这里有着你无限的梦想。只要活着，你就能看到春天。☞

（作者就取于海证期货长沙营业部）

等待秋天

■ 文/王潇潇

夏日到来，烈日炎炎，是一年中煎熬难捱的日子。炎热令人一筹莫展，心情也易随着烈日、暴雨交替起伏，变化无常。

单位里，平日里最怕晒黑的刘师姐，却抓起一份资料 and 一把遮阳伞，急匆匆地跨出办公室，外出跑业务。比起师姐的匆忙，不远处的白师兄却显得有条不紊，正与分析师低声讨教着最近大热的期权行情，认真而执着。

白师兄虽然姓白，可他一点都不白，这跟他大夏天时常见不着人，脱不开干系。入夏时节，白师兄或是夜跑，或是晨起跟随悠闲的“广场大爷们”打打太极，这些锻炼时间常常错过太阳的普照。

师兄师姐们早已褪去了初入职场时的青涩，有各自的工作方式和节奏。我以为他们习惯了夏季中等待的日子。一日，白师兄说：太极时静思，跑步时锻炼身体，夏天把基础打好了，才能等得到秋收时的满满自足。此刻，我才恍然大悟，他们是在养精蓄锐，以更好的姿态迎接秋天的到来。

夏日的天，孩子的脸，说变就变。前一刻还是晴空万里，转眼间却下起了倾盆大雨，我们不禁为刘师姐捏了一把汗。

暴雨如注的下午，师姐拨回办公室的电话，语音中却掩藏不住嘴角上扬的笑容：“帮我为这位客户开个户，他马上要入金。”我惊叹师姐对成功的执着与坚定，她已为人妻，儿女双全，但毅然在这个夏季带着梦想，跨过炎炎烈日，穿过倾盆的暴雨，认真对待每一项工作，最终把金秋季节的累累硕果引入她的梦想，带进工作的现实。

记得主持人白岩松曾经说过：“只要努力，命运总会来敲门。重要的是，你是否听得到，是否已经准备好。”我相信，各位师兄师姐们都已经做好了“春播、夏耕、秋收”的准备，在一年春来之际播种自己的梦想、希望，在一年夏忙之际辛勤地灌溉、施肥，在一年秋收之际欢乐地收获、采摘。接着，日复一年，继续勤劳地耕种着希望，收获着喜悦与希望。

虽然不知道何时才能等到秋天，但在这个炎热的夏天，看到师兄师姐们的努力，我那份等待秋天的心情忽然多了一份坚强、自信。终有一天，我也会和他们一样，熬过夏天，迎来属于自己的秋天，收获美好的希望。

（作者就职于美尔雅期货）



路漫漫且慢慢行

■ 文/张晓蕾

期货行业与其他金融行业一样，常有格外忙碌的时候。每到此时，不管是工作还是生活，一切都好像安上了加速器。多少人在闪着荧光的屏幕前极速敲打，书写下过往的经历，未来的希望；多少人在“青春如同奔流的江河，一去不回来不及道别”的歌声中抒发曾经的热血，如今的惆怅；又有多少人在超市、菜场中快步穿行，在单位与家庭间来回奔忙……

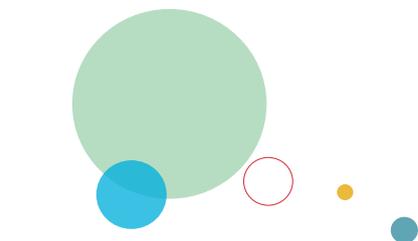
是的，真的是很忙，尤其在日新月异的期货市场。新品接连上市，行情引人入胜，期货市场发展的脚步永不停歇，跌涨起落的指标线，纷至沓来的培训、会议，无疑吸引了行业内外诸多的目光。

可是，有一样不应在忙碌中被忽视的，便是生活。当今的自在生活，虽不似竹林七贤一样可以恣意山林、纵歌饮酒，也很难如庄周一般深居简出、清静逍遥，但依然有许多可与之媲美的地方。

放下遇见雾霾时的抱怨与不满，仍可在低沉的暮色中欣赏点点繁星；避免在拥挤车流中的焦躁与怒气，自可在葱郁的行道树上得到宁静；离开繁华而喧闹的大街，便能享用僻静小路那独特的韵味；关掉各式屏幕里花花世界的诱惑，一本书籍也可成为一段特别的旅行……

一花一世界，一草一天堂。值得驻足的风景太多，恨只恨自己没有更多的眼睛，看遍天下所有的风景；没有更多的耳朵，听遍世上所有的乐曲；没有更多的双脚，游遍人间所有的角落。

即使抛去天真的幻想，时间似乎也没那么多。林花谢了春红，太匆匆。身在校园中，时尚未察觉，而今豁然发现，时光却在流淌中消逝，一年，两年，三年……不经意间，很多往事变了样，可见的是外表，更多的是内心。



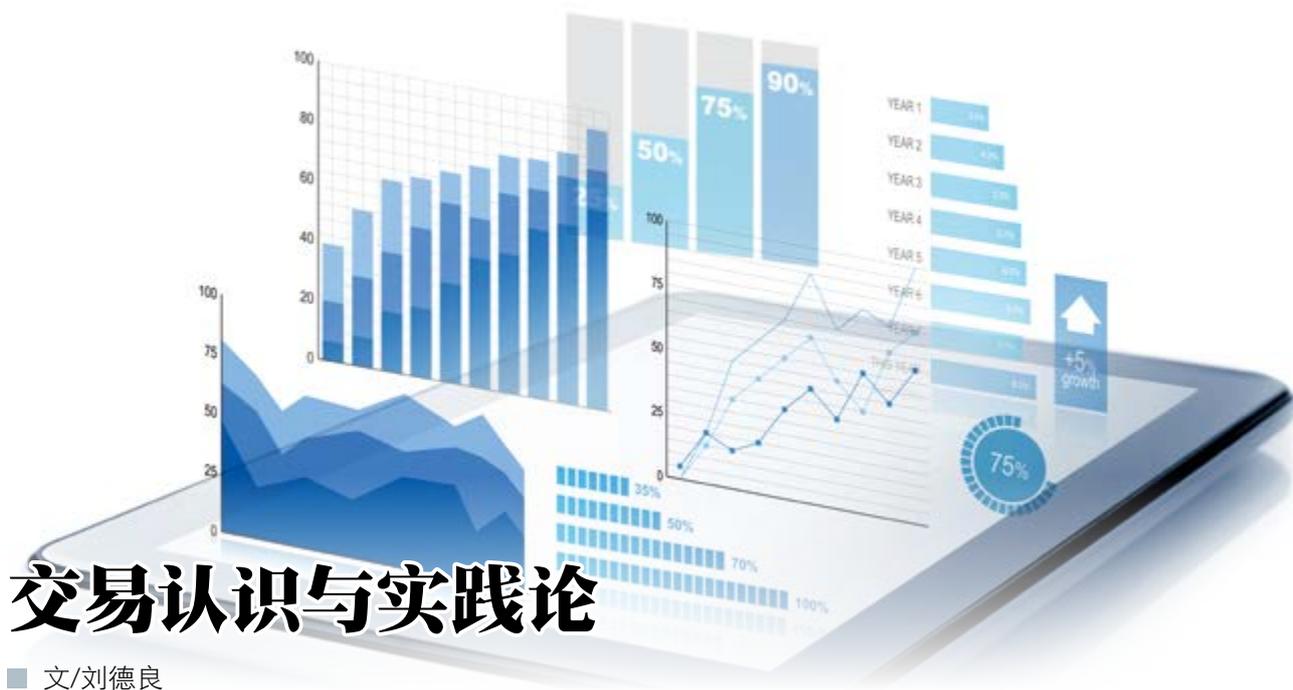
嵇康以“爱憎不栖於情，忧喜不留於意，泊然无感，而体气和平”来修身养性；僧肇以“心无者，无心于万物未尝无。此得在于神静，失在于物虚”来强调心静。保持澄澈宁静的心境，才不会因为惧怕人生的漫漫长路而选择快马加鞭，更不会因苛求尽快抵达外表美好的彼岸，忽略身边每一瞬间、每一角落的风景。

“春有百花秋有月，夏有凉风冬有雪。若无闲事心头挂，便是人间好时节。”

且愿你，我，每一个人，都能放慢人生之路上前行的脚步，以澄澈之心赏四时之景，以感恩之心待身边之人，以淡泊之心观世间百态。相信如此，便是幸福的来年！

（作者就职于新纪元期货）





交易认识与实践论

■ 文/刘德良

说及哲学就像是炼好的猪油或味精，拿来炒菜香喷喷，直接放到嘴里就会齁得慌。本文是一篇进阶性哲学类文章，初学或没有耐心的读者可以不必看下去，因为只有经历过巨多的失败、煎熬和深刻的思考与研究后，才有可能稍稍明白或领会。

认识与实践即是“知行合一”

通常，理论的基础是来自实践，又反过来为实践服务、指导实践。这句话对于没有经历过成功和失败双重折磨的交易者来讲是很难理解的。中国有一句老话：“难者不会，会者不难。”交易这一最难的事情，怎样让它变得更容易些？复杂的事情怎样变得更简单点？其实，交易的整个过程中经常会重复着某种方法，但有时候感觉又似乎没有什么规矩，不就是看形态等信号、不就

是等突破、不就是看支撑和阻力位吗？看上去很平常的事情，我们怎样让它变成战无不胜的法宝？

所以，我常会思考交易有没有什么办法让谁都能很快学会，能不能抓住最基础的、最根本的方法或者是把握住人性，可反复梳理后发现，并不能为更多交易者指明这样一条明确的道路。不过我想，未来，一定是隐藏在过去的成功和失败之中，这是毋庸置疑的。

从成功和失败中寻找路径，当然是指自己的成败，因为交易是一个人的事情，尝试中的各种错误不可能推卸给任何人来承担，你必须独自体验无数次的失败和艰险，并在历史交易轨迹中凝练出未来之路。任何速成法都必将是浮沙建塔。所以，这就需要构建正确的交易思想，这也是所有交易者都必须学会要做的事情，不过，这也是最难的

事。反面的例子，是巴林银行和住友商社的灾难。

那么，怎样构建自己的交易思想体系？毛泽东在《实践论》中曾说：“人的正确思想是从哪里来的？是从天上掉下来的吗？不是。是自己头脑里固有的吗？不是。人的正确思想，只能从客观实践中得来，这是本源。”其实，这个本源接近于人们常说的“道”。我们知道一个人要想在思想上靠近圣贤伟人，需要做出的努力是巨大的，他需要极其严苛的磨砺，常是历尽艰辛之后，才可能略有所得。注意，不是肯定有所得、多数人的苦最终白吃了，终其原因是未能得“道”。

所以已经在探索实践路途上的交易者，请认真评估自己对交易的热情、悟性和天分，因为我们大多数交易者并不天生具备这方面的特质。对于我们普通人唯有做到足够

专注，才有可能找到通向胜利的一般方法。认真总结、梳理一下，你最想解决的是什么问题？其实就是“知行合一”。这也是认识和实践的关系问题：即实践是认识的来源和推动认识发展的动力；实践，还是认识的目的。

我们常会在“知行合一”的问题上一直纠缠，也一直没有搞清楚，比如我们如何得到真理？“知行合一”到底是先知后行，还是先行后知？这对理论体系的建立很重要。毛泽东在《实践论》中也给出了知行关系的标准答案：即人类认识发展的全过程是：实践、认识、再实践、

再认识。两者是互生逻辑，实践是认识的来源和目的，认识又反过来为实践服务、指导实践。所以“知行合一”是行而知、知而行的辩证统一体。这与投资哲学原理是相通的，明了其间的哲理也就有所悟了。问题是，这需要在较长时间里来完成这样的过程，要求的条件太高，不仅理论水平要高，还要是个积极的行动者，这些条件都要满足，才有可能悟其“道”。

何为“道”，如何悟？

说到“道”，我国的古典巨著中处处有道：《大学》中有道、

《中庸》中有道、《道德经》里有道，西方的《圣经》里，其实也有道。正如孔老夫子所说：“道不远人，人为道而远人者，不可以为道。”那么我们首先要搞明白何为道？道，本意是指道路。鲁迅先生曾说过：“世上本没有路，走的人多了，也便成了路。”可见道的原意就是人走出来的路，是人为形成的有一定规则的路。由此而衍生出道的引申有三：一是世界的本源，二是自然规律，也就是我们常说的天道，三是社会规律，也就是我们常说的人道。而这三者无不是由人去发现、总结、归纳出来，然后撰写在各种



经典著作之中。于是，有人说：“道”在经典之中。

真是这样吗？笔者在阅读了大量的经典著作后发现：经典就像是一幅藏宝图，而“道”就是其中的宝藏，藏宝图只是指出了我们寻宝的方向，而它本身并不是宝藏，那么，宝藏究竟在什么地方？宝藏就是对该事物认知的总和，但开启这个宝藏的钥匙是实践。实践是验证真理的唯一方法。

《中庸》里讲：“道也者，不可须臾离也，可离非道也。”可见，道和我们息息相关、片刻不离。我们进一步研究就会发现：世界的本源、自然规律、社会规律，都是客观的存在，而这些存在都需要人的主观能动性去发现、去总结、去归纳，然后又反过来指导着我们的工作和生活。正如明代大儒阳明先生所说：“无善无恶心之体，有善有恶意之动。知善知恶是良知，去恶扬善是格物。”这个良知也就是“道”，它存在于我们每个人的心中，我们通过经典著作的指引去发现它、了解它、掌握它，更好地运用到我们的工作和生活中去。因此，求道不要向外求，它就在我们每个人的心中，关键是要有这个思想意识，才能得“道”。正像释迦牟尼在菩提树下觉悟后、重返世俗间的第一句话就说：“天上天下、唯我独尊。”请注意这个“我”字并不是单指的释迦牟尼本身，而是指每个人。释迦牟尼的原意是：人在

宇宙中是顶天立地的，每一个人都是自己的主宰，决定着自己的命运，而不必听命于任何人或任何超乎人的力量。一个人的吉凶祸福、成败荣辱，决定于自己的行为之善恶与努力与否。没有一个人可以提拔我上天堂、也没有一个人可以把我推入地狱。释迦牟尼把每一个觉悟者通称为“佛”。只要心如止水，破除三毒就会自然而然，人人都可立地成佛。只可惜大多数人把佛理解成了无所不能的“神”，这就偏离了“道”，更无法得“道”。

《大学》中讲：“知止而后有定。”首先，我们应该知道自己今生想要达到的目标，要有一个远大的志向和一个博大的胸怀，你才会坚定信念；“定而后能静”，有了一个坚定不变的志向，你的那一颗躁动不安的心才能够平静下来，你才能够清醒认识到自己内心真正的需求；“静而后能安”，能做到内心平静不妄动，遇事你才能有一个泰然处之的安然心态、才能不为外物所干扰、忠于自己的本心；“安而后能虑”，有了一个安稳的心态，然后再处理事情才能思虑周详，思虑周详就能控制好自己情绪，遇事用智慧而不用情绪去处理，这样才能把事情处理得圆满周到；“虑而后能得”，最终就能够达到“明心”、“善智”的完美境地，也即得道了。

“道”来自于一个人的悟性，悟有顿悟和渐悟两种，顿悟往往是经过很长时间的实践探索未得，在

某个关键问题上被阻，突然间明了的瞬间，如佛陀以轮回解释人世间的苦难，是在菩提树下顿悟的。王阳明是在荒野中得悟天理即人欲，两者是统一而不是对立。诸多顿悟都是在长时间苦苦思索中突破了困扰自己的瓶颈。穆罕默德是在山洞里长时间思考后再次进入世俗世界，然后在传道过程中将感悟口述，成了《古兰经》，成为伊斯兰世界的至高经典。

“悟道”也如同真理一样，是在不断实践探索中积累、总结所得。但它并不是具体的方法而是观点的指导性。当然世间也不存在绝对的真理、人类也没有“一以贯之”的通用道理，人类永远在选择和否定中探索，人生智慧甚至不能父子相传，只能靠每个人自己来感悟。但人类的智慧是可以传承的，多数思想不就是被后人接受并不断诠释的吗？犹太民族在失去土地之后代代靠着经商而自强不息。总有些思想是超越时空的，如牛顿、爱因斯坦的科学定理，如佛陀、耶稣的平等呼唤，如穆罕默德对人性的洞彻，如毛泽东的人民史观。很多人接受了事物都是一分为二的观点，却鲜有人明了事物相反的那一面往往是看不见的，是接近于力学中的作用力与反作用力的关系和概念的。

因而，这种实践论观点起码积极于中庸之道思想。一个年轻人看到螺旋式上升就会有晕的感觉，但对已经实践很久的人来讲，转一圈

回到原位是很正常的。如毛泽东在最初时不可能不知道武力是统治阶级手中最主要的力量，但他想着超越武力，他的愿望是成为圣贤，他起初是搞宣传，虽然获得了一定名声和地位，却被残酷地打落下来，没有办法了又回到枪杆子上来，看上去转了一圈又回来了，但这时候的枪杆子和最初的枪杆子有什么不同呢？对外人来讲没有什么不同，但对毛泽东来讲，回到枪杆子意味着彻底的“觉悟”，他拿起枪杆子和其他早就拿着枪杆子的军人们都不一样，在他眼里枪杆子绝不仅仅是打仗的武器而是政权，和平必将是要在战争中消灭战争。

阿基米德说过，给我一个支点我将撬动地球，这句话很著名，但很少有人注意，除了支点还需要杠杆。支点、杠杆缺一不可。枪杆子就是毛泽东撬动中国的杠杆，支点是在山上、在农村。枪杆子在毛泽东这里如此重要，是因为他曾经远离这一真理，跑到半空中转悠了近十年之久，付出了巨大的努力，得来的是血泪、失败和死亡。没有经历过彻底绝望的人是无法回归到最根本的思考，没有经历彻底失败也没有能力来把握这一真理。

小成铸就大成，否定确定成功

说起失败和成功之间的关系，许多人知道“失败是成功之母”这句话，只有经历了失败和成功之后的人会告诉你，失败不会直接产生成功。单从字面上来讲就知道，失败只是成功之母，成功之父是谁？答案是成功之父也姓成，小成是大就之父。没有经历过失败的成功只是运气，只有失败也不会自动产生成功，只有在不断的失败和成功中最终才能产生真正的成功。这样的表述会听着很累，你要是不明白那就是失败的次数还太少，还需接着努力、尝试和总结失败。

否定之否定拗口，可是只有否定才是唯一能够确定成功的方法。所以在明事人眼中人间的道理很简单，不会叫人不明白。如毛泽东奋斗十年后得出结论：革命就是把握枪杆子。

一个在商海里奋斗几十年的人会说，其实经商就是做买卖，年轻人会觉得这是真理吗？他们会说这是废话，就是这个道理。要么你自己把东南西的三条道都试过了都不成，只剩下最后一条道，成功就在不远处等着你了。

但在获得了某种成功之后，就会发现又需要选择，所以单单凭靠偶然的运气是走不了多远的。大部分人也许一辈子也试不完，所以最终失败是必然的。

记得孙大圣头上的紧箍什么时候消失的吗？那就是大圣成佛的时刻。那么交易什么时候能如同行云流水般的流畅自然呢？认识和接受市场的特性（不确定性），明白交易的本质（处理风险的能力），顿悟就在这一瞬间。这仅是认识和观念上的转变，而不是成功。但这是成功的首要条件，即交易要具有正确的思想认识作指导，才能满足战略条件，才有可能不偏离方向，走向彼岸。

百度一下哲学的概念就知道：所谓哲学就是人类认识自然的总和、知识的总和。试问，有多少交易者能知之万分之一？故交易的成功率之低也不难理解了。正像有很多文中称：真正成功的交易者一定是属于那些具有深厚哲学底蕴的人，因为市场就是对哲学概念最完美的诠释！也如道家思想所云：人法地，地法天，天法道，道法自然——方释然、怡然。☞

（作者就职于常州纺织服装职业技术学院）

大宗商品反弹之路还能走多远

■ 文/于芳

资产的轮动永无静止。2015年股市从极度疯狂转向极尽恐慌，股指期货在其中推波助澜、大放异彩。如果说2015年是属于股指期货的一年，那么，2016年则是属于大宗商品的一年。

从1月份2.5万亿信贷数据开始，政府稳增长力度逐步升级，总理隔空喊话“该出手时就出手”，这些都使市场产生了“基本面边际改善”的强烈预期。而技术层面上，大宗商品经过了几轮连续下行，正处于金融危机后的阶段性底部，其中，WTI原油价格在不到1年半的时间里，从108美元/桶跌到了30美元/桶下方，跌幅超过70%。正是技术上的超跌，夯实了本轮周期性反弹行情的基础。

但是，追溯本轮反弹的依据，我们又不不得不心惊，参考2015年的那轮股价上涨，之所以昙花一现，是因为2015年是上市公司历年来盈利表现最差的一年，没有上市公司整体业绩的支撑，可以说2015年上半年的那轮上涨仅仅是一种货币现象，是六次降准、五次降息所带来的含有水分的牛市行情。这跟2006、2007年的那轮牛市行情恰

恰相反，那时是伴随着七轮加息的周期性上涨行情，是有实体经济爆发式增长支撑的。

经济快速膨胀必将有相应的货币政策手段参与调解，抑制经济过热，2006、2007年的加息周期正是如此；而2015年上半年的牛市行情则非此范畴，属于流动性过度释放催发的水牛行情，这样的行情很难形成较长的周期。

实体经济表现差强人意

从实体经济的情况来看，从1991年到2011年，这20年间，中国经济始终以10%左右的增速在飞速发展，直到2012年开始减速，及至2015年GDP增速创下1990年以来的新低——6.9%。从实体经济中的各个中观产业来看，经济减速已经让很多产业受到沉重打击，短期内整体上很难重新加速恢复至10%的增长水平。而外围市场，世界主要经济体的制造业都面临着需求进一步疲软的问题，在供应端没有大幅变动的前提下，直接导致了大宗商品的供需失衡。

最直观的体现实体经济情况，尤其是与大宗商品需求息息相关的

制造业现状的经济指标莫过于工业增加值。因为工业增加值是以货币形式表现的工业生产活动的最终成果，反映的是一个国家在一定时期内所生产和提供的全部最终产品和服务的市场价值总和，同时也反映了生产单位或部门对国内生产总值的贡献。而在大宗商品连续上涨12个月之后，我们看到我国工业增加值在2016年初触底之后并未大幅反弹，而仅是呈现出底部震荡态势。这直接证明了我实体经济并没有真正意义上向好，所谓的“U”型反转不过是一种美好的愿望，真正的经济走势趋于“L”型底部运行格局。

货币之手推波助澜

截至2017年2月末，央行数据显示，广义货币(M2)余额158.29万亿元，同比增长11.1%；狭义货币(M1)余额47.65万亿元，同比增长21.4%，流动性依旧释放充分。如此之大的货币增量，使得过剩资金紧迫地需要寻求可以配置的资产。而2月社会融资规模增量仅有1.15万亿元人民币，不到1月份的三分之一。严重的供过于求，正是我国货币市场的现状，而大宗商品无疑

成了过剩资金的主流出口。

作为衡量生产领域价格变动的重要经济指标，PPI 通常是我们判断大宗商品需求情况的重要参考，但我们不能片面地仅从 PPI 的数值回升，就认为大宗商品的春天又来了，因为流动性的过度释放，必将带来物价的上涨。大宗商品也是商品，货币供应量增加，通胀水平提高，生产原材料价格上涨理所当然。

2015 年的那轮国际大宗商品暴跌，被欧美投资界一致归咎于中国经济的减速，而这一说法并非毫无依据，作为制造业第一大国，中国钢材、煤炭、铜的加工消费量都占到世界总体量的一半以上，所以中国制造业原材料需求量的变化，可以说很大程度上反映了全球大宗商品整体需求端的情况。其时，供需失衡成为了大宗商品疲弱的根本症结所在。

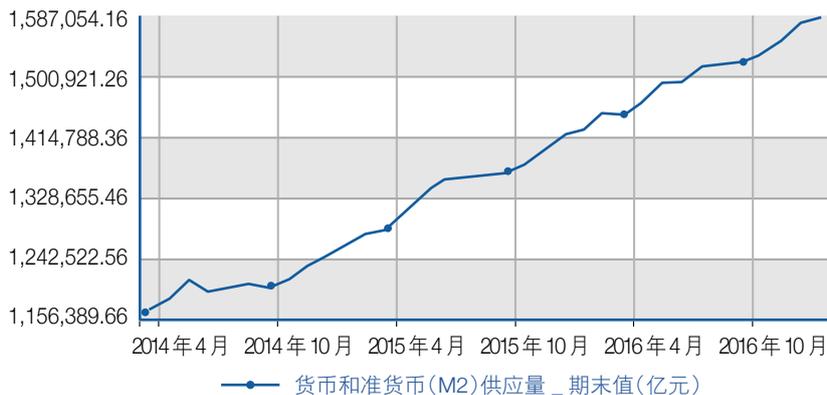
相比于农产品，工业原材料的需求弹性相对较大，交易所上市的金属及能源化工期货合约的标的物，均是主要的工业原材料，因此受经济周期影响显著。而供需是大宗商品的永恒主题，不同于其他虚拟资产，大宗商品是实物商品，虽然需求疲弱引发的供需失衡造就了大宗商品的暴跌，但成本线支撑成为了本轮反弹的有利依据。因此，2016 年初多数大宗商品期货价格纷纷跌破现货成本价的情况，虽然转瞬即逝，但为本轮反弹奠定了基础，并从侧面证实了全球整体需求的疲弱。

图 1 工业增加值累计增长 (%)



资料来源：国家统计局

图 2 货币和准货币 (M2) 供应量 (亿元)



资料来源：国家统计局

图 3 生产者价格指数 (PPI)



资料来源：国家统计局

黑色系引领风骚

另一方面，本轮大宗商品的反弹，是由黑色系引领的。去产能是钢铁价格上涨的一大主导因素。近年来，由于全球总体需求的下降，钢铁库存大量增加，产能严重过剩的国内钢厂面临不得不去产能的痛苦预期。加上部分铁矿石企业的停产，短期供给不足，给这一轮的黑色系品种价格拉升，提供了基本面条件。

螺纹钢主力合约报价从2011年年初高位的5230元/吨，跌至2015年12月底部的1618元/吨，跌幅接近70%。钢价连续下滑，钢铁行业连年亏损，多家上市钢铁公司近年来每年都有数亿元亏损，在政府和银行的支持下，惨淡经营，勉力维持。而日益加高的贸易壁垒也使产能过剩的情况雪上加霜，供需失衡导致钢价常年在成本线下运行。尽管如此，商品价格长期在成本线下本身也是不符合市场经济规律的，调整势在必行。

但是近期由于被过分炒作，黑色系反弹的力度过大，政府一再要求控制煤炭价格，并提出切实有效的长周期定价模式，“绝色双焦”风采难以为继，政策支撑已然不复存在，后续支持黑色系持续大幅上行的基本面动力不足，加之前期超涨，在所难免地将面临调整。失去领头羊的大宗商品，集体拉升的态势近期将难以再现。

通过黑色系品种，我们可以管

窥见豹地发现，供给侧改革正是2016年这轮大宗商品反弹的原动力，2016年是供给侧改革启动之年。然而，截至2016年11月底已公布的24省数据显示，实际淘汰粗钢落后产能共4500万吨，但所去的产能集中在长期停产、半停产的僵尸产能上，这类产能占到去产能总量的70%。在钢铁价格大幅反弹之后，市场的大手已经反转，各大钢厂充分释放产能。钢铁行业的业内人士透露，粗钢产量从去年年中开始屡创历史新高。

实际上，近日统计局的数据也验证了这一说法，2017年1至3月我国粗钢产量达到20110万吨，同比增长4.6%。而2017年3月全国粗钢日均产量232.26万吨，又较1至2月增长了6.4%。

2017年，政府去产能的决心依旧，但政策与市场的博弈，最后结果如何，仍有待观望。去产能的东风为大宗商品反弹还能助力几何，尚未可知。

原油风光难以再现

作为经济的血液、大宗商品的风向标，国际原油的价格在2016年初触底回升之后，反弹之路险阻重重。全球原油供应过剩以及俄美的大国博弈导致了从2014年年中开始，WTI原油就以直线跳水的形态跌至26.05美元/桶。

原油的这一轮大跌的另一个推手就是替代能源，页岩油在美国的大范围推广同样功不可没。世界最

大的石油进口国美国以58亿桶的页岩油储量排在全球第二位；而自身石油储量极低且占据全球石油消费份额10%的中国，更是以32亿桶的页岩油储量排在全球第三位。

页岩油革命已然以美国为中心逐渐呈现燎原之势，相关开采、加工技术全面成熟将彻底改变世界能源格局。能源稀缺论在国际市场已经销声匿迹。从供需角度来看，除黑天鹅事件及市场情绪引发的短期极端行情外，近年内，WTI原油都将在40美元/桶的OPEC平均采油成本与55美元/桶的美国页岩油开采成本之间运行，并且随着页岩油开采技术的日渐成熟，成本降低将进一步打压国际油价。而没有原油大幅反弹支撑的大宗商品，缺乏成本依据，也很难独立走出大规模的反弹行情。

当下，资本市场中一个重要的焦点，就是本轮大宗商品反弹的持续性问题，因为这直接关系到周期主导风格会不会逆转。大宗商品的反弹还能走多远，在当前的经济形势，主要取决于供给侧改革推进的实际效果、国际市场需求情况以及资金流动的走向。目前，在没有更好的投向出现的情况下，资金仍对大宗商品情有独钟。然而，一旦美林时钟再次转动，资产轮动不可避免。在没有实体经济需求增长支撑的前提下，资金偏好转向，大宗商品上行优势将不复存在。^[4]

（作者就职于渤海期货）

嫩江模式：基于“保险+期货”的农产品目标价格管理实务研究

■ 文/浙商期货课题组

一、项目背景和意义

国内农业政策改革，各方都在探索一种财政压力小、保障水平高的政策：既增加农户收入，提高种植积极性，又不对财政构成太大压力。2016年和2017年的中央一号文件都明确指出，要把农业保险作为支持农业的重要手段，稳步扩大“保险+期货”试点。

“保险+期货”模式下的价格保险试点，可以有效整合金融市场资源，将期货行业和保险行业有机结合起来，形成大金融服务于实体经济的形式，实现多赢的局面，如农户可以通过参保获得价格风险保障，保险公司通过期货业务降低风险敞口，期货公司通过保险业务拓展业务领域等。

浙商期货和嫩江县政府从2012年开始探索农业“期货+保险”业务，2013年模拟运作，2014年实际操作，2015年开始尝试小规模试点推广大豆价格保护项目，2016年项目规模扩大到1.45万吨。从我国目前的农业政策和运作效果来看，“嫩江模式”

发展空间巨大。如果能利用“保险+期货”，创新出更合理的农业补贴政策，将很容易推广到其他地方及其他品种，具有很高的可复制性和推广价值。

二、嫩江大豆价格保险项目的发展现状

（一）2015年“嫩江模式”介绍

2015年“嫩江模式”主要由政府、参保合作社、浙商期货三个主体参与运作，项目要素如下：

对参保的合作社而言，共付出2.4万元保费，其中自付0.6万元，嫩江县政府补贴1.8万元，但总计获得7.26万元的赔付；对浙商期货而言，收入2.4万元保费，同时通过对冲获利4.69万元，总计赔付7.26万元，因此整体略亏1723元，考虑交易所手续费减免，略亏1190元，整体项目保持大致盈亏平衡。

（二）2016年“嫩江模式”介绍

在2015年成功运作的基础上，嫩江县政府和浙商期货在农业部、黑龙江省农业委员会的支持下，引入了阳光农业相互保险公司。

对政府而言，共支付保费补

贴175.45万元，其中农业部补贴166.75万元，嫩江县政府补贴8.7万元；对参保合作社/种植户而言，共付出247.95万元保费，其中自付72.5万元，农业部补贴166.75万元，嫩江县补贴8.7万元；对保险公司而言，支出权利金226.2万元；收入保费247.95万元，未对合作社产生赔付；对浙商期货而言，收入权利金226.2万元；期货对冲亏损124.6万元，手续费1.3万元，未对保险公司产生赔付。

（三）两年“嫩江模式”的比较——期权策略改变，导致无法提前行权

2015年“嫩江模式”中，农户购买的价格保险实质上是美式期权：在保险协议有效期内，如果大豆市场价格低于保值价格，农户可以申请协议提前了结。2016年“嫩江模式”中，农户购买的价格保险实质上是亚式期权：以2016年11月份A1701收盘价的算术平均价作为大豆市场价格。

如图1所示，对冲标的A1701在项目运行期间，在目标

价格 3750 元 / 吨附近来回波动。如果按照 2015 年的操作模式（农户购买的价格保险实质为美式期权），则农户可以灵活点价，选择协议提前了结（例如，农户在 2016 年 9 月 5 日选择点价，按照当日 A1701 的收盘价 3585 元 / 吨，农户可以获得 165 元 / 吨的赔付）。但如果按照 2016 年的操作模式，选择 11 月份的 A1701 的收盘价的算术平均价作为赔付价格，则

一方面在获利机会出现时农户无法获得收益，另一方面课题组的对冲操作需要从 6 月 24 日一直持续到 11 月 30 日，耗费人力物力的同时，对冲成本也提高很多。

三、“嫩江模式”遇到的问题及解决方法

实践中，课题组操作过程克服了诸多阻碍，各参与方在项目运行前后各有利益的同时也各有顾忌。

（一）农户层面的问题及解决方法
 第一，农户对农产品期货等金融工具的不理解，建议做好宣传工作和项目试点。

实践操作中，由于农户的文化水平较低、思想相对保守、农村的信息渠道不畅等因素的存在，导致农户对农产品期货期权等金融工具的接受程度仍然很低。

解决方法：课题组在嫩江县进行了大量的农产品保险、期货、期权等金融工具的宣传和讲解工作：邀约农户，开展“大豆价格保险项目”讲解讨论会；对大型种植合作社负责人开展解释交流专场会议，由负责人向下宣传，起到以点带面的宣传效果。在 2015 年嫩江大豆价格保险项目工作结束后，参保农户获得的实际收益是最好的宣传，带动了一批农户参与大豆价格保险项目中。

第二，农户参保积极性较低，建议政府提供保费补贴。

初期工作中，农户的参保积极性低是项目推进过程中的一个难点。主要原因有：对价格保险不理解，参保意识不强；认为参保成本较高，不愿意参与。

解决方法：除了开展项目讲解讨论会解释宣传以外，课题组还通过一对一的重点农户走访，宣传大豆价格保险保护的是农户的收入。课题组认为，农户参与农业保险的积极性较低是长期的观念性问题，需要通过政府和机构持续性的普及

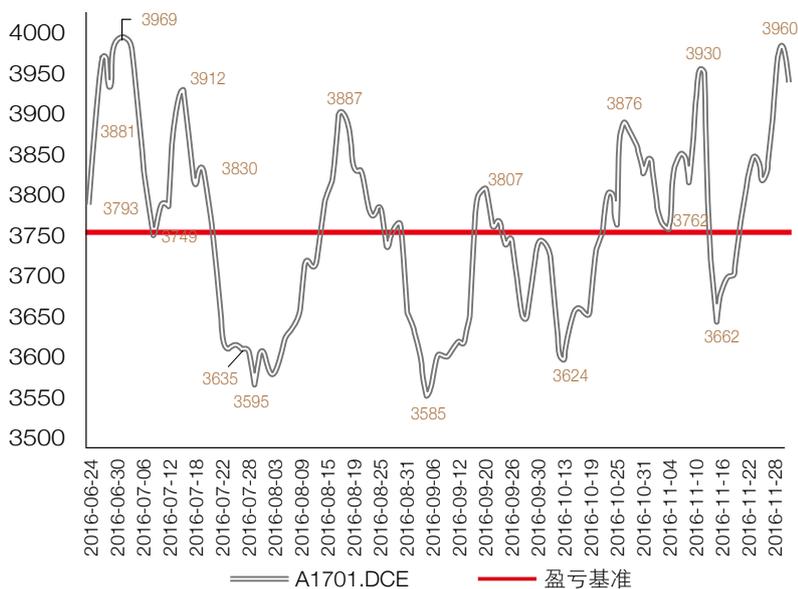
表 1 2015 年嫩江大豆价格保护项目要素

标的名称	大连商品交易所黄大豆一号合约（A1601 合约）
保值价	4250 元 / 吨（平值），3700 元 / 吨（虚值）
保值期	2015 年 7 月 8 日—11 月 30 日
保值数量	2100 吨
保值费	40 元 / 吨，嫩江县政府补贴 30 元 / 吨，合作社自付 10 元 / 吨；3700 元 / 吨保值价的合同免收保值费。保值费总计收取 2.4 万元
理赔价	在保值期内由合作社点价确定
理赔情况	2015 年 8 月 25 日—11 月 9 日，参保合作社陆续行权，最终获得的赔付价格的算数平均价为 4129 元 / 吨，即保值价为 4250 元 / 吨（平值）的合同可得到平均赔付 121 元 / 吨；而保值价为 3700 元 / 吨的合同在协议期间不产生赔付，总计赔付金额 7.26 万元

表 2 2016 年嫩江大豆价格保险项目要素

标的名称	大连商品交易所黄大豆一号合约（A1701 合约）
目标价	3750 元 / 吨
保险期间	2016 年 6 月 24 日—11 月 30 日
承保数量	14500 吨
保费	171 元 / 吨，其中农业部补贴 115 元 / 吨，嫩江县补贴 6 元 / 吨，农户自付 50 元 / 吨；保费共 247.95 万元
权利金	156 元 / 吨，共 226.2 万元
市场价	3809.7 元 / 吨（A1701 在 11 月份每个交易日的收盘价的算术平均价）
理赔情况	市场价高于目标价，浙商期货不对阳光农业相互保险公司进行赔付，阳光农业相互保险公司亦不对参保合作社进行赔付

图 1 A1701 价格波动图



宣传以及保险公司和期货公司不断的实践来转变。嫩江县政府在项目初期提供了 75% 的保费补贴，由此带动农户参保。

(二) 政府层面的问题及解决方法

不同于农户对期货期权市场的了解，嫩江县相关领导干部对期货的概念是清楚的，明白在期货市场上利用套期保值等工具规避农产品的价格风险。但由于缺乏对期货市场更加深刻的理解，一些工作人员在项目合作前期对期货期权市场存在较多的负面理解，认为参与期货期权市场的结果往往会导致巨额的亏损。

解决方法：浙商期货为嫩江政府的相关领导干部组织了一次价格保险项目座谈会，详细介绍

了大豆价格保险项目的运作模式、项目要素、项目参与各方所承担的责任和义务、项目的定价机制、风险对冲方法、浙商期货的综合实力以及项目履约能力。同时，浙商期货指出了期货公司利益和农户利益的一致性。由此，双方在大豆价格保险项目上达成共识，开始了 2014 年的实盘试点以及 2015—2016 年的产品推广工作。

(三) 保险公司层面的问题及解决方法

第一，保险公司的参与度不够，建议进一步推出收入险。

在当前“保险+期货”的运作模式下，以农产品期货价格作为赔付依据，保险公司只发挥了前端的对接作用，而核损部门和

精算部门未能发挥主要职责，整体上保险公司发挥的作用并不明显，参与度显然不够。

解决方法：有学者指出，今后保险公司的发展方向应是收入保险的推出。我国目前对价格保险的探索还是一种应对价格下跌的单方向保险，当前“保险+期货”模式，仅根据确定好的投保农产品规模和价格变化确定保险赔付额度，是一种简洁的价格保险。农业收入保险则是一种以收入为基础的农产品价格保险产品，是一种价格双向变动的保险，风险覆盖范围从自然风险扩展到市场风险，只要农户收入下降就可获得保险。收入险受到发达国家农业参与者的普遍认可和接受，发展十分迅速。

由此，课题组认为，简单的价格保护农户可以和期货公司直接签协议，灵活配置；而保险公司和期货公司合作，推出更重要的收入保险，以更好地发挥保险公司的作用。

第二，农户未获得赔付，建议进一步推出收入险。

2016 年 11 月 30 日，2016 年嫩江大豆价格保险项目到期，理赔价格高于目标价格，农户支付保费但未获得赔付。从 2016 年的操作经验来看，农户与保险公司签订保单的日期为 6 月 24 日，当日标的 A1701 的收盘价为 3793 元/吨。而受到“厄尔尼诺现象”

的影响，夏季干旱，2016年黑龙江新季大豆质量较差，导致市场上优质大豆供应紧张，A1701的价格也一直保持在高位，最终导致了农户未能获得赔付。

解决方法：为了达到更好的价格保险效果，课题组认为价格险和产量险的结合推出是解决方法之一。今年大豆价格维持在高位的部分原因在于，灾害的发生导致产量下降。在今后的价格保险项目中可以考虑将价格险和产量险结合起来，在给农民提供价格险的同时也保大豆产量，则无论产量增加导致价格下降还是产量下降导致价格上涨，都可以达到对农民收入进行综合保护的效果。

（四）期货公司层面的问题及解决方法

第一，2016年无法提前行权，建议与保监会及保险公司协商，完善择价机制。

保险公司的保险产品必须执行至协议到期，这是保监会出具的条款规定。在2016年“嫩江模式”中浙商期货公司采用的价格保险类型为亚式期权。这就限制了双方的价格保险协议必须到期了结，农户无法在出现有利市场价格时提前获利，同时也使期货公司的对冲成本提高很多。

解决方法：从农户的实际利益角度出发，如果能够和保监会以及保险公司进一步协商，在市场价格有利于参保农户的时候通

过各方沟通，提前点价行权，终止保险协议，则不仅农户可以提前获利，保险公司、期货公司的运营成本也可以得到降低。

此外，考虑更完善的择价机制，比如采取分批择价的方式，争取获得更好的保险价格。今年嫩江大豆价格保险项目保险期从6月24日持续到11月30日，但能否产生赔付主要看11月份的收盘价均价。如果能够引入分批择价机制，在七月、八月、九月、十月、十一月分别做一个月的价格保险，这样子为农民带来赔付的可能性很大，对农民也有利。

第二，对冲标的缺乏流动性，建议推进构建场内期权市场。

当前“保险+期货”模式中，保险公司主要负责前端对接，期货公司主要负责后端的风险对冲。期货公司在向保险公司卖出农产品看跌期权后，需要在期货市场上复制期权进行风险对冲。

以“嫩江模式”为例：浙商期货与保险公司签订大豆场外期权协议后，如果大豆价格下跌，浙商期货面临赔付。为对冲大豆价格下跌的风险，浙商期货在协议签订后随即在大豆期货市场上卖出A1701；如果大豆价格上涨，则需要买入A1701进行平仓。但课题组在进行对冲时发现，当前大豆期货市场上A1701的日均成交量只有30万手左右，流动性较差。期货公司为保持风险中性，

需要频繁地进行买入卖出交易，而当前A1701的流动性趋弱，意味着期货公司可能无法以预期价格成交，产生敞口风险。更进一步，目前“保险+期货”模式尚处于试点阶段，期货公司对冲风险对市场的影响较小，随着今后农产品价格保险规模的不断扩大，大规模将农产品价格保险导入期货市场是可以预期的，显然当前农产品期货市场还不具备这样的承载能力。

解决方法：课题组认为，“保险+期货”模式试点的加速对目前风险分散机制的建立有了更高的要求。如果场内期权能够建立，则一方面流行性风险可以得到解决，另一方面通过场内期权，期货公司面临的Delta风险、Gamma风险、Vega风险都可以进行对冲。

第三，项目的对冲成本过高，建议利用“技术量化+基本面研究”的组合降低对冲成本。

课题组目前采用Delta中性策略对期权风险进行对冲。保持项目的Delta中性，可以最大化规避期货公司的赔付风险，但同时也意味着昂贵的交易费用。采用Delta对冲机制，等价于构造出一个期权多头方的交易，从而与所持的期权空头相互抵消。在A1701剧烈波动时期，为保持Delta中性需要很高的对冲成本。

解决方法：课题组充分发挥

“技术量化 + 基本面研究”的组合优势，在降低对冲成本方面做了多方面的努力。量化技术分析：经过通过量化技术测试，对交易关键参数进行优化选择，这些交易参数包括对冲频率、对冲阈值和对冲波动率模型选择等。基本面分析：跟期货品种研究员对接，研究员提供标的品种的基本面和技术面的专业分析，对行情进行一定的预判，交易员根据这些预判调整原来的对冲计划，提前对冲或者减少对冲数量，降低Gamma和Vega风险的冲击，达到降低对冲成本的目的。

四、嫩江县大豆价格保险项目对政府补贴资金的应用

当前，农产品目标价格改革面临着核心价格的形成难题和补贴模式的确定难题，“嫩江模式”的成功实践，意味着能有效化解这两个难题：一方面，保值价格以期货市场价格波动为依据，不仅能够准确反映真实市场供求及未来发展趋势，而且形成的价格也具有独立、公开、透明、连续、预期等特点；另一方面，国家的保费补贴可以由保值价格确定，同时农户可根据自身实际情况自愿自费补充商业保险，使国家财政资金得到更充分的利用。

通过对“嫩江模式”和目标价格补贴政策进行模拟分析，我们发现通过“保险 + 期货”模式

对目标价格补贴政策的优化，可以提高财政补贴资金的利用率，在保证农户利益不降低的同时也减轻了政府的财政负担。

由表4可看出，2015年嫩江县大豆价格补贴财政支出为50647万元，农户的补贴收益为138.87元/亩（约为872.47元/吨），农民因此得到补贴收益50647万元。相对应的，如果在2015年施行“嫩江模式”，对58.05万吨的大豆产量都进行价格保护，那么耗费的1741.5万元的财政资金将为农户带来7024万元的收益。

我们再把“嫩江模式”和目标价格补贴政策相结合进行模拟分

析，目标价格补贴是直接对农户发放130.87元/亩(872.47元/吨)的财政补贴，假设我们对2015年嫩江县大豆的全部产量58.05万吨都进行一个价格保险，政府补贴的保费价格为30元/吨，耗费的财政资金为1741.5万元，最后为农户带来的保费赔付为121元/吨。

若要使农户的收益与直接使用目标价格补贴政策达到一样的效果，政府还需要对农户直接补贴751.47元/吨，总耗费的财政资金为45364.33万元。因此假设通过目标价格补贴政策和“嫩江模式”相结合的方式，只需要45364.33万元就能达到与直接使用目标价格

表3 “嫩江模式” 保费支出情况

	2015年	2016年
保费(万元)	2.4	247.95
政府保费补贴(万元)	1.8	175.45
农户保费支出(万元)	0.6	72.5
赔付额(万元)	7.26	0
政府保费补贴比例(万元)	75%	70.8%

表4 2015年“嫩江模式”与目标价格补贴政策模拟分析

分析要素	2015年		
	目标价格补贴政策	“嫩江模式”	目标价格补贴政策 + “嫩江模式”
大豆面积(万亩)	387		
大豆产量(万吨)	58.05		
补贴标准	130.87元/亩	30元/吨	781.47元/吨
农户收益(元/吨)	872.47(折算)	121	872.47
耗费财政资金(万元)	50647	1741.5	45364.33
农户的总收益(万元)	50647	7024	50646.88

补贴政策一样的效果，耗费的财政资金减少了5282.55万元，占总财政资金的10.43%。

五、“嫩江模式”发展的政策条件及空间

在政府部门的鼓励和支持下，近两年来我国的“保险+期货”业务取得了较大进展，在服务“三农”的过程中切实发挥了积极作用，有效地规避了农产品价格风险，保障了农民的根本经济利益。“嫩江模式”具有可持续运行的条件，下一步的工作重点应该是继续扩大试点范围并建立“保险+期货”模式的长效机制，使农民、参与企业都能获得收益，这需要国家在资金和政策方面提供支持，以及保险公司和期货公司的共同努力。

（一）政府——提供财政补贴及政策支持

1. 在国家层面为“保险+期货”业务提供财政补贴。

从实践经验来看，如果要带动种植户/合作社加入价格保险项目，需要财政给予保费补贴（补贴比例在70%左右）。当前各期货公司及风险管理子公司开展“保险+期货”业务还在试点阶段，耗费的补贴资金较少，主要依靠交易所和地方财政的补贴资金。但随着价格保险规模的扩大，仅仅依靠上述补贴资金显然不够，需要国家层面的财政支持。农业价格保险作为市场化的风险

管理和社会管理手段，不仅稳定农民收入，提高生产者种植积极性，而且对财政资金的利用效率高，因此将“保险+期货”业务纳入国家财政补贴的范围，显然是值得尝试的。

建议国家有关部门能够将农产品期货价格保险纳入到推动国家农产品价格改革的整体方案中，并从国家层面对试点地区主要粮食作物期货价格保险实施政策补贴。其中农户承担的保费比例不能过高，在两年的“嫩江模式”中，农户承担的保费比例分别为25%和29.2%，但是从课题组走访调研的情况来看，农户可以接受的保费承担比例为10%到20%。目前试点定在30%左右，需要研究调整。

2. 证监会和保监会的政策支持。

由于“保险+期货”对接模式尚处试点阶段，在许多环节的具体操作上并没有明确的监管意见，也没有统一的操作规则及标准，在一定程度上影响了该模式的推进。应整合监管力量，明确“保险+期货”的操作规则，制定与完善相应的结算、交割、财务和税务等制度，整合农业、期货、保险等相关行业的数据信息和系统。

建议监管部门为参与试点的金融机构提供宽松的政策环境，尽快推出更重要的收入保

险，以更好地发挥金融机构运用金融工具助力“三农”发展的作用。

（二）期货公司及风险管理子公司——探索期现对接

国内大豆现货和期货间存在较强的联动性，但从现实市场行情来看，短期内出现现货价格和期货价格背离的情况还是存在的。从“保险+期货”业务的角度出发，如果发生期货价格一路走高，而现货价格保持平稳甚至下跌，那么参保农户一方面在保险业务上不能获得赔付，损失保费，另一方面在现货销售上遭遇亏损，这种情况会极大打击农户参与“保险+期货”业务的积极性，不利于期货公司后续业务规模的扩大。

针对上述情况，课题组认为可以把期货公司风险管理子公司现货业务与农业保险相结合，发挥风险管理子公司的现货对接作用：如果期货价格和现货价格不回归，则通过风险管理子公司收购现货，保证农户能够按照保险价格卖出现货，实现预期收益。需要指出的是，在风险管理子公司现货对接中还存在一些实践操作的具体问题，通过不断探索，逐渐完善细节，进而发挥风险管理子公司的作用，继续扩大“保险+期货”业务规模。^[4]

（本文摘自“中期协联合研究计划（第十一期）”课题，课题组成员包括胡军、王海东、徐文杰、蓝旻）

期货交易所在信用衍生品发展过程中的角色

■ 文/高扬 田冰

2007年10月，我国首次引入信用衍生品合约。2016年9月中国银行间市场交易商协会发布一系列规则指引，意味着中国版CDS（信用违约互换）业务规则正式获批。美国2008年次贷危机爆发与CDS等信用衍生品的场外交易特点密不可分，同时也给债券、股票市场乃至整个金融体系带来了严重影响。危机之后，CDS等信用衍生品的清算制度等迎来了一系列改革，其中，开展场内衍生品交易的期货交易所发挥了重要作用。

众所周知，具备分散风险功能的信用衍生品，自身也存在一定风险。因此，2010年多德-弗兰克法案将场外衍生品市场正式纳入监管范围，为其发展确立了一个新的监管框架，并通过将互换纳入衍生品的监管范围，确立了强制清算的规则——金融机构及非套保头寸必须通过中央对手方进行清算，从而加强了对信用衍生品市场的监管力度。而本身

具备成熟清算业务流程的期货交易所，通过对场外交易进行清算，也有助于提高市场流动性，提升自身的标准化和规范化。

一、次贷危机后全球期货交易所参与信用衍生品清算的情况

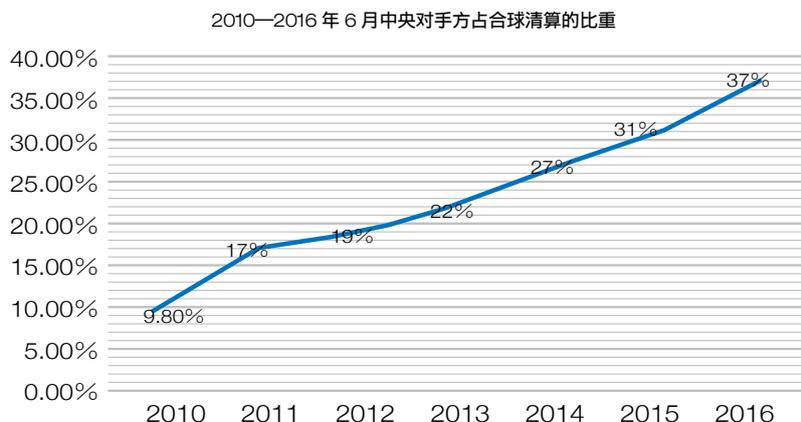
（一）对CDS的集中清算比重逐渐上升

CDS是信用衍生品最基础的

产品，主要分为两类：单一名称的信用违约互换，多名称的信用违约互换。CDS指数是多名称CDS的一种。2016年上半年由中央对手方（CCP）清算的衍生品合约比例为37%，其中多名称产品由中央对手方清算的比例为47%，多于单一产品清算的比例29%。

近年中央对手方清算占全球清算的比重呈现明显上升态势，从2010年6月的不到10%达到

图1 每年中央对手方清算量占全球清算量的比重



资料来源：根据BIS信用衍生品报告整理

2016年6月的37%。中央对手方作为买方的卖方同时也是卖方的买方，能够有效实现结算效率和使用效率的统一，作用日渐显著。

（二）期货交易所成为CDS集中清算的主体

全球有很多期货交易所或者清算所作为中央对手方对信用违约掉期产品进行清算，其中芝加哥商业交易所集团清算所、洲际欧洲清算所、欧洲期货交易所信用清算所等都对信用违约掉期产品进行清算。

信用衍生品的清算平台日渐增多，越来越多的期货交易所加入到全球中央对手方协会(CCP12)，并对信用衍生品清算。中央对手方的清算降低了交易对手的风险，多边净额结算轧差降低了总的风险敞口，从而确保在出现交易成员违约时对CDS合约正常进行清算。

二、主要期货交易所在信用衍生品上的进展

中央对手清算模式已经占据绝对优势，场内集中清算已然成为一种趋势。2009年3月，经美联储和相关机构批准，洲际交易所率先推出了对CDS进行集中清算的清算所，随后，全球各大期货交易所也都相继推出了对CDS场内集中清算业务。其中以洲际交易所和芝加哥商业交易所集团为代表。

（一）洲际交易所(ICE)

2009年3月，ICE推出了世

表1 场外衍生品的主要清算平台

		清算产品				
清算平台		利率互换	信用违约掉期	外汇	股票	其他
CME Clearing	美国		√			√
BM&FBovespa	巴西	√		√	√	√
Eurex Clearing AG	德国	√	√		√	√
Euronex/LIFFE Bclear	英国		√		√	√
ICE Clear Canada	加拿大					√
ICE Clear Europe	英国		√			√
ICE Credit Clear	美国		√			
ICE Trust	美国		√			
LCH Cleamet	英国	√				√
LCH Cleamet SA	法国		√			

数据来源：IMF staff.

表2 2009—2016年12月洲际交易所的清算数据

ICE CDS 清算*	ICE 信用清算所**			ICE 欧洲清算所			总计***
	指数	单一公司的信用违约产品	主权信用违约产品	指数	单一公司的信用违约产品	主权信用违约产品	
投资者	136	431	34	60	182	7	601
交易清算量	1,186,733	779,082	133,335	503,871	684,476	20,730	3,308,227
总名义清算(万亿)	\$51.9	\$4.12	\$1.29	€ 17.7	€ 3.17	\$0.42	\$84.6
卖方名义清算(十亿)	\$24400	\$178	\$56.7	€ 99.5	€ 8.90	\$4.19	\$24.7
未平仓量(十亿)	\$511	\$323	\$135	€ 181	€ 256	\$82.3	\$1510
清算成员		30			22		52

数据来源：ICE

注：**包含了北美、欧洲(iTraxx)以及新兴市场CDX的投资，公司单一名称包括了北美和欧洲投资

***指因为许多的投资都被列在了两种清算中，总投资小于各列之和。

世界上第一个专用的清算所——ICE信用清算所。在清算业务方面，ICE的五家清算所各具特色，其中包括ICE美国清算所、ICE欧洲清算所，以及ICE欧洲清算所的CDS清算所等。

自成立以来，ICE经营状况

良好，最具突破性的进展是2014年推出首个信用违约互换期货化产品，基于北美投资级别和高收益产品CDX指数期货以及基于iTraxx欧洲系列指数在ICE美国交易所上市，并由ICE美国清算所清算，这无疑是迈出了场外衍

衍生品场内化探索的重要一步。自2009年成立至2016年ICE对CDS清算情况如表2所示。

将上述表格中ICE的交易清算量除以月数可得出月平均清算量，如果将其除以2016年全球清算交易对手方月平均清算量，可大致得到比重约为14.5%。

（二）芝加哥商业交易所集团（CME Group）

CME Group成立于19世纪末，CME清算所是CME的分支机构，分别对交易所合约交易和场外衍生品进行集中清算和结算服务，其交易与清算业务是主要的营业收入来源。CME清算所具有完善的风险管理标准、多元化的产品以及符合CFTC客户保护的标准，使其风险管理能力处于行业领先地位。CME集中清算给场外市场带来两大好处：一是可以

促进场外市场交易量；二是可以缩小场外市场的买卖差价。2015年CME推出iTraxx和交叉产品。

2007年，CME提出的一项建议中，谈到了进行一种“单一名称信用违约互换期货”交易的建议，获得了CFTC的批准。此前，CME场外清算已经扩大至IRS、CDS等品种。同年CME宣布收购并建立拥有结算和交易机制的电子平台，将CDS从场外收回场内。

根据CME Group 2016年6月数据统计，CME共清算CDS合约达5950亿美元，同比增长了48%，且2016年CDX每日交易量23.9亿，第二季度未平仓量达632亿美元。

图2显示CDS每日交易量及未平仓合约量大体呈现逐年上升趋势，根据BIS场外衍生品报告中中央对手方统计数据进行月平

均后得出CME清算占中央对手方清算比重约为13.6%。

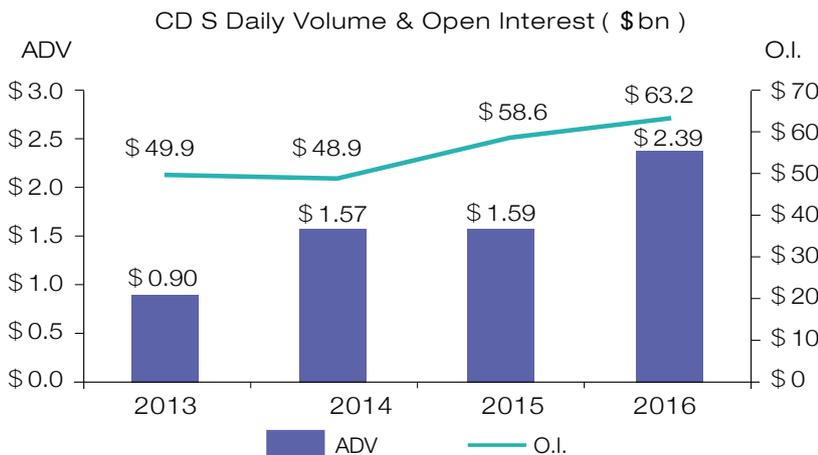
三、我国期货交易所信用衍生品市场中应发挥的作用

第一，积极参与中央对手方的集中清算。从危机爆发和美国监管层采取措施来看，通过集中清算实现“场外产品场内化”是场外衍生产品的主要发展趋势，这一点对于我国衍生品市场的发展具有重要参考价值。目前我国上海清算所为银行间市场提供以中央对手净额清算为主的汇率和人民币利率互换、以及人民币远期运费协议清算服务。为了有效控制CDS交易风险，有必要在现有的基础上推广中央对手方清算。

国内期货交易所应积极主动适应这一趋势，在各项制度安排上，充分发挥场内交易所作为中央对手方的天然优势，为市场提供便利的同时，降低系统性风险；通过将风险集中于中央对手方，以及净额结算轧差等机制使市场风险能够得到有效对冲；节省参与者寻找对手方的搜寻成本，打破机构垄断，使中小规模参与者能够入市以改善投资者结构，提高市场效率。

第二，完善中央对手方信用风险控制制度，确保清算有效实施。在对信用衍生品进行清算和净额结算的过程中，CCP会面临来自交易对手方的风险，因而需要建立一套稳健风险管理和违约管理制度，有效管控风险。其中包括会员的准入资格、保证金管

图2 CME 每日交易量及未平仓量



数据来源：2016 CME Group

理、风险共担等。

首先，应设立高标准的会员制度，确保每个清算会员有充足的财力、运营能力，CCP只与其清算会员进行交易；其次，CCP要求合约持有者缴纳初始保证金和变动保证金，确保清算会员在市场出现潜在损失时有履约能力，根据市场情况，CCP每天为合约给出至少两次报价，出现异常波动时，CCP需要调整清算会员缴纳的保证金；最后，CCP设立保证金制度和摊派出资制度，当市场发生突发性事件导致一方会员倒闭时，先用保证基金偿还；若保证金不足，则会员摊派出资，共同分担。国际掉期与衍生工具协会（ISDA）在2012年的研究报告中发现中央对手方清算模式彻底改变了合约成交的时滞，超

过95%的信用衍生品合约可以在T+1内完成，完善中央对手方清算制度能够在很大程度上内化信用衍生品交易风险。

第三，积极设计CDS指数期货产品，推动信用衍生品的场内交易。随着中国信用衍生品市场进一步发展，在完善原生产品的基础上应不断推出新的衍生产品。期货交易所作为金融衍生品创新主体之一，应借鉴国际现有经验，积极参与到信用衍生品相关研发中。如ICE在2014年在信用违约掉期指数（CDX iTraxx）的基础上创造性地推出的CDS指数期货合约，其具有特定的参考实体、标准化的期货合约，每6个月会有新的CDX系列被推出，以此使得场外产品指数化，交易由场外变为场内。

信用违约掉期指数相比于其

他金融产品自身流动性很强，定价上具有一定透明度，在CDS市场推出期货合约将能够为市场参与者提供额外信用风险敞口的工具，为投资者在固定收益市场上提供了风险对冲方案。

第四，积极开发信用衍生品的期货及期权产品，完善信用衍生品体系。期货交易所可以结合我国市场特点，秉持务实和避险的原则，遵循“由简到繁、由易到难”，循序渐进的产品发展路径，研发符合我国国情的创新型信用衍生产品。

发展初期以简单“信用风险缓释合约”和“信用风险缓释凭证”两类基础产品为主，进行区域性试点，待发展成熟后，逐渐扩展至不同的区域及金融机构，此后便可扩大参考实体的范围，推出信用违约互换期权、一篮子债券。或者根据实际情况对信用衍生品的期货及期权合约的交易对手、合约内容、保证金制度等条款进行设计，并对可行性进行评估，充分发挥场内市场效率高、成本低的优势。运用期货市场化的手段管理CDS合约交易风险，避免类似“伦敦鲸”事件再度发生，逐渐形成满足各种需求的创新产品，完善信用衍生品体系。^[8]

（高扬系北京工商大学经济学院教授、证券与期货研究所副主任；田冰系北京工商大学经济学院硕士研究生）





王玉红

方正中期研究院农产品研究员，主要负责豆类市场研究。擅长从基本面研究来判断市场中长期行情，并结合相关品种价差及技术分析来捕捉投资机会。先后在业内报刊发表过数十篇评论文章；不定期接受财经媒体专访；多次参加行业会议做行情分析、参与产业链考察及产业客户服务，积累了较丰富的研究经验。曾获2014、2015年大连商品交易所优秀分析师，2016年期货日报最佳农产品分析师。

豆粕期权运行平稳 功能逐步发挥

文/王玉红

2017年3月31日，国内首个场内商品期权产品——豆粕期货期权在大连商品交易所成功上市交易。上市以来，市场的流动性不断改善，成交和持仓稳步增加，且日益均衡，客户参与度不断提高，做市商功能有效发挥，隐含波动率水平趋于合理，市场运行情况整体良好。期权的上市有利于发挥期货及衍生品市场价格发现、规避风险的功能，令市场定价更有效率。

豆粕期权上市以来运行平稳

1. 成交、持仓情况

自3月31日上市，截至目前（5月5日），豆粕期权共进行了24个交易日，总计成交量82万手（双边，下同），成交额6.86亿元，日均成交量3.4万手，日均成交额2858

万元，其中看涨期权成交量46万手，成交额4亿元，日均成交量1.9万手，日均成交额1667万元；看跌期权成交量36万手，成交额2.46亿元，日均成交量1.5万手，日均成交额1025万元。

上市以来，豆粕期权持仓量呈递增趋势，5月5日收盘后持仓量为14.4万手，较上市首日增长350%。其中看涨期权持仓量7.9万手，较上市首日增长397%，看跌期权持仓量6.4万手，较上市首日增长301%。

豆粕期权的成交持仓比为0.24，期权/期货成交比均值为1.7%，期权/期货持仓比均值为5%。境外豆粕期货期权市场，成交持仓比约为0.15，期权/期货成交比为0.3左右。国内成交持仓比要高于

CME市场，主要由于上市时间短持仓偏低，而期权/期货成交比低于CME水平，在一定程度上与国内上市初期管控较严有一定关系，这也说明市场存在培育空间及发展潜力。换手率保持在25%左右的合理水平。此外，成交量、持仓量计算的P/C比率分别在0.8、0.6左右，均小于1，说明投资者对看涨期权更为偏好。

挂牌交易的豆粕期权合约数量也由开始上市首日的142个增加到5月5日的178个。所有豆粕期权合约中，交易最活跃的为标的主力合约对应的m1709系列期权合约，成交及持仓前五位的合约基本都集中在该系列合约中。据5月5日收盘后数据显示，该系列合约成交量、持仓量分别占豆粕期权总成交量、

总持仓量的 76% 和 58%。这在一定程度上体现出投资者对豆粕期货市场有一定的熟悉度,了解主力合约 1、5、9 月的切换规律。其中成交最大的合约为 M1709-C-3000, 成交量为 36060 手, 持仓量为 8584 手。

这一合约之所以成为最活跃合约, 可能与价格本身较低、风险相对较低, 同时炒作氛围更浓有关, 另外该位置正位于跨式套利组合两边处, 相对增加了该合约的多头力量。而其他活跃合约基本均集中在平值和浅虚值附近, 显示市场较为理性。另外, 我们看到非主力月份的豆粕期权也较为活跃, 甚至超过了标的期货, 并带动了当日豆粕期货 m1707、m1708 和 m1712 合约成交量的大幅上涨, 可见期权对改善标的期货活跃月份不连续问题有积极作用。

2. 价格及隐波率结构合理, 定

价效率较高

就上市以来到目前 (5 月 5 日) 为止的行情运行情况来看, 豆粕期权大部分合约无论看涨、看跌均呈现下跌态势, 只有极度实值期权呈现一定上涨, 一定程度上说明市场对上行和下跌空间预期均相对有限, 市场处于一个相对焦灼的状态。而跌幅前五位的合约, 看涨期权集中在远月平值, 看跌期权则集中在近月平值, 表现出近期看跌、长期看涨的市场情绪。

豆粕期权定价总体合理。从波动率方面看, 豆粕期权主力合约 1709 系列的隐含波动率上市后大多处于 14%—15% 的水平, 波动幅度不大, 较为理性。5 月 5 日时 1709 系列隐波率为 15%, 高于标的期货的短时间窗口下的历史波动率, 隐含波动率或仍有低位反复的可能。另外, 从豆粕期权合约与标的期货

合约价格的关系来看, 均保持了良好的相关性。比如, m1709 系列看涨期权、看跌期权合约与标的期货合约的价格相关性均保持在 90% 及以上水平。

此外, 看涨期权合约的价格随行权价格增加呈单调递减, 看跌期权合约价格随行权价格增加而单调递增, 市场因不合理定价产生的套利机会较少, 其中平价套利机会主要集中在首日, 随后消失, 单个期权的套利机会也较为稀少, 垂直套利基本没有机会。豆粕期权从目前挂单的量 and 价差看, 买卖价差很窄, 主力合约系列基本在 2—4 个交易日波动, 成交量比较充足, 反映出市场流动性较好。后期随着参与者逐步进场以及做市商风格逐步稳定, 流动性会进一步向好, 有利于减少投资交易时的滑点风险。

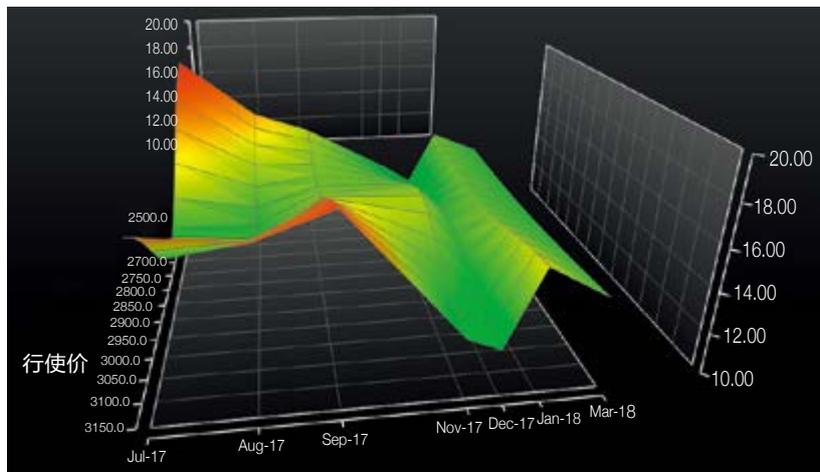
3. 市场结构

从投资者参与情况来看, 投资者参与积极性不断提高。根据大商所统计的资料, 截至 4 月 28 日, 参与豆粕期权交易的客户数 1442 个, 其中法人客户数 270 个, 较上市首日增长 140 个。目前的投资者结构, 基本上是交易做市商占一半, 投资者占一半, 而投资者中大部分则为相对成熟的法人机构客户。所以我们看到期权市场整体运行较为理性。

对期、现货市场的影响

期货作为现货的衍生品, 对现货有价格发现的作用, 期权作为期

图 1 期权隐波率期限三维图——结构相对合理



数据来源：Wind, 方正中期研究院

货的衍生品，对于期货同样也有价格发现的作用。另外，期权工具本身的复杂性、功能的多样性、策略的灵活性，可以让实体企业原有的风险管理方法更加灵活。

1. 促进价格发现，提高定价效率

从理论来讲，期权、期货、现货三者之间可以完全转化，比如期权可以合成期货（买入看涨、卖出看跌合成多头期货，买入看跌、卖出看涨合成空头期货），期货和期权之间存在平价关系，而期货价格和现货价格之间也存在固有的持有成本，当相关价差过大或者过小时，理论上在期现之间、期权与期货之间、期权与现货之间就可以两两套利，这种套利机制的存在令期货、现货、期权联动密切，期权上市会有利于期、现货市场价格的稳定，使得期、现定价更趋于合理。

据统计，大连商品交易所豆粕期权与期货相关性高达95%以上，目前期权对期货的指引性尚不明显，这可能与期权刚刚上市有关。为实现平稳运行，交易所管控还较为严格，尤其是仓位限制比较严，暂时或难有大量资金或交易量进行结构性的操作和交易。从国外长期的运行情况来看，期权和期货联动密切，相关度高达92%，从历次拐点处日内数据观察来看也一般是期权引导居多。

2. 合理规避风险

豆粕期权为相关企业进行风险管理提供了新的工具。与期货相比，

豆粕期权不仅能以较小的成本锁定价格下跌风险或者上涨风险，还可以保留价格上涨或者下跌时的盈利；不仅可以实现保值还有可能实现增值，而一般期货只能做到保值，且

保证金占用相对较多。对于现金流并不充裕的小微企业来说，期权相对更容易接受，期权策略的多样化能够满足不同企业的需求，进而以更有效率的方式服务实体经济。

图2 大连豆粕期权与期货关系

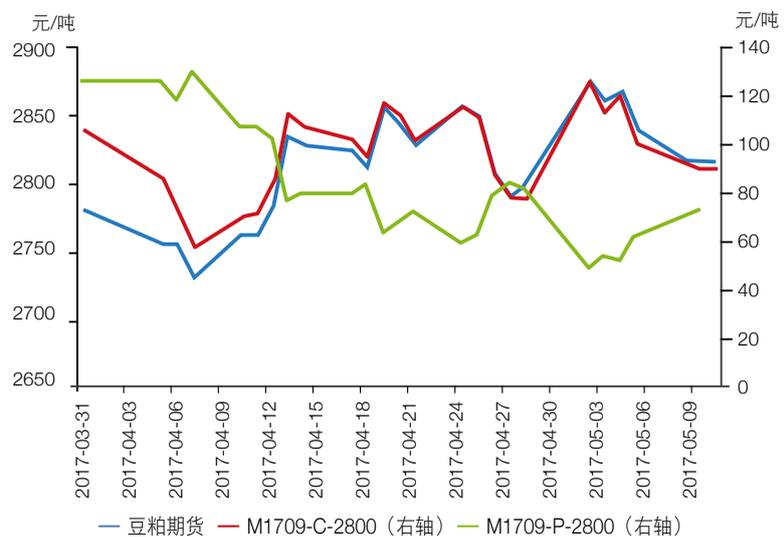
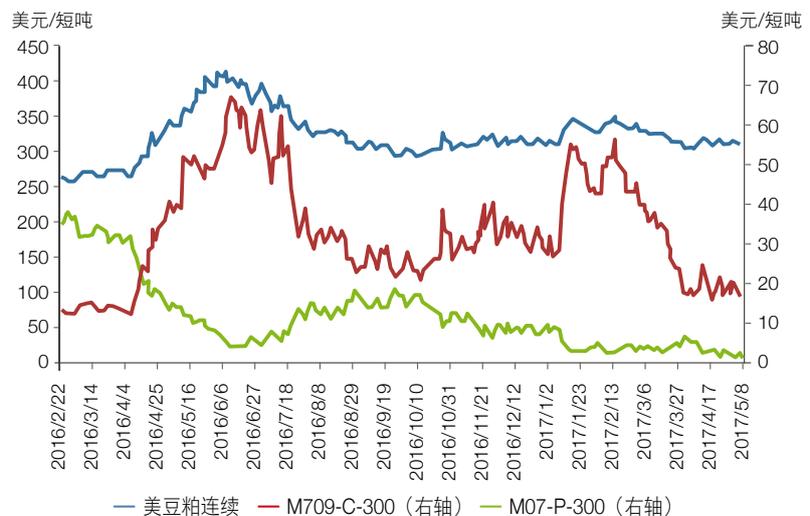


图3 美豆粕期权与期货关系



数据来源：Wind, 方正中期研究院



企业经营最大的风险之一是库存风险，当企业为净空头时，就要考虑规避价格上涨的风险，传统的可采用买入期货保值，而有了期权后，可以考虑买入看涨期权、卖出看跌期权来进行操作。另外，还可以用买入期货、同时买入看跌期权来进行等保值策略；如果企业是净多头，则要考虑规避价格下跌的风险，在期货市场可采用卖出期货进行操作，有了期权后，可以采用买入看跌期权、卖出看涨期权，还可以卖出期货同时买入看涨期权来操作。实际操作过程中，还要考虑会对于市场的判断、行权价格的选择等问题。

比如前段时间，豆粕标的价格走势较为焦灼，但经过分析我们认为市场整体震荡趋弱的格局预计不改，波动率仍在底部反复的可能性较大，这时，可以采用震荡市卖出期权来增加销售收入或者降低采购成本。

根据对基本面的分析，如果企业有销售诉求，可以考虑卖出看涨期权增加销售收入，行权价格选择阻挡位价格较为合适，根据技术判断大概在 2900 元 / 吨左右，即建议客户卖出 M1709-C-2900。因预计市场在一定阶段内有效突破该区域的可能性不大，卖方履约的可能就不大，安全边际较高。如果在 4 月初 70 元 / 吨卖出 M1709-C-2900，目前该合约价格为 45 元 / 吨，平仓获利 25 元 / 吨，销售收入增加 25 元 / 吨。而在期货市场操作达不到该种效果。

从买方企业角度来讲，在震荡市里可以考虑卖出看跌期权，我们选择行权价格为支撑位的看跌期权，根据对标的市场的判断选择 M1709-P-2600，4 月初 40 元 / 吨卖出 M1709-P-2600，目前该合约价格为 10 元 / 吨，平仓获利 30 元 / 吨，采购成本下降 30 元 / 吨，而期货价格基本与 4 月初持平，

在期货市场操作达不到该种效果。

由于我们预计长期市场将向好，波动率过低后理应震荡回升，可建议下游饲料企业逢低进行买入看涨期权的操作。若价格果真上涨，执行看涨期权，低价买进期货合约，然后按上涨后的价格水平高价卖出标的期货合约，获得价差利润，在弥补支付的权利金后还有盈余，这部分盈余足以弥补高价购进现货的亏损，从而取得一定的保值作用。如果价格不涨反跌，则可低价转让看涨期权，其已支付的权利金的损失可以由低价购进现货的成本降低来弥补，同样起到了保值作用。期权保值有其独特的魅力，随着市场的成熟必将吸引更多的企业参与，进一步促进市场功能的发挥。

小结

总体来看，豆粕期权上市后，价格与标的期货价格传动及时，期权市场价格较为合理，所有指标运行稳定，豆粕期权的价格和波动率曲线，以及行权价格波动率基本符合市场预期，上市以来没有出现有效的定价层面的套利机会，市场功能逐步发挥。虽然目前国内商品期权市场的交易规模较成熟市场仍有差距，但任何新生事物的发展都需要一个过程，随着市场的不断成熟，期权工具将在促进期货及衍生品市场功能发挥，服务实体经济方面发挥更为积极的作用。☞



徐玥

南华期货期权分析师，浙江工商大学金融学学士，美国 Pepperdine University 应用金融研究生。从事期权研究多年，拥有丰富的期权研究从业经历，熟悉各类场内期权合约细则、交易策略。获得中国期货业协会主办的期权交易实务培训班团队模拟交易评选第一。

曾与《中国金融杂志》、《中国证券报》合作，主笔期权知识的普及、期权行情的分析与交易策略的推荐等系列文章。

白糖期权运行心“甜”意恰，寻求以“权”达变

文/徐玥

2016年12月16日，白糖期权正式获得证监会批复；2017年4月19日，白糖期权正式在郑商所挂牌交易。白糖期权是以郑商所白糖期货为标的资产的商品期权，挂牌月份对应期货挂牌月份。

商品期权的上市为期货行业带来了新的维度，业界普遍认为，作为农业大国，商品期权的上市既是金融创新的一个里程碑，更是金融工具体服务于实体经济的有效实现形式。

运行平稳高效 市场参与度逐步提升

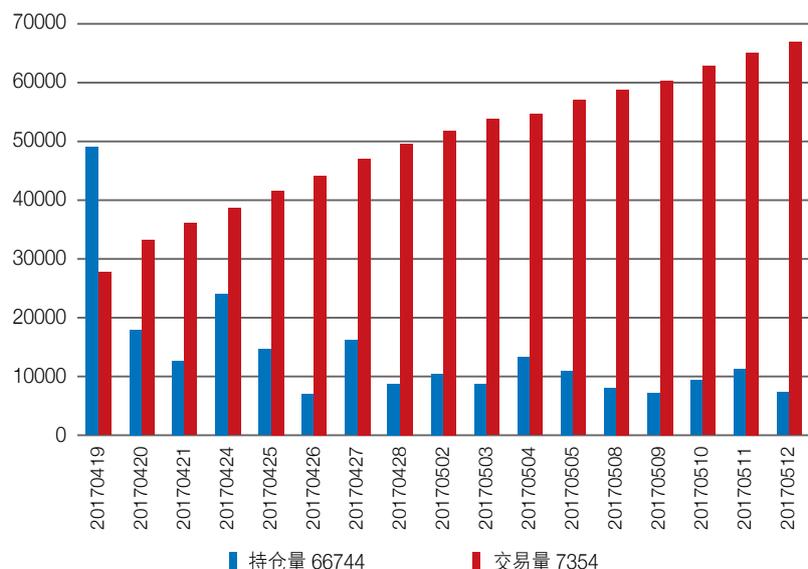
白糖期权上市运行首月波澜不惊，主要表现在以下三个方面。

第一，持仓量持续攀升。从成交数据来看，截止到2017年5月12日，白糖期权总持仓量为66,744

手（双边，下同），上市以来前四周每周的总持仓量分别为3.6万手、4.95万手、5.69万手和6.67万手，持仓

量呈现不断增加的态势，总成交量为234,590手（见图1）；看涨看跌成交比与持仓比分别为0.81与1.11。

图1 白糖期权每日成交与持仓情况



资料来源：Wind，南华研究

第二，期货主力合约 SR709 对应的系列期权成交最活跃，持仓量最大。其系列合约共成交 157882 手，占总成交量的 71.22%，持仓为 37170 手，占总持仓量的 55.69%。其中接近平值期权的 SR709C6600 合约成交 19966 手，占总成交量的 8.51%，为成交量最大的合约，且主力期权合约的实值期权成交量高于深度虚值期权合约，符合市场预期。

第三，行权数量和成交量相比微乎其微。白糖期权为美式期权，可选择在到期日前任一交易日提出行权，而根据交易所公布数据，现有期权合约只有 SR707C、SR707、SR709C、SR709P 四个合约有投资者提出行权，累计行权量分别为 2 手、2 手、4 手、10 手，合计 18 手。

从市场参与者来说，白糖期权上市首日，参与白糖期权交易的会员为 82 家，客户为 396 个，其中法人客户（含做市商）94 个，成交量占比 80%。

郑州交易所公布的首批 10 家做市商分别为浙江南华资本管理有限公司、中粮祈德丰投资服务有限公司、银河德睿资本管理有限公司、上海海通资源管理有限公司、浙江永安资本管理有限公司、鲁证经贸有限公司、浙江浙期实业有限公司、光大光子投资管理有限公司、华泰长城资本管理有限公司、中信证券股份有限公司。这 10 家做市商均参与期权持续报价和回应报价，有效持续报价比例和有效回应报价比例的平均值分别是 84.4% 和 72.6%，

在提供市场流动性和维护合理价格方面发挥了积极作用。

由于期权上市初期，投资者开户门槛较高，散户参与度仍较有限，相信随着市场不断发展，投资者专业性的提高，期权市场的流动性会大幅度提高。

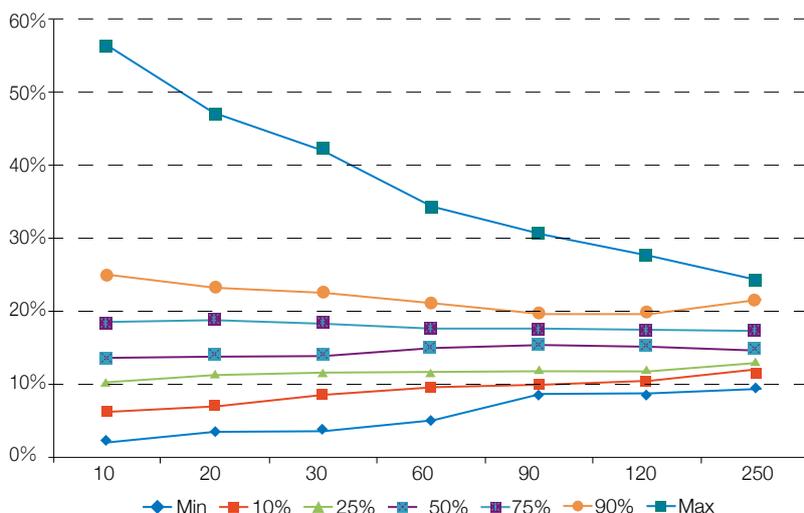
从隐含波动率来看，白糖期权隐含波动率表现出以下几个特点。

第一，白糖期权隐含波动率走低，且贴近历史波动率运行。白糖期权以 12% 左右的基准波动率挂牌，上市以来，隐含波动率持续走低。期权主力 9 月合约波动率均值为 10.95%。其他月份期权合约隐含波动率均值在 10.46% 和 11.76% 之间。从标的资产历史波动率来看，现阶段白糖期货的历史波动率为 10.78%。我们通过分析标的资产白糖期货历史波动率锥（见图 2），可以发现白糖期货 20 日历史波动率现处于低于 25% 分位的位置。

进一步研究统计数据可知，白糖期货 20 日历史波动率的中位数和均值分别为 13.96% 和 12.69%，而白糖期货波动率在每年的 4 月至 6 月中处于全年的低位（见图 3），而后会进入上行通道。2014 年波动最为剧烈，最近两年政策趋于稳定，市场波动率也有所下降。因此，现阶段隐含波动率贴近历史波动率，说明期权市场交易理性，运行平稳，基本符合市场预期。

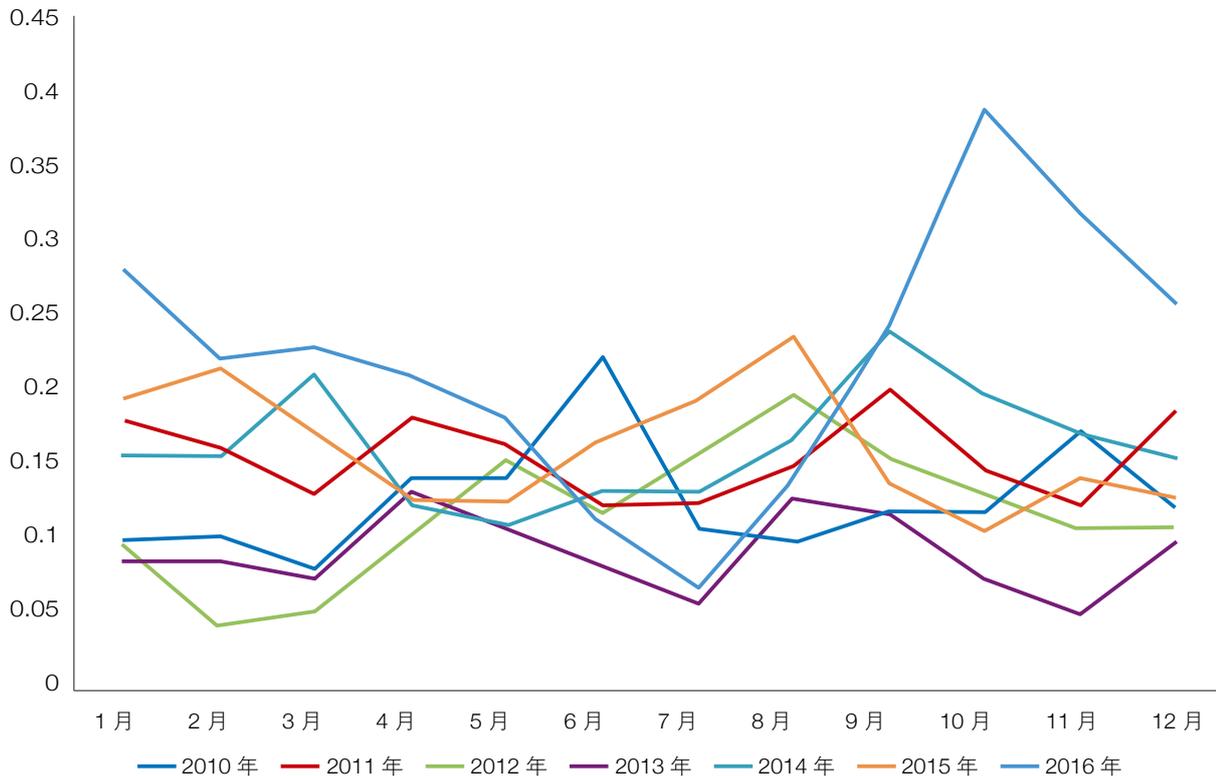
第二，隐含波动率呈现微笑。从波动率曲面来看，实值和虚值期

图 2 白糖期货历史波动率锥



资料来源：Wind，南华研究

图3 白糖期货历年波动率追踪



资料来源：Wind，南华研究

权的隐含波动率高于平值期权，符合波动率微笑的特征，市场符合交易逻辑。

从套期保值额度申请与使用来看，买套保额度申请412000手，尚未使用；卖套保额度516110手，使用1120手，占总额度的0.2%，套保额度的申请与使用说明企业不仅有参与套保的准备，并且已经开始着手尝试使用期权作为新的风险管理工具，为企业制定更为精细化、符合“自身”个性需要的套期保值方案。这也是期权真正服务于实体经济的一个重要着力点。

从低风险套利机会来看，与50ETF期权和豆粕期权上市初期情

况相似，盘中仍有少量平价套利及蝶式的无风险套利机会。

为期货提供新维度 为服务“三农”提供新平台

白糖期权作为第一批上市的商品期权，既为服务“三农”打下了坚实基础，又能有效提高白糖期货的市场参与度、活跃度。

第一，对于主力合约，期权的上市有利于进一步提高标的资产的流动性和平抑标的资产的波动率。尤其是在重要数据发布或重大事件发生前，在期权尚未上市之前，投资者只能通过减仓来保护长期头寸或者通过单边短期头寸来预测事件

的结果。但如果通过期权来进行事件驱动型的操作，隐含波动率的上升能反映市场合理的预期，可分散原本在期货合约上的多空博弈，从而有效降低标的资产本身在事件发生前的波动率。

第二，我们知道，期货非主力合约的成交量很小。但非活跃期货期权合约，例如SR707期权合约，其首日成交量大于期货合约，并带动了白糖期货非主力合约成交量出现一定程度的上涨。可见，从短期来看，期权对改善标的期货合约活跃月份不连续问题可能产生积极作用；从长期来看，投资者对近期期权合约的需求，例如时间价值的获取、相对较便宜的

价格，均会带动期货非活跃合约的成交量与持仓量的上升，对期货期限结构的完善具有深远的意义。

第三，期权的诞生离不开服务“三农”的精髓。多年来，由于执行过程中存在较多不完善的地方，糖市收储政策一直备受争议，机构从2014年就开始预期白糖可能会从收储改为直补，而现在白糖期权的推出提供了服务“三农”的新平台，即国家可以尝试通过补助农民购买看跌期权，将价格的风险转移给市场。如果白糖市场价格下跌，农民仍可以约定价格卖出。如果白糖价格上涨，农民可以选择放弃行使看跌期权，从而以市场价格销售。这对农民来说，既避免了价格下跌带来的损失，又保留了价格上涨带来的潜在盈利空间。

其实从去年开始，就陆续有农产品“期货+保险”项目的成功落地。在这个过程中，农民得到了农产品价格的基本保障，保险公司收取了保费，期货公司虽然承担了农产品价格波动的风险，但也会有管理风险的回报，国家面临的沉重补贴也得以减轻。而白糖场内期权的上市能大幅度降低该项目的对冲成本，有利于该项目的进一步拓展与深入，真正发挥期权这一工具服务“三农”，服务实体经济的积极作用。

投资机会初现 投资策略日渐完善

正如前文所述，白糖期权的上市为市场投资提供了新的维度，让投资者可制定更为“精细化”的投资策略。那么上市一个月来，哪个期权策

略最适合现阶段行情？哪个期权策略最适合配合标的资产的持仓？

首先，我们先来回顾下白糖期货现阶段的情况。目前郑糖整体维持低位震荡走势。现货方面，云南糖会之后，市场观点分歧比较大，现阶段糖价没有走出明确的方向，以至于本周糖价以弱势震荡为主，全国各地食糖销售情况参差不齐。

根据糖协公布的整体产销数据，南方产区的数据再度进行了修正，修正后全国产量目前已经达到了915万吨，农业部也公布了供需形势分析报告，预估本榨季的产量为925万吨，考虑到云南尚未收榨，这个产量是相对合理的。贸易救济案的最终结果也将在近期公布，这需要我们进一步关注。

外盘方面，原糖市场先涨后跌，整体维持低位震荡。巴西 Unica 双周报数据显示4月下半月巴西中南部产糖112万吨，同比下降了38%；多家机构在本周上调了17/18榨季供应过剩的预估，不少机构预估17/18榨季将有300万吨以上的供应过剩；印度食品部长在上周重申，印度尚无计划允许额外进口糖。除了巴西方面的情况利多外，其余各方面依旧被利空因素所主导。

总体来看，过去一个月，白糖消息面并没有爆炸性的消息，基本面处于一个稳定的状态，而从技术面上来看，白糖期货处于一个震荡整理的态势，下有支撑而向上难以突破，导致整体的波动率处于下行通道。结合对标的资产基本面、技术面以及历史波动率的分析，笔者认为，

白糖期权最适合的策略是卖方策略，尤其是做空波动率策略，同时获得波动率下行2%左右的收益与时间价值的累积。

对于做空波动率策略，这里需要强调的是波动率策略并不只是跨式或者宽跨式，而是需要做delta对冲，保持delta中性才是波动率策略，否则只是对标的资产波动幅度的预期。而对于做空波动率，相比于卖出跨式或宽跨式，笔者推荐通过卖出2份25Delta的看涨期权，买入1份50Delta的看涨期权建立比率套利。

此策略与卖出宽跨式做空波动率相比最大的优势在于，期权策略本身即能保持Delta中性，而无需通过买卖白糖期货来对冲。这是因为，在使用宽跨式做空波动率策略时，投资者拥有的是负Gamma，即投资者是做空Gamma，那么投资者收取了期权费用，但是在Delta调整过程中，就是高买低卖，不断损失收到的期权费。而且卖出的期权价格往往有限，所以调整的越多，亏的就越多。这也就是Gamma Scalping策略适用于做多波动率，即做多Gamma策略中，而做空波动率则会选择比率价差的原因了。

综合以上分析，笔者认为白糖期权运行无论从成交量、持仓量还是隐含波动率的走势均符合市场预期，对整个市场的投资环境起到了正面积极的作用。机构投资者正积极寻求期权带来的全新的投资机会，而市场对白糖期权服务于我国糖农和糖业企业的精细化风险管理充满了期待。■

韩国股指类衍生品流动性萎缩和海外转移研究

文/姜海燕

2000年以来，韩国交易所衍生品市场交易量一直在期货期权排名中位居前列，特别是2008—2012年，按FIA统计的交易量独占鳌头，在全球交易所衍生品市场中创造了“东方神话”。但从2011年起，由于监管部门出于抑制过度投机交易的考虑，韩国交易所对股指类衍生品采取了严格管制，市场吸引力不断下降，股指类衍生品流动性出现萎缩。

与韩国国内市场情况和监管环境形成鲜明对比的是，海外衍生品市场流动性高、波动率大，加之券商和期货公司的海外营销越趋活跃，给韩国国内投资者的海外交易开通了绿色通道。分析韩国股指类衍生品流动性萎缩及海外转移现状、形成原因，对防范我国衍生品市场流动性转移问题的发生有重要意义。

韩国交易所自1996年5月推出KOSPI200期货、1997年推出股指期货期权以来，其衍生品交易额连年增长，一度发展成为世界上交易最活跃的交易所之一。但2011年以后，韩国交易所衍生品市场严重萎缩，2014年交易量比2011年减少了82.7%；2015年6月，为减少经常项目外汇收支，韩国企划财政部和金融委员会联合发布“关于活跃海外投资的方案”，更加剧了衍生品流动性海外转移，导致了韩国衍生品市场竞争力和吸引力持续下降。

韩国股指类衍生品流动性萎缩和海外转移情况

（一）韩国股指类衍生品市场萎缩情况

韩国交易所主要衍生品交易规

模从2008年的44.93万亿人民币增加至2011年的89.19万亿人民币，增加近2倍。但自2011年达到顶点以后，交易量均呈现严重萎缩，减少至2014年的51.92万亿人民币，缩减了45%，基本与2008年持平（见表1）；衍生品交易量从2011年的39.3亿手减少至2014年的6.78亿手，减少了82.7%。

韩国衍生品市场全球交易量排名也连年下滑，从2011年的第2位大幅跌至2014年的第12位。

2008—2011年，韩国交易所的衍生品交易量迅速扩大，股指类衍生品交易占整体衍生品交易额的比例一直维持在70%以上（见图1），占比最大。2011年以后衍生品市场规模整体萎缩，主要源于股指类衍生品交易缩水。KOSPI200股指期货交易额从2011年的61.14万亿人民币减少至2014年的27.86万亿人民币，减少了54.7%；KOSPI200股指期货期权交易额从2011年的2.37万亿人民币减少至2014年的1.02万亿人民币，减少了57.0%。

股指类衍生品占衍生品总交易金额比重从2008年的75.81%下降至2014年的55.62%。

表1 韩国交易所主要衍生品交易金额

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
KOSPI200 期货	32.56	45.08	58.58	61.14	46.55	37.18	27.86
个股期货	0.04	0.09	0.13	0.19	0.35	0.36	0.38
3年期国债期货	8.89	13.02	18.25	19.20	18.33	18.00	13.12
10年期国债期货	0.00	0.00	0.02	2.06	8.67	8.00	6.60
美元期货	1.95	4.03	4.48	4.24	3.55	3.30	2.94
KOSPI200 期权	1.50	1.51	1.87	2.37	1.79	1.52	1.02
总交易金额	44.93	63.73	83.33	89.19	79.24	68.35	51.92
衍生品交易量世界排名	—	1	1	1	5	9	12

图 1 股指类衍生品占衍生品总交易金额比例



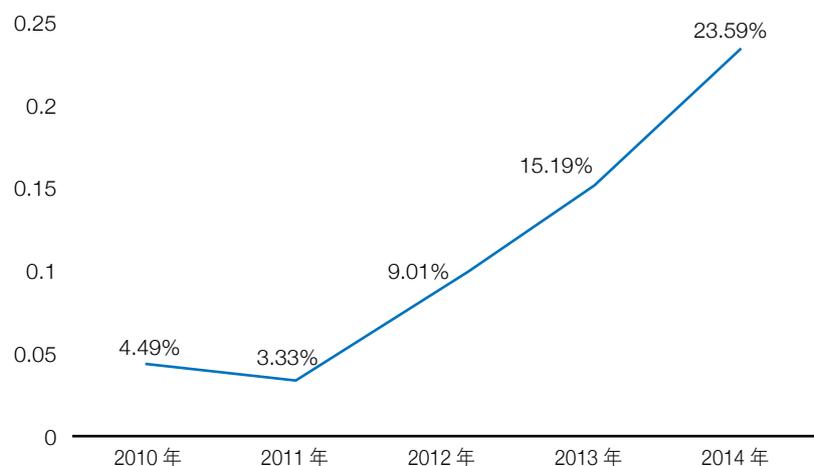
表 2 韩国投资者海外股指类衍生品交易情况

(单位：亿人民币，适用各年人民币兑美元的汇率)

区分	2011年(A)	2012年	2013年	2014年(B)	增长率(B/A)-1
迷你期货	1837	2946	7605	12922	612%
ELS 标的资产*	412	908	1657	5505	1253%
其他海外标准合约	347	885	1091	1965	473%
总计	2732	4908	13095	23927	776%

注：* 为以 HSCEI, Euro Stoxx50 等股指期货和股指期权作为标的资产

图 2 股指类衍生品占海外衍生品交易的比重



(二) 韩国股指类衍生品流动性海外转移情况

与图 1 中所示现象成鲜明对比的是，海外股指类衍生品的交易在近几年持续增加，交易规模从 2011 年的 2732 亿人民币增加至 2014 年的 2.39 万亿人民币，增长了约 7.76 倍(见表 2)。

海外股指类衍生品交易占海外衍生品总交易的比重也从 2011 年的 3.33% 增加至 2014 年的 23.59% (见图 2)。

从海外股指类衍生品的具体交易情况来看，交易最多的是海外迷你类股指期货，主要是以美国股市为标的(S&P500 E-mini, Nasdaq100 mini, DJ Industrial Average mini 等)的迷你期货交易，其中 S&P500 E-mini 期货的交易量占比最大。

在海外标准合约交易中，Nikkei225 标准期货的交易增幅最为明显。2012 年以后日本股市的波动率增加，Nikkei225 标准期货对韩国机构投资者吸引力不断增强。2011 年至 2014 年，Nikkei225 标准期货合约的交易增长约 25 倍，增幅最大。以海外股指期货和期权作为标的的 ELS (Equity Linked Securities, 股价指数带动收益证券) 产品交易量增长约 12.53 倍。海外衍生品的交易主体不仅包括进行自营交易的资金量较大的机构投资者，也包括个人投资者。

韩国金融机构争相发行以海外个股或指数作为标的的 ELS、ETF 等衍生相关证券，2014 年发行的 ELS 产品中 71.4% 是投资于海外产品(见表 3)，这也促使韩国市场流

动性间接转移至海外市场。

股指类衍生品流动性萎缩和海外转移原因分析

(一) 国内市场吸引力下降，投资需求不足

一是韩国股市在 2011 年以后走弱（见图 3），与海外市场相比波动率走低，降低了市场吸引力。2000 年，韩国的股市波动率在世界 69 个国家中排名第 6 位，2008 年日波动率最高时曾达 2.45%，随后几年波动率显著降低，2015 年的日波动率仅为 0.75%，排名第 53 位；二是上市公司现金分红比例低，中小投资者权益受到影响。近 5 年，美国

股市的分红比率是 33.7%，德国是 52.8%，英国是 53.6%。而韩国是 17.5%，仅为发达国家的 1/2-1/3；三是韩国衍生品缺乏多样性，难以满足机构投资者多样化的策略需求，限制了机构投资者开发创新产品。

(二) 从宽松转为严格的市场监管

由于韩国期权合约的面值较低，受到个人投资者的追捧，导致虚值期权的彩票化问题日趋严重，个人投资者经常遭受巨大损失。

根据韩国监管机构统计，从 2002 到 2005 年韩国个人投资者在 KOSPI200 指数期权上损失了 1.7 万亿韩元，而本国和外国机构投资者盈利了 1.3 万亿韩元。与现货市场

发展规模相比，急速膨胀的衍生品成交量和过热的投机交易显然与衍生品市场风险管理的基本功能相悖，不利于市场的健康发展。自 2011 年起，韩国金融监管局对衍生品市场实施了一系列监管措施，韩国国内衍生品交易量急速下降。

1. 废除期权交易专用账户

2011 年 8 月以前，韩国交易所为鼓励期权市场发展，对期权专用账户免除了基本存款金的要求。2011 年 8 月，韩国为抑制期权过度投机，废除了这项豁免，对期权交易量影响较大。因为合格机构投资者属于缴纳事后保证金的对象，可以免缴基本存款金，所以修改后的基本存款金制度实际上仅适用于个人投资者。从修改规定前后 1 年交易情况对比来看，2010 年个人投资者的日均交易量从 1016 万手减少到 2014 年的 621 万手，减少了 38.9%；交易金额减少了 12.1%。

2. 建立 ELW (Equity-Linked Warrant 股票挂钩权证) 基本存款金制度，采取做市商喊价限制措施

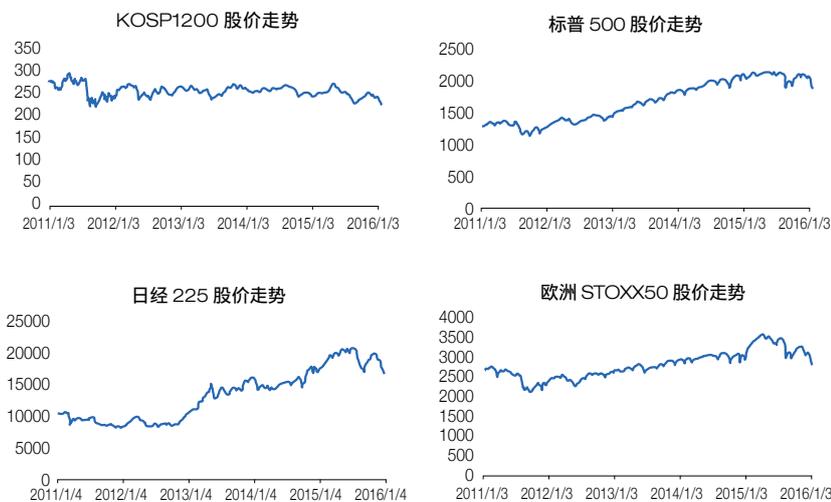
为抑制投机过重的 ELW 市场，监管部门于 2011 年 5 月采取缴纳基本存款金制度，即投资者需满足 1500 万韩元的基本存款金要求，对杠杆较高的低价 ELW 交易，限制 ELW 的极外价格（标的资产价格和行权价比率未满足 85% 的产品）发行。2011 年 12 月，实施了限制做市商喊价措施，规定做市商只有当基差超过 15% 时，才允许提出 8% 至 15% 的喊价，并限制 ELW 每月发行一次，标的资产种类从 100 种缩小为 50 种。

表 3 韩国 ELS 产品发行情况

(单位：亿人民币，适用各年人民币兑韩元的汇率)

区分	2012 年 (A)	2013 年	2014 年 (B)	增减率 (B/A)-1
投资海外股票	1103.39	1303.49	2268.60	105.60%
投资国内股票	1534.98	1090.31	908.92	-40.79%
合计	2638.37	2393.79	3177.52	20.44%
海外投资比重	41.82%	54.45%	71.40%	

图 3 韩国与国际其他股价指数走势比较



结果，ELW 市场流动性骤然下降，ELW 日均交易金额从 2011 年的 12857 亿韩元（约 71.8 亿人民币）减少至 2014 年的 804 亿韩元（约 4.5 亿人民币），减少了 93.7%。

3. 提高期权合约乘数

在 1997 年 KOSPI200 指数期权上市之初，为提高流动性，韩国证券交易所将 KOSPI200 指数期权设定了较低的合约乘数。由于期权价格的低廉，因此受到个人投资者的追捧，导致市场投机热潮蔓延。

2012 年 6 月 15 日，韩国交易所把 KOSPI200 期权交易乘数由 10 万韩元上调至 50 万韩元，导致衍生品市场的交易量和交易金额均受到影响。个人投资者和机构投资者交易量在合约乘数后，分别减少 23.1% 与 23.2%；交易金额分别减少了 36.0% 与 46.3%。1999 年以来一直占据世界第一位的韩国 KOSPI200 期权在 2013 年被 S&P CNX Nifty（印度国家证券交易所）期权所替代，2004 年曾占全球股指期货交易量 63.25% 的 KOSPI200 期权，缩水后仅占 15.45%。但 KOSPI200 股指期货的夜盘交易显著增加，表明了因国内严格监管起到了一定的海外投资挤出效应。2014 年 KOSPI200 股指期货夜盘的日均交易量超过 9 万手，与推出股指期货夜盘交易第一年时日均交易量 2 万手相比，增加了 4.5 倍，占韩国境内 KOSPI200 期权交易量的 5%。

4. 实施合格个人投资者制度

2014 年 12 月 29 日，为防止个人投资者在衍生品市场盲目进行投

机交易，金融委员会规定具备实质性投资能力的合格个人投资者才能参与市场交易，即投资者需修满 30 小时教育培训、50 小时模拟交易、缴纳 3000 万韩元基本存款金。如果交易期权，还需具有 1 年以上期货投资经验、缴纳 5000 万韩元基本存款金。

建立个人投资者制度以后，韩国衍生品日均新开户数从 2014 年的 97 个减少至 2015 年的 30 个，减少约 70%。严格的适当性制度驱使投资者转移至无基本存款金要求的海外衍生品市场。

5. 废除证券交易免税政策

2013 年，为确保税收收入，政府废除了对邮政事业部套利交易免征 0.03% 的证券交易税的规定。征税提高了邮政事业部套利交易成本，2013 年实施征税政策后，邮政事业部的套利交易占整体套利交易的比重从 2012 年的 52.6% 骤降至 2.6%，2014 年再降至 0.2%，市场流动性大幅下降。而外国人的程序化交易占套利交易的比重比从 2012 年的 25.6% 增加至 2014 年的 73.7%。

（三）海外市场交易条件更有利

一是经纪商提供便利的交易渠道。因交易海外衍生品的手续费相对较高，券商和期货公司对海外市场的营销热情高昂，加上媒体的广告宣传，国内投资者对海外衍生产品的交易渠道大大提高，加速了国内流动性的海外转移。

二是海外市场交易条件更有吸引力。

首先，不可否认的是，交易海

外衍生品需要高昂的交易成本，如 E-mini S&P500 期货的手续费约为 596.56 元人民币，与韩国 KOSPI200 期货手续费 3710 韩元（约 20.71 元人民币）相比，高出约 28 倍（见表 4）。尽管手续费很高，但无基本存款金、低保证金、高杠杆等便利因素驱动投资者向海外市场转移。

其次，海外保证金要求比韩国低。如 Nikkei225 股指期货的保证金约为 67 万韩元，仅为 KOSPI200 股指期货合约保证金的 6%；E-mini S&P500 股指期货保证金约为 558 万韩元，为 KOSPI200 股指期货合约保证金的 48%。

再次，海外衍生品杠杆比韩国高，受到投机者的青睐。KOSPI200 杠杆约为 11 倍，E-mini S&P500 约为 20 倍。

三是拥有便利的交易系统和交易条件。海外衍生品交易可以通过 HTS 系统预约下单或实时订单，近期开发的智能手机端 MTS 系统，更是可以像国内证券一样方便进行交易。期货公司开通了夜盘交易平台，解决时差问题。大部分中介公司还提供了外币兑换、缴税等服务，交易越来越方便。

对韩国衍生品流动性萎缩和海外转移问题的评价及启示

（一）关于流动性萎缩和海外转移问题的评价

首先，期货市场的规模不仅取决于制度因素，也取决于现货市场、宏观经济、海外市场等因素。

韩国监管部门采取的严格管制

是衍生品交易萎缩、流动性海外转移的一个原因，但期货市场交易规模的变化还与国内外的政策及市场环境相关。例如，韩国股市自2011年后持续低迷，股市波动率的降低减少了衍生品套期保值的需求，而海外股市相对波动性强，投资收益较高，这不仅使得韩国的一些投资者转向直接参与海外衍生品交易，而且也导致韩国国内发行的ELS产品不断增加海外投资比重，加速了流动性转移。

其次，需要密切观察流动性转移规模是否出现急剧膨胀的苗头。

因韩国股市缺乏吸引力加上投机管制措施和税制调整，导致投资者在海外市场中寻找替代品。相反，海外市场表现良好，各交易所争相

提供便利的交易环境和交易工具，吸引了韩国的个人投资者和机构投资者开展海外衍生品交易。

目前，韩国的海外流动性转移规模尚不足以影响韩国国内市场，但如果以程序化交易为主的韩国境内的外国投资者也转移至海外市场，或将引起更大规模的流动性转移，不仅加剧韩国市场吸引力和竞争力的进一步下降，还会埋下大规模资本流动隐患。

最后，个人投资者的海外交易仍需要承担较大的风险。

例如，国内投资者对海外企业及经济状况的信息掌握较少，券商和期货公司在海外当地的人力资源及信息网络均相对落后，很难及时提供有价值的信息。此外，投资者

还需要承担汇率变动风险。

（二）对我国的启示

一是对投机交易的监管需要把握好“度”。

衍生品的发展应与现货市场发展规模相适应，韩国早期衍生品市场的过度投机造成市场过度膨胀，扭曲了衍生品风险对冲这一最本源的功能。因此，采取监管是必要的。但这也带来了一定的市场流动性萎缩、资金外流、税收流失等问题。因此，监管者也需要密切观察这些问题是否持续放大，以处理好监管和创新的平衡，促进金融市场良性运转与发展。

二是及时掌握海外衍生品市场运行状况。

近期，我国股市现货和衍生品市场的情况与韩国相似之处：国内市场低迷、对过度投机实施严格监管、衍生品市场流动性降低、海外市场吸引力凸显等。虽然我国目前的资本项目管制可以避免市场流动性海外转移带来的资本外流，但鉴于人民币国际化和资本项目可兑换的不断推进，我国也需要考虑衍生品流动性海外转移的潜在风险，建议健全海外衍生品交易数据报告库制度，以便有关部门及时、全面、准确地监测海外衍生品市场运行状况及演进趋势。未来还可探讨与海外交易所合作，发展以人民币计价的离岸衍生产品，让转移出去的流动性和资本外流处于可控的范围。^[9]

（作者就职于中国金融期货交易所研究院）

表4 KOSPI200 期货与海外期货交易费用比较

（适用2015年12月31日人民币兑韩元的汇率179.11）

	KOSPI200 期货	E-mini S&P500 期货
基本存款金	3000 万韩元 (约 16.75 万人民币)	-
合约大小	12785 万韩元 (约 71.38 万人民币)	11329 万韩元 (约 63.25 万人民币)
保证金	1151 万韩元 * (约 6.43 万人民币)	560 万韩元 (约 3.13 万人民币)
手续费 (①+②)	3710 韩元 (约 20.7 元人民币)	106850 韩元 (约 596.56 元人民币)
① 委托手续费	3710 韩元 ** (约 20.7 元人民币)	8840 韩元 *** (约 49.36 元人民币)
② 兑换手续费 ****	-	98010 韩元 (约 547.2 元人民币)

注：* 交易金额的9%

** 交易金额的0.0029%（以三星证券在线交易为例）

*** 美元结算产品需每合约8美元手续费

**** 兑换金额（保证金+委托手续费）的1.75%

2017年5月全国期货市场成交情况统计

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(%)	今年累计成交总量(手)	同比增减(%)	今年累计成交总额(亿元)	同比增减(%)	本月月末持仓量(手)
上海期货交易所	铜	4,034,230	-39.04%	9,170.01	-22.83%	22,308,053	-38.18%	52,345.47	-20.42%	290,277
	铝	3,763,166	1.83%	2,623.89	16.19%	22,449,954	28.98%	15,611.14	54.31%	303,999
	锌	8,921,998	69.35%	9,707.60	147.05%	40,110,682	45.26%	44,717.56	128.57%	317,673
	铅	804,935	548.26%	641.61	701.21%	4,509,994	536.64%	3,959.31	738.83%	36,691
	锡	164,887	-33.43%	235.78	-12.57%	862,797	-46.87%	1,253.11	-27.96%	9,017
	镍	4,149,510	-54.31%	3,184.74	-49.81%	23,383,005	-46.00%	19,592.07	-34.92%	297,534
	黄金	1,570,461	-51.85%	4,400.01	-49.40%	9,103,486	-47.63%	25,336.59	-43.33%	145,739
	白银	4,073,472	-42.82%	2,472.60	-38.03%	22,416,055	-30.97%	13,958.55	-19.07%	272,160
	天然橡胶	8,168,050	-6.16%	11,358.53	13.58%	32,760,727	-25.08%	55,686.91	11.90%	240,190
	燃料油	52	-49.51%	0.10	-20.07%	1,260	149.01%	2.65	328.98%	3
	石油沥青	8,034,845	-52.23%	2,019.07	-37.83%	47,369,427	-51.63%	12,656.78	-31.34%	324,046
	螺纹钢	81,068,694	-14.50%	25,147.20	25.76%	253,906,747	-48.69%	80,737.44	-24.26%	2,306,352
	线材	28	600.00%	0.01	894.29%	75	294.74%	0.02	406.44%	0
热轧卷板	8,266,375	116.17%	2,492.26	184.79%	24,900,659	73.31%	8,021.53	131.44%	356,411	
总额	133,020,703	-16.65%	73,453.41	2.63%	504,082,921	-39.08%	333,879.14	-9.27%	4,900,092	
郑州商品交易所	一号棉	2,715,610	-65.40%	2,158.44	-56.31%	12,369,302	-60.46%	9,707.88	-47.58%	135,843
	早籼稻	84	211.11%	0.05	200.00%	425	20.06%	0.23	17.95%	15
	甲醇	10,499,657	17.12%	2,434.45	42.07%	48,734,958	-30.84%	12,831.68	-2.71%	278,341
	菜籽油	2,635,559	-7.06%	1,695.36	-2.10%	11,271,811	44.95%	7,531.28	63.01%	221,384
	油菜籽	137	-97.54%	0.07	-97.08%	1,193	-89.68%	0.59	-87.22%	22
	菜籽粕	8,561,435	-75.92%	2,030.96	-75.07%	37,403,901	-59.77%	8,953.83	-54.22%	711,153
	白糖	4,908,701	-48.72%	3,288.42	-38.53%	25,059,518	-58.45%	16,957.94	-49.07%	498,230
	白糖期权	113,026	--	1.17	--	187,412	--	2.18	--	37,902
	PTA	8,348,573	-20.82%	2,046.34	-17.58%	65,494,693	-5.54%	17,375.59	7.23%	967,105
	普麦	14	-68.89%	0.02	-63.64%	36	-64.00%	0.05	-62.50%	3
	强麦	32,369	43.23%	16.80	38.92%	275,941	-1.62%	164.18	3.70%	6,190
	玻璃	4,234,752	10.29%	1,092.67	47.63%	18,622,941	10.44%	4,798.63	50.93%	187,703
	动力煤	1,737,574	-58.14%	903.03	-43.87%	9,847,470	-40.85%	5,574.93	-7.61%	182,577
	粳稻	3	-92.31%	0.00	-100.00%	126	75.00%	0.08	77.78%	0
	晚籼稻	0	-100.00%	0.00	-100.00%	82	17.14%	0.05	25.00%	0
硅铁	235,604	6321.48%	63.17	8436.49%	1,075,473	3529.80%	303.19	4546.59%	5,374	
锰硅	5,302,040	532768.34%	1,715.23	729785.11%	11,379,479	36570.14%	3,683.39	47244.34%	56,341	
总额	49,325,138	-40.81%	17,446.16	-34.73%	241,724,761	-33.96%	87,885.67	-23.43%	3,288,183	
大连商品交易所	黄大豆一号	2,165,620	-56.17%	825.94	-54.12%	12,782,076	-9.72%	5,102.08	0.54%	112,659
	黄大豆二号	246	-6.82%	0.09	-9.57%	540	-53.96%	0.20	-48.99%	76
	胶合板	7	133.33%	0.00	200.00%	989	5717.65%	0.52	7300.00%	1
	玉米	10,024,104	10.85%	1,643.49	15.58%	80,178,256	74.79%	13,041.98	75.24%	1,097,741
	玉米淀粉	4,457,452	11.50%	864.80	3.27%	27,249,574	-1.64%	5,246.06	-7.31%	437,827
	纤维板	28	--	0.01	--	421	137.85%	0.16	260.47%	7
	铁矿石	29,033,254	26.90%	13,679.21	59.28%	103,165,732	-49.77%	58,480.59	-26.37%	1,197,364
	焦炭	2,129,296	-55.21%	3,262.45	-27.00%	7,447,374	-75.05%	12,265.36	-53.25%	106,149
	鸡蛋	3,885,600	180.15%	1,355.33	152.42%	12,274,966	49.96%	4,274.31	49.62%	267,216
	焦煤	2,282,674	-34.90%	1,424.38	-2.18%	7,927,276	-62.45%	5,522.33	-34.57%	136,247
	聚乙烯	5,220,576	-32.40%	2,344.89	-24.37%	25,315,378	-55.60%	11,955.80	-50.59%	222,455
	豆粕	14,366,828	-75.79%	4,007.52	-75.93%	74,276,079	-49.73%	21,215.77	-44.41%	1,707,395
	棕榈油	390,289	--	2.91	--	713,845	--	5.61	--	101,994
	聚丙烯	5,969,096	-47.04%	3,215.13	-46.02%	30,863,250	-49.15%	17,585.65	-43.93%	348,487
	聚氯乙烯	4,535,063	-39.28%	1,766.63	-28.50%	20,241,588	-76.53%	8,435.09	-70.47%	376,764
豆油	2,389,976	733.49%	707.10	869.50%	9,104,366	593.68%	2,824.66	747.57%	70,952	
总额	92,223,693	-36.62%	38,290.41	-27.45%	437,301,644	-41.27%	182,306.09	-35.14%	6,699,702	
中国金融期货交易所	10年期国债	1,346,439	295.51%	12,733.86	276.86%	5,753,746	156.99%	54,998.07	146.61%	56,622
	沪深300股指	365,795	-4.24%	3,714.86	5.86%	1,607,958	-25.91%	16,442.73	-17.88%	42,348
	5年期国债	311,218	82.71%	3,028.98	77.08%	1,046,337	-26.97%	10,289.43	-28.61%	35,110
	上证50股指	183,774	37.65%	1,302.00	56.57%	782,418	-1.14%	5,513.07	11.99%	29,709
	中证500股指	329,777	-15.49%	3,890.86	-11.96%	1,251,779	-26.19%	15,541.07	-20.14%	36,792
总额	2,537,003	79.11%	24,670.56	78.13%	10,442,238	25.37%	102,784.38	26.71%	200,581	
全国期货市场交易总额	277,106,537	-28.92%	153,860.55	-6.71%	1,193,551,564	-38.68%	706,855.27	-16.35%	15,088,558	

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。



你若盛开，蝴蝶自来

中国期货业协会 杜春艳 / 摄



准印证号：京内资准字 0717 - L0173 号



中国期货 CHINA FUTURES

二〇一七年第三期 总第五十七期