

期货市场三十年，如何迈步从头越？

导语：在业内人士看来，中国期货市场未来的改革开放应当遵循服务于实体经济的原则，将海外成熟市场经验和本土市场结构性特征相结合，完善商业模式，参与全球竞争。

本刊记者 魏枫凌 / 文

90年代初，中国商品期货市场建立时，现货市场体系尚不健全，实体产业仍欠发展，金融市场可谓“一穷二白”。经过近30年的发展，国内期货的品种不断丰富，市场规模逐渐提升。从交易量来看，国内商品期货已经是全球最大的商品期货市场，从持仓市值来看是全球第二大商品期货市场，国内一些商品期货在全球定价体系中的作用越来越大。

然而，作为全球最大的大宗商品消费大国和贸易大国，随着市场经济的不断发展，国内期货市场高度标准化、工具比较单一的问题越来越不适应企业不断增长的多样化风险管理需求，金融期货还处在与中国金融市场规模和改革开放进程不相称的阶段。

2008年金融危机后，全球场外市场监管加强，国际主流交易所在场外市场加大了投入力度，不断为场外可标准化的衍生产品提供集中清算服务和交易服务，中国期货市场在这一次全球变革中也在努力追赶。

在相当长一段时间内，期货公司的盈利模式还处在拉客户做交易赚取佣金和交易所返佣的阶段，服务实体经济的概念并不明确。在多位市场资深人士看来，随着期货服务实体经济的目标提出，并逐渐形成共识和原则，期货市场建设和期货公司业务转型之路也将沿此展开。

根基在服务实业

在新加坡亚太交易所 CEO 朱玉辰看来，在中国目前的跨境资本管制格局下，境外交易所和境内交易所之间还没有多少直接竞争关系。以新加坡为例，“在新加坡交易的中国客户数都数得过来。”但是如果看境外交易所之间“冷冰冰、硬碰硬的竞争”，如果没有服务实体经济的根基是不能在业内立足的。

“境外交易所自诞生起就是要为实体经济的客户服务。”朱玉辰说。

国投安信期货董事长高杰认为，一个行业如果不能服务于国家战略，那这个行业就没有存在的必要性。“期货公司如果不做产业营销，那么就好比是鸟关在玻璃笼子里。看似前途光明，但其实没有出路。”高杰说。

“中国期货市场三十年来发展的经验和教训可以总结出一些很重要的原则，作为对市场未来发展的重要指导：例如投资者适当性原则，再比如服务实体经济的原则。”敦和资管董事长施建军说。“期货始终是要抓住风险管理的本质。”

中国到目前大宗商品生产、消费、进口等指标往往位居世界前列，个别产品用量甚至达到全球的 40%-50%，这意味着期货市场的规模以及在为实体经济提供的服务都还有很大的发展空间。以有色金属为例，上海期货交易所的有色金属持仓量才是 LME 的三分之一。

国泰君安风险管理公司总经理魏峰曾在驻伦敦的外资投行从事衍生品交易工作，回国之后加入了期货行业。魏峰跑过很多的粮油厂、炼油厂、有色金属厂，每一次都从了解实体产业的业务开始。即使开始没能开展业务，但他仍相信，产业链上总有需要用到这些金融衍生

工具的一天。

在嘉吉投资金属事业部大中华区战略客户总监王强看来，中国很多大宗商品企业过去四十年的经营模式是拿多头头寸搏风险。所以，很多时候市场价格会很强烈地影响企业经营的风险偏好。

“比如说当我们去跟很多钢厂谈套保概念时，钢厂会说过去都是靠赌多头赚钱的，风险套保了就不是原来的业务模式。”王强接触的另外一些钢厂负责人虽然认为可以套，但是很多时候并不想完全把风险套保住。

高杰表示，期货公司要从简单的营销竞争变为平台竞争，从服务竞争变为产品竞争和理念竞争。“期货公司向客户要先推销风险管理的理念。例如产业客户必然会有存货的净头寸，有净头寸就一定会有风险。这种风险以前只能靠现货来调节，而现在又可以通过期货来调节，企业可以更好地管理存货风险。”高杰认为，如果以客户为中心进行服务，特别是产业客户，那么才能更好地体现行业的价值。

在面向个人客户端，新湖期货曾最早用场外看跌期权包装成为保险产品，在多地试行“期货+保险”的场外期权业务来帮助农户对冲农产品现货价格下跌的风险，实践金融扶贫。没想到的是，这一模式很快在全国被复制，也受到了监管部门的认可。

由于“期货+保险”是由交易所来补贴的，有不少市场人士怀疑，这种有补贴的商业模式能否可持续发展。但值得庆幸的是，有的地方政府已经逐渐接受了这一模式，使得财政资金多了一个精准扶贫的渠道。未来是否能够将这种场外期权工具向更多的地区推广，使得财政资金能够精准地补贴到困难农户，是可以探索的方向。

期货市场资深人士张宜生说，中国实体企业有大量的长期合约需

要对冲，对于一些大型的有原材料进出口业务的厂商来说，每一个对冲周期可以长达 3-5 年，而国外期货交易所未必有合适期限的合约，价格上升和下降周期的对冲策略也会有很大区别。“在这样的情况下，如果有金融机构能够为企业 provide 风险管理服务，那么不仅帮助企业解决了难题，而且金融机构拿着从企业承接的风险头寸可以再去寻找能和这种头寸需求匹配的其他企业，又开拓了新业务。”

一旦企业进入期货市场之后，企业之间的竞争是通过现货来进行，通过期货对冲市场价格风险的重要性越来越重要。“套期保值只能改变企业的经营手段，而有了场外市场之后，企业能够用组合期权，可以转变经营方式，更进一步甚至建立商业模式。”张宜生称。

活跃场外交易，共建场外市场

“所有来自企业的需求都是金融机构的交易对手方，也都是用于创造新的衍生品、创新盈利模式的来源。”张宜生说。

张宜生曾经担任中国有色金属工业总公司常务副总裁，当时高盛、美林等国际投行为公司进行大宗商品风险对冲时，即使不收手续费和基础保证金也要接单。张宜生初有不解，但随后很快意识到，中国有色总公司作为当时全球最大的有色金属公司，其品牌效应、客单资金流以及对现货市场价格的影响力，都是一家投行成为其交易对手方之后所能获得的更大的利益，而这些利益又是投行通过其他场外衍生品业务与其他客户开展交易时兑现的。

“金融创新有两种。第一种是打开国门吸收国外的成熟产品和经验，这种移植嫁接只要肯学就能学会。但第二种就需要加强对市场的结构性认识。”张宜生说。

从上世纪 80 年代开始，全球期货市场的发展趋势是场内交易者

们不再偏好中短期合约市场，因为场内市场巨大的波动带来了供求双方难以从中发现价格，导致期货的价格发现功能效率不够，于是交易者转向场外。在张宜生看来，期货交易所提供了场内交易，相当于树干，而市场机构则可以提供场外合约交易，相当于树杈，创新是在这种结构下顺着产业的需求开展的。

再比如，不同品级和品牌、添加不同合金的有色金属有各自的细分市场需求，而交易所的价格标准是相对单一的，这就需要期货公司通过场外交易还原这些细分需求，帮助企业定价。

在国内，早先场外期货期权市场参与者们还是站在场内交易的视角来看待场外交易的问题，例如怎么平仓，什么时候交纳保证金，什么时候可以交割实物，当时国内期货市场还没有场外衍生品交易主协议。魏峰是这个市场最早的一批参与者之一，他和同事们拿来外国成熟市场银行和客户之间签署场外服务的协议来翻译，然后对照看如何在国内修改适用。随着场外业务普及期货业协会推动了场外衍生品主协议的制定和推广，并对期货公司、证券公司等市场成员进行了培训。此后，期货业协会推动了做市商制度的建立，为场外市场的流动性打下了基础。

在魏峰看来，机构之间要能够充分交易，互联互通，发现价格，在不同的机构之间合理地分担风险头寸，才能够更好地为实体经济产业客户服务。“最早提出拆单这一设想时，也有人不理解，认为明明是我们自己的业务，为什么要白白扔给别人。但实际上，未来要发展这个市场，必须要有足够多的人才，各家机构也要有足够的人力和物力。”

期货风险管理子公司的正式批文是在 2012 年年底发布，此后，

业内公司的数量和注册资本金不断攀升。截至 2018 年 9 月，期货市场风险管理子公司已经有 79 家。在魏峰看来，这是期货业不断探索商业模式、服务实体经济的过程，并且带来了期货公司业务模式和收入结构的转型，不再单纯地依赖于收取客户的佣金和打价格战，可以利用专业知识满足客户的需求。

近几年，期货场外市场的成长非常快，对此也有人担心风险会随着规模增长而快速积累。在魏峰看来，如果从整个中国经济和金融行业管理风险的需要来看的话，期货场外衍生品市场的规模还有巨大的成长空间。“关键是要有效控制信用风险。”

资本实力难题待解

施建军指出，期货公司风险管理业务本质上是交易对手业务，如果期货公司没有足够强大的资本实力，为客户提供风险管理服务的能力也就受到限制。在这方面，中国期货公司和国外投行相对应的部门比起来还有很大差距。

在国内，期货公司注册资本金 10 亿元级已经是业内很大的规模了，大多数的期货公司注册资本还不到 1 亿元，而一家钢厂或者炼油厂的年产能可以有 5 万吨甚至 10 万吨，期货公司还缺少相应的资本实力来服务大型产业客户。在魏峰看来，期货市场的同业公司们需要尽快成长起来，才能有足够的人力物力来支撑新业务的发展。

2006 年，中国金融期货交易所成立时，朱玉辰参与筹备并担任了首任总经理，当时业内的普遍担忧是金融期货将会挤占商品期货的交易资金，放开券商控股期货公司也是对现有市场格局的挑战。在一些老期货人看来，甚至有“老家被人占了”的这种悲观看法。但回过头来看，期货市场发展至今，不仅需要进一步发展金融期货，而且券商

系的期货公司已经是业内的支柱，也带动了商品期货的大发展。朱玉辰认为，下一步如果放开银行控股期货公司，那么将会给这一市场带来更大的发展。

在高杰看来，期货公司如果能按照净头寸收取保证金，允许在自负盈亏的情况下对产业客户开展信用交易，才能在现有情况下摆脱资本金不足的束缚。施建军则建议，监管部门可以进一步推动期货公司在境内资本市场上市。

此外，多位期货公司人士指出，目前期货风险管理公司的法律地位需要予以明确。“对于我们在操作层面上到底金融机构还是不是金融机构？几乎在每个地方都会提到，在银行券商高等合作伙伴内部都经常会有争议。”一位期货风险管理公司人士说。

开放何时驶入快车道？

中国目前如果按可比合约计算是全球第二大期货交易国，如果按合约数已经是全球最大的商品期货交易国。但在朱玉辰看来，目前仍属于方兴未艾。“中国未来还是全球期货市场发展的主要发动机。”

在施建军看来，中国期货市场未来发展未来有两大潜力可挖。一是金融期货发展还不充分。全球主要期货市场商品期货占到 10%，其中还有接近一半的是原油期货交易，其余 90%是金融期货带来的交易量。而在中国，商品期货交易量远高于金融期货，且商品期货当中原油期货也才刚刚上市。未来金融期货应当是发展的发力点。

另一方面，中国期货市场和全球经济的关联还可以继续提高。“诸如铜、铝、原油等期货品种，产业的根源都在海外，国内期货市场的到岸价仅能覆盖国内分销体系的价格，从业人员的业务技巧相比国际同行也差得很远。”施建军说。

改革开放以来，逐个开放试点是一个重要的改革手段，但在当前的形势下，施建军建议可以创新改革开放的手段，以更大的力度和节奏推动中国期货市场的国际化，追赶实体经济融入全球经济的脚步。

历史上，在日本成为世界第二大经济体时，日本金融开放未能跟上实体经济规模壮大的步伐，其结果是随着日本的实体产业不断地向外转移，因此对应的金融交易也向外转移。在中国的能源、化工、钢铁、有色等重工业已建立全球优势、但边际增速开始放缓的时候，应当抓紧利用这一时机加大金融开放。

除了大宗商品领域以外，中国巨大的股票和债券市场也存在巨大的风险管理需求，并且这些人民币基础金融资产也在加大力度向境外投资者开放，境内市场投资者结构机构化也使得风险管理的需求上升。

证监会副主席方星海 12 月 1 日在深圳国际期货大会上表示，下一步要持续扩展期货市场的广度和深度，措施包括优化市场参与者结构，大力推动国企和各类实体企业参与期货市场，持续推进符合条件的商业银行和保险机构参与国债期货工作，推动外资机构通过互联互通、QFII、RQFII 等参与期货交易。

当前外汇市场的双向波动加大也在提升风险管理的需求。“2014 年中金所和山东当地的政府部门合作做了一个调研，当时山东 10 亿元以上收入的外贸企业，有 2/3 是可以从银行做外汇远期进行风险管理的；但 10 亿元以下收入的外贸企业，只有 14%能得到银行的服务，大多数的贸易公司得不到银行的服务。对小企业来说，‘避险难、避险贵’是非常现实的问题。” 中国金融期货交易所总经理戎志平说。

戎志平认为，期货市场可以弥补外汇市场风险管理的这个短板，为广大中小企业进行汇率风险管理，提供更好的、成本更低、更加便

捷的交易工具。

中国金融四十人论坛高级研究员管涛在一份报告中建议，中国可以构建“海上丝绸之路”人民币指数期货，并在场内交易所交易，为相关企业从事沿线国家和地区经贸活动提供汇率避险工具。