

# 商品配置价值凸显 期市投资者结构生变

□本报记者 马爽

“在目前国内的资产管理中,各项资产互相渗透。而随着各种投资主体的互相渗透,更多的投资者会把资产打通。从中国资本市场过去17年的表现来看,大宗商品的收益仅次于房地产和股票。”永安国富资产管理有限公司董事长肖国平9月8日在2018第三届中国(郑州)国际期货论坛的“期货投资机构论坛”上表示。

中国期货市场持续发展和国际化步伐加快,使得期货衍生品在资产配置和投资领域的影响力不断提高。与会嘉宾表示,开展期货资管与风险管理业务,为期货经营机构带来重大发展机遇。同时,期货经营机构创新在为相关产业提供避险和定价工具的同时,也为机构投资者带来了难得的发展机遇。

## 机构化发展趋势明显

近年来,我国证券期货市场机构化发展趋势明显。以私募基金为例,截至2018年7月底,中基协已登记私募基金管理人2.4万家,已备案私募基金7.5万只,均以超过10%的速度增长。期货类私募基金发展更为迅速,2018年上半年,参与期货市场的私募产品总数达到1.5万只,较去年同期增长15%,管理资金规模近千亿元,成交、持仓占比均达到10%。以私募基金、期货资管、风险管理公司等为代表的机构投资者,在期货市场运行效率、流动性和稳定性方面发挥着愈加重要的作用。

“私募基金已经成为重要的机构投资者,并且参与期货市场的规模不断扩大。”中国证券投资基金业协会副会长钟蓉萨在致辞中表示,私募基金从

2014年开始备案登记以来迅猛发展,总规模已接近13万亿元,也成为期货市场的重要参与者,未来期待更多私募基金能走进期货交易。

钟蓉萨表示,随着期货市场品种不断丰富,功能逐渐完善,越来越多私募基金通过参与期货市场丰富交易策略和实现风险管理需求。“私募基金参与期货市场程度不断提高,也完善了期货市场的投资者结构。从私募基金本身来看,行业的信用体系在不断完善,公信力也在不断提升。在自律管理模式下,私募基金业规模增长迅速,中基协也致力于让市场主体回归市场,私募基金关注点回归到自身信用、客户利益和服务实体经济上。未来,私募机构可以凭借自身信用来决定发展,也会越来越受益

于自身信用和行业公信力的提升。”而为了改善市场投资者机构、提高期货市场运行质量,近年来,郑商所也在为机构投资者通过期货市场服务实体经济创造更好条件。

郑商所副总经理王晓明在会上介绍,这主要体现在三方面:一是完善新品种新工具,拓宽机构投资者参与渠道。目前郑商所已上市18个期货品种和1个期权品种,上线了综合业务平台,品种体系基本覆盖农业、能源、化工、建材、冶金等国民经济重要领域,品种结构实现了既有期货又有期权,业务条线从场内拓展到场外。

二是深化市场服务,适应机构投资者市场需求。持续推进期货合约连续活跃工作,引入做市商机制,促进目标合

约成交持仓规模不断提高。郑商所着重加强了机构投资者培育和服务力度,2017年-2018年上半年,共开展近700场“三业”活动,其中专门针对机构投资者开展活动100余场。

三是加强风险防控,保障市场安全有序运行。综合采取市场风控手段、强化市场沟通和正向引导等措施,遏制个别品种交易阶段性过热;将绝对限仓修改为比例限仓,满足产业客户、机构投资者参与市场需要;开展仓单保险业务,推动交割仓库监控技术升级,有效防范交易交割风险。这些措施的实施,使郑州期货市场运行质量有了新提升,产品业务创新有了新突破,市场风险得到有效防控,机构投资者参与市场环境不断改善。

## 各项金融资产互相渗透

“机构投资者的投资目标是实现资产的保值与增值,虽然投资者的需求往往是根据风险偏好来定义,但投资组合管理者的任务则是在承担一定风险条件下,使投资回报率实现最大化。”肖国平表示,在国内目前的资产管理中,各项资产互相渗透。而随着各种投资主体的互相渗透,更多的投资者会把资产打通。

对于国内投资者来说,当前有多种资产可以参与,如股票、债券、货币市场工具、风险资产和房地产等。但到底该投哪一个才能实现目标收益?

肖国平介绍说,从国际情况来看,股票是长期回报最好的资产,但它的波动也会更大,并且有经营杠杆。从中国资本市场表现来看,过去17年来,房地产投资收益表现最好,大宗商品仅次于房地产和股票。不过,相对股市投资者来说,投资商品期货的壁垒较高,面临的是产品全产业链条情况,并不是有几个研究员和技术分析员就能做好。

“资产管理机构就是要根据客户的风险偏好、需求选择合适的投资组合,通过管理这些组合来实现投资目

标。”肖国平说。

肖国平表示,长期来看,投资大宗商品并不会创造价值,收益大部分源于市场博弈的资金。而且,衍生品是风险管理工具,杠杆交易可以节省资金成本,且衍生品中还隐含了固定收益。目前,中国衍生品市场中运用最多的是商品期货,期货投资的收益来源主要来自绝对的价格驱动、基差收益和杠杆收益。

值得一提的是,衍生品在资产管理的应用中,配置期货主要是对于现金的管理。肖国平表示,第一,期货市场具有

变现能力强、流动性好的特点;第二,可以实现追求较高收益率的预期;第三,可以释放出较多的资金;第四,可以分散风险。

而要在投资中运用好衍生品工具,肖国平认为,首先坚持基本面分析,确定投资收益并不是偶然。其次,最好能够通过对冲组合提高收益比,这也是期货与股票市场的不同之处,相对来说,股票是以多存、多投为主,期货市场则既可通过有效对冲降低波动率,又可实现多资产配比。

## 期市服务实体经济能力提升

除了吸引其他金融机构不断参与期货衍生品市场外,期货经营机构也在不断修炼内功。

“开展期货资管与风险管理业务,为期货经营机构带来重大发展机遇,提升了期货经营机构的服务能力和专业能力,推动期货经营机构实现了转型。近年来,期货经营机构服务实体经济的能力大大增强,核心就在于期货资管与风险管理业务的开展。”新湖期货有限公司董事长马文胜表示。

马文胜进一步表示,通过期货资管与风险管理业务,期货经营机构慢慢转变以服务客户创造价值为核心的衍生品综合业务服务提供商,同时成为期货市场重要的机构投资者,提升了整体专业素质及研究咨询水平。

不过,以往的情况并不乐观。“期货经营机构要把实体经济客户教会,并让其参与期货市场,这个效率非常低,而且近20年中,一直处于这种循环状态,让一个不懂期货的企业完全了解并成熟运作,也使得期货市场服务实体经济‘最后一公里’变得极其困难。”马文胜表示。

同时,实体企业在参与期货市场时也存在一定的障碍。“对于不少实体企业来说,如何合理运用金融工具也是亟待解决的难题。通常来说,实体企业各自有一套标准的风险管理理论,但由于定价基准、基差点价、交互方式、信用程度不同等,也会造成风险敞口的变化,但现在很少有企业能真正了解自己的风险敞口有多大,而且当前市场上的

衍生品种类和数量也不能完全与其相匹配。”北京华融启明风险管理技术有限公司执行总裁石建华表示。

石建华进一步表示,站在金融市场的角度,虽然交易所和期货公司可以提供更多的规避风险工具,但如何让实体企业学会使用这些确实太难了。虽然现在的风险管理子公司已经做了很好的基础,通过将实体企业的风险管理需求和期货市场结合起来。但现在来看,大量企业的风险还未能通过衍生品市场或者通过风险管理子公司来规避,包括仓单质押等。

在这种情况下,马文胜认为:“如果把风险管理需求者和管理者分离,效果就会大大提高,客户只需购买产品就可以实现风险管理需求。”

而期货经营机构从以往服务决策转变为衍生品的提供主体,也会带来内部组织架构的巨大变化。马文胜表示,这主要体现在以下方面:其一,业务单位要变成专家线、顾问线;其二,原来的经纪业务、风险管理业务要变成产品线;其三,技术、运营研发要变成财务线,把这些结合好就是中国期货公司要研究的内容,并才能真正地把产品做好。

“如果风险管理子公司能够真正从为服务实体企业的角度出发,应该努力把实体企业绝大部分的风险消灭在场外市场。期货品种和现货行业是否具有定价能力,这对中国的大宗商品行业来说,可能会有不一样的商业模式和未来自来前景,以及竞争力。”石建华表示。

# 打通最后“一公里” 原油期货首次交割顺利完成

□本报记者 孙翔峰

8月24日的湛江港和往常一样平静,工作人员来来往往,风从海上吹过来,一条红色横幅在猎猎作响——“热烈庆祝期货原油顺利抵港”。

中国第一个国际化的期货品种原油期货上市152天,即将进入关键性的交割环节。8月27日凌晨,这船期货原油卸入中石油燃料油有限公司下属湛江仓储分公司的指定交割库。

8月28日,这批期货原油顺利生成仓单。

9月7日,上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心(下称上期能源)原油期货SC1809合约顺利完成交割,交割量共计60.1万桶原油,交割金额2.93亿元(单边),交割结算价488.2元/桶,较3月26日开盘价440.0元/桶上涨10.95%。

时光倒流至6月20日,也就是在上期能源(INE)原油期货上市后的第86天,随着VLCC型油轮“亚洲进步5号”在大连港的靠泊,INE原油期货指定交割仓库——大连中石油国际储运有限公司保税油库迎来了首批期货原油入库,这标志着中国原油期货开始进入交割业务的实质性操作阶段。

据悉,首批用于交割的期货原油分布于三家指定交割仓库,分别为大连中石油保税库、中石化商储公司舟山分公司册子岛油库和中石油燃料油有限责任公司湛江分公司保税库。

### 原油期货全流程打通

“原油期货首次交割顺利完成,标志着原油期货业务流程实现闭环,说明我们的期货制度经受住了国际市场的考验。”原油期货指定

交割仓库洋山申港国际石油储运有限公司总经理张巍峰表示。

上海原油期货的特点是“国际平台、人民币计价、净价交易、保税交割”。这17个字里面,保税交割是非常重要的的一环。

业内人士表示,交割的顺利完成,代表了原油期货业务运行走通全流程,全套制度设计经受住了市场的初步检验。业务运行终于将形成“闭环”,为品种的持续活跃和走向成熟提供更为可靠的市场基础和依据,品种服务实体经济的功能作用将进一步发挥。交割的顺利完成,也实现了期货价格与现货价格的回归,成功交割打通了期货服务实体的“最后一公里”。

事实上,在首次交割顺利实施之前,市场对于上海原油期货的交割流程设计一直存在疑虑,不少实体企业因为担心交割流程不畅通而选择对上海原油期货采取观望态度。首次交割的顺利完成,集中反映了实体企业对上海原油期货的认可,是期货服务实体经济的最好注脚,未来必将吸引更多实体企业参与和利用期货市场。

“交割是实体企业参与原油期货的一个心结,这个心结打开之后,原油期货的市场接受度会更强。”山东一家石化企业负责人表示。

中国联合石油有限责任公司相关人士表示,作为上海原油期货首次交割的卖方,已经从交易、结算到交割全流程进行了参与,尝试的过程已经对规则和流程有了更深刻的理解。“首先,感觉交易所对交割原油的品质把控很严格,必须自规定的原产地装运港起运直达境内;其次,本以为期货原油报关报检会复复

杂,但实际操作来看还是很便捷的,交易所已经提前就监管政策与海关总署和属地海关进行了有效沟通;再次,交割过程比预期的要简单,交易所的五日交割已经是很成熟的交割机制。”上述中国联合石油相关人士表示。

### 品种功能逐步成熟

原油期货自3月26日上市交易以来,市场运行整体平稳,市场参与者稳步增加,首次交割顺利完成,意味着原油期货各业务环节运作衔接顺畅,业务流程已全部走通,功能发挥效应逐步显现。

从目前的数据来看,原油期货市场功能的发挥符合预期。根据上期所提供的数据,截至9月7日,按单边统计,原油期货累计成交量1180.82万手,成交金额5.77万亿元。单日成交量平均10.27万手,最高达到20.50万手;单日持仓量平均1.50万手,最高达到2.36万手;单日成交金额平均501.66亿元,最高达到1086.45亿元。国际能源署(IEA)、石油输出国组织(OPEC)等国际机构都对上海原油期货高度关注并进行了客观公正的分析。

从市场价格来看,上海原油期货价格略高于布伦特原油,处于合理区间内,并与布伦特、WTI、阿曼等国际主流价格相关性良好,既体现出国际市场价格大趋势,也能有自身相对独立行情走势,反映中国和亚太地区的供需关系。同时,上海原油期货与沥青等石化类期货品种之间存在明显相关性。

从市场参与情况来看,目前,原油期货开户已超3万,其中以证券公司、基金管理公司、信托公司和其他金融机构为主的特殊单位客户占比

15%,表明企业资产管理对我国原油期货的强烈需求。在原油期货上市当日,中国联合石油有限责任公司、联合石化(亚洲)有限公司、中海石油化工有限公司进出口有限公司、中石化石油有限公司、香港北方石油公司、广州市华泰兴石油化工有限公司、山东汇丰石化集团有限公司、托克(新加坡)有限公司、嘉能可(新加坡)有限公司、复瑞渤商贸(新加坡)有限公司和中银国际环球商品有限公司等多家境内外企业客户参与交易。

同时,上海原油期货也获得了境外市场高度关注,来自香港地区、新加坡和美国、英国的,包括了涉油企业、涉油贸易公司、金融机构以及基金公司等国际主流参与者的境外投资者也已顺利开展了原油期货交易。境外客户的参与程度不断增加,国际交易者持仓仓占比从上市2个月时的5%提升至目前的15%左右。

上期所相关负责人介绍,目前,已有国有石油公司与跨国石油公司签署了以上海原油期货价格作为基准价,用人民币计价结算的长期供货合同。普氏、阿格斯等报价机构已取得上期所网页信息授权,在其所发信息产品中增列上期所原油期货价格数据,同时增加了对上期所可交割油种亚洲到岸价的评估。

### 多举措呵护原油期货

上期所相关负责人表示,作为我国第一个对外开放的期货品种,上期所高度重视原油期货的一线监管、相关制度建设和市场基础培育。

在强化一线监管方面,上期所根据品种特点,做好实控关系账户和高频交易等的监控和

## 陈华平:全面推进“五个创新” 增强郑商所发展动力

□本报记者 马爽

郑商所理事处长陈华平9月9日在2018第三届中国(郑州)国际期货论坛上致辞表示,郑商所将结合中国国情、期货市场实践和自身实际,全面推进产品创新、业务创新、规则创新、技术创新和工作方式创新等“五个创新”,不断增强郑商所发展动力。

陈华平表示,28年来,郑商所在探索中发展,在发展中创新,逐步成为在国内外具有重要影响力的期货交易场所。目前,郑商所上市交易18个期货品种和1个期权品种,主要品种成交量位居全球同类品种前列;法人客户日均交易量占比达到53.9%,棉花、PTA、菜粕等品种持仓结构接近国际先进市场同类品种水平;甲醇、白糖、菜粕等行业的企业普遍利用期货价格开展基差交易,棉花、菜油等品种的期货价格已成为政府决策的重要参考,PTA期货价格成为全球聚酯产业“风向标”,90%的PTA生产和贸易企业参与期货交易,23家最大的动力煤生产、贸易、消费企业集团中的13家利用期货管理风险,动力煤、甲醇、菜粕等品种的套保效率在90%以上。苹果、玻璃、硅铁、锰硅期货功能作用逐步显现,小麦、棉花和动力煤等期货品种,在推动粮食流通体制改革和服务目标价格改革与供给侧结构性改革上发挥了重要作用。

陈华平表示,今后一个时期,郑商所将重点做好以下几个方面工作。一是大力推进产品业务创新。积极响应经济发展和实体经济需求,加快完成红枣、尿素、纯碱、短纤、咖啡、花生等期货品种,以及棉花、PTA等

## PTA期货国际化: 交易结算交割等制度不变

□本报记者 马爽

郑商所相关人员9月9日在2018第三届中国(郑州)国际期货论坛PTA分论坛上表示,PTA期货引入境外交易者方案的总体思路是:在现有平台基础上,合约标的、交易模式、交割制度和风控体系等不变,以人民币为基础计价和结算货币,外币仅用于充抵保证金,增加保税交割打通境内外物流通道,立足于境外交易者直接通过境内期货公司或通过境外期货经纪机构转委托境内期货公司的方式(二级代理)参与PTA期货交易。

从公布的总体方案上来看,现有平台交易、结算、交割、风控等基本制度将保持不变。其中,境内外客户均需满足适当性标准,作为境内期货公司的客户、作为境外经纪机构的客户

期权品种的上市交易,深入做好价格指数等新型产品研发工作,同时研究推出更多场外新业务,不断丰富服务手段和服务方式。

二是改进优化现有合约规则。加强现货市场调查研究,顺应市场变化及时完善现有产品的合约规则。根据实际运行情况,优化期货合约连续活跃方案,并逐步从试点品种推广到其他品种,持续提高郑商所市场运行质量。

三是着力改善市场参与者结构。改进加强市场培育与推广工作,推动消除实体企业参与期货市场的障碍,引导更多产业企业利用期货管理风险。稳步开展“保险+期货”试点,增长点扩面提质,努力形成可复制、可推广的经验和做法。优化机构投资者开发与服务机制,支持发展商品指数基金,努力为专业机构开展期现结合业务创造便利。

四是多措并举推进对外开放。扎实做好PTA作为特定品种引入境外交易者工作。积极支持QFII与RQFII在国家政策允许的前提下参与郑商所市场的交易。围绕服务“一带一路”建设,探索与境外交易所开展股权合作、结算价授权、产品互挂和技术合作等形式多样的合作。

五是努力提升市场监管水平。完善监管指标体系,加强异常交易排查,强化穿透式监管,提高监管精准度。研究利用大数据、人工智能等金融科技改进实时监控,对违法违规行为实行智能化识别,提高监管工作效率。加强与境内外机构的监管协作,严厉打击违法违规行为,维护市场公平有序运行。

转委托境内期货公司参与。结算方面,以人民币计价,外币可以作为保证金,交割上采用保税交割与完税交割并存,风控上实行期货保证金制度、涨跌停板制度、一户一码制度、持仓限额制度、大户报告制度等。

此外,投资者还需要满足“四有两无”的标准。包括具备期货基础知识,了解交易所特定品种相关业务规则,通过相关测试;可用资金余额均不低于人民币10万元或等值外币;最近三年内具有境内或境外期货交易成交记录;开户机构应对交易者的诚信状况进行综合评估,可要求交易者出具相关书面承诺。“单位交易者要有参与期货交易的内部控制、风险管理等相关制度;具有健全的信息通报制度。境外自然人和单位客户均可以参与。”上述相关人员介绍说。

管理,点对点落实大户持仓报告制度,守住不发生系统性风险的底线。密切跟踪合约的连续性,通过调整交易手续费、保证金,建立做市商制度来增加远月合约的流动性,提升活跃合约的连续性,完善活跃合约的结构,努力提高服务实体经济的能。

推进境外注册方面,上期能源于2018年3月15日完成香港自动化交易服务(ATIS)注册,稳步推进新加坡RMO注册,并完成32家境外中介机构备案。上期所已在新加坡设立了境外办事处,今后还将在其他地点陆续设立境外办事处。

积极做好投资者教育和市场培育,针对不同类型的市场参与主体,组织开展了106场专业化培训,与会员单位共同举办原油主题市场活动超过500场,通过形式多样的投资者教育,不断深化市场对规则的理解认识。

上期所相关负责人表示,原油上市以来成绩的取得,在一定程度上表明上海原油期货合约、基本运行制度、国际化制度、跨境监管的设计和和技术系统对接等方面已经经受住了市场的初步检验。

“但是市场发展不是一蹴而就的,原油期货市场建设是一个复杂而长期的系统工程,市场的成熟和功能的发挥需要一个循序渐进的培育过程。原油期货自上市以来成交较为活跃,但与欧美成熟品种相比仍存在差距。原油期货功能的进一步提升,还需要市场进一步成长、境外参与度进一步提高、流通性和持仓规模进一步增加。这些都需要市场参与者共同努力呵护,稳步培育市场发展,维护市场公平秩序。”上期所相关负责人表示。