

每公斤逾13元 “姜你军”重现江湖

虽然今年市场上没有了“豆你玩”、“蒜你狠”、“辣你没商量”的热闹，但同比上涨三倍还多的“姜你军”重现江湖，仍让市场广为侧目。作为农产品中的小品种，绿豆、生姜、大蒜和辣椒等上涨一种种植面积扩大一增产—价格暴跌—减产—价格暴涨，使得小品种陷入了循环圈中不能自拔。

A06 期货·行情纵览



期货江湖混战 谁具“终极大佬”相

有这样一类机构，他们不差钱，不差优质客户，还坐拥无数房产和柜台，他们是传说中的“富爸爸”——银行。

继券商系开启了收购期货公司的第一波浪潮后，银行也加快了对期货经纪业的渗透。曲线收购、间接控股早不乏案例。然而，像银行这样的猛虎下山，期货市场将发生哪些变化呢？

A07 期货·行业生态



铁合金：穷守电力聚宝盆 急盼期货招财术

中国证券报记者赴宁夏、内蒙古等铁合金主产区调研发现，铁合金是一个生存在“电线杆上的产业”。由于地处西北地区，一度电仅需0.3元至0.45元，电力成本优势明显。但整个产业仍面临窘境，开工率仅60%左右，而一些新建项目仍希望赶在9月“大限”前匆忙上马。

A08 期货·大视野

361° 看市

时事速递

大商所助力券商
开展商品业务

7月24日至25日，大商所联合中国证券业协会，在大连举行“证券公司创新服务实体经济”研讨会，探讨在新形势下，交易所和协会如何支持证券公司寻找新领域、运用新工具、开发新产品，围绕商品期货市场开展商品OTC交易业务。

大商所负责人介绍，目前大商所已上市15个商品期货品种，覆盖农业、化工、能源矿产几大板块，品种国际联动性不断加强。2014年上半年成交量已经达到36亿手（单边，下同），日均持仓攀升至395万手。期货市场的价格发现和风险管理功能得到发挥，市场结构趋于合理，上半年法人客户累计持仓占比约为38.4%。此前，大商所已组织开展了面向机构投资者的各类培训，合理引导基金、证券公司、银行等机构主体认识商品市场，大力倡导银期合作，为产业客户、金融机构有效参与期货市场提供必要的支持。

这位负责人表示，下一步，大商所将继续积极支持机构投资者进入期货市场，提升金融机构的市场服务能力，从而进一步优化期货市场的参与者结构，更好地为实体经济和财富管理服务。

与会代表认为，当前中国正值产业调整、转型升级的变革期，产业迸发出巨大的风险管理需求，但产业界期货交易人才匮乏与个性化风险管理需求突出等矛盾，使市场急切呼唤专业性的金融中介服务机构提供场外的风险转移渠道。目前，场内标准化的期货产品能够在一定程度上解决企业的风险管理问题，但个性化较强的场外商品衍生品也是企业进行价格风险对冲的重要工具。鼓励并引导证券公司等专业机构面向客户设计满足企业风险管理需求的交易型产品，可以有效便利企业管理现货经营的风险；而场内期货市场作为机构对冲其产品净风险敞口、转移自身风险的主要渠道之一，将发挥面向机构的核心“套保”作用。（王姣）

“土老冒”搭上“洋快车”

渤海所上市鸡蛋现货合约

7月25日，鸡蛋现货合约在渤海所上市。上市首日，全天共成交28.43万手，持仓2万手。上午9时集合竞价后以44.55元/5千克开盘一路上攻，最高成交价48元/5千克，最低价44.55元/5千克，最终报收47.60元/5千克，上涨3.16元/5千克，涨幅7.11%。

芝华数据分析师阎文杰指出，现货合约上市首日涨幅过大，价格高于当地市场价，或体现了周末以及中秋备货的预期。但随着中秋备货临近且近期走货有所好转，整体格局上后市易涨难跌，现货合约短期维持震荡格局，等待市场指引，或小幅回踩再步入逐步上涨格局。

芝华数据另一位分析师冯华表示，鸡蛋现货品种登陆渤海商品交易所，将改变过去传统的禽蛋现货市场销售渠道和形态，使鸡蛋“土老冒”式的交易风格混搭上电子商务的“洋味儿”，并与金融、物流等多个行业形成紧密结合。能够让买卖双方充分发现价格，而且不同于传统现货贸易市场上游信息不对称造成的价格通透性差，电商交易平台利用规范化的品种合约能够切实保障每一笔交易的公平与公开。贸易商也可以通过现货电子交易平台拓宽销售渠道，有效防范传统现货贸易带来的“库存降价”风险。（王朱莹）

一周黑马

“铅”华尽现
“锌”潮澎湃

“锌”潮澎湃和“铅”动市场成为大宗商品上周行情的关键词。过去一周中，沪铅主力1410合约从14165元/吨涨至14960元/吨，累计涨幅高达5.76%，沪铅指数盘中触及15150元/吨，创2013年2月以来的最高纪录；沪锌主力1409合约从16575元/吨涨至17210元/吨，累计上涨3.83%，沪锌指数盘中触及17440元/吨，创2011年8月以来的最高纪录。

分析人士认为，以铅、锌为代表的有色金属的集体上涨，表明投资者对主要金属消费国——中国的经济状况预期乐观。此外，国际铅锌研究小组近期再次发表报告称，预计2014年全年全球铅锌整体将呈现温和短缺，这也将迫使更多机构从中长期看好铅锌的基本面格局。

“目前有色金属上涨是宏观经济回暖、供应端出现问题背景下的资金推动的共同作用。”光大期货研究员李琦认为，随着全球精炼锌供应趋紧，短缺扩大，欧美需求复苏，中国下游需求在稳增长政策支持下，需求将逐渐回暖，锌价中长期上行格局成立。（王姣）

念好“稳”字“活”字诀 ETF期权最快8月问世

□本报记者 顾鑫

“ETF期权最快将在8月底前正式推出。”市场预期，ETF期权正渐行渐近，其问世将给投资者提供一个全新的证券品种，而资本市场的决策则迎来新的历史节点。专家指出，2014年将会成为“期权元年”。

据中国证券报记者了解，首批ETF期权的试点标的包括上证50ETF和上证180ETF，对于最终推出的时间表，尽管上海证券交易所（下称“上交所”）则守口如瓶，但多位业内人士和专家表示，8月底前最有希望问世。他们认为，ETF期权的推出将给资本市场和中国经济带来长期利好，预计将着力念好“稳”和“活”这两个口诀，即建立多项风控措施、抓好期权投资者教育、确保平稳推出，并引入做市商制度、提供流动性，让ETF期权发展得又好又快。

先于个股期权推出

“2014年可以定义为期权元年，而ETF期权有望率先推出。”有接近上交所的市场人士告诉中国证券报记者，ETF期权正越走越近，市场各方都在积极准备，预计最快8月底前正式问世。

“要做的准备工作很多，包括开发交易结算系统、研究交易策略和风控措施、投资者教育等，券商正抓紧迎接这一新的投资品种。”券商人士称，交易结算系统是必须拥有的硬件，这与股票市场完全不同，并不是所有券商都具备这方面条件；交易策略则是需要修炼好的内功，尽管绝大部分机构都储备了很多衍生品方面的人才，但肯定不是所有的机构都能从期权交易中赚钱；而投资者的认可则是不可或缺的外部条件，对于国内投资者而言，什么是期权、如何利用好期权这一投资工具还比较陌生，这一情形与当年股票推出时类似。

市场规则方面，7月份，上海证券交易所下发《证券公司ETF期权经纪业务风险控制指南（征求意见稿）》，从保证金管理、投资者持仓额度、风险管理等方面做出了规定。

据中国证券报记者了解，2012年6月，上交所开始ETF期权模拟交易，至今已经平稳运行两年；2013年12月26日，上交所正式启动了基于生产环境的期权全真模拟交易。截至2014年6月，77家券商的经纪业务客户参与了模拟交易，开户数超过37万户，总体运行平稳。当前，ETF期权的交易、结算等系统已经部署完毕，上交所也已完成了67家会员业务和技术准备情况的现场检查。一家A类券商的人士透露，他所在的公司已准备就绪，并在上周接受了现场检查和技术检测，A类券商均主动要求现场检查和测试。

实际上，在今年2月份上交所公布的2014年各项重点工作提出，“全面做好个股期权产品各项准备工作，进一步完善业务方案和规则体系，通过全真环境下的模拟交易，全面检测并完善业务方案、风控措施和技术系统，加强投资者培训，进一步完善个股期权运行配套机制”。对此，北京工商大学教授胡俞越表示，从推出的合理顺序看，ETF期权的推出时间应当排在个股期权之前，现在的实际情况与规划之初应当已有所改变。

胡俞越解释，相比之下，个股期权更容易出现“坐庄”的情况，而ETF期权非常难以操纵，甚至完全不存在这种可能。

据了解，首批ETF期权的试点标的包



CFP图片 制图/尹建

括上证50ETF和上证180ETF，具有较大的规模、较高的流动性以及高效的申赎套利机制，操纵这两只ETF的难度与操纵大盘无疑。

资料显示，ETF的中文名称为“交易型开放式指数证券投资基金”，既能在一级市场进行申赎，也能在二级市场进行交易，采用被动式的指数化管理，管理费率通常为开放式基金的三分之一，一买一卖ETF的交易费比相应操作股票的交易费要节约50%。50ETF和180ETF集合了沪市最核心的大中型龙头企业，对应的股票市值分别高达7.5万亿元和10.5万亿元，具有规模大、流动性好、分红率高等特点。

料将平稳运行

对于ETF期权的推出，少数观点认为，由于市场扩容，可能引发股市波动。不过，专家指出，ETF期权的推出并不会导致股市资金分流，应当是一个中性的概念；中长期而言，更要看引到大量的增量资金，利于资本市场的长期发展。

期权对于现货市场的影响，成熟市场已有充分的研究和明确结论。1974年末，南森公司发布的《回顾芝加哥期权交易所股票期权上市交易》研究报告提出，期权推出后对新股与新公司债券的发行没有影响，也没有分流原本投资于股票和债券市场的资金。报告研究了16只期权标的股票的波动率，发现在期权推出后的8个月中，16只股票的波动率显著下降，这意味着期权的上市起到了稳定市场的作用。报告还研究了32只期权标的股票的买卖价差等流动性指标，发现期权推出后，标的股票流动性明显提高。

美国商品期货交易委员会、证监会和美联储于1984年形成的《期货和期权交易对经济影响研究报告》亦显示，期权产品不会分流股市资金，在期权交易的整个过程中，市场资金总量并没有减少。相反，期权交易能够有效提高现货市场的流动性。

南华期货副总经理朱斌认为，影响股市波动的因素很多，包括企业盈利水平、无风险利率的高低等，因此，股市呈现波动是一种常态。

做市商确保流动性

为确保ETF期权的平稳推出，市场预期，未来将要出炉的ETF期权方案将在投资者适当性制度、保证金制度、仓位前端控制等方面进行较为严密的设计，防止出现市场炒作、中小投资者遭遇巨大损失等情况。

专家表示，期权既可以给公众提供规避一般风险的机会，类似于保险，又可以起到增强收益的效果，因而有助于鼓励企业将更多的资金投向风险较高的项目，如新设企业或开发新产品。就整个经济而言，期权有助于提升经济效率，因而其推出给中国经济可能会带来的积极影响不可低估。除了上交所的ETF期权，预计未来深交所的ETF期权，中金所的股指期权等都有望陆续推出。

做市商确保流动性

为确保ETF期权的平稳推出，市场预期，未来将要出炉的ETF期权方案将在投资者适当性制度、保证金制度、仓位前端控制等方面进行较为严密的设计，防止出现市场炒作、中小投资者遭遇巨大损失等情况。

业内人士介绍，ETF期权的资金门槛为50万元。除此之外，投资者还应有两融或者金融期货的交易经历，并通过投资者适当性的综合评估和在线考试。不得有不良诚信记录。方案对不同级别的投资者设置不同的交易权限和规模，一级投资者可以在持有ETF或股票时进行备兑开仓（卖出认沽期权）或保险策略（买入认沽期权）交易；二级投资者在一级投资者权限的基础上增加买入权限；三级投资者

在二级投资者权限的基础上增加卖出开仓（保证金）的权限。

按照“稳起步”的原则，方案对期权保证金设置了较高的要求，可覆盖标的证券连续两个交易日涨停或跌停的风险；并采取技术手段，对资金和仓位均实施交易前端控制。一方面对开仓进行资金前端检查，有多少资金才能开多少仓位；另一方面对平仓进行前端检查。为有效抑制投资者的不理性交易行为，个人投资者买入期权的资金规模不得超过其证券账户自有资产的10%或者过去6个月日均持有沪深市市值的20%；另外，还对严重虚值期权合约限制了绝对涨幅，以有效遏制爆炒行为。

“保证平稳运行的另一层意思是可能会出现流动性不足。而从国际经验看，由于期权合约设计较为分散，确实存在冷门合约和热门合约的情况。”业内人士称，方案对于ETF期权推出后可能出现的流动性也有着充分的考虑，未来将推出做市商制度，从而在市场流动性不足的时候提供足够的流动性，这有利于报价的稳定，也是国际期权的通行做法。不同于商品期权，这一制度不仅要在初期有，还应长期存在。

对于券商而言，做市商角色并不意味着可以“做庄”，到底能获得多大的收益需要打一个问号。据了解，ETF期权交易实行混合交易机制，以竞价交易制度为主、做市商制度为辅，而且实施竞争性做市商制度，即一个标的证券可以有多个做市商。监管方面，对做市商的各项风险指标进行实时监控，要求其做市交易与自营交易分开，严禁其利用做市便利进行违法违規行为。

“做市商主要是赚取报价的价差，但并不是稳赚不赔，因为市场高度透明，交易系统运行效率很高，投资者并不是必须得跟做市商进行交易。做市商跟普通投资者一样，也不拥有发行权。而且，做市商报价的价差以及覆盖率都需要满足交易所的要求，否则评价等级就可能会很低，从而失去交易所提供的一些激励。”中投证券有关人士指出，“做市商一般按照理论值进行报价，但最终的市场价格可能会出现偏差，一旦报错了就会面临很大的亏损。”

微视角

期货公司改革创新“三忌”

市场的大门，都将是期货史上最绚丽的一章。

尽管无法看清前方道路的轮廓，但笔者认为，期货公司改革创新须要牢记“三忌”：

一忌束手束脚，固步自封。后工业化时代和互联网金融时代的到来，使得过去能够获取收益的经营模式面临着巨大的风险和挑战，沉浸在过去的经验经营方式之中，必然将被淘汰。如何从经验业务核心模式，向未来的风险管理、资产管理的服务模式转变？这需要期货人尽可能地发挥主观能动性，想方设法地用好内部资源，借力外部资源，加快业务模式创新，打造差异化竞争优势。目前来看，资管业务和风险管理子公司业务创新成为很多期货公司改革的突破口，原油期货、期权等品种的上市也将打开更广阔的空间，而期货公司的一切创新必须以客户为核心，只有帮助客户做好风险管理、成本管理和资产管理，才能赢得市场的舞台。

二忌左顾右盼，贪大求全。这是个改革的时代，也是个鼓励创新，鼓励个性，鼓励颠覆的时代。新国九条出台后，人人都在讨论战略，人人都在讨论改革，到底应该怎么改革，向哪个方向改？没有标准答案。不过，在无情的市场竞争中，只有真正清楚自己目标并且坚守原则的战士才能勇往直前。然而，目前行业内有些期货公司的改革缺少“生心骨”，甚至出现为了申请全牌照而申请、为了改变而盲目模仿、东插一手西插一手的热闹的局面。笔者认为，无论是现货系、传统系期货公司，还是券商系、银行系、信托系期货公司，都应当结合自身资源，在有优势的品种和业务上继续深化，做好公司发展的战略定位，或专注资产管理，或专注产业服务，或注重多元化发展，才能在未来的金融混业竞争中拥有自己的一席之地。

三忌术业不专，忽视风控。期货公司的核

心能力是风险管理服务能力，只有不断提升核心业务能力，并形成特色，才能在行业中占有一席之地。一方面，期货公司在发展壮大过程中，将不断参与以往从未参与的业务；另一方面，金融机构混业经营的趋势下，金融机构的边界正在变得越来越模糊，对金融机构的监管以及内部风险控制提出了挑战。以曼氏集团为例，业内人士将其破产的原因归结为战略管理上的迷失和风险管理的不健全，即在公司主营业务业绩不佳的情况下，曼氏企图通过自营业务弥补利润下滑，但自营业务的规模和潜在的风险都没有管理好。期货公司在进行新业务拓展的同时，不能片面追求规模的扩大，一定要把风险控制放在首位，经常性地评估各类风险对公司业务带来的冲击和影响，不断完善风险控制机制，让公司实现可持续的良性发展。

□本报记者 王姣

期货公司站在十字路口，茫然四顾。

身后是再也无法安身立命的期货经纪业务，左右两侧银行、券商虎视眈眈，与之搏命毫无胜算。远目而眺，前方迷雾重重，只能摸着石头过河。

如何防止传统业务的“土流失”，如何抢占新领域的市场制高点？是坚守现有的“草台班子”，还是背靠大树好乘凉？是保持自己的独立性，还是融入集团的整体架构？这些问题贯穿整个期货业改革发展的始终，业界莫衷一是。

对中国期货业而言，每一次改革都是一场没有先例的创新和挑战，也正是一代期货人的探索推进了行业的巨大发展。我们相信，回顾今天这段历史，无论是混业经营、交叉持牌的顶层设计开放，还是银行、保险资金试图敲开期货