



梭进蔗退:中国糖业危机调查

宁静的中国大西南地区,一场蔗与树的“肉搏战”正浩荡而起。梭进蔗退,是农民在市场化则下经济效益优先的选择。调研中,农民不止一次地酸涩言衷——“种甘蔗不得钱”。

A06-A07 期货周刊·广西糖业生态变迁



期现结合 唤醒煤炭业的“阿拉丁神灯”

新一轮电改大幕开启,煤电产业链进一步市场化,生存还是毁灭,容不下企业哪怕短暂的犹豫。然而,在动力煤价格一路下滑的2014年,仍有一些煤炭企业和贸易商实现了大幅盈利,甚至借机成为行业领跑者。

A08 期货·大视野

361° 看市

外汇期货:只待新雷第一声

□本报记者 张利静

东风随春归,发我枝上花。鼓励创新的政策暖风吹开了金融衍生品市场的满园春色,上证50ETF股票期权、十年期国债期货上市,新股指期货脚程加快,原油期货上市可期……日前,国务院决定再取消和调整一批行政审批项目中,涉及期货方面的包括:原属于证监会审批范畴的期货交易上市、修改或者终止合约,以及期货交易场所合并、分立或者解散等审批项目,均被取消。

去年年底,消息人士称,中金所已着手准备外汇期货,相关方案已经上报证监会,争取在2015年推出外汇期货。中国的外汇期货产品将分为人民币汇率期货和交叉汇率期货两大类。

那么,目前人民币外汇期货推出时机是否成熟、场内场外外汇市场如何协调发展?带着这些问题,中国证券报记者采访了上海财经大学金融学院副院长刘莉亚、招商银行总行金融市场部高级分析师刘东亮、东方证券首席经济学家邵宇、国投中谷期货研究部负责人宋姗姗。

刘莉亚:资本市场逐步对外开放的过程也是人民币不断走向国际化的过程。外汇期货市场是发挥价格发现能力的重要场所,人民币外汇期货的推出能帮助我们继续把握人民币汇率的定价权,这对我国的金融安全意义重大,因为若汇率形成方式被境外市场主导可能使得我国银行和企业面临巨大的潜在风险。

推进人民币资本项目可兑换需要外汇风险管理工具,而人民币外汇期货正是这样一个工具。资本项目可兑换是一个逐渐放松资本管制,允许居民与非居民持有跨境资产及从事跨境资产交易,实现货币自由兑换的过程。我国在保持货币政策独立性的前提下,推动人民币成为完全可兑换货币,必然导致汇率呈现出一定程度的波动。这对我国企业而言,不仅对对外贸易等经常项目收支面临汇率风险,引进外资、对外投资等资本项目同样面临汇率风险。此外,我国目前的远期结售汇市场还存在一些不足,比如交易成本较高、服务的群体有限、交易机制不够灵活等等。顺利推进人民币资本项目可兑换,需要推出外汇期货。

邵宇:资本市场的对外开放首先需要资本账户的开放,而资本市场开放前提是汇率市场化。人民币外汇期货能够进一步降低人民币汇率市场化的风险。从这个角度来看,人民币外汇期货市场是资本市场对外开放的重要保障。

宋姗姗:2005年之后,我国已经陆续推出了外汇远期、掉期和期权等场外外汇衍生品。外汇期货是唯一一类没有推出的重要外汇衍生品种类。随着我国资本市场对外开放程度的不断深入,人民币外汇期货的需求将相应提升,条件逐渐成熟。人民币外汇期货将丰富国外投资者管理汇率风险的工具,集中交易的外汇期货市场与分散的场外市场相配合,能够为全球各地的投资者提供统一的服务。

中国证券报:推出人民币外汇期货对我国实体经济有何影响? 场外外汇衍生品已经



CFP图片

出现,是否还有必要推出人民币外汇期货?

刘莉亚:建设外汇期货市场可以帮助实体经济尤其是外向型中小企业管理外汇风险,提升金融期货市场服务实体经济的能力。实体经济需要同时考虑规避商品价格风险和汇率风险,及价格风险和汇率风险的相互影响,在期货交易上市人民币汇率期货有利于实体经济对多重风险进行统一管理,降低管理风险的成本。随着人民币汇率双向波动日益明显,企业面临着更为严峻的外汇风险。人民币汇率的波动,极大地影响了我国实体经济的稳定发展。当前我国外贸企业普遍采用的避险方式包括自然对冲、贸易融资和远期结售汇等,避险工具有限且交易成本很高,风险规避效率低下。

因此,我国企业特别是外向型中小企业总体上只能被动应对汇率波动。推出人民币外汇期货,可以丰富企业的避险工具,更好地满足企业套期保值需求。不同于场外外汇衍生品,外汇期货具有合约标准化、中央对手方清算和流动性较高等特点。同时,外汇期货市场交易成本低,可以帮助参与者获得接近银行间市场的价格。难以获得银行风险管理服务的我国中小企业,可以进入外汇期货市场,开展套期保值业务,降低外汇风险对企业经营的影响。

刘东亮:外汇期货的作用主要有两点,一是管理未来风险,二是发现价格,但是这两点通过目前银行间市场的外汇远期、期权都已经充分实现了,且银行间市场已经运作多年并相当成熟,外汇期货的作用更多的是对目前OTC市场的补充和完善。由于OTC市场流动性好,市场容量大,可以连续交易,涉及外汇风险对冲、外汇风险管理的企业几乎都在银行间市场进行交易,全球外汇期货的成交量可能只有OTC市场的1-2个百分点。期货交易的参与者主要是无法参与OTC市场的小型机构,如小型私募对冲基金等,或者个人零售投资者。

目前中国的外汇期货其实是存在监管套利空间的。在银行间市场,监管政策较严,通常要求客户的交易具备实需背景,投机性不足,如果外汇期货推出后能够放宽实需要求,允许投机力量的存在,应当可以吸引一部分主体参与其中。但是OTC市场也正在做出改变,两个市场间的竞争将会是长期存在的。交易所市场通过多空持仓数据的统计,能够揭示出市场情绪的变化,这一作用是OTC市场

所不具备的。

宋姗姗:从实体经济角度来讲,实体企业的跨境业务迫切需要管理人民币汇率风险的工具,以提高外汇风险的管理能力。远期结售汇是当前企业的主要避险工具。2013年远期结售汇签约额仅占当年进出口额的10%,国内企业和跨国公司主要是使用者,我国大部分中小企业没有采用外汇衍生品避险。银行基于成本和风险的考虑,往往不愿意为中小企业提供外汇风险管理服务。而中小企业资本小、利润薄,更容易受到汇率波动的影响。外汇期货合约的标准化设计可以降低违约风险和交易成本,并且价格信息透明。中小企业可以直接从外汇期货市场拿到批发价格,提高避险能力。从人民币外汇期货的功能来说,其推出将有助于国内期货交易上市的其他交易品种,作为风险管理工具的功能更好地发挥。

中国证券报:我国推出人民币外汇期货,当前还面临哪些困难,需要什么条件?

刘莉亚:总的来说推出人民币外汇期货的条件已经基本成熟,但仍存在一些问题。首先,人民币还未完全实现国际化和市场化,个人和企业结售汇仍然受到实需原则制约,现在推出人民币外汇期货还存在政策协调和制度配合的困难。同时我国人民币汇率形成机制改革尚在进行之中,上市人民币外汇期货需要突破的政策限制较多。其次,推出外汇期货需要处理好市场发展和风险控制的关系。现在不少人仍觉得金融衍生品风险巨大,这种观念亟待修正。另外,外汇期货市场的发展还需要现货市场的配合,目前外汇现货市场自身的定价机制、流通机制都存在缺陷。

所需条件方面,首先,一个成功的外汇期货市场的诞生和发展必须要有一系列基础条件,包括充分的市场需求、完善发达的基础市场、市场化的汇率和利率形成机制、作为完整经纪人的交易者、成熟的法律框架和完整的制度体系等等。其次,金融衍生品市场建立后的长足发展主要取决于金融创新,而在金融工具创新方面,我国缺乏与国际接轨的条件,如缺乏发达的金融市场、利率未完全实现市场化、资本市场没有完全放开等等。

邵宇:首先,推出人民币外汇期货首先需要建立在人民币外汇市场化的基础上。汇率市场化的难点在于国内金融市场的发展程度是否能够抵御外汇波动带来的风险。完善的

国内金融市场体系最根本的标志是金融市场的市场化,关键是利率市场化。其次,完善的金融体系需要行之有效的法律法规制度。

宋姗姗:这要从两方面来考虑。第一,人民币汇率定价市场化程度有待进一步提升。第二,人民币国际化的继续向前迈进对扩大人民币外汇期货的市场需求至关重要。环球银行金融电信协会(SWIFT)今年1月28日发布的数据显示,2014年12月,人民币已经上升为全球第五大常用支付货币,市场份额创下2.17%的历史纪录,仅列于日元、英镑、欧元和美元之后,超过了加元和澳元。而2013年1月时,人民币在全球支付货币中排名第13位,当时的市场份额为0.63%,仅两年时间,人民币排名上升8位,且12月人民币在全球的支付金额增长高达20.3%,明显高于同期其他货币支付金额增长的14.9%。人民币向常用支付货币转变的步伐印证了人民币国际化取得显著进展。也应认清尽管人民币国际化在去年取得了长足进步,但尚在起步阶段的现实。

中国证券报:对我国人民币外汇期货的设计推出有何建议?

刘莉亚:当前,对于在我国境内推出人民币外汇期货最终定论之前,离岸人民币市场发展快速,离岸人民币外汇期货在境外市场成为各交易所追逐的热门产品。在我国还存在管制的资本子项目中,大多是非常重要的甚至关乎国家金融安全的项目。因此,对这类项目的开放不能采取全国一起放开的策略,而应选择抵御力和创新力都比较完备的城市作为试点。在这种背景下,我国可以在上海自贸区率先试点人民币外汇期货。上海自贸区推出人民币外汇期货的条件已经成熟。离岸市场已经推出多款人民币外汇期货,并且得到我国监管机构的支持,而上海自贸区与离岸市场互联互通,也具备推出外汇期货的条件。上海自贸区的外汇期货试点取得成功就可以向全国推广。

其次,还需加强投资者教育。人民币外汇期货要对实体经济起到作用的一个前提是:企业必须摆正对待人民币外汇期货的观点。目前各类市场中的投资者在看待金融衍生品工具方面存在误区,包括涉及对外贸易的企业在内的外汇市场参与者也不例外——认为外汇期货等金融衍生品是单纯的投资工具,而不是避险工具。这种思路恰恰偏离了金融衍生品最基本、最核心的功能——避险功能。因此,适当地引导、启发外汇市场的交易者(尤其是从事实体经济的企业)去用好这样一种避险工具,在外汇期货正式推出之前是非常必要且重要的。

邵宇:根据人民币外汇期货的条件,人民币外汇期货的设计推出首先需要进一步推进利率市场化。其次,汇率市场化过程中,为了降低汇率风险,我们认为外汇期货可渐进有序推进,但进程上可根据汇率市场化的程度适当加快。再次,依托银行间市场人民币外汇市场的同时,可加快中金所人民币期货市场建设,统筹场内场外人民币外汇期货市场发展。最后就是完善相关法律法规的建设,为外汇期货市场的推进提供保障。

宋姗姗:现阶段,由于人民币汇率市场化形成机制改革还在进行之中,上市欧元兑美元、澳元兑美元交叉汇率期货有利于避开现行外汇管理政策交叉限制,是目前外汇期货市场建设的最佳突破口,同时可以为人民币外汇期货市场建设积累经验。交叉汇率期货是全球非常成熟的金融期货产品。我国可以首先选择推出欧元兑美元、澳元兑美元两个交叉汇率期货产品。

时事速递

大商所期权做市商合作测试首周火热

□本报记者 张利静

3月27日,大连商品交易所豆粕期权做市商合作测试(简称“合作测试”)已满一周。从交易情况看,首周运行平稳,交易活跃,投资者和做市商参与热情均较高。通过测试,市场投资者进一步增加了对期权交易的了解、积累了交易经验,做市商做市水平也得到提升和检验,为挖掘、培育优秀做市商、完善做市商制度打下基础。

首周期期权仿真交易共成交2,826.88万手,其中看涨期权成交量1,851.64万手,占比65.50%;看跌期权成交量975.25万手,占比34.50%。看涨期权较看跌期权成交活跃,符合市场对豆粕期货后市看多的预期。首周参与交易客户数共7,469个,其中单位客户数122个(含做市商),个人客户数7,347个,市场对仿真交易参与的积极性较高。

做市商方面,首周参与的做市商共成交1,435.79万手,占总成交量的50.79%。分析认为,市场一半的成交量由做市商提供,与国外成熟期权市场表现一致,充分体现了做市商作为市场交易对手方,对提供期权的流动性起到的重要作用,以及在豆粕期权上市准备过程中推进期权做市商制度建设必要性。据了解,在本次合作测试中,做市商按义务进行双边报价,在M1505、M1509和M1601等主力合约月份对应的期权合约系列进行连续报价,其余月份期权合约系列进行询价报价。从实际运行来看,各合约买卖价差合理,尤其主力合约月份买卖价差较小,满足了投资者交易需求。

浙商期货期权衍生品部张德鸿博士在接受采访时表示,从首周测试显现出的市场特点看,各期权合约平值及浅度虚值附近持仓量及交易量较大、分布较为合理。同时,首周测试做市商在保证了期权流动性和价差合理性同时,也检验出不同做市商做市水平的差异。有分析认为,首周无合约到期情况下行权2.8万手、损失时间价值做行权,体现部分做市商操作还不理性。张德鸿也表示,豆粕指数的历史波动率一直处于较为平滑的区间,将长期处于低位水平。而本周近月豆粕看跌期权隐含波动率形态呈现出随行权价格升高而单边下挫的形态,两条隐含波动率曲线均呈单边形态且在平值附近交叉。隐含波动率出现异常并较正常值有所上升,说明部分做市商报价还不太合理,需要进一步加深对这一工具的认识。

大商所交易所相关负责人表示,首周测试初步检验了期权做市商制度设计以及相关系统等准备情况,在测试余下的几周内,交易所将加强与软件商和做市商的沟通交流,及时了解跟踪会员系统情况,并有针对性地进一步完善期权业务规则和相关系统。同时,在测试期间,交易所将继续对市场的报价、流动性等进行跟踪和分析,了解做市商的交易特征和对市场的影响,完善做市商监管方案与指标设计,挖掘培育优秀做市商,夯实豆粕期权上市基础。

上证50、中证500期指合约规则准备就绪

□本报记者 王超

2015年3月27日,中国金融期货交易所(简称“中金所”)发布上证50、中证500股指期货合约及相关细则,标志着上证50、中证500股指期货合约及其实施细则已经准备就绪。

2015年3月16日至3月20日,中金所就上证50、中证500股指期货合约及相关细则向社会公开征求意见。在征求意见期间,中金所通过网上公开、走访机构等多种方式,广泛听取市场各方的意见和建议。从此次征求意见情况看,市场参与者对中金所设计的上证50、中证500股指期货合约及其实施细则表示普遍认可。

上证50、中证500股指期货合约及其细则的制定和发布,是产品上市工作的重要环节。下一步,中金所将在中国证监会的统一领导下,有条不紊地落实上证50、中证500股指期货上市的各项准备工作,确保新产品的平稳推出和稳健运行。

刘志超:加快期货及衍生品市场创新发展

□本报记者 王朱莹

“加快推动场外衍生品市场建设”、“进一步完善市场品种体系和交易规则”、“培育一批专注于‘财富风险管理’的期货及衍生品中介机构”。在3月28日于杭州召开的2015中国(杭州)财富管理论坛上,中国期货业协会会长刘志超针对如何进一步加快期货及衍生品市场创新发展,有效满足新常态下财富管理的需求,提出了上述三点建议。

刘志超认为,第一,要加快推动场外衍生品市场建设,满足实体经济个性化财富风险管理

需求。数据显示,截至2014年6月,全球场外衍生品名义持仓总额达691万亿美元,约为场内持仓金额的9.5倍。总的来看,我国场外衍生品市场规模远小于境外市场,也远小于我国场内市场规模。因此,下一步应加快推动场外衍生品市场建设,支持期货经营机构开展场外期权、远期、互换等场外衍生品交易,规范发展期货经营机构柜台业务,支持期货经营机构自主创设场外衍生品合约,并进一步完善相关配套机制。

第二,进一步完善市场品种体系和交易规则,增加市场广度与深度。目前,我国期货及衍

衍生品市场仅上市48个商品期货品种,3个金融期货品种,品种的数量和结构尚远远不能满足各类经济体对财富进行风险管理的需求。下一阶段,应进一步拓展市场广度,继续推出大宗资源性产品期货品种,发展商品期权、商品指数、碳排放权等交易工具,逐步丰富金融期货及衍生品品种体系。同时,应进一步提升市场深度,不断优化市场套期保值和套利交易等相关制度,加大机构投资者引进力度,完善期货及衍生品市场参与者构成,促进市场风险管理功能的发挥。

第三,提升专业服务能力,培育一批专注于

“财富风险管理”的期货及衍生品中介机构。他说,今年协会的一项重点工作就是积极推动期货公司风险管理公司业务和资产管理业务的开展。目前,有39家风险管理公司在协会备案,101家期货公司完成资产管理业务登记。下一步,中国期货业协会将进一步推动风险管理公司业务的试点,并全面评估风险管理业务开展情况,对该业务取得的成果、存在的问题进行总结分析;制定发布《风险管理公司内部指引》,引导风险管理公司加强内部控制;组织开展经验交流,推动解决风险管理公司试点过程中遇到的难点热点问题等。