

着力推动期货市场从“量变”到“质变”

□方正中期期货有限公司总裁 许丹良

新时期期货市场使命重大

当前我国期货市场上市的品种越来越齐全,期货市场被赋予了服务实体经济和服务“三农”的重要使命。我国期货市场发展的最早期,体现了现货市场发展到期货市场的市场发展规律。

期货行业服务好国民经济和实体经济,是促进期货市场发展的首要任务。根据2017年3月16日中国期货业协会下发的《期货经营机构服务实体经济行动纲要(2017-2020)》精神要求,期货市场发展面临全球经济复苏、中国供给侧改革全面推进、中国期货市场开放力度实质性加大和更加贴近现货市场与实体经济的客观形势;中国期货市场和期货行业继续把服务好国民经济和实体经济作为发展的目标与根本宗旨;当前要求中国期货市场需要具备服务于实体经济的能力和金融工具,需要在期货行业发展的条例和相关制度上进行修改和完善,来满足期货行业有资格有牌照来更好地、更贴近现货市场服务好广大实体经济。

第一,促进中国特色社会主义市场经济的平稳发展。尤其在目前全球经济发展不确定性、美国持续加息、新兴市场国家出现资金外流等情况增大了全球系统性金融风险,使国际市场几乎所有大宗商品价格都出现剧烈波动,大大加剧了生产者、经营者和消费者的商业风险。中国期货市场通过“两锁一降”的功能使相关生产经营企业相对准确地把握商品价格动向,合理安排生产经营,从容应对潜在的价格风险,分散和规避大宗商品价格剧烈波动的风险。

第二,通过期货经营中介机构来服务于实体经济,保证期货衍生品市场发展不脱离实体经济的实际需要。经过近30年发展的中国期货市场是适应中国经济体制改革和经济发展的需要而产生的,是具有明显中国特色的。期货公司通过风险管理业务、投资咨询业务、经纪业务和资产管理业务来全方位、多层次地服务于实体经济,满足实体经济在生产经营、行情资讯、投资交易、资产管理等方面面的实际需求。

第三,中国期货市场发出“中国声音”代表中国参与国际竞争。越来越多的期货品种具有中国特色,相关期货交易规则同样具有中国特色。一些重要品种包括豆类、有色金属等影响力日益增强,这些品种所在的交易所逐步成长为亚太地区重要的定价中心,全球大宗商品交易市场上的“中国价格”引起的“中国声音”已越来越受关注。期货市场已经成为指导生产者、消费者、贸易者开展经营活动的“风向标”和“晴雨表”,成为相关现货企业规避经营风险的“避风港”。

亟待解决三方面问题

相比欧美国家的期货市场经历了160-170年的长期发展,目前我国期货市场还是处于发展初期。一方面我国期货期权市场还需求进一步的培育和发展,潜力非常巨大;另一方面我国35万多家企业和2000多家境内外上市公司,仅

有100多家企业利用期货期权工具管理各类风险,相比发达国家高达90%以上的大企业利用期货工具,我国还有很长的路要走。

现阶段我国期货期权市场还有一些亟待解决的问题,主要体现在三个方面:

第一,期货相关法律法规未及时与快速发展的期货期权市场相配套进行修订和完善,比如随着我国部分大型期货公司的持续发展,综合业务能力较强、抗风险能力提升、资本实力大幅提高,期货风险管理业务、资产管理业务均可以通过期货公司进行全面开展,在允许设立期货风险管理子公司和资产管理子公司后,两类子公司面临人才短缺、资本金较小、盈利能力弱、合规管理力量薄弱、办公场地偏小等现实问题。这就需要期货法律法规修订并赋予期货公司相应的权力来开展风险管理业务等期货类业务,以便更好地服务于实体经济。

第二,近十年期货公司从业人员一直在28000-35000人之间徘徊,显示出期货公司人才短缺及期货市场需求不断发展与期货从业人员不足之间的矛盾,需要期货行业全行业重视和加强人才基础的培养、吸引、激励等方式,来增加期货及衍生品行业的从业人员绝对数量,这里需要期货监管部门、行业协会、交易所、期货公司、高等院校通力合作,来长期、持续、系统地培养多层次、复合型期货行业人才来解决人才长期短缺的问题,从而在根本上解决期货行业的研发、风控、结算、合规、法律、IT、交割、交易、资产管理等各类人才短缺问题,需要加大力度培养管理及行业人才,这样才能为期货行业更好服务实体经济提供人才保障。

第三,期货公司融资渠道单一,大大限制了期货公司的做大、做强、做深,在期货公司经营的业务合理规范后,期货期权经纪业务、资产管理业务、风险管理业务、投资咨询业务、基金销售业务等均可以在期货公司层面开展后,期货公司的盈利或利润来源多元化和多样化后,期货公司需要通过发行债券、发行股票、股东增资、境外投资者投资等不同方式来补充资本金,进而推动期货公司在传统经纪业务和资产管理业务、风险管理业务、投资咨询业务、基金销售业务等创新业务上的长足发展,最终提升整体期货公司综合实力和核心竞争力,以便更好地服务于国民经济和实体经济。

推动从量变到质变

从国际衍生品市场发展的经验来看,当前我国期货及衍生品市场仍处在量变发展的阶段,要实现量变到质变也就是要实现场内市场与场外市场互联互通,最终实现两个市场为广大实体经济提供个性化的一揽子衍生品服务。在此,针对中国期货市场未来如何实现量变到质变,笔者提出三个方面的建议:

第一,从衍生品市场发展的角度来看,需要对国际期货市场进行重新定义。现代规范的期货市场最早产生于19世纪中期美国的芝加哥地区,目前发展最成熟的期货市场和期货行业在美国。美国的期货市场中介机构划分为代理业

务型、客户开发型和管理服务型三大类;日本的期货经营机构主要分为金融公司兼营期货经纪业务、拥有现货背景的期货经纪公司和专业性期货经纪公司;我国香港地区期货经营机构分为自营商、经纪商、期货商(可以从事自有及客户账户交易,也可以代理其他会员经纪业务)和商品自营商四类。而我,多年来则主要担任代理经纪商的角色,其他角色相对缺失。

我国期货公司作为金融机构一直以来以不同于证券、银行、基金、保险的另一金融业态存在于金融市场,但传统单一的经纪业务模式,似乎已经“根深蒂固”,即使在放开期货投资咨询、资产管理业务以及允许开设风险管理子公司的方式,也没有充分体现出期货公司的金融功能。投资咨询业务、资产管理业务的市场占有率也往往不及证券公司,这其中很大一部分原因是和我现行期货法规不完善有关。

可喜的是,在资产管理业务领域,目前随着资管新规的出台,期货有望在资产管理牌照领域与证券公司等其他金融主体并驾齐驱,充分发挥期货公司金融衍生品服务和风险管理金融功能。借鉴国外期货市场的发展经验以及国内日益成熟的金融市场,证券公司的财务顾问、承销与保荐以及自营业务,期货公司作为金融公司也应是是可以实现的。目前,我国金融业正在从分业经营逐步转为混业经营。期货公司不能自筑困囿自己的“藩篱”,应争取更多的创新业务,向多元化方向发展,和券商、基金、保险、信托甚至银行等金融机构结成广泛的战略联盟,将国内期货行业发展壮大。

第二,从金融机构属性角度来看,需要重新定义中国期货市场,期货公司是中国期货市场的两大主体之一,是连接期货交易所和广大实体经济的中枢和纽带,是资本市场重要的金融机构之一。近年来,衍生品市场发展迅速,尤其是场外市场业务发展迅猛。证券公司、基金管理公司及其子公司等持牌金融机构纷纷招兵买马、大展拳脚。另一方面,投资者对于金融衍生品的需求层次不断提高,特别是机构投资者和专业投资者的个性化需求需要更高层次的衍生品产品和服务。当前,场外衍生品市场出现违反适当性规定分拆产品等违规行为,合作套保、仓单服务和期货加保险等风险管理业务发展速度不尽如人意。期货公司作为持牌金融机构,如果能够放开部分业务限制,对于促进衍生品市场的健康规范发展具有重要意义。

如今期货公司至今禁锢于经纪业务牌照,无法直接开展高层次的衍生品业务,只能通过子公司借道,或仍依赖于经纪服务。作为期货公司唯一的业务出口,子公司在资本、技术、人力和管理方面与母公司存在不小的差距。从风险管理子公司数据来看,大部分业务仍然处于试错阶段,个别公司业务脱离了风险管理的本义,甚至游走于法规政策的灰色地带。若能赋予期货公司风险管理业务牌照(合作套保、仓单服务、场外衍生品、期货加保险、做市商等业务),一定能够吐故纳新、汰弱留强,起到促进衍生品市场健康良性发展的作用。

笔者认为主要有四个原因:首先,期货公

司是衍生品市场主体之一,在经验、资本、人力等方面均适于直接开展衍生品业务。期货公司具备丰富的衍生品产品及服务的设计、销售、交易、风控和结算的经验。从国内衍生品市场设立以来,期货公司一直是作为市场建设的重要主体,如果仅仅能够从从事经纪业务,就限制期货公司参与衍生品市场发展的突进,就无法充分利用期货公司数十年积累的经验,不利于衍生品市场的充分发展。

其次,服务实体经济要求期货公司不断提升衍生产品和服务的层次。当前各类生产销售实体企业对于仓单服务、合作套保、定价服务等风险管理服务实际具有很大的需求,显然仅通过提供经纪服务是无法满足的。期货公司如果直接服务实体经济,显然需要放开上述业务的限制。

再次,期货公司具备完善的风险管理、合规管理和内部控制机制,能够促进衍生品市场的规范运行和健康发展。期货公司作为持牌金融机构,合规经营一直是被视为生存基础,期货公司的规范化经营的内在要求和内控水平不断提高。期货公司如果能够获得相关业务的牌照,更应严格按照相关业务的法规开展业务,促进整个市场的规范化。

最后,期货公司开展风险管理业务可能产生的风险,可以通过加强监管、业务隔离及风险监控指标体系进行管理。一是期货公司具备长期积累的衍生品风险管理经验。通过完善的内部控制和成熟风险管理体系,期货公司能够有效隔离经纪业务和其他衍生品业务的风险,避免风险传导和扩大。二是监管部门能够通过不断改进的风险监管指标系统,及时掌握各类业务规模和风险敞口大小,确保不发生重大风险。

第三,从国际衍生品市场发展路径来看,需要赋予期货公司而非期货公司下属子公司全金融牌照属性。目前我国第一部《期货法》正在积极的制定中,现在还处在《期货法》出台的窗口期,期货监管部门、金融法律专家和期货行业专业人士需要群策群力、想方设法地设计出一部可以促进期货市场更好地服务于国民经济和实体经济的期货行业根本大法。我国的期货公司目前主要以期货期权经纪业务为主,造成期货公司收入来源狭窄,不利于期货行业整体实力提升来更好服务于实体经济和“三农”。国外的期货公司大多都是全能金融机构,具有经纪职能、结算职能、代客理财职能、场外交易职能、基金管理职能、顾问服务职能、融资业务等。与国际期货业相比,中国期货公司的业务类型过于单一。

在此,笔者建议如下:首先是优化行业的收入结构,鼓励多元化发展,培育全能金融机构,使期货公司盈利更加理想、更加健康;其次是借鉴国外期货业发展经验,业务范围符合监管导向的前提下,能做合理的拓宽;再次是为了提升期货行业的净资产收入率,也要考虑借鉴证监会监管的其他子行业的做法,允许杠杆率的提高,允许融资工具的多样化,能够提升期货行业的规模和优化收入结构,也因为这些变化,能够为实体经济创设出一些新的服务工具、产品工具。

加快技术创新 促进产业转型升级

□国家金融与发展实验室高级研究员 费兆奇

收入分配的结构性失衡问题日益加剧;经济对房地产业的过度依赖抑制了创新性增长等问题愈发凸显。

本轮经济复苏始于2016年,与前几次经济反弹相比,持续时间较长,表现出一定的韧性。其主要原因包括:其一,PPI上行和供给端约束使得工业企业利润在近年快速上行,企业的盈利能力在整体上大幅改善。此外,供给侧收缩提升了相关行业(特别是上游行业)的行业集中度,工业增加值更多地来源于行业中的大中型企业,这部分企业在经济下行周期中的金融资源可得性较强。

其二,虽然2016年四季度以来出台了多项房地产调控政策,但本轮房地产调控实施“因城施策”的策略,没有采取全国“一刀切”的方式进行调控。结果是全国的房地产市场总体保持了平稳的趋势,没有出现趋势性下跌;在此背景下,房地产投资增速也保持了相对的稳定。

其三,消费对经济增长的贡献率不断上升,虽然最终消费支出的增速在近些年一直处于下行通道,但下降的速度较为平缓,对稳定经济增长发挥了“压舱石”的作用。

但是,本轮经济复苏的可持续性同样受到上述因素的制约。其一,工业企业盈利水平的大幅改善并没有带动投资同等幅度的增长,制造业投资增速在本轮经济复苏中一直处于低位波动,缺少趋势性反弹的基本面支撑。同时,工业企业的盈利改善并不均衡,主要集中在通过行政手段去产能影响最大的上游行业,其他行业改善并不明显,甚至负增长。如果从利润的视角衡量,只要供给端的收缩能向中、下游行业推动,这种“垄断溢价”也可以实现由上游行业向中、下游行业的一个渐次传导,进而实现制造业盈利水平的全面改善。但中下游行业的市场化竞争更为充分,“行政去产能”将逐步让位于“市场化去产能”,而市场化去产能是个渐进的过程,难以在短期达到“立竿见影”的效果。

其二,虽然最终消费支出的增长相对平稳,但相对于政府消费,居民消费的增速和占比在近年出现了较为明显的下降。由于居民消费的

顺周期性更显著,同时居民消费占据最终消费支出70%以上的份额,居民消费的波动通常对最终消费的走势具有决定性作用。居民消费在近年来的相对下降,主要是受以下因素制约:一是贫富差距有所扩大,例如我国居民收入基尼系数的自2015年以来不断抬升。二是居民可支配收入的增速在近年有所下滑,特别是城镇居民可支配收入的实际增速在近些年一直低于GDP增速。此外,受居民部门杠杆率快速攀升的影响,居民人均消费性支出增速在近些年下滑较快。

三是与消费转型升级相关的教育、医疗、文化娱乐等高端服务业的供给和竞争力不足,部分相关消费被进口服务贸易所挤出。

其二,房地产投资的高增长难以持续。从长期人口因素看,在增量上,新中国成立以后我国人口主要经历了两段生育高峰期,分别是60后和80后。目前,60后的住房改善性需求已逐步下降;80后的住房刚性需求基本饱和。从人口存量看,我国目前城镇化率59%,其中的户籍人口城镇化率仅42%,与发达国家70%以上的城镇化率还有一定差距。但问题是户籍制度使得城镇未能留住从农村转移而来的非农业人口,在未来几年,会面临大量农民工的返乡潮,返乡数量超过进城数量时,就可能出现人口的回流化问题。为此,从长期人口因素看,如果不尽快解决户籍制度问题,未来房地产行业的增量需求将大幅降低。从短期政策因素看,在居民部门和房地产企业杠杆率不断攀升的情形下,房地产调控有从“因城施策”到全面铺开趋势,在中央“严控房价上涨”和“棚改货币化”逐步收紧的政策背景下,房地产投资对经济的支撑作用在下半年可能逐步趋弱。上述问题均指向,只有相关领域的深化改革,才能推动经济的可持续复苏。

金融机构信用扩张受到抑制

从货币驱动的角度看,笔者曾指出,次贷危机之后,金融形势对经济运行有着较为明确的先导作用,领先约三至四个季度。从日度金融形势指数的走势看,在去杠杆和资产新规出台的

背景下,金融形势指数自2017年11月以来快速下行,并于2月下旬落入零值下方。这意味着我国宏观金融形势快速收紧,并在今年2月下旬以来进入实质偏紧的状态。出于稳增长和防范系统性金融风险的目的,我国宏观调控从2017年的“紧货币、严监管”,到2018年一季度的“稳货币、严监管”,再到二季度的货币政策边际宽松和监管的柔性化处理等,宏观调控一直在做边际上的调整。在此背景下,金融机构超额存款准备金率在二季度末大幅提升至1.7%;同业拆借和质押式回购等货币市场利率也已降至近年的极低水平。

为此,从量和价两个方面看,银行体系的流动性均保持了合理充裕。但是,货币政策边际宽松和银行体系流动性的合理充裕并没有为实体经济或宏观金融形势带来显著改善:反映实体经济融资状况的社会融资规模增速在今年以来屡创新低;反映宏观金融形势的日度金融形势指数虽然下降的速率有所减缓,但难言金融形势问题的症结不在于货币政策偏紧,而是金融机构的信用扩张受到抑制,货币政策边际宽松所提供的流动性堆积在银行体系,无法顺利传导至实体经济。其主要因包括三方面:一是银行资本充足率的约束。表外资产回表将对银行形成“额外”的资本占用。同时,债转股推进同样对资本充足率产生较大压力。

二是中小企业资质信用的约束。资管业务在过去一段时间实际上是中国一个非常重要的融资渠道,特别是中小企业,其他渠道不能获得的融资,很多都是通过这个渠道来完成的,而且成本相对较低。在“回表”之后,部分中小企业失去了通过表外融资的渠道,由于缺乏资质又无法从传统信贷或标准债权等方式获得融资。此外,在经济下行周期中,市场风险偏好降低,中小企业受资质信用约束,融资条件通常出现恶化。

三是部分实体部门融资需求受到管控。在去杠杆的背景下,地方政府和房地产两个主要实体融资部门的需求均受到抑制,降低了实体经济的融资需求。上述问题均说明,即使试图继

续通过货币来拉动经济,也需要相关领域的深化改革,例如疏通货币政策的传导渠道。

尊重经济运行自身规律

经济增长的源泉包括要素积累和技术进步,其中,要素积累包括储蓄上升带来的资本积累和劳动人口增长带来的劳动力增加。当前,支撑我国经济高速增长的要害环境已经发生了逆转:

其一,我国人口老龄化的快速发展使得适龄劳动人口的比重已于2011年开始步入下降的通道。这不仅使中国劳动密集型产业的减速和外移成为一个不可逆转的趋势,而且劳动参与率的下降会导致全社会储蓄率的下降,进而对中国资本自主供给的能力提出考验。

其二,WTO促成了我国出口导向的经济增长模式,积累了可观的外汇储备;更为重要的是我国依靠国际产业链的分工,通过国际场合作吸收引进外部技术,推动了国内相关领域的技术创新。但随着中美贸易争端的长期化及可能被篡改的国际贸易规则,我国的技术引在未来必将受到极大的抑制,进而对国内的自主创新提出更高的要求。

为此,通过改革推动国内的技术创新,进而引领产业的转型升级,将成为实现经济可持续发展的必然选择。在上述背景下,当前的宏观调控更需要尊重经济运行的自身规律,避免大规模刺激政策人为拉长经济的上行周期。次贷危机以来,全球主要经济体均试图通过极为宽松的货币政策,人为地拉长经济上行周期。其后果就是杠杆率不断攀升,经济的结构性问题被货币幻觉所掩盖。

笔者认为,处于新旧动能转换时期的中国经济,更应重视人为拉长经济上行周期的危害,新旧动能的转换和技术创新虽然需要政府引导,但最终还是要依托市场的力量来实现。而旧动能需要经过下行周期的调整才能实现市场化的出清,进而为政府推动相关改革、引领技术创新和培育新动能提供市场基础。

当前期货市场发展五大亮点

30年以来,我国期货期权市场得到了长足的发展。目前,我国商品期货市场是全球最大商品期货市场,国内几大期货交易所均进入世界十大期货交易所行列。

2018年我国期货期权市场进入快速发展的初期,总体来看,我国期货期权市场仍处于发展的初级阶段,但相比过去,今天的中国期货期权市场呈现出五大发展亮点:

第一,期货行业发展方向更加明确,就是服务于国民经济和实体经济,期货市场和期货行业通过服务实体经济和“三农”开展了各种形式的企业期货培训、基差交易、“保险+期货”扶贫等创新服务方式;中国期货市场和期货行业是中国特色社会主义市场经济的重要组成部分。

第二,期货期权品种极大丰富、业务多元化、服务多样化、境内境外扩大开放,改变或解决了一些长期困扰我国期货市场和行业发展的瓶颈问题,比如包括商品龙头之称的原油期货和豆粕、白糖商品期权均在2017-2018年陆续推出,从根本上解决了我国期货期权品种的单一特性,并且打开了原油链条大量品种和商品期权品种的上市通道,还有期货公司资产管理和风险管理业务推出、期货公司境内外代理业务进一步放开和期货公司境外投资者持股比例放开等等。

第三,期货交易所正在向建设国际一流期货交易所方向发展,期货公司中的前三十名的公司综合实力较强,一些期货公司通过香港上市,境内新三板挂牌和申请A股主板IPO等方式进行融资谋求更大发展,有近20家期货公司已经走向全球,在香港、美国、英国、新加坡等地区或国家设立分公司来积极拓展境外期货期权业务。

第四,中国特色期货市场五位一体监管体系进一步完善,中国证监会、四大期货交易所、中国期货市场监控中心、中国期货业协会组成完善的监管体系,五位一体的监管体系较为适合中国市场,基本上守住了不发生系统性风险的底线,近十年来未出现过大型恶性风险事件,期货市场整体的发展稳健,五位一体的监管体系为中国期货期权市场的长期、稳定、健康发展保驾护航。

第五,中国期货期权市场在全球的地位进一步上升,国内三大商品期货交易所连续多年位列全球十大期货交易所行列,中国商品期货市场成交规模连续多年居全球首位。

经济复苏表现出一定韧性

十九大报告将我国经济增长的重心从速度导向转向质量导向,那么,经济运行处于何种状态有利于经济质量的提升或可持续发展?在此背景下,笔者以缺口值的形式构建了我国宏观经济先行指数,即描述经济在运行中偏离均衡水平的幅度;此外,为了及时捕捉到高频率的异动或趋势,通过混频方法估算出高频率的日度经济先行指数。从指数的整体运行趋势看,一个显著的特征是先行指数在2008年次贷危机之前围绕0值小幅波动;但2008年之后的波动幅度显著放大。

具体来看,先行指数在1999年至2007年期间,围绕零值小幅波动且波动中枢位于零值上方,意味着经济运行走出了一条既稳定又较快增长的轨迹。这一时期的繁荣主要源于中国在1997年亚洲金融危机之后采取了一系列卓有成效的改革与开放政策。例如人口红利背景下的城镇化进程推动了中国农村劳动力向城镇的转移,促进了农业人口向非农人口的转化;住房制度改革推动了房地产及其相关行业的快速发展;中国加入WTO释放了国内乃至全球对中国工业品的需求,同时基于在国际产业链条中的分工吸引外部技术,推动国内相关领域的技术进步等等。但是这些改革的红利在新世纪的前十年已逐渐释放完毕,中央政府的初衷是继续通过深化改革及开放,推动经济的可持续发展。然而,由于国际、国内形势的变化,为了“保增长”,我国多次通过货币投放刺激需求,进而拉动经济增长。

经济运行有其自身的内在规律,在经济周期下行过程中出现的市场出清、价格调整、库存调整及就业市场的波动是经济轮回中自我调节的必然过程。通过货币金融等刺激方式,人为地拉长经济的上行周期,其目的是用高速增长掩盖经济运行中存在的结构性问题;但当高速增长难以持续时,所有结构性问题就会暴露出来。从次贷危机以来我国货币驱动的实践看,国民