

■ 多空论剑

找准定位 提前布局 迎接行业开放新格局 期货公司着力打造“护城河”

□本报记者 马爽

我国期货市场对外开放正在提速：继2018年8月证监会发布《外商投资期货公司管理办法》后，中国证监会副主席方星海也多次表示，2019年会继续在更高层次、更广范围、更多方式上推进对外开放；要坚持特定品种开放的路径，积极推动包括股指期货在内的特定品种对外开放，同时要做好开放过程中的制度对接。

接受中国证券报记者采访的相关人士认为，期货市场对外开放的加速意味着：一方面，期货公司在衍生品市场中将面临外资系期货公司全方位的挑战和压力；另一方面，国内期货公司开拓全球衍生品业务也将迎来契机。总体而言，期货行业格局将加速调整，期间也将加剧“挤出效应”，期货公司唯有找准定位、提前布局，才能打造核心竞争力“护城河”。

与此同时，华泰期货等众多期货公司，不断发挥资本实力、全业务链协同、场外期权、投研、金融科技、合规风控能力等方面的优势，力争把握机遇，在行业创新转型的浪潮中突围而出。

完善制度安排 加快对外开放

来自中国期货业协会的数据显示，2018年股指期货和国债期货累计成交量为2721万手，累计成交额为26.1万亿元，仅占全国市场的0.90%和12.39%。

“从成交量结构来看，金融期货是商品期货的近9倍，场外衍生品是场内的近10倍。”华泰期货宏观研究员陈峤向中国证券报记者表示，我国当前金融期货和场外衍生品市场发展才刚起步。

陈峤认为，近年来我国的期货市场无论是从品种种类还是资本规模都保持了快速增长，金融期货也在扩容与结构改善的过程中。虽然金融期货在2015年股指限仓后一度进入“冷感期”，但伴随着国债期货品种的完善以及股指期货的四次交易制度调整，金融期货再度被激活，近期无论是成交量或是持仓量都出现了明显的回暖。如要进一步发挥金融期货规避金融风险和优化资金管理的功能，将有待进一步丰富金融期货品种和工具，完善市场机制与制度等配套建设。

华泰期货宏观研究员蔡超认为，当前期货市场不断完善制度安排、加快对外开放有三方面必要性：

首先，期货市场的制度安排日益完善有助于期货市场真正发挥出价格发现的功能。以股指期货为例，流动性的缺失和较高的对冲成本影响了股指期货市场价格发现功能的发挥。只有在期货市场不断完善制度安排的情况下，交易不活跃阻碍价格发现的现象才能得到避免。

其次，加快对外开放有助于提升我国期货市场的国际影响力。加大对外开放、实现国际化之后的期货市场，可以提供一个串联境内外市场的开放平台，让境外投资者参与中国境内期货市场，通过引入全球产业客户和机构投资者等参与者将使得期货投资者结构不断完善，增加市场参与深度。

■ 投资非常道

牛市还是熊市

技术上进入了牛市。

同样的走势，标准不同，结论就不同。像1987年10月美股“崩跌”，区间23%的跌幅，被称为“一月熊市”——只延续了一个多月的熊市。相反，1996年A股暴跌，4天暴跌27%，我们只说它是一次大震荡，没人会说它是一次熊市。

当然，真要为A股找一个简单定量标准也是有的。2006年的牛市中我说过一个40%的标准。A股从最低点起，一旦涨幅超过40%，就会发生质的变化：新的资金大量涌入，上涨速度加快，个股更加火爆，而所有的中期反弹，幅度都会止于35%。40%是一座分水岭，35%是一道坎，这就是A股的统计规律。我们也可以把它作为A股是否已进入牛市的一个量化标准。

但我们也可以看到，除1994年的325点，没有一轮上升趋势是一步涨幅就超过40%的。像998点行情，从见底到涨超40%，历时10个月。

1849点行情，从见底到涨幅超过40%，历时17个月。总体上，325点、512点、998点、1849点，越到后面，涨幅超过40%的时间越长。它这里是有一定规律的：市场规模越大，沉淀的东西越多，因袭的包袱越重，从见底到跨过40%分水岭的时间越长。

同时我们也可看到，起势越快，其后的震荡也就越大。325点起势最快，其后的震荡最大。512点，4个月涨幅超过40%，其后的行情进中，有22个交易日跌幅超过3%；12个交易日跌幅超过5%；并有8个交易日跌幅超

从而有利于提升我国期货市场和相应品种的国际影响力。

再次，加快对外开放有助于倒逼期货公司提升专业水平与竞争力。通过引入有竞争力、先进经营理念的外资机构，将推动国内金融机构与国际接轨，学习和借鉴新的理念和经营方式，提升国内整体期货行业的发展水平。同时，国内期货公司在与国际金融机构竞争角逐中，将产生“鲶鱼效应”。只有具备国际化视野，并不断打造具有专业化、差异化、特色化核心竞争力的期货公司才能顺势而上，取得更好发展，这在很大程度上将积极推动国内期货公司的改革和创新转型。

最后，完善制度安排、加快对外开放可助推我国“一带一路”等国家战略的实施。健全的交易机制加上开放的市场环境带来的商品定价能力可以吸引“一带一路”企业和金融机构参与我国期货市场，期货公司可以为“一带一路”相关客户提供多样化风险管理服务，支持相关企业利用期货市场套期保值和管理风险，从而为我国“一带一路”战略的实施提供有力保障。

全方位迎接挑战和压力

2018年8月24日，证监会正式发布《外商投资期货公司管理办法》显示，即日起符合条件的境外机构可向证监会提出申请，持有境内期货公司股比不超过51%，三年后持股比例不受限制。

“狼”真的来了？业内人士认为应辩证看待这个问题：一方面这确实给国内期货公司带来了全方位的挑战和压力，但另一方面为这些机构开展全球衍生品业务提供了契机。总之，行业或加速调整，期间可能会出现“挤出效应”，期货公司唯有找准定位、提前布局才能打造核心竞争力。

“衍生品市场全球化背景下，实体经济需求呈现新趋势新特点，由单一企业风险管理向全产业链风险管理延伸；场内市场向场外市场个性化需求发展；国内避险需求向国际转移；需求群体由产业客户、中小投资者向财富管理机构扩展。”华泰期货宏观研究员徐闻宇认为，在这个转变过程中，期货公司作为金融服务链上的一

环参与到为实体服务的过程中去，期货公司的角色也将由过去的经纪商向财富管理者、资产管理者和风险管理者转变，作为产业链金融服务中不可缺少的一环而存在。经纪业务仍是期货公司长期发展的基础业务，风险管理与资产管理业务是期货公司围绕实体经济服务提档升级的核心业务。

他表示，金融供给侧改革对于期货市场而言是“定价功能”的回归，而在全球化背景下，具备国内市场定价能力的期货公司将参与到中国经济转型的过程中去，分享参与中国经济转型业务的实体企业发展红利；具备全球市场定价能力的期货公司将参与到全球经济转型的竞争中去，为中国企业和投资者参与全球资产配置、为全球企业和投资者参与中国资产配置提供定价服务。推动期货公司服务向差异化和综合化发展，将是维持国内期货公司长期健康发展的基本方向。

据介绍，华泰期货已在五个方面做好了全方位准备：包括优化业务布局和服务体系、打造客户导向的组织架构、加快推进国际业务发展、用数字化重构底层架构，以及实施市场化用人机制，打造专业化人才队伍。

券商系期货公司或继续领跑

券商系期货公司崛起于2010年4月16日股指期货推出。在此之前，众多券商通过收购等方式大规模进入期货行业。背靠股东优势，券商系期货公司在股指期货的带动下得到了飞速发展。据统计，2018年净利润超过2亿元的券商系期货公司已达到7家，包括中信期货、国泰君安期货、海通期货、银河期货、申银万国期货、华泰期货和光大期货，其中，中信期货净利润超4亿元。

从注册资本金来看，券商系期货公司优势更加显著。相关统计显示，目前国内注册资本前15名的期货公司，只有两家为非券商控股期货公司，而这两家分别为券商的兄弟公司和参股公司。由此可见，券商系期货公司依靠股东的资本优势可较为容易地增强资本实力，股东的大额注资使券商系期货公司在规模上得以迅速扩大，跨越

了传统期货公司几年甚至是十几年才能完成的原始积累。

陈峤认为，券商系期货公司优势还体现在：

一是客户资源优势。券商系期货公司可依靠券商母公司众多的线下营业部的客户资源，发展IB业务，拓展业务量。同时，券商母公司的网站及APP客户端的流量资源也可为期货公司导流，而且引入的客户资源相对从其他业务场景引人的而言较为优质。

二是品牌优势。券商凭借雄厚实力、先进文化、领先机制等在金融市场打造了强大的品牌优势，期货公司也可依托券商母公司的品牌地位更精准、更好地服务客户。同时，凭借品牌效应也容易吸引优秀的人才加入团队。

三是金融科技及投研资源优势。整体而言，券商金融科技实力处于传统金融业的领先地位，且研究团队业务量大、涉及的基本面广，券商系期货公司可以依托母公司，在IT金融科技与投研合作方面获得多方面的支持。

四是整合资源开展创新业务优势。证券、银行和保险形成了三位一体的金融中介核心部分，券商系期货公司可通过券商这一核心金融中介的桥梁作用接触、利用、整合各类金融资源，站在更有优势的金融平台上从事传统经纪业务和开展金融创新业务，拓展自身的发展空间。

五是成熟的管理与服务模式优势。国内证券公司，尤其是头部券商的发展较为成熟，券商系期货公司可参照证券母公司成熟的内部管理模式、客户服务管理体系、风险管理能力等，高效提升管理效率和质量。

“券商系期货公司无疑具有全业务链协同优势。”陈峤说，以华泰期货为例，华泰证券作为控股股东，具有庞大的客户基础、领先的互联网平台和敏捷协同的全业务链体系，主要财务指标和业务指标均居国内证券行业前列。华泰期货通过发挥自身衍生品风险管理的专业优势，与华泰证券建立互动、协作的机构客户开发与服务模式，为机构客户更好地提供全业务链的综合金融服务。

拍卖遭遇滑铁卢 美债前景蒙阴影

□本报记者 张枕河

自4月中旬以来，受益于避险情绪升温，美国10年期国债受到资金青睐，收益率持续走软。然而，最新消息显示，美国财政部于当地时间5月8日拍卖标售规模为270亿美元的美国10年期国债，投标倍数却降至超过11年以来的低位，显示出投资者在当前环境下对于新美债的需求较低，这给美债前景蒙上一层阴影。

十年期美债需求创11年低位

当地时间5月8日，美国财政部招标发行270亿美元的国债，此次10年期新债标售的投标倍数为2.17倍，创下2008年3月以来最低，当时为1.79倍。而美国财政部数据显示，今年4月标售10年期国债时，投标倍数为2.55倍。

从4月中旬以来，由于市场避险情绪浓厚，10年期美债受到资金追捧，其收益率连连下跌，从2.594%一路下行至目前的2.453%。最新数据却显示，投资者对美国长期国债前景充满担忧。

路透分析师表示，近期美债收益率下滑抑制了投资者对新债的需求，这使得美国长期国债拍卖面临一定压力。尽管当前美债并不存在偿还风险，但投标倍数的下降反映了投资者和金融市场对美国国债需求态势的转变。

彭博分析师表示，最新数据表明，部分投资者对于接受当前的美债越来越没有兴趣。

Academy证券公司交易员托尼·法伦指出，5月美债需求如此低也有季节性因素。从历史数据看，不仅5月美债的招标通常表现不佳。在过去10年时间内，美国10年期国债招标次日遭到抛售的局面出现过7次。

机构警示风险

部分分析师表示，投资者需警惕美国国债长期风险。所谓“物以稀为贵”，美国大量发行国债，而目前部分国债主已开始持续减持。

牛津经济院全球资本流动经济顾问特罗萨表示，美国对冲基金去年购买美债的规模达到历史新高。但如今它们可能选择减持，因为这些对冲基金往往对价格更敏感，它们的减持最终可能会使得美国国债更容易受到通胀飙升等因素影响。

摩根大通CEO戴蒙也对美债前景作出了偏警示的分析。他表示，美国应准备好应对更高的国债收益率，包括基准10年期债券收益率达到或超过5%。虽然没有对10年期美国国债收益率今年年底水平做出预测，但戴蒙表示，当经济增长相当不错的时候，4%的收益率也不算糟糕。而目前的水平极其低。他表示，虽然目前美联储现在已解除了部分量化宽松政策，但从历史数据看，央行购买政府债券肯定对10年期收益率产生了影响。

值得关注的是，去年戴蒙就曾警告过美债收益率可能上升，而当时美联储还预计今年将有一系列加息，而当前美国货币政策前景已经出现变数，这也预示着美债前景充满更多不确定性。

■记者观察

调整为买入核心资产提供良机

□本报记者 黎旅嘉

昨日午后A股虽出现大幅波动，但上证综指收盘涨逾3%，让不少市场参与者重新燃起希望。

市场在短期受到情绪面扰动，但真正决定股价高低的是上市公司内在价值。

A股牛途历来是急涨急跌，且上涨途中，在内外因素共同作用下，难免会出现那么一两次的“假摔”。正如格雷厄姆所说，“如果公司的内在价值并无变化，基本面并无变化，那么投资者应把自己看做一家有价值公司的部分拥有者。股价波动是‘市场’先生与你做交易建议的报价，如果报价好，利用它；如果报价不好，不理它。让市价服务于你，而不是主宰你。”面对近期市场出现的波动，一些更为看重长期投资价值的投资者正趁机买入“错杀”个股，低位吸筹。

中金公司先前一份研报指出，去年市场底部是外部因素与去杠杆政策等多重因素叠加导致的结果。当前虽然不确定性再起，但政策方面已有所调整，迈向更高水平的开放可能是对外部不确定性的正确举措之一。基于这些判断，本轮调整可能不至于跌破去年低位。

中期维度下，市场无论是在宏观基本面，还是微观角度的资金调仓乃至对估值的担忧都已有所减弱。经调整过后的A股市场也已具备相当吸引力。整体而言，未来结构性行情有望继续上演。投资者当下仍可把握结构性机会。

从上述逻辑出发，昨日午后反弹表明，短期大幅波动对市场整体及个股运行趋势未产生不可逆的影响。退一步说，虽然指数和股价短期波动较大，但这与市场和个股的价值其实并无直接关系。

进一步而言，无论外部因素如何变化和演绎，各领域核心资产将被继续发掘并持续走强。立足于中长期的大趋势，各领域核心资产崛起之路方兴未艾。市场行情调整时即是逢低买入性价比更好的核心资产的良机。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年5月10日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金规模
505888	嘉实元和	1.1525	11,525,329,793.68	

注:1.本表所列5月10日的数据由有关基金管理公司计算，基金托管银行复核后提供。

2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。

3.累计净值=单位净值+基金成立以来累计派息金额。

下周，我们将继续这个话题。

■ 金学伟

从4月下旬起就不断有人问“这是牛市还是熊市”。今天就来讲这个话题。

在和朋友们讲均线时，我说过去我常讲“一条重要均线，第一次攻击都不会成功”，但后来就不讲了。原因就在，“重要”这个概念既不是特定的指标概念，也不是一个量化概念。

同样的一条均线，有时一次攻击就破，有时却屡攻不破。有时，一条小级别均线可以发挥强大的支撑和阻挡作用，有时一条大级别均线却毫无用处。所以“重要均线”的关键是知道哪条均线才是当前最重要的，离开了这个前提，只是含糊的一个“重要”是没有意义的，甚至是有害的。

牛市或者熊市，和它相似。虽然它有明确的指标意义，但这个指标意义也是模糊的、感性的、定性的而非量化的。或者说，虽然也有一些量化标准，但这些标准是多重性的、忽上忽下、可松可紧的。

去年底，道指跌到21712点时，华尔街的主要观点是“道指已进入技术上的熊市”。那是因为西方股市有一个约定俗成的标准：上涨时间超过1年或幅度达到20%，就可判定为牛市。反过来，下跌时间超过一年或幅度达到20%，即可定义为熊市。

按这样的标准，那么，2016年2638点到2018年3587点就可称为牛市。同理，从2440点到3288点，涨幅近35%，也可以称作牛市——