

# 拓展期货市场服务实体经济的深度和广度

——专访大连商品交易所党委书记、理事长冉华

□本报记者 王超

2020年大连商品交易所扎实推进“六稳”“六保”工作,在助力实体产业坚决打赢疫情防控阻击战、推动产业复工复产等方面提供有温度、有速度、有深度的一线监管与服务。交易量也跃居我国三大商品交易所之首、全球衍生品交易所第十位。

12月15日,大商所场外市场“一圈、两中心”建设启动,推出非标仓单交易业务,组建黑色、化工两个品种圈,标志着我国期货市场的场外业务迈入纵深发展新阶段。值此之际,中国证券报记者专访了大商所党委书记、理事长冉华。

## 帮助企业优化产业链

厦门某企业为山东六家民营钢铁企业提供统一的铁矿石等原材料采购和钢材等产品销售,钢厂作为加工主体,只负责生产,并可获得稳定的生产利润。这是如何做到的?答案是通过期货市场。通过期货提前锁定采购成本和销售收入,帮助下游客户锁定利润,节约流动资金,相当于打造一个统一的集采平台。通过统一集采,再利用期货市场的对冲操作,实现了资源的高效配置。

“期货市场在帮助企业稳定和优化产业链方面大有可为。”在冉华看来,这家厦门企业的操作模式具有典型意义,未来5到10年,在粮油、化工、黑色等产业领域,通过衍生工具打通现货产业链的大宗商品贸易服务商或将步入快速发展期,对实体经济运行模式及产业链的构建影响意义深远。

冉华表示,当前期货市场立足于价格发现和风险管理两大基本功能,正不断衍生出更具时代意义的经济功能。

从宏观看,我国是大宗商品进口大国,稳定的货源和合理的进口价格对于国家经济安全至关重要。期货市场具有“风向标”“压舱石”作用,在稳定国际大宗商品贸易供应链、参与全球经济治理、维护国家经济稳定运行等方面可以积极作为。

从微观看,期货市场在助力企业做大做强、提升资源整合能力和创新发展能力等方面功能发挥空间广阔。纵观全球大型生产和贸易企业,无不紧紧依托期货等衍生品市场,扩大贸易规模,参与全球分工协作,提高全球资源配置能力。只有风险端控制住了,企业才具备实现持续稳健发展的基础。

在采访中,冉华分享了很多调研中的实例和切身感受。国内一些粮油企业在开展传统加工贸易的同时,在产品加工上深耕细作,产品细分,市场细分不仅满足不同人群的精细化需求,也为企业带来可观的利润。一些调研企业认为,通过期货市场对采购和销售环节进行风险控制,解决了产业发展中的成本和利润关系,企业可以做大做强,集中资源专注于产品研发,提高产品附加值,打造核心竞争力,大企业在一定程度上推动了整个行业的创新能力和社会进步。

## 打通服务实体经济最后一公里

场外市场一直是我国期货市场发展的短板。近年来,随着期货市场工具和平台的不断丰富,场外业务风起云涌,逐步拓展到基差贸易、合作套保、仓单服务、定价服务等方面,展现出强大的市场需求。

“如果用人体比喻,期货场内交易是主动脉,场外交易是毛细血管,通过场内场外的互通、衔接运转,机体的运行效率和机能就不一

样了,更有活力和弹性。”冉华说,期货市场的宗旨是服务实体经济,为解决实体企业个性化需求和场内标准化产品不能完全匹配的问题,大商所开始发力场外市场建设。

冉华认为,期货市场已经具备在更高层次服务实体经济和国家战略的基础,发展场外市场条件已经成熟。当前,现货市场日益成熟,数字经济飞速发展,成为推动产业升级的重要引擎,也为场外市场建设提供了可行方案,过去困扰场外市场发展的物权和信用问题,新技术都能够提供解决办法。

未来,通过大数据、人工智能等技术,再叠加交易所场外平台足够多的数字资产,货物、资金流向清晰可见,运行逻辑清楚,交易及融资机会自然出现。冉华说:“我相信未来数字资产作为生产要素,能够驱动交易模式创新,产生新的商业模式,这就是科技赋能。”如何将交易所业务和数字经济紧密结合,把更多的大宗商品数字资产纳入视野,正是大商所目前积极布局的方向。大商所不断优化期货交割库的布局和功能,通过场外交易,可以确定遍布全国的交割库之间的地区、品牌、品级等升贴水,将期货、现货在一张网内串联起来。

“建设场外市场的出发点是要从根本上解决实体经济运行中面临的实际问题,把功能做实是关键。我们不追求规模。”冉华说。

## 发力“一圈、两中心”

“一圈、两中心”是大商所开展场外市场建设的目标。

“一圈”是指“大宗商品生态圈”,就是交易所搭平台,引入各方赋能,服务产业企业。“两中心”即交易中心和价格信息中心。交易中心是

指成为大宗商品仓单、实货及衍生品等与大商所场内产品紧密结合的大宗商品交易中心。价格信息中心是指成为汇集期现货市场的即期和远期成交价格的大宗商品价格信息中心。

为什么做大大宗商品生态圈?生态圈强调的是共享,可以降低产业运行成本,提升运行质量和效率,创造新的社会价值。另外,有色金属交易方面,伦敦和纽约采取了两种截然不同的模式,伦敦的期货和现货结合得非常紧密,而纽约主要是标准化场内交易,伦敦始终是全球工业金属的定价中心。“这种期现结合的市场是最有生命力的,因为它最贴近产业实际,最符合实体经济的需要。我们努力打造场内场外协同、期货现货结合的‘生态圈’,也是基于这种考虑。”冉华说。

大商所首批将推进黑色、化工两个品种圈组建。“圈子是场外市场的基础,非常重要,相当于组建了核心交易团队。我们的理念是圈子会员市场共建、成果共享、风险共担。”冉华表示,交易所先把圈子建设好,充分调动圈子会员的积极性,在通过引入新兴科技、金融、仓储、物流、质检等相关方,为场外市场赋能,构建起内涵更为丰富的“大宗商品生态圈”,为实体经济提供更多风险管理和融资工具。

对于大商所的发展愿景,冉华总结了三句话:服务面向实体经济,创新紧跟国际步伐;紧紧围绕产品创新、技术驱动、生态圈建设三大主线;把大商所建成期货现货结合,场内场外协同,境内境外连通的国际一流衍生品交易所。“第一句话是我们的指导思想,三条主线是路径与举措,三大市场的互联互通是我们的发展目标。我国期货市场应该、也能够服务实体经济应对内外部环境新挑战、推动新一轮高质量发展及高水平对外开放中,发挥更加重要的作用。”冉华说。

# A股牛市“事不过三” 2021能否走出怪圈

□本报记者 牛仲逸



新华社图片 数据来源/Wind 制图/苏振

## 机构观点集萃

### 中信证券：A股慢涨三部曲

2021年A股慢涨将经历三个阶段,分别是轮动慢涨期、平静期、共振上行期。

首先,从当前到2021年二季度中期,市场都将处于轮动慢涨期。在此期间,国内基本面明确修复,国外基本面预期随着疫苗接种而强化,宏观货币环境宽松,政策事件密度高,市场上行动能较强。

其次,2021年二季度中期至三季度,市场整体处于平静期。在此期间,基本面预期上修已比较充分,货币政策正常化成为关注重点,全市场注册制改革有望落地,市场相对比较平静。

最后,2021年四季度,市场将进入共振上行期。在此期间,发达经济体基本走出疫情阴霾,国内基本面增速放缓,内外循环充分修复,全球权益市场正向共振。

### 中金公司：看好五大主题

第一,锦上添花“复苏深化”主题。伴随经济复苏深化,景气度进一步改善支持股价表现。

第二,否极泰来“主题。股价、估值、预期都偏低,但下行风险小,可能出现反弹或反转。

第三,“新中国制造”主题。疫情检验了中国制造业的韧性和竞争力,中国制造正从“三低一弱”(低附加值、低技术含量、低质量、弱品牌)走向“三高一强”(相对高附加值、高技术含量、高质量、强品牌)。

第四,消费升级主题。衣食住行康乐”等各类消费仍将继续升级的趋势。

第五,绿色发展“主题。绿色发展是十四五规划建议重要的方向,相关领域在2020年已经有所表现,2021年可能依然是关注度较高的主题。

(牛仲逸 整理)

## 三路活水支撑A股

机构认为,2021年是个“投资小年”,因为A股整体估值已经处不便宜,尤其是一些热门板块的估值已经处在历史最高水平。同时,2021年市场流动性趋于收紧。这些因素都不支持A股再现较大的趋势性行情。

对于估值端的疑问,张夏指出,2021年A股企业盈利将会明显好于今年,临近2020年末将会触发估值切换。“根据Wind一致预期,考虑2021年盈利增速之后,当前A股整体估值水平仍处于相对合理位置。全部A股和非金融A股2021年市盈率预测值为15.4倍和22.7倍,分别处于历史49.6%和52.1%分位数水平。”

对于2021年的流动性,也确实有收紧预期。平安证券策略研究指出,2021年的市场环境中,流动性收敛是最大变量。

海通证券策略团队认为,2021年将进入后疫情时代,非常态化货币政策必然会逐步退出,宏观流动性将回归正常。但是,宏观流动性与

## 三大主线锁定结构机会

展望2021年,A股结构性行情将持续演绎,是各大主流券商的共识。

平安证券策略研究表示,在政策全面加码制造和消费的背景下,中期看好估值相对不高且盈利景气有望超预期的细分制造和消费板块。具体来看,制造业中聚焦传统制造头部升级、高端制造业等细分领域;消费板块聚焦品牌龙头、现代物流、家用轻工等细分领域。

樊继拓表示,展望2021年,由于ROE回升和居民资金的继续流入,周期股和可选消费板块估值还将继续抬升。金融股将会是最晚出现估值抬升的板块。当所有板块均完成估值抬升后,投资者可能需要收缩板块配置方向,重新聚焦消费和科技龙头。

在主题投资方面,中银证券策略研究建议关注国企改革及新能源汽车。在新能源汽车领域,预计2021年全球销量将呈现高速增长,带动

微观流动性走势并不完全同步,宏观流动性拐点领先股市拐点,微观流动性与股市拐点同步。相比而言,微观流动性对股市影响更为直接。

同样,机构对于2021年A股增量资金预期较乐观。粤开证券策略分析师陈梦洁预计,2021年A股增量资金约为1.5万亿元。具体看,在房住不炒的背景下,居民财富入市规模有望达8000亿元,其中,居民通过购买股票直接进入的规模有望保持在2000亿-3000亿元,通过购买基金间接入市的规模有望维持在4500亿-5000亿元;海外资金持续流入,北向资金与QFII预计有望贡献4000亿元;保险、养老金等资金继续入市,预计带来3000亿元增量资金。

总体来看,正如兴业证券策略分析师王德伦所言,全球进入低利率时代,权益资产在大类资产配置中相对占优,居民、机构、外资形成三大活水。股市资金供需良性平衡格局将会助力A股走出长牛。

产业链需求增长。建议关注中游材料企业加速导入全球供应链的投资机遇。

| 1995年以来上证指数年度涨幅 |         |      |         |
|-----------------|---------|------|---------|
| 年度              | 上证指数    | 年度   | 上证指数    |
| 1995            | -14.29% | 2008 | -65.39% |
| 1996            | 65.14%  | 2009 | 79.98%  |
| 1997            | 30.22%  | 2010 | -14.31% |
| 1998            | -3.97%  | 2011 | -21.68% |
| 1999            | 19.18%  | 2012 | 3.17%   |
| 2000            | 51.73%  | 2013 | -6.75%  |
| 2001            | -20.62% | 2014 | 52.87%  |
| 2002            | -17.52% | 2015 | 9.41%   |
| 2003            | 10.27%  | 2016 | -12.31% |
| 2004            | -15.40% | 2017 | 6.56%   |
| 2005            | -8.33%  | 2018 | -24.59% |
| 2006            | 130.43% | 2019 | 22.30%  |
| 2007            | 96.66%  | 2020 | 10.46%  |

数据来源/Wind

2020年接近尾声,A股市场大概率连续两年上涨。然而,数据显示,1994年以来,上证指数从未出现过连续3年上涨;深证成指自1991年设立以来从未连续3年上涨。已连涨两年的A股,会否再度陷入“事不过三”的历史怪圈?

券商机构普遍表示,历史上牛市结束的主要原因都是估值出现极度泡沫或盈利开始下行,两者至少具备其一。现在这两点都不具备,所以2021年有很大概率出现连续第三年的牛市。

## 历史不能预示未来

2018年的熊市之后,A股迎来慢牛走势。2019年上证指数上涨22.3%;2020年以来,截至12月14日,上证指数上涨10.46%。

但在A股历史上,牛市一般都不会太长,大多两年左右,没有一次超过3年。以上证指数为例,从1994年以来共经历了4轮牛市,分别是1996年-1997年、1999年-2000年、2006年-2007年以及2014年-2015年。

单看数据,确实不支持2021年A股继续走牛,但历史真的能预示未来吗?

“之前牛市结束的核心原因都是盈利下行或估值出现极度泡沫。”新时代证券策略分析师樊继拓表示,2021年大概率会见到宏观经济和上市公司盈利的继续改善,在这种格局下,A股很难转入熊市。

樊继拓分析,从时间上看,这一轮经济上行的时间大概率会超过1年,甚至有回升两年的可能。由于产能格局较好,经济回升对利润的带动作用应该会比较明显,ROE回升的空间大概率比2013年大,可能会不亚于2016年-2017年。招商证券策略分析师张夏认为,2021年A股整体盈利增速中枢相比2020年将会出现明显上移,未来1-2个季度是ROE的快速改善期。

也有市场人士指出,本轮牛市有三大现象,显著区别于前几轮。首先,本轮牛市累计涨幅远不及前几轮,涨幅最小的1999年-2000年也超过了80%,本轮牛市走势更倾向于慢牛,时间周期可能会很长。

其次,本轮牛市过程中的注册制改革、退市制度完善等一系列政策因素,都是从最根本上解决A股的“牛短熊长”顽疾。最后,本轮行情还是核心资产估值重构而带来的业绩牛市,也是前几轮不具备的。

“2009年-2019年美股十年牛市的主要驱动力是企业盈利。”西部证券策略分析师张弛表示,目前国内正处于市场引领经济的自发性修复,企业业绩有望快速修复至疫情前水平甚至进一步扩张,类似于金融危机后的美股牛市,本轮A股或能出现“长牛”行情。

## 长江证券

### 基金托管业务资格获批

□本报记者 郭梦迪

长江证券基金托管业务资格近日获批,至此,今年以来已有8家券商获得基金托管资格。

业内人士表示,尽管券商基金代销实力弱于银行,制约托管业务的发展,但是券商开展该业务有两方面优势,一是“一站式”服务,二是专业优势。对券商而言,被动指数型基金的托管是相对发展较好的细分类型。

### 25家券商获得基金托管资格

长江证券12月13日晚间公告称,公司近日收到中国证监会《关于核准长江证券股份有限公司证券投资基金托管资格的批复》。根据该批复,公司证券投资基金托管资格已获核准。长江证券表示,公司将根据法律法规要求履行相关工商变更等程序之后开展证券投资基金托管业务,认真履行基金托管人的职责,采取有效措施,确保基金资产的完整性和独立性,切实维护基金份额持有人的合法权益。

公开资料显示,今年以来共有8家券商获批基金托管资格,除长江证券外,还有财通证券、万联证券、华鑫证券、光大证券、华安证券、长城证券和国元证券。自2013年券商公募基金托管业务开闸以来,已有25家券商获得基金托管资格。中国证监会网站显示,目前还有西部证券正在排队申请基金托管资格。

Wind数据显示,在获得基金托管业务的券商中,国泰君安2020年上半年托管费用为3614.50万元,位居首位。紧随其后的分别是招商证券和中信建投证券,招商证券上半年托管费用2436.65万元,中信建投上半年托管费用为1248.80万元。托管费用超过500万元的还有广发证券和中信证券,分别为951.72万元和504.92万元。

### 展业有两方面优势

与长江证券同日获批基金托管业务资格的还有德意志银行(中国)有限公司。今年7月,《证券投资基金托管业务管理办法》进行了修订,允许符合条件的外国银行在华分行申请基金托管资格。公开资料显示,目前已有3家外资行获得了该业务资格。

随着基金托管业务参与者的扩容,券商也面临着新的挑战。平安证券研报显示,券商基金代销实力长期弱于银行,制约托管业务的发展。虽然整体上券商在基金托管业务上的发展比较艰难,但是也有自身的业务特点。从券商自身的托管结构看,被动指数型基金在券商基金托管业务中占比第一,除去货币型基金外,在规模上占总数的60.71%,是发展最好的细分类型。

平安证券指出,相对于银行托管业务,券商托管业务有两方面优势:一是“一站式”服务。单从托管业务上看,银行和券商二者同质化明显,但券商服务能力要更全面,能够实现交易、托管、结算“一条龙”服务。二是专业优势。相比银行,券商更贴近资本市场,在创新产品的交收清算、净值计算等方面都具备专业优势,对基金吸引力更强。例如,2015年-2016年交易型货币基金发展较快,当时共成立14只交易型货币基金,其中有8只由券商托管。

| 中国期货市场监控中心商品指数 (12月14日) |         |         |         |         |       |        |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 商品名                     | 收盘      | 最高价     | 最低价     | 前收盘     | 涨跌    | 涨跌幅(%) |
| 商品综合指数                  | 93.59   |         |         | 93.91   | -0.32 | -0.34  |
| 商品期货价格指数                | 1287.65 | 1296.75 | 1284.16 | 1290.35 | -2.7  | -0.21  |
| 农产品期货价格指数               | 974.52  | 975.24  | 964.91  | 970.51  | 4.02  | 0.41   |
| 油脂期货价格指数                | 659.99  | 660.51  | 645.22  | 654.06  | 5.93  | 0.91   |
| 粮食期货价格指数                | 1587.61 | 1622.09 | 1581.9  | 1619.71 | -32.1 | -1.98  |
| 软商品期货价格指数               | 698.52  | 700.05  | 694.3   | 696.69  | 1.83  | 0.26   |
| 工业品期货价格指数               | 1345.63 | 1360.58 | 1341.59 | 1352.36 | -6.73 | -0.5   |
| 能化期货价格指数                | 589.89  | 596.63  | 588.24  | 590.27  | -0.39 | -0.07  |
| 钢铁期货价格指数                | 2073.4  | 2125.63 | 2062.65 | 2102.76 | 29.36 | -1.4   |
| 建材期货价格指数                | 1408.6  | 1431.93 | 1405.01 | 1418.8  | -10.2 | -0.72  |

### 易盛农产品期货价格系列指数 (郑商所)(12月14日)

| 指数名称    | 最高价     | 最低价     | 收盘价     | 涨跌    | 结算价     |
|---------|---------|---------|---------|-------|---------|
| 易盛农产品指数 | 1011.5  | 1000.93 | 1009.62 | 8.68  | 1006.57 |
| 易盛农基指数  | 1337.23 | 1325.11 | 1336.06 | 12.08 | 1330.66 |