



### 马铃薯坠入价格暴跌“周期怪圈”

有着“中国薯都”之称的内蒙古乌兰察布地区,目前遭遇因持续干旱导致马铃薯大量减产的局面。内蒙古气象局近期消息称,乌兰察布市察右后旗的干旱已持续五十多天,旱作马铃薯块茎数量不足,预计减产七成以上,价格则下滑20%-50%不等。

A06 期货·行情纵览



### 中信现象打通期货业任督二脉

短短几年从行业中游跃升至榜首的中信期货,无疑被视为这一获得良缘的幸运儿。在其最终控股股东中信集团打造综合金融服务平台的战略指引下,各母子公司、兄弟公司协同合作,实现渠道资源共享,最终成就了独特的“中信现象”。

A07 期货·行业生态



### 玉米期货:“A+B”完善计划酝酿登场

金秋时节,正是玉米收割的季节,而东北地区一些大型农业企业也陆续开秤收购新粮。对于农民而言,则又到了一年新粮上市、待价而沽的时候。与此同时,大商所针对玉米期货产业链,悄然开展了其完善玉米期货服务功能的“A+B”计划。

A08 期货·大视野

361° 看市

## 股票ETF期权 商品期货期权 股指期货期权排序确定

# 推进期权市场建设思路明晰

□本报实习记者 张利静

中国证券报记者日前获悉,有关部门对推进期权市场建设思路已经初步清晰:期权市场建设将优先股票ETF期权,后商品期货期权和股指期货期权的路径进行。

记者了解到,在商品期货期权品种选择方面,为更好地服务三农和完善市场调控机制,有关部门着重研究了对目标价格补贴能否采取期货期权费用补贴的方式,以规避在WTO框架下的争议。据此,棉花、大豆等农产品期货期权可能是先行者。

三大期权产品的酝酿推出,不仅是场内期权产品从无到有,也是金融期权、商品期权产品起步的代表。业内人士认为,传统产融结合方式已经满足不了实体产业的发展需求,未来衍生工具应用需求前景可观,期权工具的丰富和多头并进,为证券以及期货经营机构预留了巨大创新和发展空间。

### 备战期权 券商转型忙

期权起跑,对于缺乏衍生品管理经验的券商来说,牵涉到整个中后台运行习惯和机制的变化,市场对此存在疑虑不可避免。部分市场人士猜测,这可能是个股权期权后推出、临阵换将,由风险控制难度较小的ETF期权打头阵背后的主要原因。

对于券商准备情况,某大型券商结算部门负责人陈先生介绍说,目前每家券商对期权系统的投入在一千多万元水平,包含主系统和灾备,不包括人员。也有公司打算另外建立其他快速交易系统供高端客户使用;人员方面,仅IT等后台运营方面需要增加10到15人,现在普遍准备情况是总部人员基本配置到位,系统在持续完善,营业部培训及客户投教持续进行。“大多数证券公司在配置足额人员实时盯盘外,还打算使用公司自有资金,在期权发展初期客户沉淀资金不多的时候,来服务客户,保证资金流转。”

陈先生告诉记者,公司对股票ETF期权结算的各个环节已经进行了充分的压力测试,目前系统顺利实现清算功能不存在问题,但附加功能还有待完善。

“由于股票现货属于单项买卖、全额付款,不存在客户层面的风险控制问题。而期权由于其权利金、保证金制带有杠杆性,从而产生一系列的风险因素,因此现货采用的是盘后资金交割,期权结算业务与现货的区别主要在于风险控制和资金调拨上多了一个对资金的实时监控和干预的机制,期权结算需要在盘中对资金进行校验、冻结等程序。”陈先生解释说。

与此同时,权利金、保证金收取方式直接关系到交易成本,自然成为市场的另一大关注焦点。对此,陈先生表示,证券交易所在保证金制度方面较为稳健,目前不接受组合指令,即投资者不能进行组合平仓,只能拆开单腿平仓。对于投资者来说,在第一阶段,组合指令需要投资者资金手工组,组合指令或者策略指令都是通过交易软件来实现,但不排除单腿成交的可能性。“组合指令的意义在于获取保证金优惠,但对赚钱的客户来说手续费支出永远不是那么重要;像台湾市场的行情服务等可能都是要收费,大陆可能就行不通,主要看经纪机构的服务能不能让客户觉得值得吧。”

期货客户对交易软件历来有着精益求精的传统,在此方面,股票、期货客户在交易习惯上存在较大差别。对于市场一直重视的期权软件的选择,陈先生表示,与期货客户不同,证券方面的大多数散户对交易软件要求不高,可



制图/王力

能客户开始选定一款软件后会一直用下去。“证券客户可能十年前在用大智慧、钱龙、同花顺,十年后还在用,而且功能、界面等较十年前也基本没有变化;期货客户十年前基本都用金仕达,现在则对快期、易盛这种期货出身的交易软件应用较多,甚至连钱龙、大智慧都在争夺期货市场份额。还有一些像台湾、韩国引进来的策略模型下单软件也逐步占领大陆期货市场。”

部分市场人士认为,股票ETF期权先走一步,很大程度上是由于相比期货公司来说,券商具有更强的抵抗风险的能力;而ETF期权是能够平稳运行也确实会对股指期货及商品期权的命运产生直接影响。

### 法无禁止 中国特色做市商

据知情人透露,目前拟定的《期货法(草案)》(以下简称《草案》),将增加期权合约权利的表述和术语,与期货合约交割概念进行区分;同时,有关做市商的专业术语在法规中将不再体现,即不增加做市商条款。

对此,部分市场研究人士认为,法无禁止则有效,而且做市商制度从撮合机制上来讲与一般客户并无区别,这给予了做市商更大的政策空间;另一方面也意味着未来推出做市商制度可能缺乏强有力的法律依据。

对于刚刚起步阶段的中国期权市场来说,承担做市商角色,一方面要面对不可估量的发展前景,另一方面也面临着不可预测的市场风险。

“做市商的主要作用是为市场提供流动性,其收入来源于期权报价的价差和交易所的各项优惠措施,甚至手续费分成。因此,中介机构一旦成为做市商,不仅其旗下的客户资金量和参与度将得到提升,而且其还会获得丰富的交易资源,并得到交易所扶持,这对中介机构有很大的吸引力。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇称。

中粮期货宏观研究员柳瑾表示,从机遇上来说,期货经营机构能够通过做市商获取价差收益,这就有了一项新的收入来源;但困难同样巨大,做市商作为期权的卖方往往承担巨大风险,对其资金规模和风控水平、信誉水平等都是巨大挑战,同时人才的培养、储备也是难点,期权方面要求的高端人才,而国内市场储备严重不足。

谁来担任做市商更为合适的讨论在国内方兴未艾。业内人士认为,由于我国做市商制度处

于初创阶段,且我国市场特点与国外并不完全相同,照搬国外经验在我国或许并不行不通。

新湖期货研究所副所长时岩解释说,在报价方面,国外做市商限制较多,要求保持市场价格的稳定和连续,若连续的两个价格变动较大,做市商有义务在中间增加一个买单,在这方面国内暂时限制较少,有可能会在期权上市之后逐渐增加限制。另外,国际上做市商一般要求按报价成交,但国内习惯于询价交易,可能会出现一定的报价弹性。

“在中国,做市商必须本身资金雄厚,能够在市场流动性不足的时候提供丰富的期权报价,给买卖双方提供对手方服务,因此资金必须充足;其次,须有良好的风控系统,期权是一个高杠杆的产品,完备的风险控制系统不可或缺;再次必须有专业的业务能力和服务水平,提供丰富多样的产品报价和波动率对冲产品。”程小勇说,从风险控制的角度,市场对期货公司等中介机构提出了更高的要求,对于做市商,期货公司等经营机构要量力而行,走特色化的期权参与道路。

兼具产业背景及金控平台背景的机构一直是期权做市商众望所归。对此,柳瑾表示,这类机构担任期权做市商具有天然优势,产业背景主要是报价过程;而管理体制上,同时具备现货背景和金融融资平台的机构往往是国企和央企,其迅速决策把握机遇的能力往往不如民企,这也为民企、私企在这个新生领域留下了发展空间。

而对于做市商的角色选择,上海某大型期货公司创新事业部负责人任先生则认为,不宜过分强调产业背景。他认为,做市商往往比拼的是反应速度、报价顺畅度等条件,其利润来源主要是报价价差,如果过分专注研究和判断,一旦预测和市场实际不符,就可能造成巨大损失甚至是在市场上消失。当下期权做市商建设的当务之急是打好顺畅的接单、报价机制等硬基础。

一位权威人士对中国证券报记者梳理,首先,国有企业无法从事做市商,因无法消除只能从事套期保值的限制;其二,期货公司无法从事做市商,但其期货风险管理子公司可以;其三,民营企业符合条件;最后,专业机构投资

者,特别是有产业背景的现货企业更为适合承担做市商这一角色。

### 非标产品 金融服务专业化

在市值管理、产业投融资等领域,期权是不可或缺的风险对冲工具。股票ETF期权、股指期货期权可有效对冲其系统性风险,提供个性化金融工程解决方案;农产品等商品期货期权丰富了涉农企业的原材料或产成品价格波动管理手段,是企业控制风险、价值实现的基础性工具之一。同时,基于期权的品种特性,可设计出极为丰富的应用策略以应对企业风险管理和提高收益的需求,例如个性化避险方案、合成投资企业债息票,推迟资本利得税等等。“期货经营机构主攻衍生品市场,未来在衍生工具组合应用上大有可为。”浙江中大期货研究院院长赵晖表示。

他解释称,场外市场将出现满足个性化需求的非标产品,现货、期货以及期权组合策略的多样性使金融机构有条件设计出更多差异化产品,专业化的金融服务公司将逐步产生。

业内人士认为,在互联网金融崛起及混业经营格局逐渐明朗的背景下,作为对接场内场外市场更加直接的工具,期权的诞生将催生专业化、新形式的金融服务,产融结合新局面值得期待,衍生品市场服务实体经济或将更加有效。

由于我国衍生品市场尚不发达,场内场外结合、金融服务实体效率并不明显,产融结合形式仍以银行信贷为主,占据社会融资总量的比例超过90%。

“传统产融结合领域,中国金融业现初步形成了包括银行、证券、保险以及货币、资本市场等在内的金融全业务市场,由于发展时间短,仍是以银行业为主导,以信贷业务为中心。”程小勇表示,同时,衍生品市场单一的期货工具尚难以解决实际经营过程中面临的多样化问题,期权作为海外发达国家运用最为广泛的工具,由于其个性化设计、量身定做、锁定风险又不放弃收益的全方面的优势,是当前金融市场服务实体经济迫切需要的衍生品工具。传统产融结合方式要向现代“间接融资+衍生品工具”结合的模式转型。

时岩认为,银行与证券行业给企业提供了间接或直接的融资渠道,而期权的出现,则给企业提供了在诸如金融危机等极端环境下的生存机会,另外,农业产业作为低利润率产业,其利润增长的主要方式来自于规模的不断扩张,能够以比期货更小的资金占用情况下有效规避价格风险,规模持续扩大得以实现,从而进一步增加抵御风险的能力。

“随着衍生品金融工具逐渐增多,除银行的信贷、证券的IPO外,期货经营机构及各种功能类别的子公司也将通过合作套保、仓单买卖等方式与企业对接;而期权工具在国内属于新的避险工具,操作经验相对缺乏,初期需要相对专业的期货经营机构指导操作,或者随着期权运行一段时间,期货经营机构也会陆续推出相关产品供企业直接购买。”时岩说,从长期来看期权应该会在提高产业企业生存能力和竞争力方面发挥较大作用,但是这需要企业首先提高运用期权工具的专业度。

“期权上市初期,由于期权的操作需要非常专业度,而市场上具备丰富经验的专业人士,建议企业委托专业机构指导为主,并派遣相关人员合作,以尽快适应这一新的避险工具。相关期权产品设计可能需要一定的时间才能成熟,所以购买这方面产品也建议初期以观望为主。”时岩表示。

“期权上市初期,由于期权的操作需要非常专业度,而市场上具备丰富经验的专业人士,建议企业委托专业机构指导为主,并派遣相关人员合作,以尽快适应这一新的避险工具。相关期权产品设计可能需要一定的时间才能成熟,所以购买这方面产品也建议初期以观望为主。”时岩表示。

“期权上市初期,由于期权的操作需要非常专业度,而市场上具备丰富经验的专业人士,建议企业委托专业机构指导为主,并派遣相关人员合作,以尽快适应这一新的避险工具。相关期权产品设计可能需要一定的时间才能成熟,所以购买这方面产品也建议初期以观望为主。”时岩表示。

时事速递

## 期货风险管理子公司增至24家

10月10日,中国期货业协会网站发布公告称,根据《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引(修订)》等相关规则规定,经审查,光大期货有限公司等四家期货公司、光大光子投资管理有限公司等四家风险管理公司提交的备案材料齐全,符合规定,准予备案。

据此,加上以前已经设立的20家,目前我国期货公司风险管理服务子公司已经增至24家。根据公告显示,此次设立的四家子公司分别为光大光子投资管理有限公司(光大期货有限公司)、格林大华资本管理有限公司(格林大华期货有限公司)、中期国际风险管理有限公司(格林大华期货有限公司)和武汉长江产业金融服务有限公司(长江期货有限公司)。

此外,本次备案公告也是中期按照修订后的业务试点工作指引所发布的。此前为规范风险管理公司业务试点的备案与报告工作,中期公司于8月26日修订了《风险管理公司业务试点申报材料规范》,并发布实施了《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引(修订)》。根据新的指引精神,中期协的监管由事前转向事后,期货公司可自主设立风险管理服务子公司,成立之后5个交易日内向协会报备即可。(王超)

## 业内:尽快推出股指期货 降低股市波动率

方正证券金融工程首席分析师高子剑10月10日在“金融期货大讲堂-‘周周开讲’走进武汉”上表示,应尽快推出股指期货,这有助于投资者锁定收益,降低股市波动率。

高子剑说,我国股市波动率之所以居高不下,一个很重要的原因是除了卖出股票,投资者没有其他办法锁定收益。而如果有期权,就可以不用卖出股票也能锁定收益,这有助于降低股市波动率。

高子剑建议,除了尽快推出沪深300股指期货,还应该推出分行业的股指期货,便于投资者更精细化操作。

他认为,股指期货推出以后,将对投资者在交易当中的战术产生很大的影响,对收益影响也会非常大,但不会影响投资策略。从美国期货市场来看,期权价格在上市初期或长时间被高估,这将使得投资者容易从低风险的市场获取高额收益。他建议投资者多参与股指期货的仿真交易,在练习中学习。

据了解,“周周开讲”系列培训是中金所为服务会员单位、扩大培训受众面、构筑行业交流平台而打造的品牌项目,旨在及时向市场各方传递金融期货知识、传递产品筹备动态、传达政策调整动向,并以此促进业界与中金所的双向沟通交流。自去年9月推出第一期“周周开讲”以来,已持续在上海、北京、深圳、重庆、西安、厦门、武汉等地举办了33期,受到广大会员单位和投资者的广泛好评。(叶斯琦)

一周黑马

## 动力煤有望继续上行

在煤炭“救市”政策频出的背景下,因煤炭进口关税政策利好和三大煤企集体涨价提振,上周动力煤1501合约价格出现难得的反弹,周中一度触及530.4元/吨,创今年6月9日以来的新高。截至上周五,该合约收报525.6元/吨,以1.04%的周涨幅位居大宗商品涨幅榜前列。

消息面上,10月8日,国务院关税税则委员会宣布调整煤炭进口关税,规定从10月15日起,取消多个煤种的零进口暂定税率,实施3%至6%不等的最惠国税率。此外,神华集团宣布本月10日起,全线上调水动力煤煤价15元/吨;中煤集团也对各煤种价格上调15元/吨。

不过有观点认为,煤炭关税政策实施的目的在于限制煤炭进口,缓解国内供应压力,但这一救市政策不足以改善整个市场。而两大巨头的此次涨价更多是对煤炭“救市”政策的响应,考虑到此次涨价幅度创下了年内最大月度涨幅,对后市上涨动力有一定消耗。

从基本面来看,六大电厂煤炭库存维持,日均耗煤维持低位,可用天数仍维持高位;港口库存回升,下游补库尚未开始。分析人士认为,高库存压力下,煤炭供应面严重宽松局面难以在短期内得到改善,不过各煤企纷纷上调煤价对期价或形成一定支撑。展望后市,随着受限产减产供给压力减小及脱困救市政策的不断落实,预计四季度动力煤期价仍有上涨空间。(王姣)

## 农产品期货期权提上重要日程

贴的变化正是一次这样的尝试。有研究人士称,短期内三大主粮的收储政策不会放开,但随着国际市场倒逼形势加剧,三大主粮收储政策在未来两到三年内退出历史舞台是大概率事件;因此,我国粮食政策调整要以时间换空间,加紧对新补贴措施的研究。目前来看,以期期货期权费用补贴方式辅助进行价格补贴是可行途径。国际经验也证明,农产品补贴中期权产品的开发尤其重要。

应用农产品期权或复制农产品期权,期货经营机构有能力提供各类点价服务,做出符合产业特色的解决方案,随着专业化能力的积累,衍生品机构服务三农将更加直接和有效。”浙江中大期货研究院院长赵晖说。

中粮期货宏观研究员柳瑾表示,长期来看,

农产品期权的推出将给农业相关企业带来更加多样化的衍生品选择和贸易模式。而根据国外经验,欧美的ABCD等四大粮商普遍深度参与期货、期权等衍生品交易,实现其现货、期货期权的双线贸易和生产销售模式。

据了解,目前已经有部分期货公司风险子公司在此方面有所实践,具体操作方案是,农民向保险公司购买价格保险,对未来收获的农产品价格进行锁定;保险公司和期货机构结合,用期货、期权工具对这部分报价产品进行风险对冲。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇认为,目前“订单+期货+远期”的农期合作模式已经初步形成,随着农产品期货期权工具出现,这

种模式将向“间接融资+衍生品工具”结合的模式转型。期权工具的使用,有利于节约涉农企业的资金成本,通过期权金融机构可以设计相关的方案锁定成本、期限、销售价格等,同时实现融资多样化,创新产融结合方式。

“农业产业中生产者对价格风险的抵抗能力最弱,是最需要避险工具的一个环节。加工环节的能力相对略强,其作为中间环节,甚至可以在上下游两个品种上都实现价格锁定以规避风险,对于销售(贸易)环节来说,因其可以自主选择采购量与库存量,在存在风险敞口的时候则有必要运用避险工具。因此依次来看,生产环节对期权的需求最为强烈,其次是加工环节。”新湖期货研究所副所长时岩表示。

□本报实习记者 张利静

知情人向中国证券报记者透露,关于开展农产品期货期权试点的文件已获得有关部门批示,工作进入落实部署阶段。有关部门建议,借鉴国际经验,研究目标价格保险、贷款结合模式,开发场内场外集合的产品进行创新。

农产品期货期权被提上了重要日程。其背景是,长期收储政策使我国相关农产品失去了价格弹性,相关产品在国际市场上的竞争力也日趋弱化,如何恢复、提高我国农产品国际竞争力,同时规避WTO框架下的争议,成为了当下农业补贴政策转型的重点。

前期,棉花、大豆等由收储改为目标价格补