

2500亿元是否是保证金天花板

# 期市僵局:谁在阻碍增量资金进场

□本报记者 王姣



制图/王力

2010年,曾有业内人士乐观预言:未来五年,我国期货保证金规模将达到5000-6000亿元,其中金融期货将占80%-90%,达到5000亿左右。然而四年过去,中国期货业协会的最新数据显示,截至2014年8月,期货市场保证金规模约2450亿元,离当时业内人士设想的仍差距甚远。

回顾过去四年,期市保证金规模从2010年底的1618.5亿元降至次年底的1513.25亿元,2012年底重新回升至1814.01亿元;2013年“五一”节后一度创出2300亿元的新高,不过年底又回落至1988.18亿元,保证金规模增速明显放缓。

近年来为何少有增量资金进入期货市场?对此,接受中国证券报记者采访的业内人士认为,宏观经济不景气、企业参与程度不够、股市资金分流可谓期市保证金规模暂时遭遇“天花板”的大背景,但一些期货品种尤其是新上市品种不活跃、金融期货品种开放速度不如预期、期货夜宴“头重脚轻”等问题同样是不可承受之重。不过随着原油期货、外汇期货、期权和更多期货品种的上市,未来期货市场发展的重心将向金融期货和期权转移,预计未来3-5年内期货保证金规模有望实现翻番,金融机构将成为未来期货市场的主力。

## 2500亿元关口遇阻

增长9.6%,保证金规模增速明显放缓。

值得注意的是,期市品种之间的活跃表现明显分化。从今年1-9月数据来看,菜籽粕、螺纹钢、豆粕、沪深300股指、白银、PTA、天然橡胶、白糖、铁矿石、玻璃、焦炭和铜期货等前12大品种合计的成交量占比达到77.01%,而菜籽油、铝、一号棉、甲醇、玉米、动力煤、铅、强麦、热轧卷板、聚氯乙烯、石油沥青、硅铁和5年期国债期货这12个成交不太活跃期货品种的市场份额合计占比仅为2.46%。

“中国期货市场24个成交活跃品种几乎吸引了全部市场资金,其中就包括了套期保值、套利和投机交易参与的大量资金。”方正中期研究院院长王骏认为,造成

不同品种吸金程度不一的原因主要有两点,一是商品期货或国债期货等品种各具特色,专业性强、范围有限等均限制了广泛的参与度;二是产业链长短不一致,也会大大影响不同品种的成交量和资金规模。

有业内人士认为,不同期货品种对于资金的吸引力不同,一要看该品种对应的现货市场的容量;二要看该品种现货是否受政策限制较多品种还是相对市场化程度比较高的品种。“农产品的品种上市难以活跃的主要原因是这些品种的市场化程度不高,政府的介入明显令投资者望而却步。历史证明凡是市场化程度高、全球化强以及物流通畅的品种都会很活跃。”中信期货副总经理景川告诉记者。

## 缘何遭遇“天花板”

十多个品种连续上市、创新业务如火如荼地展开,期货市场的保证金规模却并不为所动,这其中的深层次原因到底是什么?引发众多期货业内人士深思。

在王骏看来,新品种和新业务没有带来增量资金主要有三个原因:第一,中国经济面临“三期叠加”,宏观经济形势不容乐观,市场对期货市场兴趣受影响;第二,实体企业在中国经济结构调整期对期货市场的投入减少,更多的措施是如何在现状下调整主业,在人力、财力和精力上有所转移,虽然也有企业加大对期货市场的套保投入,但总体有所下滑;第三,新品种上市对现货产业链的开发与服务力度还有待加强,交易所和期货公司应该共同做好新品种相关产业客户的培训与服务工作,让更多产业的套保资金进入期货市场。

多数业内人士认同上述观点,认为宏观经济不景气是影响期市扩容的最重要因素。“中国经济进入换挡期,企业资金不足,商品价格徘徊在低位都制约了市场规模的

扩大。”景川告诉记者,宏观环境对商品市场不太有利,商品期货交易近两年的操作难度增加,加上政策对银行、保险等机构投资者准入限制的因素,导致本来预期的机构增量没有进入市场,此外,金融期货推出也较为缓慢。

“相当部分品种上市后,涉及这些品种的上下游企业对于金融市场的运用仍然需要一定的了解后才能利用期货工具,这在一定程度上使得市场流动性不足,对于投资者也产生了一定的制约。”景川说。

国泰君安期货金融衍生品研究所副所长陶金峰同时表示,虽然有十多个新品种接连上市,但是产业资金并不算宽裕,企业套保资金增量有限。另外,今年下半年股市震荡走高,出现回暖,分流部分资金进入股市。加之楼市低迷,部分投资至最近被套楼市,限制期货新增资金入市。

值得注意的是,曾被寄予厚望的创新业务,其对期货市场扩容的贡献暂未体现。中国期货业协会数据显示,截至2013年底,

## 扩容需三管齐下

则进行梳理和修改完善,部分已经不合时宜和不符合国家政策导向的品种,则可以考虑退市。

据了解,今年以来,几大交易所通过降低保证金比例、放开持仓限制、放宽套保套利管理等措施,逐步降低交易门槛和限制,这将有效刺激期货市场活力,有助于市场交易量的提升。

如景川所言,放开会员持仓无疑是进一步推进市场化的进程,对于投资和风险管理都将是松绑的过程,为品种的充分撮合奠定了基础,也为未来市场规模的扩大做好了准备,长期看是积极而有效的。

对于不同的市场主体该如何行动起来,程小勇给出了下列三方面的建议。

对于监管层而言,按照《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》的要求,在给行业发展松绑的同时,给期货市场创新提供激励,并且提供行业发展的经验交流平台,鼓励相关的经验分享。尽快制定期

货公司轻型营业部标准,把降低的运营成本用在人才培训、市场拓展和投资者培育方面。推进期货立法工作快速完成,为期货公司加快发展保驾护航。

对交易所而言,应继续完善包括保证金收取、手续费收取、涨跌停板、持仓限额和交割等方面制度。另外,需要加强交易清算的便利,加快退出国内版的SPAN保证金收取系统。在提供传统的交易、清算的同时,加快指数期货开发,为期货公司开发场外产品提供科学的标的,并加强与期货公司就相关产品和系统开发的合作。

对期货公司而言,针对市场发展和客户需求,增强自身的研发水平和服务能力,并且要在资产管理和风险管理子业务上有所作为。一方面,提供丰富、多样化的品种,实现风险管理的目的;另一方面,需要在场外企业方面加强研究,利用场外期权、互换等衍生品工具给产业客户提供个性化的风险管理方案和产品,实现期货和现货双赢。

## ■ 高端访谈

### 母润昌:创新业务有望成为期市“吸金器”



母润昌,现任宝城期货总裁,1994年1月进入期货行业,先后在北京建信期货、中国国际期货、武汉中期、中国中期集团任职;2005年8月至2010年3月担任北京中期期货公司董事兼总经理,并被选为中国期货业协会第二届理事会理事,中期协纪律委员会副主任委员,北京期货商会副会长、监事长,河北金融学院兼职教授。

□本报记者 王姣

“期货市场的保证金规模虽然暂时遭遇瓶颈,但随着金融期货品种的拓展、创新业务加速发展、实体企业风险管理意识逐渐增强、机构客户逐渐增多等诸多利好因素驱动,未来期货市场保证金将出现更加快速的增长。”宝城期货总裁母润昌在接受中国证券记者采访时表示,2014年是金融市场加快发展的一年,在新“国九条”的政策引导下,期货市场保证金规模的增长还需依靠资管和风险管理子公司等创新业务。目前期货市场资管“一对多”已经放开,受制于“一对一”的期货资管业务将迎来多元化发展的黄金时期,可以预见的是,资管产品策略多样化、结构化产品的市场需求个性化优势,会吸引大量资金流入期货市场。中国机构客户也在逐渐发展壮大,并不断成熟,私募、对冲基金甚至公募基金都会接踵而至。

中国证券报:2013年以来,期货市场推陈出新,在祭出夜盘新玩法的同时,十多个新品种接连上市。尽管如此,为什么整个期市保证金规模依然徘徊在2000亿元的水平?

母润昌:首先,国内金融期货品种较少,目前只有股指期货和5年期国债期货,而海外市场金融期货的成交占绝大多数份额。美国期货业协会数据显示,2013年包括个股、股指、利率和外汇等金融期货成交量占整个商品期货的81.3%。其次,目前国内国债最大的主体还被阻挡在国债期货门外;再次,国内机构客户比例相对较低,缺乏机构客户的参与,散户居多;最后,产业资金进入,受制于企业本身现金流紧张、融资困难、套保成本高、交割等相关的客观因素制约。

值得注意的是,尽管保证金总量增长放缓,但是保证金结构在优化。一是机构客户比重逐渐增多,包括私募和专户理财资金;二是期货市

## ■ 记者观察

### 优化资源配置 积极盘活期市存量

□本报记者 王姣

行路难,开路更难。面对盘活存量资金与吸引增量资金两大难题,从2000亿元保证金到5000亿元保证金看上去是如此漫长而艰辛的道路。

可以预见的是,在不远的将来,随着更多商品期货、金融期货、指数、期权等新产品新业务陆续推出,机构资金得以大手笔进入期货市场,期货市场必将迎来新一轮飞速发展时期;另一方面,市场规模的扩大也对期货公司的经营提出了更高的要求,不断升级换代将成为跟上市脚步的核心关键词。

为迎战一个保证金规模可能高达5000亿元的期货市场,如业内人士所言,“一切措施都应紧紧围绕市场化”,在此精神的引领下,笔者认为,期货业应尽量做到以下三点。

首先,积极盘活期市存量,建立健全品种优胜劣汰机制。据了解,自2010年10月份之后,三大商品交易所为抑制市场交易者过度投机的行为纷纷采取取消提高保证金比例、限制开仓手数制度、日内手续费优惠制度等措施,对市场交易规模进行抑制,最终期货市场成交量急剧下降。为进一步盘活期市存量,业内建议原先制约期货市场发展的持仓限仓制度、双向保证金收取制度、套保套利保证金收取比例过高等不合理的制度都应纷纷修改和完善。

而一切品种和合约的设计,都应以维护国家经济安全、服务实体经济为宗旨,而非盲目地与所谓国际市场相关品种接轨,搞华而不实的“高大上”。如方正中期期货研究院院长王骏所言,交易所应对一些交易不活跃的期货合约进行修订,同时建立对无成交或微量成交期货品种的退市机制,在对实体企业既没有保值功能和价格发现功能,对机构或个人投资者也没有投资功能的品种就要果断进行退市。”唯其如此,期货市场才能尽可能地把更多更好的资源集中于优势品种的开发、服务和培育上,才能更好地做精做深一些品种。

其次,勇于突破樊篱,积极尝试多领域交叉

场正在加速洗牌,排名前列的期货公司保证金增长在加速,而中小期货公司保证金停滞不前,行业集中度明显提高。

中国证券报:对于如何提高新上市品种的活跃度,如何做精做深现有品种,如何激活僵尸品种,你有哪些方面的思考?

母润昌:新品种要提高活跃度,首先要选好上市品种的标的,必须要现货市场市场化程度相对较高,价格波动频繁,不能存在流通壁垒和过于垄断。其次,要设计好相关的合约,既不能太大,那会导至缺乏投资者参与;又不能太小,那会引发市场过度投机。再次,在保证金收取和交割制度上需要合理,交割是滚动交割还是集中交割,是实物交割还是现金交割,是仓单交割还是仓库交割,交割库存是否合理,这些都至关重要。最后,需要加强对涉及新品种的相关产业的培训,让产业客户和机构客户对品种充分认识和了解。

对于僵尸品种,可以分两步来尝试激活:首先,对现有的僵尸品种进行深入研究,分析市场不活跃的原因,找出问题的症结,加大对产业的培训和激励,修改相关的不合理交易和交割制度,给企业和机构投资者提供便利。其次,对于一些品种,如果是由于现货市场的原因,如产业结构的演变,产品不再是市场的主流等因素,这些品种该摘牌的还需要摘牌,该淘汰的淘汰。

中国证券报:在期货市场创新的大背景下,应如何有效盘活市场存量资金、扩大期货市场的容量?

母润昌:在盘活市场存量资金、扩大市场容量方面,可以从以下三个方面着手:首先,要提高期货公司的服务能力和平,以便减少客户保证金的亏损幅度和范围,这样可以尽量减少保证金流失速度;其次,期货交易所要持续支持期货公司大力拓展和培育产业客户,引导其进入期货市场进行风险管理。最后,在新品种上、上市、创新业务发展方面,需要加大投入和加快发展,通过这些业务引入资金的流入,以便“开源”而非单纯的“节流”。

值得注意的是,今年下半年以来,各大交易所纷纷放开期货公司会员持仓限制,放宽保证金梯度和套保套利管理等,从实施情况来看,这些措施在一定程度上激发了机构投资者的热情,降低了产业客户的套保成本和持仓风险,使得下半年期货市场成交量加快增长。从市场创新角度来看,制度的改善和松绑对期货市场发展长远是有利的。

而且目前一些期货公司现货风险管理子公司也已经取得良好业绩,例如永安期货、浙商期货、大地期货等资管业务中第一梯队的期货公司已经形成规模。要合理学习和吸取第一梯队的经验,针对本公司的特点和优势,推出特色的产品和服务。学习证券、基金和保险等其他金融行业先进的管理制度和经验,结合期货市场的特点和优势,穷实内功做大做强。

与创新。曾有业内人士算了一笔账:保险行业整体资金量有6000亿元,如果其中有10%至20%

在期货市场存有避险需求,那么期货市场又多了1200亿元的参与。假如加上基金、银行及众多投资公司,还有即将开展的境外代理业务、金融期货品种的日益丰富,期货市场资金量的前景是非常乐观的。

随着一系列政策的放开,加快金融市场创新、放松管制和对外开放”成为期市创新的关键词。业内人士介绍,期货市场作为一个崭新的理财产品设计里面,期货资金池逐步进入各大金融机构的产品设计里面,期货作为风险管理的工具与现货结合,设计各种对冲风险的产品逐步吸引增量资金进入这个市场,期货资产管理业务的快速发展也印证了这个判断。如何完善和丰富现有的创新业务,开展跨机构跨境业务,加强与各类型金融机构之间多种形式的业务合作,如何更好地发挥期现结合、衍生品风险管理等优势都是期货业亟待落实的问题。

最后,进一步优化和完善服务,做好市场培育工作。随着国内期货市场保证金规模的增长、创新业务发展步伐的加快,期货行业的生态环境将发生翻天覆地的改变,这一过程中,国内期货市场的掣肘和短板将一一暴露出来,比如中介机构专业化服务水平不高、难以满足现货企业、现货产业等机构投资者需求的问题;比如企业对期货认知度不够、缺乏相关的人才、审批手续复杂、融资困难等方面的问题。

在我国期货市场处于量的简单扩张向质的提升转变关键时期,期货公司不仅要打好经纪、咨询、资管与风险管理子公司的四张业务牌,积极探求更好服务现货企业的模式和途径,提高服务质量,满足投资者尤其是套保投资者的能力;还要完善机制留住人才、培养人才,为期货人才创新储备动力之源。与此同时,对我国期货参与意识薄弱的一些企业和机构进行持续的投资者教育,仍然不能忽视,期货公司应尽量积极从法规、政策、制度、规则、人才、技术等各方面为现货企业进入期市创造条件,引导企业有效利用期货市场的价格发现和套期保值的功能。