

股债权融资破冰 期货业穷途突围

□本报记者 张利静

放松监管、鼓励创新的政策改变了长期以来金融行业的“生存习惯”，由分业走向混业。在券商创新转型的过程中，期货公司面临的危机与机遇也被空前放大，毕竟，国内近一半期货公司为券商背景。增加资本金、创新突围成为期货公司的共识。近两年，期货公司不约而同地采取开扩径增资的动作，从首家期货公司创元期货挂牌新三板，到期货公司发行次级债券和次级债务的借入和发行机制明确，期货行业尝津股权、债权融资渐入征途。

券商系期货公司将消失？

在券商业务创新转型中，期货公司未来创新面临诸多挑战。

2015年3月，中国证券业协会向证券公司、证券投资咨询公司下发了《账户管理业务规则(征求意见稿)》，拟允许合格的券商和投资咨询公司等机构依法从事投资顾问，开展账户管理业务。

在券商欢欣鼓舞、公募基金惊呼“狼来了”的同时，期货公司也嗅到了危机的气味。

一位资深期货行业人士表示，券商发力买方业务，其核心在于用自有或委托资金进行投资管理以获取投资收益和资本利得并承担投资风险，衍生品市场作为买方业务投资标的和风险管理工具在券商转型升级中将肩负重要使命，券商与期货公司在衍生品领域展开竞争成为必然。“同券商相比，当前期货公司在资本、人才、制度方面存在欠缺，加之资管业务、自营业务、两融等业务已经成为券商重要收入来源，使得期货公司未来创新空间更加有限。”

据中国证券报记者统计，目前可交易的期货品种共有47个（上期所14个，大商所16个，郑商所15个，中金所2个），其中数量上仅占4%的金融产品（股指期货、国债期货）在市场份额上占据整个期货市场的七成，而45个商品期货品种则分享不足30%的市场份额。大宗商品与金融产品的市场份额反差巨大。

业务竞争的同时，部分行业人士担忧，券商系期货公司或面临被部门化的命运。

行业人士称，未来，伴随着多种国债期货、股票指数期货、期权以及个股期权等衍生品的推出，金融期货还存在巨大发展空间。而目前在金融期货上，券商已日益深度介入期货市场，随着国债产品的丰富、利率市场化以及汇率管理的松动，汇率波动加剧，银行也将成为积极的市场参与者。

这将间接造成两种后果。一是混业背景下，由于客户群体的不对等性，经纪业务双向开放其实并不利于期货公司，证券客户就利用券商通道参与期货交易的可能性远远大于期货公司的客户利用期货通道从事证券交易的可能性，传统期货公司将直面与券商的竞争。二是伴随券商发力买方业务，金融期货对冲功能日益显现，金融期货品种也不断丰富，券商在期货及其他衍生品业务上介入更加深入。“由于通道业务的放开，券商系期货公司失去独立存在的合理性，可能逐步转为券商的期货或衍生品部，传统期货公司由于失去在期货经纪业务的垄断地位，进一步被边缘化。”上述行业人士称。未来，具有券商、基金背景的期货公司或许迎来“去法人化”从而内化为部门。

山东一位期货公司相关负责人称，某大型券商背景期货公司是同类型兄弟公司观望和追随的标杆。

不少券商管理人士曾表示，在需要的时候，可以将期货子公司研发、技术人员等直接“拿过来”或者“买过来”。就在上证50ETF股票期权上市之际，期货公司就出现了一批有经验的金融期货研发人士



CFP图片

出逃证券公司的现象。

据了解，目前，151家期货公司中，有69家为券商控股。

上海一家期货公司相关负责人表示，在前几轮“证期”并购潮中，券商与期货公司股权合作并不是常见的“强强联合”，而是大券商找小期货公司、大期货公司找小券商这样的模式，潮涌过后，最终形成当前69家发展水平参差不齐的券商系期货公司。余下期货公司伴随着期货行业发展，一部分在当前同质化竞争中举步维艰，另一部分期货公司则成长为优秀行业代表，在这部分非券商系优秀期货公司中，不乏具有通过股权融合在人才、资金、管理等方面形成优势互补的迫切现实需求，余下券商则普遍规模偏小、竞争实力偏弱，很难实现有效对接，券商并购期货公司的最好时机已经过去。

大批金融衍生品将出现

券商和银行的创新也将为衍生品市场提供巨大的机遇。

继银监会、证监会双双推出资产证券化备案制后，4月3日，央行发布公告称，已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向央行申请注册，并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券，即有资质的银行和证券公司，可以自行发行信贷资产支持证券，只需备案，无需审批。

受此利好消息影响，当日银行股表现强劲，全线飘红。

同时备受鼓舞的还有衍生行业人士，有市场研究人士坚定地认为——一大批金融衍生工具将随之诞生。

何谓信贷资产支持证券？

来自雪球网的一位证券投资教学教授认为，信贷资产支持证券是一种抵押担保证券，是指金融机构（主要是商业银行）把其所持有的流动性较差、但具有未来现金收入的住房抵押贷款债权汇集成为一个资产池，由证券机构以现金方式购入，经过担保或信用评级后，以证券的形式出售给投资者，以便银行融通资金并使住房贷款风险分散为众多投资者共同承担的融资过程。“此举将原先不易被出售给投资者的缺乏流动性，但能够产生预期现金流的房产贷款转换成为可流通的证券，是一种债权的转让行为。”

在这一过程中，银行通过盘活现有无固定息差，而证券公司通过发行这样的债券可以赚取一系列手续费。这是开展信贷资产支持证券前所未有的额外利润。

市场人士认为，银行和证券公司合作发行“信贷资产支持证券”将给它们带来史无前例的机遇和创新红利，美国1985年资产证券发行总量为8亿美元，到1992年8月达1888亿美元，7年中平均增长率达15%，到1996年上升到4.3万亿美元。目前发达国家的资产证券化无论是数量还是规模都是空前的。

规模前景巨大的资产证券化市场背后，衍生市场的空间也空前扩大，其机遇主要蕴含在资产风险的分散和转嫁过程中，而在这一过程中，更多的金融衍生工具将出现并被运用。

增资突围

这既是券商、银行的机会，也与期货公司向“大期货”转型的战略步伐不谋而合。

华南一位期货公司老总指出，期货公司创新的重要目标是向更进一步向金融衍生品服务转型，提供投资组合方案，开展结构化产品设计，即运用期货工具设计产品供客户选择。除了传统的套保套利产品、库存管理方案设计等业务，期货公司还可以设计固定收益和衍生品合一的结构化产品（股权类、利率类、商品类、信用类、汇率类），解决传统工具无法对冲的风险和期货公司原业务不能满足客户需求的矛盾，还可以量身定做体现个性化服务的场外产品（基于互换模式、资产证券化、期权、期货、大宗商品）。

在年初的期货行业会议上，有期货行业监管人士指出，期货公司作为衍生品的中介服务商，核心功能即在于服务实体经济，实体经济基础环境的变化，必然引起我们业务模式和服务方式的变化，甚至是天翻地覆的变化。这种变化，需要整个期货行业重新学习、重新思考、重新定位，寻找全新的服务和发展方式。

上述行业人士指出，期货公司介入资产证券化领域的风险管理，还需要多方面条件，其中三点不容忽视，一是利率、汇率等金融衍生产品尤其是场内衍生品的推出，二是积累相关业务经验，三是资本金的快速充实，这点尤为重要。

据记者了解，2012年以来，期货业创新业务不断开疆拓土的同时，期货公司净资产不断上升。中期协数据显示，截至2013年底，全国期货公司净资产为522亿元人民币，较2012年增长14.29%。2014年全年及2015年初，期货公司增资潮再度翻涌。

一家目前注册资本1.3亿元的期货公司高管表示，目前资本规模偏低已严重威胁了公司的可持续发展能力，首先净资本不足以支撑现有业务的发展，其次，公司战略布局更受掣肘。

上述行业人士称，公司脱离同质化竞争的速度与能力，与资本的力量是密切相关的。银行业混业经营后进入证券、保险、基金、信托、租赁业很快就占有一席之地，除了他具备众多的网点、客户外，更重要的是其资本实力以及带来融资能力。

业内人士称，目前有关部门正在研究适当放宽风险子公司准入标准，时间窗口有可能在2015年上半年。“由于风险子公司属资本消耗型业务，注册资本高低决定其业务规模大小，无论标准降低与否，增加资本金是当务之急。”

一直以来，期货经营机构准入资格一直较为严格，过去期货公司不允许有自然人股东，股权结构相对简单，随着期货市场步入新的发展阶段，相关的监管也在放松，放宽期货经营机构准入资格条件已经具备。2014年10月29日颁布的《期货公司监督管理办法》已经放宽了自然人入股，这为期货公司在新三板挂牌提供了法律依据。

据全国股转系统公司统计，2014年挂牌公司发行股票389次，发行融资额132.09亿元；发行债券融资11.45亿元，通过股票质押借款17.65亿元。“新三板的融资能力不容置疑，期货公司通过三板市场发行股票融资切实可行。”业内人士表示。

期货公司股权改革正不亦乐乎，创元期货成功登陆新三板的尝试鼓舞一些公司复制路径的同时，期货公司股份制改革及混合所有制改革也渐入佳境。日前，期货公司发行次级债引入资本活水的机制也得到明确。

而值得注意的是，业内人士指出，“次级债”和“信贷资产支持证券”并不是一回事，信贷资产支持证券由于抵押资产信用级别高，所以可以低利率发行出去；而次级债信用级别低，必须以高利率才能发行出去。

期货需为虚拟经济服务好

□本报记者 张利静

金融创新不断，是顺应中国实体经济发展的必然趋势，但在发展过程中也产生了新的风险敞口。在此背景下，新的市场需求应运而生，向市场提出了管理虚拟经济风险的课题。对期货公司来说，金融市场的创新红利开始逐渐显现。

完善金融市场风险管理

资产证券化、资本项目可兑换加速，市场改革步伐加快，为资本市场发展提供了不竭动力。同时可以预见的是，未来市场对于利率风险和汇率风险的对冲需求将进一步扩大。

与此同时，一项统计数据显示，2011年底全球衍生品市场的名义市场规模在650万亿美元左右，而全球期货市场规模仅是全球OTC衍生品市场的1/10。OTC衍生品的范畴中，5%是商品及其他相关产品，即商品衍生品场外市场规模在30万亿美元左右。

反观全球第二大经济体的中国，利率期货、汇率期货正在推进，期货场外衍生品市场刚刚起步，在两大规模可观的领域，国内份额几乎为零。相应地，国内衍生品研发及风险管理经验最为丰富的期货公司一直以来被局限于“小期货”视野，深耕场内商品期货及产品资源有限的金融期货。

期货行业规模一直攀升缓慢。数据显示，截至2014年底，现有的25万户现货企业中涉足期货的仅有3500个，2600家上市公司中开展期货保值的低于100家。投资者结构组成情况为：79.52万自然人（占97%），法人27.4万（占3%），50万以上自然人客户资金占比87%，持仓量89%，交易量70%，300多家基金专户参与商品期货市场，市场客户权益2715亿。

期货公司是小行业，大市场（高成长性市场），发展至今，从业人员3万多人（其中IT人员10%），四家交易所，40多个品种，涉及20多个产业链。”一位业内人士表示。

在不少老期货人的意识中，为实体经济服务是期货发展的重要基础和宗旨。而如今，随着市场创新不断、构建开放型经济新体制的推进，虚拟经济面临的风险空前多样化。衍生品市场为金融机构等虚拟经济服务的需求也在不断提升，为其服务也是期货经营机构发展自身的重要条件。在混业加速的大金融背景下，期货公司可以通过发挥自身比较优势，扩大其对冲基金、量化投资及其他财富管理与风险管理紧密结合的平台，通过提供外包服务等方式，在行业中以细化的本业为突出优势。

某思维活跃的期货公司高管表示，中国期货公司相对其他金融机构，如银行、证券公司、基金等，属于体量最小的金融机构。这与中国金融高速增长的状况是不相符合的。而在当前创新不断的形势下，传

统金融企业的优势也正在消失，比如高度的信息不对称和垄断环境发生改变，互联网金融时代，所有的金融机构都面临着风险和挑战，这种挑战必须想方设法地利用金融工具来解决客户的成本问题、风险管理问题、资产管理问题等综合金融服务。这就需要有高度的整合，尤其是扎实的金融专业知识，通过高效的金融工具打造新的产品、新的服务模式，这样才能在竞争中获胜。”

他认为，明确将期货市场作为多层次资本市场体系的一部分，与股权、债券等市场并列，且与建设风险管理功能完备”的资本市场这一目标相呼应，进一步拓展了期货市场的广度和深度。

综合金融类公司迎头赶上

行业环境的改变倒逼着期货公司要拆掉思维的墙，勇敢走出去。

在经纪业务、投资咨询、资产管理业务、风险管理业务等许可业务范围之外，值得探索的还有场外衍生品业务、跨境业务、做市业务、基金销售业务等，更加多元化、综合化、跨界化，这是金融服务领域跨界、混业化经营的必然要求。

监管办法支持期货公司依法进入证券交易、银行间市场、机构间市场等各类合法交易场所开展衍生品及相关业务，拓宽期货公司自有资金使用范围，进而通过市场化的竞争，逐步形成综合性、集团化的集风险管理与财富管理于一体的综合经营机构。

券商系背景期货公司在混业形势下的明显优势不容置疑，而拥有综合金融平台资源的期货公司也似乎迎来崭新的发展机遇。倾向综合发展的公司，可发展的方向有现期现货结合、境内境外结合、场内外结合、线上线下结合等多种途径。

期货公司是小行业，大市场（高成长性市场），发展至今，从业人员3万多人（其中IT人员10%），四家交易所，40多个品种，涉及20多个产业链。”一位业内人士表示。

美国期货市场经验显示，投行背景的全能型金融服务公司大行其道的同时，一些凭借以场外衍生品市场为核心的期权、兼营模式的公司如亚达蒙、富士通等公司也长期名列行业前二十。公司形式与业务内容密不可分。

时代在紧逼创新的同

时，也提供了相应的条件。例如在互联网金融发展的大背景

下，期货经营机构可以充分利

用微博、微信等互联网金融工具“成本低、效率高、覆盖面广”的优势，优化成本收益比。

目前期货公司基本上是红海沉浮，如何驶向蓝海，首先需要公司脱离同质化竞争的速度与能力，其中资本的力量也不容忽视的。期货公司业务属性将由轻资本业务向重资本业务进行过渡，对资本金充足性要求显著提高。”上述业内人士称。

场外期权+豆粕点价 饲料企业基差采购添新策略

□南证期货 陈钟

我国豆粕年产量近6000万吨，其中基差销售已渐成趋势，未来这种购销模式将占据主流。对下游广泛的豆粕经销商和饲料企业而言，基差采购有利有弊。利处在于可以较低的保证金锁定了未来采购，同时能够自主掌握点价节奏，专业性强的企业可以凸显其成本优势；但弊处在于如果点价时点不当，可能会导致较大的成本差异，从而降低产品竞争力。企业在购买基差后，在提货前的这段时间内，都会纠结于两类担忧：担心在点价前，期货价格大幅上涨，最终被迫追高点价；或者担心在点价

后，期货价格大幅回落，最终成本处于劣势。对第一种情况而言，因为价格上涨对整个行业相对都有利，因此企业损失并不特别明显；但对第二种情况，价格下跌本身对企业销售以及赢利均会带来不利影响，如果再加上因点价位置不佳而带来的成本劣势，势必雪上加霜。对此最佳的解决方案是：在点价同时，买入一份看跌期权，如果期价下跌，期权起效；如果价格上涨，期权失效，企业仍享受价格上涨带来的赢利。

利用看跌期权来规避价格下跌风险的优点在于：降低企业对点价时点的精确性要求，不必再过度纠结于何处是底部，以较低的成本支

出即可防止价格下跌的风险，同时可享受价格上涨的收益，策略简单且易于操作。

一般而言，点价与场外期权结合有以下三种应用策略：（1）抄底加保险模式，即在价格持续下跌之后，进入较低的价格区间，下方空间不大，企业想一次性点较大量的基差货，但担心价格再下跌，导致资金无法周转而被迫弃仓；（2）追高加保险模式，即在价格持续上涨之后，进入较高的价格区间，此时油厂现货销售偏紧，只接受基差合同，一方面企业需要原料保证生产，另一方面又担心价格见顶回落；（3）下跌点价加保险模式，即当价格处于下跌

趋势，对未点价部分有利，对已点价部分不利。即使企业选择了延后点价，但距销售仍有时间差，或者销售不畅导致库存增加。

对这种策略分点价后上涨和点价后下跌两种情形进行效果分析（假设场外期权执行价较每次点价价位下浮50点，期权成本为60元/吨）：

情形一：价格持续下跌（最终价为2800元/吨）。假设分三次点价，价格分别为3200元/吨、3100元/吨、2900元/吨，每次点价数量相同。只点不保的点价成本为3067元/吨（ $(2900+3100+3200)/3$ ），其采购相比到期时价格赢利333元/吨（ $(3400-3067)$ ）；既点又保时，因价格下跌期权补偿217元/吨($(3150-2800)+(3050-2800)+(2850-2800)/3$)，综合成本为2910元/吨（ $(3067+217+60)$ ），其采购最终亏损110元/吨（ $(2800-3067)-(3067+217+60)$ ）。

情形二：价格持续上涨（最终价为3400元/吨）。同样分三次点价，价格分别为2900元/吨、3100元/吨、3200元/吨，每次点价数量相同。只点不保的点价成本为3067元/吨（ $(2900+3100+3200)/3$ ），其采购相比到期时价格赢利273元/吨（ $(3400-3067)$ ）；既点又保时，因价格上涨期权补偿为0，综合成本为3127元/吨（ $(3067+60)$ ），其采购最终亏损273元/吨（ $(3400-3067)-(3067+60)$ ）。

对比上述情形，当价格持续下跌、每次期权均得到行权且价格跌幅大于对冲成本时本策略可呈现最优结果；但当价格持续上涨、每次期权均以作废告终时，本策略将因期权对冲成本而呈现较劣结果。因此，这种策略最现实的应用是择时，即根据价格当前所处的相对价格区间以及趋势特征，判断是否使用。

2015第9届中国期货分析师论坛暨首届场外衍生品论坛
优秀投资策略与投资方案征集和评选活动
主办单位：中国期货业协会
承办单位：中国金融期货交易所
协办单位：中国期货业协会
支持单位：中国金融期货交易所
媒体支持：中国证券报
时间：2015年5月15日-16日
地点：北京

