



SOCDA 会刊

2017年第1期（总第1期）

上海场外大宗商品衍生品协会

协会简介

上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）于2016年10月28日成立，是依据《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的自律组织，属于非营利性社会团体法人，接受上海市金融服务办公室和社会团体登记管理机关的业务指导和监督管理。

协会任务

自律规范：强化行业自律，通过制定并推行市场自律准则和职业道德标准等自律规范，促进场外大宗商品衍生品市场规范有序发展。

专业服务：维护会员合法权益，提供会员增值服务，持续提升市场参与者在交易、经纪、风险管理等方面的专业能力，助力服务实体经济，推动场外大宗商品衍生品市场创新发展。

交流平台：搭建沟通交流平台，传递信息、拓展人脉、传导价值，促进会员间互惠互信、合作共赢，增强场外大宗商品衍生品市场参与者的凝聚力。



协会领导

会 长：吉晓辉 原上海浦东发展银行股份有限公司党委书记、董事长

副会长：（按照姓名拼音首字母排序）

范 昕 上海有色网信息科技股份有限公司总经理

毛一伟 江铜国际贸易有限公司营运总监

裴晓明 中信证券大宗商品业务线董事总经理 / 行政负责人、

中信寰球商贸（上海）有限公司执行董事

张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监

张 晔 上海易贸投资集团有限公司总经理

秘书长：张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监





目 录

协会成立

- 3 协会成立仪式
- 5 金兴明：协会成立标志着行业自律的创新探索
- 6 吉晓辉：我国场外大宗商品衍生品市场进入发展新阶段
- 8 许臻：协会的成立将大大推动我国场外大宗商品市场规范发展

协会动态

- 10 协会召开协会职能介绍会
- 11 协会召开经纪业务收费自律公约等自律规范意见征求会
- 12 协会召开经纪业务及交易自律准则意见征求会
- 13 协会召开经纪服务协议（范本）意见征求会
- 14 协会召开经纪公司年检管理等自律规范意见征求会

SOCDA 沙龙

- 15 第一期 SOCDA 沙龙：“大宗商品资产定价与应用”
- 17 第二期 SOCDA 沙龙：“仓单交割及融资应用研讨”
- 18 第三期 SOCDA 沙龙：“经纪公司自律规范交流研讨”
- 21 第五期 SOCDA 沙龙：“场外金融衍生品专题”



会员观点

- 29 邵文波：
中国经济未来走势以及大类资产配置展望
- 40 陈进华：边界、跨界、无界
——探求稳健创新的大宗商品贸易可持续发展之路
- 50 张一凡：
利用“纸成品油”管理石油产业链价格风险研究
- 59 上海易通：
行业发展催生衍生品形态，乙二醇掉期呼之欲出
- 62 上海易通：
化工市场美金贸易萎缩，外企参与掉期意愿强烈

教育培训

- 63 协会举办第一期投资者教育讲座活动
- 65 协会顺利完成 2017 年经纪人年检工作
- 67 协会践行普惠金融

党建动态

- 68 上海清算所和方正物产开展支部共建活动
- 69 书香满商衍 好书共赏鉴
——协会主题读书活动正式启动
- 72 系列读书活动成果展示

会员名录

- 74 会员名录

编 辑：刘 培 胡丹洲 黄 瑶

审 核：张 蕾

投稿邮箱：socda@socda.org

联系电话：021-23194979



协会成立仪式



上海场外大宗商品衍生品协会于2016年12月16日在上海举行成立仪式。中共上海市委常委、上海市政府常务副市长周波和上海场外大宗商品衍生品协会会长吉晓辉(时任上海浦东发展银行股份有限公司党委书记、董事长)共同为协会揭牌。上海市政府副秘书长金兴明在仪式上致辞,上海市金融服务办公室主任郑杨、上海市商务委员会副主任刘敏、中国(上海)自由贸易试验区管理委员会副

主任王辛翎、上海市黄浦区区委书记汤志平、上海市黄浦区区长杲云等领导出席仪式。上海市社团局副局长曾永和宣读《准予社会团体登记决定书》,会长吉晓辉代表协会、上海清算所董事长许臻代表协会理事单位分别讲话。

金兴明副秘书长在致辞中指出,上海是国际上重要的大宗商品贸易枢纽之一,市场层次完善,我国场外大宗商品市场尚存在需要在发展中解决的问题;协会的成立,是市场自身规



协会监事长、东方证券股份有限公司总裁金文忠主持成立仪式

范发展的需要和提升我国国际市场定价话语权的必然要求，对促进上海国际金融中心和国际贸易中心的融合发展具有重要意义；将有助于加强行业自律管理，完善市场监管体制，推动上海乃至全国场外大宗商品市场健康规范发展；同时有利于推动场内场外市场以及现货衍生品市场的联动发展。希望协会不断加强自身建设，统筹处理好自律管理和服市场之间的关系，真正落实好自律管理和专业管理职责，推动业界共治。

吉晓辉会长代表协会向市政府、相关部门及行业机构对协会筹建工作的支持表示感谢。协会将切实发挥行业自律作用，促进行业快速健康发展；收集行业建议，反映行业诉求，为监管机构出台相关政策法规提供决策参

考；切实服务好市场和会员，维护会员合法权益；不断加强自身建设，优化管理水平；把握机遇，迎接挑战，开启我国场外大宗商品市场发展的新纪元。

许臻董事长代表理事单位表示，协会的成立适逢其时，通过自律共治模式，制定行业统一的业务标准和从业规范，团结、引领市场参与者形成合力，必将大大推动我国场外大宗商品市场规范有序发展。上海清算所将结合自身经验，完善、落实现期联动业务方案，满足实体经济套保、交割和融资三大需求，逐步提升我国大宗商品定价话语权。

来自上海市政府及相关部门、各会员单位及其他金融机构、实体企业的代表 150 余人参加了成立仪式。



金兴明：协会成立标志着行业自律的创新探索



市政府副秘书长金兴明致辞

尊敬的周波副市长、各位来宾：

大家上午好！

今天，上海场外大宗商品衍生品协会在这里成立，这是大宗商品行业的一件大事，标志着大宗商品场外市场开始了行业自律的创新探索。我代表上海市政府对协会的成立表示热烈祝贺！向长期以来关心支持场外大宗商品市场健康发展的各界人士表示衷心感谢！

上海是国际上重要的大宗商品贸易枢纽之一，集聚了一批大宗商品龙头企业，期货市场、现货市场、场外衍生品市场品类齐全、层次完善。但是，目前我国场外大宗商品市场仍处于发

展初期，还存在不少亟待解决的问题，如场外市场发展水平落后于场内市场，国际市场定价话语权仍然较弱，现货与衍生品市场联系不够紧密等等。这些问题还有待在今后的发展中逐步加以解决。

场外大宗商品衍生品协会的成立，既是市场自身规范发展的需要，也是与国际通行规则接轨，提升我国大宗商品国际市场定价话语权的必然要求，对促进上海国际金融中心和国际贸易中心的融合发展具有重要意义。协会的成立将有助于加强行业自律管理，完善市场监管体制，规范市场行为、维护市场秩序、防范市场风险，推动上海乃至全国场外大宗商品市场的健康规范发展。同时，有利于完善大宗商品市场结构，推动场内场外市场联动发展，以及现货市场和衍生品市场联动发展。

希望协会不断加强自身建设，统筹处理好自律管理和服务市场之间的关系，真正落实好自律管理和专业管理职责，推动业界共治。我相信，在大家的共同努力下，场外大宗商品市场一定会迎来新的更大发展！

谢谢大家！

（根据现场录音整理，未经本人审核）



吉晓辉：我国场外大宗商品衍生品市场 进入发展新阶段



会长吉晓辉代表协会讲话

尊敬的各位领导，各位会员代表：

大家上午好！在上海市政府、上海市金融办、市商务委、市社团局的关心支持下，在各家会员单位的全力配合下，经过协会筹备组的充分酝酿和高效筹备，上海场外大宗商品衍生品协会正式获批，并在今天举办成立仪式。协会的成立必将成为我国场外大宗商品市场发展历程上的一件大事，标志着我国大宗商品场外衍生品进入了一个新的发展阶段。作为协会首任会长，向各位领导、各位会员代表、各位关心支持协会发展的朋友们表示感谢。

在国际金融中心建设中，上海始终坚持金融服务实体经济、服务国家战略大局。目前上海已基本确立了以金融市场体系为核心的国内金融中心地位，初步形成了全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心。大宗商品与国家实体经济密切相关，也是金融领域重要组成部分。我国是绝大部分大宗商品全球最大消费国，但没有国际大宗商品的定价权。如果我们可以通过场外衍生品市场建设，逐步扩大中国在国际大宗商品市场的影响力，逐步参与和决定大宗商品价格，那可以帮助我国的企业和投资者更好的了解价格走势，控制风险。随着国家经济快速发展，中国在国际金融市场地位逐步提升，给我国建设国际大宗商品定价中心带来了发展机遇。近年来，以上海清算所为代表的市场参与者为推动场外大宗商品场外衍生品市场合规现货市场做了大量的工作，并取得了很好的成绩。随着市场的发展，越来越多的市场参与者呼吁成立行业组织，自律共治，协同发展。借鉴发达国家市场经验，上海清算所联合其他9家重要的市场参与者共同发起成

立了上海场外大宗商品衍生品协会，旨在推动场外大宗商品市场规范、快速发展。

作为市场自律组织，协会将认真履行法定职责，基于对市场及业务实际的全面、深度了解，探索建立统一的业务规则和职业道德规范，切实做好行业自律，维护市场秩序，推动市场健康发展。切实服务好会员，维护好会员的合法权益，为会员搭建合作交流平台；开展创新性的产品研发和增值服务，推动市场发展；为监管部门及时提供交易及风险指标数据监测信息，促进市场监管的有效性。总而言之，协会将不辜负各方期望，为推

动场外大宗商品衍生品市场规范、健康、可持续发展作出应有的贡献。

我们相信：在上海市政府、市金融办、市商务委、市社团局的大力支持下，在各会员单位的共同努力下，协会将通过不断提高自律和服务水平，与各方一道，共同推动场外大宗商品衍生品市场规范有序发展，发挥好场外衍生品市场服务实体经济的作用，服务我国实体经济整体转型升级，最终得到社会和市场各参与方的认同和支持。

谢谢大家！

（根据现场录音整理，未经本人审核）





许臻：协会的成立将大大推动 我国场外大宗商品市场规范发展



上海清算所董事长许臻
代表协会理事单位讲话

尊敬的周副市长、各位领导、各位来宾：

大家上午好！

首先祝贺上海场外大宗商品衍生品协会正式成立。作为协会的发起单位之一，上海清算所全程参与了协会的筹建工作，深刻感受到来自上海市政府以及商务委、金融办、社团局等领导部门的高度重视；也正是因为他们的大力支持，协会才能够在短短四个月内筹建完成。

记得在今年10月12日的一届一次会员大会上，我曾经谈到“协会的成立‘看似偶然，实则必然’”，形

式上是我们在发起筹建，本质则是我国场外大宗商品市场发展的必然。作为全球最大的大宗商品消费国和进口国，我们正面临着市场发展的战略机遇期。随着全球大宗商品市场重心逐步由西向东转移，中国已经悄然成为国际大宗商品市场的主角，发展潜力巨大。协会的成立恰逢其时，通过自律共治模式，我们制定行业统一的业务标准和从业规范，团结、引领市场参与者形成合力，必将大大提高参与国际市场定价能力，从而推动我国场外大宗商品协会市场规范有序发展。

上海清算所成立七年来，一直肩负着为场外金融市场参与者提供安全、高效清算服务和风险管理责任，通过中央对手清算机制积极构建和完善场外大宗商品市场，并积极培育和扶植大宗商品机构投资者。一是推出5类行业的9项场外大宗商品价格指数类衍生品中央对手清算业务；二是为经上海自贸区批准的7个大宗商品交易平台提供清算服务；三是积极探索与国际场外大宗商品衍生品交易平台的合作。通过为大宗商品现货及场

外衍生品提供专业、高效的清算服务，构建并发布各类大宗商品远期价格曲线，正在形成服务企业套期保值以及价格发现的市场雏形。

近期，上海市政府提出“全面实现大宗商品现货和衍生品联动发展”的战略目标，上海清算所结合自身在大宗商品现货及衍生品集中清算业务研发和推广的经验，着手制定完善“期现联动”方案。在保证资金和货物安全的前提下，通过现货与衍生品的联动，满足实体经济生产发展的套保、交割、融资三大需求，解决我国大宗商品市场目前存在的现货和衍生品市场分割、脱节，以及机构投资者交易和定价能力不足、实物交割不畅等主要问题。我们总体的目标是与协会及其他市场主体一起，以现有业务为基础，依托合规性的大宗商品交易平台，对接掉期、远期等衍生品，为大宗商品现货和场外衍生品提供统一的中央对手清算服务，培育和提升机构投资者的交易和定价能力，逐步渐近、参与并提高我国在大宗商品市场的定价话语权。

为实现总体目标，我们的工作划分为三步走：一是对接上海自贸区现货平台，深化与现有掉期产品的联动，扩大套期保值的使用范围；二是以自贸区试点经验为基础，将现货与掉期联动业务拓展至上海及全国，扩大市场服务范围；三是研发可实物交割的大宗商品衍生品中央对手清算业务，实现交割和融资功能，建立一个集套保、交割、融资三位一体的，符合、满足企业发展需求的大宗商品市场体系。

我们相信，我们在上海市政府及相关委办的大力扶持下，在协会的组织及市场参与者共同努力下，我们将勇敢地、无畏地对接中国大宗商品市场的大发展。上海清算所也将继续以服务实体经济为己任，切实防范系统性金融风险，以规范完备的清算服务撬动并支持场外大宗商品市场发展。

最后祝愿协会越办越好，也借此机会感谢大家对上海清算所工作一贯的支持，并期待着更大的支持。

谢谢大家！

（根据现场录音整理，未经本人审核）



协会召开协会职能介绍会

为明确上海场外大宗商品衍生品协会(以下简称“协会”)的定位及职能分工,促进场外大宗商品衍生品市场规范有序发展,协会于2017年3月10日上午召开协会职能介绍会。会议由协会副会长兼秘书长张蕾主持,20名经纪公司代表及5名上海清算所代表参加了本次会议。

张秘书长就协会成立背景及具体职能进行了说明,并明确协会的整体定位,同时对协会下阶段即将开展的主要工作作了简要的介绍。上海清算所创新业务部总经理助理张怡介绍了上海清算所大宗商品衍生品中央对手清算业务。各经纪公司代表针对协会的职能定位以及上海清算所大宗商品衍生品中央对手清算业务的相关问题进行提问并展开了热烈的交流。

参加会议的经纪公司有:上海汇得利投资管理有限公司、上海辛浦森航运经纪有限公司、上海菁英航运经纪有限公司、上海新湖瑞丰金融服务有限公司、上海镓力电子商务有限公司、上海易通电子商务有限公司、上海丰特投资咨询有限公司、铜冠金源期货有限公司、港联企业发展(上海)有限公司、上海津洋航运经纪有限公司、运投商务咨询(上海)有限公司、百利航运经纪(上海)有限公司、华泰长城资本管理有限公司、上海索索投资管理有限公司、石家庄誉道经济咨询有限公司、上海祈德投资管理有限公司、东证润和资本投资管理有限公司、上期资本管理有限公司、中证资本管理(深圳)有限公司、上海多姆投资管理有限公司。





协会召开经纪业务收费自律公约等 自律规范意见征求会



为推进经纪公司类会员自律管理，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）于2017年3月27日上午召开《经纪业务收费自律公约》及《场外大宗商品衍生品经纪业务自律准则》意见征求会。会议由上海场外大宗商品衍生品协会副会长兼秘书长张蕾主持，11名经纪公司代表及3名上海清算所代表参加了会议。

各经纪公司代表研讨并签署了《经纪业务收费自律公约》并围绕《场外大宗商品衍生品经纪业务自律准则》的相关规定进行意见征求和讨论。会上，张蕾秘书长就经纪业务自律准则相关规定的目的和内容进行了详细的

介绍，各经纪公司代表均发表了意见，并针对投资人风险提示、投资人教育、关联交易备案等相关规则进行了深入和热烈的讨论。

参加会议的经纪公司类会员有：上海汇铨利投资管理有限公司、上海辛浦森航运经纪有限公司、百利航运经纪（上海）有限公司、上海菁英航运经纪有限公司、石家庄誉道经济咨询有限公司、上海新湖瑞丰金融服务有限公司、上海镓力电子商务有限公司、上海易通电子商务有限公司、上海丰特投资咨询有限公司和港联企业发展（上海）有限公司。



协会召开经纪业务及交易自律准则 意见征求会



为规范场外大宗商品衍生品经纪业务，加强投资人参与场外大宗商品衍生品交易的自律管理，助力场外大宗商品衍生品市场持续健康发展，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）于2017年4月7日下午召开经纪业务自律准则及交易自律准则意见征求会。会议由协会会员服务部刘培主持，18名清算会员、经纪公司代表及理事单位业务负责人参加了本次会议。

会议围绕《场外大宗商品衍生品经纪业务自律准则》及《场外大宗商品衍生品市场交易自律准则》进行讨论和意见征求。各清算会员、经纪公司代表及理事单位针对经纪业务自律准则

及交易自律准则中的各项条款发表了各自的见解和修改意见，并与协会会员服务部的参会人员共同探讨修改方案，各参会人员就两则文件中的相关议题展开了热烈的探讨和交流。

参加会议的会员有：中国工商银行股份有限公司上海市分行、中国农业银行股份有限公司上海市分行、中国银行股份有限公司上海人民币交易业务总部、中国建设银行股份有限公司上海市分行、交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司资金营运中心、招商证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、东方证券股份有限公司、上海有色网信息科技股份有限公司、上海华通白银国际交易中心有限公司、江铜国际贸易有限公司、上海汇铄利投资管理有限公司、中信寰球商贸（上海）有限公司、北大方正物产集团（上海）有限公司、上海易贸投资集团有限公司、江苏锦盈资本管理有限公司。



协会召开经纪服务协议（范本） 意见征求会



为推动大宗商品衍生品行业自律，建立大宗商品衍生品交易的统一规范，助力场外大宗商品衍生品市场持续健康发展，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）于2017年5月27日下午召开《经纪服务协议》及《风险提示书》范本意见征求会。会议由协会副会长兼秘书长张蕾主持，30名经纪公司代表及8名上海清算所代表参加了本次会议。

会议围绕《经纪服务协议》及《风险提示书》范本进行讨论和意见征求。上海清算所代表及各经纪公司代表分别就《经纪服务协议》及《风险提示书》范本内容及框架等问题发表了各自的

意见和建议，并针对经纪服务佣金规定、交易信息确认、投资人准入等相关条款进行了深入的研讨。张秘书长对各公司代表的提问作出答复并对大家的积极参与表示感谢。

参加会议的经纪公司类会员有：上海汇得利投资管理有限公司、上海易通电子商务有限公司、上海磁力电子商务有限公司、百利航运经纪（上海）有限公司、港联企业发展（上海）有限公司、上海丰特投资咨询有限公司、上海菁英航运经纪有限公司、上海辛浦森航运经纪有限公司以及上海新湖瑞丰金融服务有限公司。



协会召开经纪公司年检管理等 自律规范意见征求会



为保持与场外大宗商品衍生品市场参与机构良好的定期沟通,并征求清算会员及投资人对经纪业务以及交易自律相关规定的意见,上海场外大宗商品衍生品协会(以下简称“协会”)于2017年6月16日上午召开《经纪服务协议》范本、《经纪公司年检管理办法》及《场外大宗商品衍生品市场交易自律准则》意见征求会。会议由协会会员服务部刘培主持,15名清算会员及投资人代表及1名上海清算所代表参加了本次会议。

会议围绕《经纪服务协议》范本

(含风险提示书)、《经纪公司年检管理办法》以及《场外大宗商品衍生品市场交易自律准则》进行意见征求和讨论。会上,刘培就三个文件的内容进行了详细的介绍,并就前期征询意见过程中收集到各会员单位的问题进行反馈。各清算会员及投资人代表均发表了意见,并针对评审委员会构成、违约赔偿程序、指令接收方式等相关问题展开了热烈的讨论。

参加会议的清算会员及投资人有:中国农业银行股份有限公司上海市分行、中国银行股份有限公司上海人民币交易业务总部、中国建设银行股份有限公司上海市分行、交通银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司资金运营中心、招商证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、东方证券股份有限公司、中信寰球商贸(上海)有限公司、北大方正物产集团(上海)有限公司、江苏锦盈资本管理有限公司。

第一期 SOCDA 沙龙： “大宗商品资产定价与应用”

上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）第一期 SOCDA 沙龙于 2017 年 4 月 21 日下午成功召开。本次沙龙由协会与“清算所沙龙”联合举办，近百家单位报名参加。

协会副会长兼秘书长张蕾为本次沙龙致辞。张秘书长介绍了协会成立的背景及开展 SOCDA 沙龙活动的目的，希望会员单位积极参与。

本次嘉宾为北大方正物产集团有

限公司助理总裁及首席金属分析师、中国黄金协会黄金高级投资分析师、大宗商品风险管理专家陈进华。陈总深入剖析了“大宗商品资产定价与应用”这一行业热点话题，从如何理解资产、了解大宗商品，讲到大宗商品服务的价值链，并重点阐述了其对大宗商品定价应用和风险管理的见解。会后，参会人员就相关话题与陈总进行了热烈的交流与讨论。



协会副会长兼秘书长张蕾女士致辞



方正物产陈进华先生演讲

本次沙龙为协会会员及广大大宗商品行业的参与者搭建了互相学习、交流的平台，并提供了大宗商品交易的新见解、新思路。今后，协会还继续以会员需求为导向，定

期通过 SOCDA 沙龙、投资人教育等形式组织会员活动，普及专业知识，加强会员间的交流，在不断壮大会员队伍的同时提升协会的凝聚力。



第二期 SOCDA 沙龙： “仓单交割及融资应用研讨”

上海场外大宗商品衍生品协会(以下简称“协会”)第二期 SOCDA 沙龙暨仓单交割及融资应用研讨会于 2017 年 4 月 26 日下午成功召开,本期沙龙由协会与上海有色网联合举办。本期沙龙为闭门研讨会,上海清算所、上海有色网金属交易中心、浦发银行、中国银行、上港物流、中信寰球、江铜贸易七家单位参加了此次沙龙。

本期沙龙由协会副会长兼秘书长张蕾主持。张秘书长介绍了协会近期工作开展的概况以及本期 SOCDA 沙龙举办的背景。会员单位上海有色网

金属交易中心总经理董谔对有色网区块链电子仓单展开了详细的讲解,重点介绍了区块链原理、电子仓单优势及交易流程。参会单位对电子仓单交易、交割及融资应用的相关细节,以及涉及的法律、税务等方面问题进行了深入的探讨。张秘书长对大家提出的看法表示肯定和感谢。

本次沙龙的举办有效加深了会员单位对电子仓单的理解,为仓单交割及融资的应用提供了新的启示,为下一步期现联动的具体工作开展提供了新的思路。



第三期 SOCDA 沙龙： “经纪公司自律规范交流研讨”



研讨会现场

为增强场外大宗商品衍生品经纪公司的凝聚力，搭建经纪公司沟通交流平台，助力场外大宗商品衍生品市场健康、规范发展，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）于2017年5月27日下午成功举办第三期SOCDA沙龙（经纪公司专场）。上海清算所、9家经纪公司、清算会员、投资人代表共45人参加了沙龙。

本次沙龙面向经纪公司这一场外

大宗商品衍生品市场中的重要市场机构，具体包括经纪业务交流会、2017年经纪人年检工作总结及“SOCDA经纪人之家”成立仪式三项议程。

经纪业务交流会中，上海清算所以及各经纪公司代表畅所欲言，纷纷对《经纪服务协议》及《风险提示书》范本提出各自的见解，积极探索如何更好地明确与投资人间权利义务约定，并做好自身的风险管理。



2017 年 经 纪
人 年 检 工 作 总 结
中，协会副会长兼
秘书长张蕾介绍了
协会对经纪人的培
训工作思路及计
划，并针对已完成的
2017 年 经 纪 人
年 检 进 行 总 结。



协会副会长兼秘书长张蕾女士致辞



授证仪式

协会副会长兼秘书长张蕾（第二排右起第三）、协会副会长江铜国际贸易有限公司营运总监毛一伟（第二排右起第四）、协会监事北大方正物产集团（上海）有限公司助理总裁陈进华（第二排右起第五）、上海清算所创新业务部负责人张怡（第二排右起第二）、

中国农业银行上海分行金融同业部总经理陆青婕（第二排右起一）、交通银行贵金属业务中心交易部副总经理乔良（第二排右起第六）分别向已通过 2017 年经纪人年检的学员颁发经纪业务专业培训结业证书。



汇得利总经理周维纲发言



易通副总经理张为成发言



镓力副总经理齐如一发言

“SOCDA 经纪人之家”成立仪式上，经纪公司代表上海汇得利投资管理有限公司总经理周维纲、上海易通电子商务有限公司副总经理张为成以及上海镓力电子商务有限公司副总经理齐如一分别发表感言，感慨经纪公司在场外大宗商品衍生品市场上的发展之路并展望未来，引起了在场经纪人的强烈共鸣。



ICAP 亚洲董事、信用衍生品部门主管周申雄演讲

协会还组织了“SOCDA 经纪人之家”的首场活动，邀请 ICAP 亚洲信用衍生品部门主管周申雄先生与经纪公司进行海外经纪业务的经验交流。

本次沙龙有效促进了经纪公司间的沟通交流及经纪人专业能力的提升，也有助于协会进一步做好经纪公司自律管理工作。



第五期 SOCDA 沙龙： “场外金融衍生品专题”



协会副会长裴晓明主持沙龙

上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）第五期SOCDA沙龙于2017年6月28日下午成功召开。本次沙龙由协会携手协会会长单位浦发银行和副会长单位上海清算所共同举办。浦发银行副行长王新浩为本次沙龙致辞，上海清算所副总经理李瑞勇以及上海交大高金学院教授汪滔发表主题演讲，协会副会长、中信证券大宗商品业务线董事总经理/行政负责人裴晓明主持本次沙龙。百余名协会会员以及场外大宗商品衍生品市场参与者参与本次沙龙。



王行长围绕本次沙龙的主题——“场外金融衍生品专题”谈了自己的三点想法，充分肯定协会在推动场外大宗商品衍生品市场规范、健康、可持续发展方面起到的积极作用，并表示将继续支持协会工作，与会员单位共同为场外大宗商品衍生品市场建设添砖加瓦。

李总与汪教授分别针对“中国场外金融衍生品市场的建设和发展”以及“金融衍生品实际应用”这两个市

场热点问题进行深入剖析，并与参会人员开展了热烈的交流与讨论，得到了在座来宾的一致好评和强烈共鸣。

本次沙龙增进了协会会员以及场外大宗商品衍生品市场参与者对场外金融衍生品市场的理解与认识，并为市场参与者更好地应用场外金融衍生品提供了借鉴。今后协会将继续以会员需求为导向，针对市场热点问题举办活动，普及场外金融衍生品的专业知识，提升协会的凝聚力与影响力。





浦发银行副行长王新浩先生致辞



尊敬的李总、汪教授、各位会员单位代表、女士们、先生们：

下午好！

很高兴本次浦发银行和上海场外大宗商品衍生品协会、上海清算所联合举办了“场外大宗商品衍生品专题”沙龙。作为本次沙龙的联合主办方之一，我谨代表浦发银行对沙龙的顺利举办表示热烈的祝贺。也作为协会的会长单位代表，向长期以来关注和支持协会发展，并参与场外大宗商品衍生品市场建设的朋友们，以及远道而来参加本次沙龙的来宾们表示由衷的欢迎和感谢。

当前国际经济金融形势复杂多变，而我国经济发展进入新常态，经济下行压力加剧。我国作为全球大宗商品的

最大需求国和消费国，实体经济长

期以来亟需金融衍生品工具对冲价格风险、满足套期保值需求。

本次沙龙主题为“场外金融衍生品专题”，正契合我国当前不断深化金融改革、金融开发以及金融发展的大背景，通过普及场外金融衍生品的专业知识，提高实体企业对场外金融衍生品的认识，对充分有效发挥金融服务实体经济有着重要和积极的作用。

借此机会，我想谈三点想法。

第一，加快发展场外大宗商品衍生品市场是更好地实现金融服务实体经济目标的重要抓手。党的十八大以来，习近平总书记在金融发展方面作出了一系列重要论述，其中有一条就是提高金融服务实体经济的能力和水平。习总书记的论述既立足国内又放眼世界、既立足当前又着眼长远，是



解决当前我国金融领域突出问题的战略指引，也是做好新时期金融工作的根本原则。

而我们的场外大宗商品衍生品市场建设，正可助力国内实体企业合理利用金融衍生品工具来对冲价格风险，通过套期保值实现风险管理，进而逐步扩大中国企业在国际大宗商品市场的影响力，促进国内经济发展、产业升级，实现金融服务实体经济。

第二，浦发银行作为同业中金融服务实体经济的先行者之一，一直以来积极参与场外大宗商品衍生品市场建设，致力于服务实体经济。

浦发银行早在 2012 年就积极参与上海清算所大宗商品衍生品中央对手清算业务的研发与建设，并作为首批清算会员为该产品提供代理清算服务，目前已实现大宗商品衍生品代理清算业务的产品全覆盖，客户数及代理清算量的市场占比排名第一。

浦发银行还踊跃参与场外大宗商品衍生品交易，通过为参与场外大宗商品衍生品交易的企业提供报价，促进市场活跃度。目前，浦发银行在自营交易方面的业务量及市场占有率稳步提升，保持同业领先地位。

去年，浦发银行与上海清算所等 9 家重要的市场参与者共同发起成立了上海场外大宗商品衍生品协会，并充分发挥会长单位的作用，支持协会各项工作的开展，为场外大宗商品衍

生品市场的发展贡献应有的力量。

第三，浦发银行作为协会的首任会长单位，将继续认真履行会长单位职责，积极协助协会推进场外大宗商品衍生品市场建设，落实中央提高金融服务实体经济的能力和水平的工作。

一是利用协会搭建的会员单位合作交流的良好平台，与会员单位一起共同探讨，汇聚各方意见和智慧，推动有益的业务创新机会，不断激发市场的活力。

二是积极参与协会牵头开展的各类研讨会，协助协会探索建立符合市场发展需求、业务实际以及监管规定的自律规则，努力推动场外大宗商品衍生品市场规范、健康、可持续发展。

三是协助协会组织并积极参与主题沙龙和投资者教育等多种形式的活动，提高实体企业对场外大宗商品衍生品的理解和应用，协助协会落实金融服务实体经济的工作。

相信在上海清算所、浦发银行和各会员单位的相互支持和协作下，协会将不断提高自律和服务水平，进而得到社会和市场各参与方的认同和支持。同时期待更多的单位加入协会，与协会各会员单位共同推动场外大宗商品衍生品市场规范有序发展和整体产业升级，发挥场外衍生品市场服务实体经济的作用。

谢谢大家！

（根据现场录音整理，未经本人审核）

上海交通大学上海高级金融学院汪滔教授 主题演讲环节汇编



谢谢裴总，谢谢大家。今天我在
这里向大家介绍金融衍生品的基础和
应用。我刚才和我们协会的同事简单
聊了一下，知道有些朋友可能对衍生
品比较熟悉，有些朋友可能在工作当
中对衍生品接触的不太多，所以我想
先系统地介绍一下金融衍生品，后面
留点时间跟大家讨论一些具体的问题。

首先什么是金融衍生品。第一，
衍生品的价值是跟随着标的物的价值
波动的，这个标的物可以是利率、汇率、
大宗商品、有价证券或者是某个指数。
第二，也是衍生品非常重要的一个特
点，就是购买衍生品不需要初始投入，
或者远远小于直接购买标的物所需的
初始投入。比如期货衍生品只需要交

保证金，做场外衍生品的话很多时候
如果有授信的话，直接用授信额度甚
至不要交任何钱就可以做交易了。第
三，衍生品通过某种方式确定了未来
的现金流，包括现金流入或者流出。
单说这三个方面的定义比较抽象，我
们举个具体的例子。如果投资者直接
去买 A 公司的股票，这不是做衍生品，
因为买股票的做法是期初就要支付全
额的资金直接购入，然后才能享受股
票价格的波动带来的损益。

下面我想跟大家重点说一下金融
衍生品的种类，根据国际会计准则，
金融衍生品总共就是四类——远期、
期货、掉期、期权。衍生品本质上是一个风险的转移。



远期产生于古希腊的橄榄市场，甚至有的说法更早。远期简单来说，就是一般的即期交易把交割日往后拉长，它实际上是一个风险转移的过程。远期一般是一对一交易、双边清算。

期货出现的原因就是考虑到两个最核心的问题，一个是交易对手的信用风险，一个是流动性的问题。作为期货来说，它有一个中央对手方，这样一来大大降低了信用风险，违约的概率要小很多。期货通过每日无负债交割，可以大大控制信用风险，为实体经济规避风险提供了一个非常好的工具。期货的另外一个特点是把所有交易条款标准化，一旦标准化以后，流动性就可以大大增加。总体来说，期货市场投机的力量是很强的。

掉期一般都是多个现金流之间的互换，商品掉期是非常不一样的。商品掉期实际上是在利率掉期和交叉外

汇掉期的基础上发展起来的。掉期与期货主要的重要区别在于现金轧差的交易，最后是不拿货的。期货最终交割是要拿货的，这就带来一个逼仓的问题，比如快到期的时候，有人把所有的货买了，空头因为交不成货，只能到市场上买货，造成价格飙升。掉期就没有这个问题。纯金融的人如果没有现货，直接去做期货其实是很危险的，远端还可以做，到了近端之后，那非常困难。

掉期与远期跟期货相比，交易对手的信用风险非常高，因为是一对一交易的，流动性也不见得更好，因为它是非标准的产品。所以金融危机后场外金融衍生品倡导中央对手清算，就是场外一对一交易后，均与中央对手方清算，每日无负债清算，有效控制系统风险。为什么要推出中央对手清算，主要是因为金融危机。金融危





机真正的罪魁祸首不是次贷，次贷的量非常小。最后的问题是出在 CDS，也就是信用违约掉期。信用违约掉期通俗地讲就是为你买的债做保险。CDS 的存量是 78 万亿美元，当时全球的 GDP 是 72 万亿美元，过度的杠杆导致 CDS 成为金融危机的最重要的原因，这对各国的监管是很大的教训，没有人知道这样的产品存量那么大。所以经历这个事件后，中央也在推中央对手清算，一方面控制交易对手信用风险问题，另一方面帮助监管机构掌握市场情况。

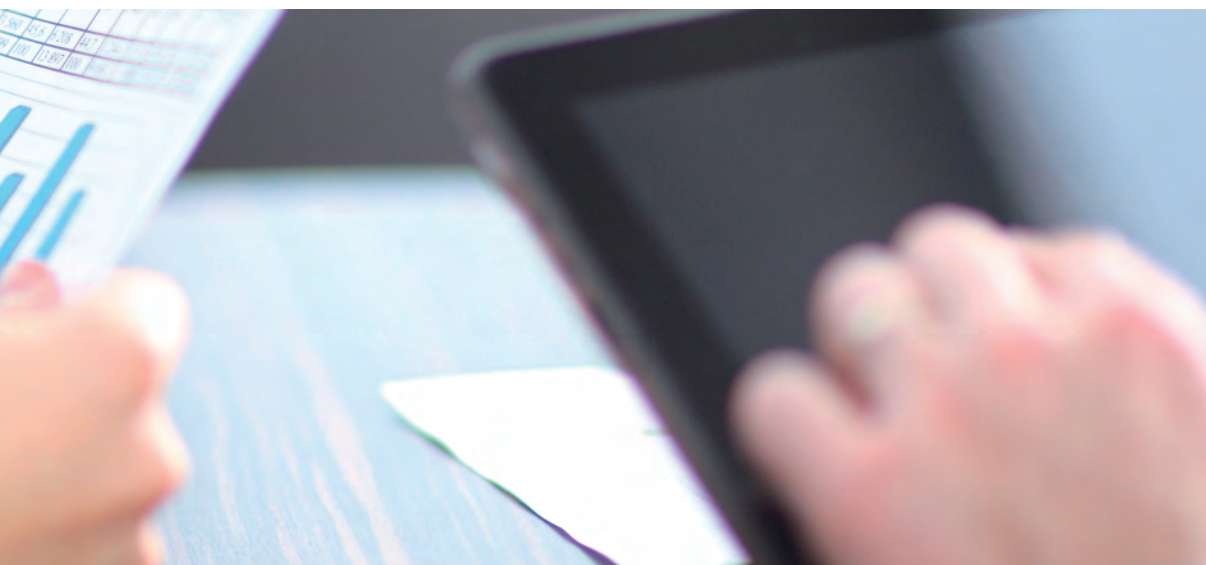
期权的灵活度非常之高，期权在本质上就是“保险”，期权费就是保险费，看涨期权就是对价格上涨进行保险，看跌期权就是对价格下跌进行保险。期权重要就是在于其高度的灵活性，提供了高度杠杆，期权的杠杆非常之高，但期权本身的出发点又是

保险。

既然期货流动性比掉期和期权更好，为什么还会存在掉期和期权？因为对于企业管理风险来讲，它更好的工具是场外的这些产品，场外产品最大的特点是定制化，期货不一定能对得上，而场外衍生品通过把远期、掉期、期权做组合之后，它可以非常灵活，满足企业的需求。真正我们在做很多场外定制化的套保工具的时候，我们往往是把远期、掉期、期权做不同类型的组合，不同期权之间的组合，然后进行一个有效的风险管理。

接下来我们简单介绍一下衍生品的主要交易方法。

第一种是套利交易，它基本的出发点是价格不管上涨、持平或下跌，我都能获利。比如这两天在黑色市场，前两天做的最多的交易是怎么做的呢，他们是买热卷的期货，卖螺纹的期货，





因为前段时间螺纹涨的很厉害，螺纹的价格高于热卷，实际上热卷的成本是高于螺纹的，当它远远超出这种情况出现的时候，这个时候就可以去做多热卷，做空螺纹，最后会回归到正常。最经典的是期现套利，如果一个行业现货不缺，远端衍生品价格一定会涨的。天然的控制了货以后，最简单的做法，直接抛货，然后远期、期货买过来。当然还有跨境套利。

第二种是趋势交易，就是最简单的，你只要方向看对了，就赢钱，方向看错了就输钱。但是中国做趋势交易太难了。

第三种是对冲交易，对冲交易和套利交易表面上来看是类似的，根本的区别在于套利交易虽然波动小，但它是为了盈利的，而对冲交易的出发点不是为了盈利，它是为了降低波动率。在金融领域，收益和风险是硬币的两面。对冲和套期保值的区别是：对冲是指一般所有企业对冲，不管是金融机构或者实体企业；而套期保值一般是指实体企业。套期保值是最简单的对冲交易，通过衍生品的时间转移把风险锁定。举个例子，比如说在石油行业，为什么要做衍生品，因为油从新加坡运到珠海，当中要一个星期时间，油价波动太快了，辛辛苦苦运到才赚一点点，油价波动 20% 全完

了，这时的标准做法就是在装船的时候做空衍生品，到岸的时候把衍生品平仓。现货是多头，衍生品是空头，完全匹配的，如果现货是挣钱的，衍生品的亏的，最后抵消。这是最基本的一种对冲的方式。

套期保值怎么理解。可以有两种方式理解。一种就是抵消，现货端与衍生品端一端赢钱一端输钱，最后抵消，锁定价格。当然不可能完全抵消，还有基差，但是我们今天时间有限就不展开了。另一种是把衍生品看成是虚拟库存，就是现在如果用衍生品建个虚拟头寸，最后一天再变成实货。套期保值是锁定价格风险的有效手段。

期权是动态对冲，不管最后价格怎么波动，对冲成本是固定的。所以期权在实际操作中，只要标的资产流动性足够好，就能稳定地控制成本做对冲。

衍生品在兼并收购过程中也有很重要的应用，比如兼并收购过程中的汇率波动以及融资成本等，通过衍生品的运用规避风险。

对企业来说，只能通过金融市场才能有效地把风险转移出去。只要有有效的监管，衍生品会创造巨大的价值，这个里面是个巨大的市场，本质上还是为实体经济服务。

（根据现场录音整理，未经本人审核）



邵文波：中国经济未来走势以及 大类资产配置展望



邵文波，上海浦东发展银行股份有限公司金融市场部高级分析师 / 资产管理部资深投资经理。南开大学经济学博士、复旦大学博士后，多年房地产开发行业和金融行业从业经历，专注于宏观经济专题研究和预测分析，银行理财产品的开发、设计和管理，以及银行理财资产引入品种、模式的研发、创新及优化等。

曾在《管理世界》和《世界经济》等国内经济学顶级核心期刊发表多篇学术论文，并撰写了多篇宏观研究报告。

目前还担任《经济学季刊》、《管理世界》、《世界经济》、《经济评论》等期刊的匿名审稿人。

本篇是对于中国经济进行展望，预测未来的政策走势，提出可供投资的方向，并对 2017 年大类资产配置提出具体的观点。

■ 经济走势展望

一、未来总体展望：中长期乐观，经济走出低谷的时间取决于政策执行效率

毫无疑问，在初级阶段中，中国经济政策执行比较成功。目前处于中级阶段的初期，结合当前的经济政策走势，我们对中国经济中长期保持乐观。当前正处于转型和调整阶段，当前关键问题是保持经济稳定的前提下实现产业结构升级，提高国民收入，

如果政策措施得当，在进入高级阶段之前还将迎来一轮中高速增长阶段，有望实现居民收入的大幅增长，经历过这一阶段，才能真正跨越“中等收入陷阱”阶段。具体分析如下：

1. 中长期乐观的理由何在？

调控房地产、挖掘新需求的态度坚决。当前需要重点解决经济对房地产的依赖，缩小房地产在产业结构中所占比重，并且要保持房地产稳定，房价大跌显然不利于经济稳定。虽然此前几轮房地产调控效果不理想，但是我们认为此次中央调控房地产的态度较为坚决，目标是将房价控制在合理范围内，让房屋回归居住属性。但



是如果房地产对经济的拉动作用减小，势必会影响经济增长，尤其是在目前经济对房地产的依赖较重的情况下。不过政府对于这一问题似乎已有预案，在经济并没有成功转型前提下，一方面，政府主导的投资和转移支付仍将对经济起到支撑作用。最近两年一直在提的民生工程，扶贫项目的落实，以及其他基础设施建设投入也在加大，特别是为了减轻政府负担并吸引社会资本，政府主推 PPP 项目投资模式，很大程度上保持了投资的稳定增加；另一方面，“一带一路”战略的实施有望扩大与沿线国家的经贸合作，促进外需的多元化，减少对发达国家的依赖。因此，关于保持经济稳定的前提下逐渐摆脱对房地产的依赖问题，我们对政府的政策还是有信心的，在调整过程中可能会有反复，但有理由相信最终可以实现既定目标。

产业结构调整有决心。政府对于产业结构调整的决心不容质疑，政策方向也比较清晰，是以供给侧结构性改革为主线。比如希望通过农业供给侧结构性改革实现农业现代化，“中国制造 2025”的提出也有望实现工业整体转型升级，以及发展现代服务业等等，目前政策走势符合我们此前分析的政策选择方向，并且在不断的调整 and 适应之中，对于产业结构调整的最终结果持乐观态度。

提高居民总体收入难在分配：提

高居民收入主要包括两个方面，一方面是刺激经济增长，通过财富效应实现居民收入提高，另一方面是采用转移支付措施，通过收入分配效应降低收入不平等程度。从目前来看，由于短期内增长形势并不乐观，所以前者造成的效应并不显著；后者是当前正在实施的民生工程和扶贫等措施，如果再配合以财税等措施，扭转目前收入差距过大的现象，待到经济对房地产依赖大大减弱，新的经济增长引擎开始浮现，此时经济增长会加速，财富效应充分体现，将会实现居民整体收入的提高。不过必须要看到，缩小收入分配差距仍然任重道远，如果说房地产调控结果是第一个不确定性，那个收入分配问题就是第二个不确定性。

产业结构调整 and 居民收入的整体提高是跨越“中等收入陷阱”的关键，总结以上，我们认为，从长期的政策大方向看，可以解决这几方面问题，所以对经济做长期乐观的判断。

2. 中国经济何时见底？

对于未来经济长期走势我们已作判断，认为调整过后会有一段相对高速增长的过程，然后再过度到第三阶段，经济增长速度降低，并趋于稳定。这一判断也表明，长期经济走势乐观，政策措施可以引导经济转型成功。但是并不代表这一过程会一帆风顺，所以具体到经济何时见底，何时反弹，

什么时候真正跨越第二阶段这些问题，无法给出具体的时间点，原因在于这些问题要受到内部和外部因素的影响。内部因素主要是指政策执行的不确定性因素，外部因素则是指世界经济环境变化。

从内部来看，虽然大的政策方向已经确定，但是具体的政策措施也在不断的试错和调整过程，政策效果实现需要一个过程。特别是改革过程中会触及到很多利益集团，难免出现暂时性挫折。并且，各种政策实施还要考虑对不同阶层影响。以房地产为例，中央其实早就发现房地产泡沫累积的问题，但是此前多轮房地产调控并未起到应有的作用，其中有调控政策本身问题，也有不同阶层利益冲突问题，还有政府自身对于经济下行承受能力判断等方面；再比如，打破垄断，引入社会资本同样存在较大的障碍，目前公共服务或者基础设施领域，真正能产生稳定现金流，风险较小，收益较高的项目，地方政府并不愿意拿出来引入社会资本，做 PPP 项目的，大多都是期限长，风险相对较大的基础设施项目。因此，内部政策的执行程度和实施效果对于改革所持续的时间有很大影响。

从外部来看，中国面临的国际环境比较复杂，世界经济环境仍然存在着很多不确定性，美国未来经济政策实施对于我国地缘政治、出口贸易、

汇率等影响并不确定。欧洲同样存在着很多不确定性，亚洲涉及到南海问题、朝核问题等等，对于中国改革都存在的不同的影响。不过我们认为，这些外部因素虽然有可能会影响改革进程，但不会影响改革的结果，因为中国改革成败与否，最终是由内因决定的，决定权在我们自身。

虽然无法给出明确的时间点，但是我们可以根据某些特征判断经济是否已经见底。经济真正触底反弹的前提有以下几点：首先，经济脱离对房地产的依赖，房地产回归到稳定的低速增长路径；其次，以东南亚等国为代表的欠发达国家对中国的进口需求稳定增长，出口发达国家的产品总体复杂度不断上升；最后，国内收入分配差距缩小，消费需求开始缓慢稳定增长，并且由消费引致的投资需求开始增加。如果这几个特征出现，说明中国经济真正开始从低谷走出来，并且在反弹中逐步完成产业结构转型和升级。

二、2017 年展望：经济总体并未企稳，预计上半年走势平稳，四季度面临增长压力

虽然不同机构根据最近发布的数据，认为经济已经出现回暖的迹象，但是我们认为在经济结构调整未出现阶段性成效，新的经济增长引擎未出现的时候，经济难以真正企稳。预期 2017 年经济增长上半年平稳，三季度



到四季度之间有可能会下行，四季度则可能会再次上行，2017年全年GDP增速可能会略低于去年，预计在6.6%左右；物价指数有可能会温和上涨，预计略高于2016年的水平，但不会发生通胀。

根据中央经济工作会议的表述，“2017年是实施‘十三五’规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年”。实质上，2017年是各项政策措施开始落实的一年，整体上看，上半年仍然处于布局阶段，特别是金融业将处于整顿和调整阶段。预期与改革相关的各项政策会逐步落实和深入，尤其是金融监管政策可能会密集出台，经济走势总体平稳；下半年以后，随着房地产调控效果逐步显现，经济增长可能会承压，稳增长压力有可能会加大，在此情况下基建等相关投资可能会进一步加码，刺激消费和出口的相关措施也有望陆续出台。此时将会真正考验高层对于房地产调控的决心。

■ 2017年宏观经济政策展望

一、主要政策方向：规制金融“反哺”实体、调控地产保障民生、深化改革鼓励出口

2017年主要政策方向主要包括以下几个方面：首先，通过货币政策和金融监管政策的配合和调整，解决货币政策传导机制不畅问题，引导资金脱虚入实；其次，对房地产行业进行整顿和分类调整，将房价控制在合理

范围，降低经济对房地产依赖程度；再次，实施区域协调发展相关政策，通过扶贫等措施，改善收入分配，保障民生，促进经济均衡发展；还有，进一步深化供给侧结构性改革，尤其是农业供给侧结构性改革，化解过剩产能，减轻企业负担，帮助企业转型升级；最后，扩大对外开放，继续推进“一带一路”战略，通过政策引导鼓励出口，保持出口的稳定增长。

二、货币政策：当前不存在持续收紧的基础，预期下半年资金紧张状况有所缓解

我们认为，当前中国不存在持续的通货膨胀，货币政策选择主要关注因素有三个：金融去杠杆、经济基本面以及汇率。

首先，当前货币政策是与监管思路相配合的，金融去杠杆的重点是改变目前金融机构层层加杠杆的现状，减少货币在金融机构空转，尤其是打击层层嵌套等通道模式。为此，控制商业银行表外资产，规范金融机构资产管理相关业务，限制非银机构的监管套利行为，将成为监管重点。在此情况下，相对收缩的资金面状况更有利于政策的顺利实施，因为在资金紧张情况下，金融机构自身就会主动进行收缩，此时相关监管政策循序渐进发布，有助于让这些业务有序退出，引导资金向实体经济回归。

其次，货币政策实施必须要考虑

经济基本面情况。当前紧缩的资金面并没导致实质性的负债成本提高，根本原因就在于央行的真实意图在于引导资金脱虚向实，而不是要增加实体经济的负担。就目前中国经济的基本面而言，加息的空间不大，相反，如果下半年房地产调控的政策效果开始逐步显现，经济增长必然会受到影响，稳增长必然会提上议事日程，在财政政策发力条件下，货币政策也难以继续紧缩。

最后，虽然近几年央行一直强调货币政策调整要“以我为主”，但是汇率仍然是不得不考虑的问题。从短期来看，对于货币汇率影响最大的是预期，如果对一国货币形成一致性贬值预期，资本便会加速外流。此前人民币已经进入贬值通道，并且经历了去年快速贬值。即便是人们预期人民币没有贬值到位，但是3万亿美元的外汇储备，以及央行可能采取的货币政策（包括外汇管制以及可能的紧缩政策）对于空头都是一种震慑，从而无法形成一致性的贬值预期。年初收缩的资金面显然对于汇率稳定有着重要的作用，可以在短期内削弱贬值预期，有助于对冲美联储加息带来的影响。

因此，综合以上分析，我们认为从短期来看，中国没有加息的基础。如果今年下半年房地产调控政策效果显现，稳增长成为主要矛盾，并且如果上半年金融监管相关政策实施相对

顺利，那么为配合财政政策的有效实施，货币政策的紧缩程度有可能降低。在时间节点上，预期三季度末资金面状况有望改善，当然，具体时点还要看房地产调控效果与宏观经济走势。

三、财政政策：通过赤字政策进行基建、减税和转移支付

在2017年的宏观经济政策中，货币政策起到的是配合的作用，起主导作用的是财政政策。我们预期财政政策的主要方向如下：

1. 通过财税政策，配合调控房地产，减轻企业负担，引导企业创新升级，鼓励企业出口

为了维护房地产稳定，短期内全面实行房产税的可能性并不大，但是从长远来看必然是趋势，中短期内针对房地产价格的变动，房地产交易税的调整则有可能会实时调整；从去年开始出台了一系列政策致力于减轻企业负担，预期今年政策会继续。目前企业主要问题一是相关税费负担比较重，尤其是各种名目的费用比较繁杂，隐形负担较多，二是中小企业与大企业以及民营企业与国有企业的平等待遇问题，今后针对这两个方面问题可能会出具体的针对性措施；企业升级转型以及出口仍然是政府非常关注的问题，今年对于企业出口可能会有新的引导和鼓励措施，当然，引导企业转型升级的相关政策也必然会继续深入，比如针对性的补贴和税收减免等等。



2. 通过转移支付政策，调节收入分配，缩小收入差距，并加大民生工程投入

经济下行周期中，保持经济稳定和社会稳定是至关重要的。因此，通过转移支付政策，调整税收结构，改善收入分配差距，不仅可以维护社会稳定，促进公平，还能够刺激消费。同时，加大民生工程投入，特别是落后地区的基础设施建设，通过扶贫等相关投资，不仅能够促进这些地区的内生经济增长，而且还能刺激总需求。今年经济增长仍然面临困难，预计在以上两个方面也会进一步加强，尤其是扶贫和落后地区基础设施建设投入会加大。

3. 基建力度加强，重点在于区域性经济平衡

在摆脱房地产路径依赖的过程中，为避免经济大幅波动，稳定增长，基建投入必然会加大，尤其是在三季度开始，房地产调控效果显现、经济面临较大下行压力情况下。为了解决政府资金问题，可以采用 PPP 融资方式，引导民营资本投资。根据凯恩斯理论，经济下行，当人们对未来预期悲观时，就不会进行投资，此时应该由政府投资，刺激经济上行，人们预期发生改变自然就会增加投资。而中国目前鼓励采用的 PPP 模式实际上是政府在自身投资的同时引导社会资本进行投资，一方面可以解决资金问题，另一方面

可以解决一些传统领域的垄断问题，同时还能改善传统由政府提供的公共服务领域和基础设施领域的效率和服务质量，可谓一举多得。在投资方向方面，缩小区域发展差异，促进区域性经济均衡将是重点，还有就是涉及到引领技术进步方向的基础设施领域。

4. 农业现代化改革将是重点

当前中国农村生产力非常低，土地存在小片，分散等问题，农业机械化程度很低。农民工进城解决了农村劳动力冗余问题，但是农村在生产方式上仍然非常落后。城镇化可以解决农村剩余劳动力问题，也可以解决制造业和服务业劳动力短缺问题，并且还能促进三四线城市房地产去库存问题；与此同时，对农业进行现代化改造，将土地进行整合集中，有关土地整合现在最大的障碍可能是涉及到产权问题，不过据作者对部分区域农村进行的调研，现在部分农村耕地荒芜，有的是免费提供给留守在家乡的人员耕种，因此，如果不考虑一些距离市区较近的涉及到住宅或者商用的问题，其他土地如果采用集中租赁的方式，每年支付固定的租赁费用，应该不难实现。如果土地能有效整合，租给少数人实施机械化耕种，将会大大提高农村的生产力，缩小城乡差距。

四、产业政策和监管措施：调控地产、收紧金融、保护产权、发展实业

1. 我们预测，本次房地产调控的决心比较大，在产业政策上，可能会进一步调控房地产

目前采用的政策大多是限制需求端，这一政策在上文已经详细分析过，虽然可以在短期内抑制房价，但是政策很难具有可持续性，特别是一线城市调控方式存在问题，调控政策的短期性和随意性必然会导致未来价格的上涨。预计未来调控会逐步向财税和土地政策方向转变，但是今年应该仍然是由抑制需求为主导。

2. 产业结构调整继续

供给侧结构性改革一个重要工作是化解过剩产能，煤炭和钢铁行业的兼并重组在仍将继续；此外，国企国资改革将与产业结构调整相结合，从中央经济工作会议到最新的政府工作报告，一直把这项工作当成重点，尤其是开放公共领域，提升效率，不过由于涉及到很多利益方面，估计在今年进展并不会特别顺利；对于科创企业的鼓励和扶持政策仍会继续，预计对于出口企业会制订倾斜性的政策支持；还有就是农业供给侧结构性改革的步伐会加快，2017年有可能成为中国农业的拐点，鉴于目前农业改革的空间巨大，伴随着城镇化的过程，改革的阻力减小，因此未来农业生产率一定会大大提高。

3. 产权保护制度和社会体制改革有望进一步推进，但是预计阻力较大，

进程不会很快

产权保护主要是对个人和企业产权的保护，当前企业不愿意进行长期投资，导致创新意愿不强的根源在于政策的不确定性和产权保护不力，政府显然已经意识到这一问题，最新的政府工作报告提出要“保护劳动、保护发明创造、保护和发展生产力。要加快完善产权保护制度，依法保障各种所有制经济组织和公民财产权，激励人们创业创新创富，激发和保护企业家精神，使企业家安心经营、放心投资”；报告同时指出大力推进社会体制改革，“深化收入分配制度改革。稳步推动养老保险制度改革，划转部分国有资本充实社保基金。深化医疗、医保、医药联动改革。全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。深入推进教育、文化和事业单位等改革，把社会领域的巨大发展潜力充分释放出来”。但是，由于制度的调整涉及问题比较多，影响面比较广，我们预计阻力会比较大，进程也难言顺利。

4. 收紧金融监管，让利实体经济

从2015年下半年开始，金融监管的各项措施开始密集出台，监管重点包括商业银行表外业务、各类机构资产管理业务以及资本市场相关业务等，监管方式主要包括提高机构准入门槛、限制业务范围、降低杠杆率以及规范



市场的相关规则。监管的总体思路主要是优化货币传导路径，防范风险，降低企业融资成本。因此，2017 年预期监管会继续收紧，一方面对于资产管理相关的业务将进一步规范，通道业务、委外等规模可能会受到压缩，特别是原来投资于资本市场或者同业理财类的资产管理会受到限制，而通过股权投向实体经济的部分则会受到鼓励，整体杠杆率会降低；另一方面，资本市场的相关规则将会进一步完善，包括 IPO、上市公司再融资等等规则，这些规则的方向是完善资本市场资源配置功能，规制资本运作和圈钱行为，以促使资本市场健康发展，预期今年大部分时间是资本市场各项制度推出和消化的过程，尤其是在三季度以前，此后有望进入相对稳定期。

■ 2017 年投资方向和大类资产配置展望

本文的重点在于结合国际经验，从根源上挖掘中国经济存在的深层次问题，并预测未来政策走势，主要侧重于宏观分析而不是策略分析。因此，结合此前的分析，我们对 2017 年的投资方向和大类资产配置策略做一个简单的展望。

一、值得关注的领域和投资方式

1. 供给侧结构性改革继续深化带来的机会

比如债转股，国有企业重组，以及互联网相关的新兴产业，仍然是

关注的重点。尤其需要重点关注农业供给侧结构性改革，这将是今后重点，与此相关的机械设备更新和农业基础设施建设等投融资机会多多。

2. 基础设施建设和民生工程也是值得关注的领域

在房地产投资增速放缓之后，经济增长压力增加，此时基建投资必然会发力，同时民生工程一直是最近一两年的重点，相关的扶贫投资等也值得关注。特别需要关注的是，由于政府收支受到相对严格的约束，因此目前主推以 PPP 模式进行投资，部分公共服务领域开始向社会资本开放，所以 2017 年在基建投资的领域内，可以重点关注 PPP 相关投资，以及后期的资产证券化业务。

3. 关注城镇化不同阶段的投资机会

随着农业供给侧结构性改革政策的实施，城镇化进程也会加快，虽然城镇化是一个相对长期的过程，但是相关领域仍然值得关注，可以提前布局，比如相关的公共服务领域，以及在“市民化”推进过程中，家庭安居的直接需求，包括家居装潢、文教和医疗保健，还有相关的消费品市场也值得关注。

4. 一些由国家主导的，具有一定优势的基础性的创新研发值得关注

这些领域的研发属于国家战略，在经济转型升级的关键时期，国家会

加大此类创新研发的投入，以期通过这些重要领域的创新，不仅形成示范效应，而且可以迅速应用于生产，促进经济结构升级。可以重点关注高铁、军工、通信等相关领域，特别是这些领域可能发生的技术突破。

5. 关注二胎政策放开以及老龄化问题的相关投资领域

虽然全面放开二胎的政策反应不如预期，但是不可否认从 2017 年开始的未来几年将会迎来一个生育的小高峰，可以关注与此相关的投资机会，包括孕妇和儿童用品、服务，以及相关的医疗、教育和文娱等等；与此同时，在老龄化问题越来越严重的时候，可以关注养老、医疗和保健等与此相关投资领域。

6. 中高端创新型消费品市场值得期待

这一判断主要基于以下几个方面考量，一是在需求方面，正如前文所述，中国消费品市场对于产品的品质和服务的个性化要求在提高；二是从供给方面，目前以客户需求为中心的产品制造理念在国内厂商之间已逐步建立起来，国内一些企业已经具备与国外企业竞争的能力，与此同时国家一直鼓励研发和创新，试图在新一轮科技发展的过程中形成蜕变，所以下一步对于技术复杂度比较高的消费品市场，国内厂商有望在某些领域取得突破；三是从贸易政策来看，我们预期从今

年开始中国与发达国家的贸易摩擦有可能会增多，在进口受到限制的情况下，国内厂商迎来机会。具体可以关注与互联网相关的智能化产品和服务，比如电子产品、智能家居以及智慧医疗保健等。

7. 投资方式上：回归价值投资

鉴于打破刚性兑付是监管下一个重点工作，所以真正的风险投资和股权投资将会受到推崇，长期的价值投资迎来机会，但是目前社会风险定价体系仍未完善，信息披露也不充分，导致信息不完全和估值难，这一点是具体业务中的困难所在。相反，之前各类金融机构之间通过同业合作规避市场监管，导致资金流转中间环节增加的行为将受到较为严格的约束，监管套利相关的业务将会受到较大的压缩，脱虚向实是大势所趋。

二、大类资产配置的主要观点

1. 房地产：一、二线城市房地产存在结构性配置的机会

上面的分析已经指出，虽然高层调控房地产的决心比较大，但是，目前的房地产调控方式存在问题，一线城市和部分二线发达城市的刚性需求相对较大，而调控主要采取的是抑制需求，短时间内冻结了成交量，上海最为明显，在上海“认房又认贷”的情况下，需求端受到打压，导致成交量萎缩，房价开始出现松动。这一政策会在短时间内让房价回调，但是抑



制需求，尤其是刚性需求毕竟不是长久之计，未来必然会调整，一旦调整，房价必然又会上涨，比如北京，目前没有采用与上海类似的政策，也没有增加土地供应，导致房价仍然快速上涨，预计不久便会出台与上海类似政策。因此，在采用类似调控措施的一线和二线发达城市，趁房价回调时适当介入，还是存在结构性投资机会。另外，虽然本次房地产调控决心较大，但是房价快速下跌显然不符合经济和社会的稳定需要，因此，针对一些房价相对不高、人口净流入较大具有发展潜力的二线城市和少数三线城市，也是具有投资价值的，尤其是在当前房地产调控政策效果开始显现的时候，是比较好的时机；而对于一些人口流入较少，资源和区位均不占优势的三四线城市的房地产投资要慎重，因为即便未来城镇化加速，对这些城市的带动作用也有限。

2. 股市：上半年调整，下半年企稳，阶段性机会存在

2017年三季度以前，会是股市各项政策规则的出台和完善阶段，预计政策面主要以稳定股票市场，充分发挥股票市场直接融资的功能，鼓励长期价值投资，抑制通过炒作进行圈钱或者纯粹的资本运作行为，规范大股东的行为，尤其是对于上市公司的核查和监督有可能会加强，以防止弄虚作假的行为，并且IPO的相关规则也

会进一步完善。在这一阶段股票市场有可能会稳中有降，我们认为这是阶段性介入的机会。等下半年，特别是三季度以后调整告一段落，市场有可能会迎来小幅上扬的机会。

看好下半年的机会还有两个原因，其一是预期资金面紧张的局面有可能会略有改善，其二是当前对资本市场的政策导向是脱虚向实，因此从政策面来看，有强烈的稳定市场和发挥股票市场直接融资功能的意愿。

3. 债市：总体看弱，信用债风险较大、利率债存在结构性机会

对于债市总体看弱的原因有三，第一，债市杠杆相对较高，金融去杠杆对于债市会产生一定的冲击；第二，货币政策的导向是脱虚向实，在资金面承压的情况下，对于债市也会产生一定的影响；第三，美国进入加息周期，如果特朗普财政政策能够顺利实施，必然会推高国内通胀，造成加息速度加快，债市承压。但是从结构性来看，利率债以及少数的高级别信用债仍然存在投资机会，原因在于随着金融监管政策收紧，各类资产管理业务普遍存在资产配置困难的情况，权益类和非标资产的限制加强导致债券的配置比例会提高，但是鉴于资产管理业务的风险偏好相对较低，加之债券刚性兑付逐渐打破，所以信用债面临较大的压力，只有少数的高级别信用债仍然具有较高的投资价值。



4. 商品：黑色系后市看好，原油波动，黄金下行但幅度不会很大

2017 年以铁矿石、螺纹钢和焦煤焦炭为代表的黑色系，其表现主要受以下几个方面的影响：首先，房地产投资减速对于黑色系会产生直接的负面影响；其次，由于 2016 年黑色系价格上涨较快，对于供给侧结构性改革在短期内产生了影响，短期内，监管部门有可能会采取相关措施抑制其价格快速上涨，对其产生负面影响，但是待这些传统行业的集中度会慢慢提高，对于价格的掌控能力加强，也会导致商品价格的提高；最后，基建投资的加码必然会导致原材料需求提高，对黑色系利好。综合判断，我们认为黑色系在上半年可能处于震荡调整阶段，下半年有可能会迎来机会。

原油市场方面，除了不可预测的黑天鹅事件之外，目前比较直接的影响因素就是美国的页岩油政策和美元走势。特朗普上台后有意大力发展页岩油，如果伴随着页岩油技术进一步取得突破，成本降低，必然会影响油价，同样美元走强也会对油价产生影响。不过，油价出现大幅下跌的可能性不大，因为从政治上看，油价太低不符合世界主要国家的利益。所以我们认为在不出现黑天鹅事件的情况下，2017 年油价将维持波动，有可能会小幅下行。

目前影响黄金价格的因素主要有

两个，即美元走势和避险情绪。美元走强似乎已经没有任何争议，目前大家争论比较多的问题是美国的加息频率和节奏；而后者则存在许多不确定性，尤其是欧洲大选、朝核以及中东局势都有可能造成新的黑天鹅事件，在世界经济整体不景气的情况下，造成避险情绪上升，导致黄金价格上涨。结合起来，我们认为 2017 年黄金价格会震荡下行。

5. 汇率：人民币贬值的趋势并未发生根本改变

从长期来看，决定汇率的根本因素还是经济基本面。当前美国经济复苏较为强劲，如果特朗普经济政策顺利实施，在民间投资回暖的情况下仍然加大政府投资，必然会造成通胀上升，也会引发货币政策进一步收紧；欧洲仍在挣扎中前行，并且存在诸多不确定性；中国经济并未企稳，结构调整和转型升级尚处起步阶段，供给和需求均未出现彻底改观。因此，就人民币对美元而言，总体贬值的趋势并未发生根本改变。不过，短期内，央行会通过市场干预以及外汇管制等措施调整市场预期，如此会导致人民币在短期内甚至有可能走出反转走势，但是随着美国加息以及经济基本面的影响，人民币仍然会走弱。我们判断，今年上半年人民币汇率有可能会在 6.9 到 7.0 之间震荡，下半年则有可能会破 7，不过今年最终贬值幅度不会太大。



陈进华：边界、跨界、无界——探求稳健创新的大宗商品贸易可持续发展之路



陈进华，北大方正物产集团有限公司助理总裁兼首席金属分析师、中国黄金协会黄金高级投资分析师、大宗商品风险管理专家。

全球每年大宗商品的产出值大致在10-20 万亿美元的规模，占到世界 GDP 的比例接近 20% 左右，大宗商品市场对上下游的产业链影响巨大，并且通过资本市场、利汇率市场、船运市场等充分传导，形成系统性的货物流、资金流、信息流、价格流、信用流等循环；中国拥有接近 14 亿的人口，占据世界 20% 的人口比例，并且已经逐步进入后工业化的时代，各类大宗商品的消费几乎达到全球 10-50% 不等，世界制造工厂的地位及世界制造的方向确立，依旧会确立中国在大宗商品领域的核心圈身份，大宗商品货物的流转的供应链的管理能力将是实体经济转型升级的重要体现，大宗商品贸易服务的市场价值、社会价值、商业价值不言而喻；由于中国政治环

境、经济环境、社会环境、贸易环境的特殊性，中国大宗商品市场形成了与国际大宗商品市场相对独立又紧密相关的关系，是一个极具个性化的市场，这种特点的差异化存在给予了中国本土的大宗商品贸易机构超越国际巨头的更多可能性。坚持从大宗商品贸易的风险管理角度出发，顺应市场化的发展，坚持持续的业务创新、管理创新、稳健规模，是可持续性发展的充分必要条件。

一、中国大宗商品的市场化发展之路径

中国不断的改革开放的路径，是一条不断完善的市场化发展之路，这一过程体现在大宗商品行业，可以看到一条清晰的循序渐进的变化过程，当然更多非市场化现象的存在，也给

予了我们贸易过程中更多的风险管理选择权，当然同时也会存在潜在的巨大风险。

从具体板块来看，工业品的市场化程度要整体高于农业品，在细分领域，有色金属的市场化程度要高于黑色产品，化工产品的市场化程度要高于油类产品，林业产品的市场化程度要高于粮食产品，白银产品的市场化要高于黄金产品，等等；这样一个梯度的产生，为大宗商品贸易公司可持续的业务创新和管理创新提供了可能，即：为大宗商品贸易公司提供了不同品种的大宗商品间联动交易的可能性，以及根据不同品种的大宗商品的市场化梯度依次实践、发展的路径。

国际化，是大宗商品市场化发展的重要体现。中国是大宗商品的重要生产国，更是重要的消费国，从中国进口统计量值表可以看出，大宗商品的进口占据了绝对的份额，大宗商品的全球定价的属性，让大宗商品的贸易必须基于国际化的视野和国际化的运作，中国资本项目下人民币不可自由兑换、贸易项目下可自由兑换的阶段性政策环境，给以大宗商品的贸易注入了更多的差异化内涵，而增值税、关税的门槛，使得中国大宗商品定价体系相对关联和独立，中国的价格会围绕国际市场价格在一定波动区间波动，这给予我们的商业模式提供了巨

大的定价收益机会。

金融化，是大宗商品贸易的一条不可逆之路。大宗商品贸易是资金密集型的行业，最优资金成本解决方案、最佳价格风险控制方案、信用链的量化评估和增信方案，都是金融化的体现；同时，大宗商品的资产属性和金融工具属性给了我们更多的想象，大宗商品资产证券化开发了大宗价格的远期市场及更多衍生市场，这个市场的产生相当于出租车行业的滴滴与快滴，通过信用体系与信息化的方式，将买卖在当前时刻对未来做出了预安排，是贸易市场变化的重要体征；远期市场定价及价格流动性服务提供给予新的商业机会模型，围绕大宗商品的远期定价，植入了更多利汇率、船运等风险及隐含的工具，这些工具的专业应用，将大宗商品贸易的业务概念带来了新的变革，我们看到了互联网领域的猪在飞，而毛长在了羊上的现象。

信息化，已经成为无孔不入的大势所趋。工厂是制造业基本的生产要素，而大宗商品的贸易给实体经济带来了血液循环，而信息尤其是价格信息则是大宗商品行业的神经系统，立体化、专业化、实时化、系统化的价格信息形成了未来行业发展的重要命脉；现货贸易除了带来商业合作基础之外，市场情报的一手探针同时构成了其重要的衍生价值链，信息数据的



采集、加工、输出、研发、应用将是贸易信息化的重要体现，而更多的电子商务的拓展、银行证券场外衍生品、交易所合约等等也是信息化深度发展的重要延伸。

资本化，打造了更多的大宗商品的巨头，也让我们看到了更多经济景气的周期循环。贸易的目标是正流入的现金流，而贸易资本的整合则是对未来现金流的预期体现，资本化可以降低融资成本、可以增信、可以多样性扩展同时保持专业化的分工、可以实现多方有效资源利益的平衡，资本化也可以加速品牌营销和国际化的推进；当然资本化背后的风险也是显而易见的，需要更加透明、合规，实现利益平衡，承担市场责任和社会责任。

总之，从贸易基础出发，根据自身的能力和特点，充分发挥 Trade(贸易)+Trade(交易)的组合优势，走两轮驱动道路，是商业模式立于不败之地的重要定位；类金融、大数据、重研发，走出一条贸易与金融充分融合的，差异化的产学研实践之路，是可行的，也是必须的。

二、大宗商品贸易与金融天然密不可分

贸易资本+产业资本+财富管理+公众股权，大宗商品贸易可以形成更多组织形态或者商业架构，在这基础上实施多样性的贸易+金融的商业

模式与战略框架，核心可以定位为交易为载体的产业链的服务。

大宗商品是一种原料、也是一类资产、同时是一种金融工具。围绕原料属性，整合资金规模、资金成本、利汇率管理、价格管理、信用风险管理，实现供应链的流转服务，是贸易与金融充分融合的重要体现；大宗商品是一类资产，如黄金实物、黄金ETF、大宗商品指数基金、银行纸石油产品、大宗商品巨头的股票、矿业资产、金银币，等均构成了大宗商品领域不同的资产类别，如何在这一领域体现服务价值是可以开发的新的金融相结合领域，当然围绕更多的行业资本运作，尤其是稀缺资源的整合，走PE、VC等资本运作的发展模式也是可以实践的方向之一；大宗商品也是一种金融工具，大宗商品的跨期交易隐含了资金利率的参数、黄金的内外盘组合隐含了人民币汇率的要素，黄金融资租赁、信用证、承兑票据等更多的支付结算方式隐含了更多的金融互换的内容，当然大宗商品的进出口业务也可以实现某种资本项目下货币不可自由兑换的穿透，以实现货币兑换、支付结算等功能。

黄金、白银等贵金属有着与金融更加密不可分的功能，尤其是黄金。其具有价值尺度、财富贮藏、支付结算的功能体现依旧，并且仍然是央行



最为重要的基础货币之一，黄金市场体系的建设有些领域要快于人民币市场体系建设，促进黄金产业链机构业务的多样化。黄金是一个存量资产，是大宗商品资产体现的重要代言人之一，全球地面存金量已经超过 18 万吨，以每吨 2.6 亿元人民币计价，货值接近 50 万亿，超过目前中国股票市场总市值，有着重要的运营价值。

通过大宗商品的贸易运营、风险管理、交易挖掘、银行证券渠道建设等，使得在这样模式下，获得了更多的金融整合资源，赋予了更多领先的、国际化、专业化的准金融实践的机会，这种实践对于各类产业包括金融产业的提升意义重大，譬如目前的某些大宗商品贸易公司在人民币汇率领域的风险管理经验和能力远远领先，可以给予新的全面超越可能。

三、识别贸易与交易风险的边界，并且有效控制住风险

投资与贸易有两种风格类别偏好，一类是攻击型偏好，以重收益覆盖风险，相对收益波动率比较大；另外一类是防守型偏好，首先看风险，然后看收益，相对收益波动率比较小，但绝对收益也比较低。理性的投资者对于风险都会有客观的认知，重要的是对于风险的识别和风险的控制，结果只是对应的输出。

识别贸易及交易风险的边界，采

取对应的风险可控的策略，有助于系统性地控制风险。更多的黑天鹅事件的产生是对于风险边界的突破事件未作预见性评估，这需要更多精细化的论证和推敲。针对不同的产品，风险边界防范的概率也会有所不同，如铜这样一个充分市场化的产品，内外比价的边界就不容易突破，而白糖则不同，可能会更多受到政策干预的影响；同样，塑料产品的价格更多地体现了供求关系，而汽柴油的价格会有发改委的价格指导，甚至底部限价；对于产业链来说，乙烯工业是重要的炼油的下游工业，择机买乙烯抛原油的风险相对可控，但抛乙烯买原油的风险就缺乏边界；在开放的区域贸易产品领域，物流可以实现则是构成实盘与虚盘转换的重要选择权退出机制，而在贸易或加工资源相对有限的情况下，买下游抛上游可能是比较好的选择，尤其是上游对下游依赖权重比较重的前提下。

分析供求平衡关系以及物流方向驱动，寻找贸易潮汐现象或者加工链流向，产业链可以区分短链与长链，直链与支链，线链与网格链，结合成本收益、价格波动率、远期时间价值、货物有限性、资金无限性，迁仓价值等等，形成区域或者产业链领域的价格体系，挖掘价格相对关系的风险边界域值，同时通过合同流管理去实施



完成定价与市场服务，并实现流转收益，买卖的重点不仅仅是货物，更多的是未来的价格定位，或者相互之间的逻辑关系。将风险控制在可控范围，让收益获得空间想象，机遇的把握在于量化模型。

四、跨界与杂交，创新的重要源泉之一

风险要有边界，行动要能跨界，贸易的本质是系统与系统之间的联结与通路的实现。在国际与国内之间，在现货与期货之间，在产业链上游与下游之间，在近期与远期之间，在商品贸易与汇率风险组合之间，在有色与黑色之间，在化工与煤炭之间，不断地跨界实践与突破创新，是基于专业化分工基础上的重要延伸。

跨界需要建立的是什么？是那一艘船，是那一座桥，是那些信息流的穿透，是成本与收益的精细化测算，是布点、到布线、到布网的过程。市场化是循序渐进的，不仅对于市场本身，还是对于布局本身。我们通过铜建立了国际国内资金、信息、交易通道、人员布局、上下游关系等前提条件，就可以尝试布局锌或者铝的择机交易模型，而后延伸到现货市场的差异化，当有色金属打通之后，商业化的通路可以布局到贵金属，贵金属的价格风险管理的能力优化之后，可以进一步优化产业链的服务能力和融资

结构，并且进一步植入差异化的利率汇率交易的风险管理方式，倒过来又促进了有色金属交易的风险管理能力；这些风险管理的技术是可以被进一步复制的，因为有色金属领域已经出现了更多贸易策略的同质化（成熟与充分竞争的结果），利润率会下降，波动率也会减少，但对于譬如说聚酯行业，国外的PX与国内PTA，就好比国外粗铜与国内电铜之间的关系，这种模型的建立与商业通路的实现是有门槛的，专业性也未被充分挖掘，汇率风险的管理变成了行业暂时不可逾越的风险障碍，铜的进出口贸易模型或者说价格风险管理的模型就存在被充分施展的可能性；故事可以继续演绎下去，搞通了PTA的价格管理，对于PX的进一步的前端如甲苯也是重要的，我们发现从原油~石脑油~混合芳烃~甲苯~PX(精对二甲苯)~PTA(精对二甲苯二甲酸)，这样一条链的价格运营存在的联动关系，当行业利润被压缩，甚至到利润为负数时，买下游抛上游的机会就会更好的出现，国内PTA作为化工领域的流动性可以强化我们在国际市场PX的定价能力，这是一个良性循环发展的图谱，重要的跨界与杂交，形成了产业运营模式的梯度，这种管理方式的一致性有助于进一步降低管理成本和规模化、集约化的发展。



通过煤化工制甲醇联结起了煤炭市场与化工市场的价格关系，沥青或者是小石油的代表，而甲醇或许是个小石脑油。我们尝试着看到在炼油市场，柴油的价格往往低于石脑油价格，当然沥青的价格也会低于原油，所以沥青的价格低于石脑油或者甲苯也是可以预期的；在橡塑行业领域，天然胶应该会贵于合成胶（如丁苯），而丁苯主要由苯乙烯（及丁二烯、丙烯腈聚合而成，并且有一定的加工费），我们努力去想象着建立天然胶与苯乙烯的价格模型，这种招数也同样适用于ABS的市场；在乙烯基领域，我们能够参透乙二醇、聚乙烯、聚氯乙烯之间的一些或有关系，同时聚乙烯与原油之间则形成了或有长产业链对冲价格管理的商业机会，数量规模则也可以控制在一定的范围之内。

基于风险边界的创新跨界，是以审慎原则为前提的，风险管理中分散是重要的手段，而组合则形成了更多的贸易管理模型或者投资交易的模型，价格管理与贸易管理的有序剥离是产业创新的另外一个方向，如上海清算所的化工掉期合约等都是创新突破的方向。

五、大宗商品风险管理 3.0，打造业务的核心竞争力要素

任何一个商业模式都会有行业周期，大宗商品风险管理领域也是如此。

我们或许因为在这领域沉淀很久，我们有了更多风险事故的教训，但这些教训是可以用来总结的，总结的好就会变成了有益的经验，有时也是迫于市场竞争压力的原因或者模式的拥挤化，必须有人进行进一步的突破，因此我们也就有了更多的总结和升级归类。

大宗商品风险管理 1.0 版本，是基于最基础的套期保值模型，如期现组合、跨期组合、跨市组合，这已经为更多的市场群体所接受。但当做跨期组合时，我们没有考虑利率可能的变动，当然绝对价格的变化也被往往忽略；但我们做跨市组合时，我们没有考虑汇率的变化，甚至当理解清楚人民币汇率政策可控性、稳定性、渐进性的时候，风险也就转化成了或有的收益；当我们进行了 FOB 采购的时候，航运价格的变化往往被忽视，运输成本在随波逐流。当这些变化被重视的时候，风险管理的 2.0 版本也就出现了

大宗商品风险管理 2.0 版本是如何呢？是指除了商品价格锁定之外，同步锁定其他市场同步变量，包括汇率、利率、航运、保险等要素，更好地结合利汇率的交易使得大宗商品的风险管理不仅仅商品价格的管理，而更多的是金融要素的管理，或者是利汇率的管理。当然，这样一种模式已经有了很好的领先性，对于交易的实



时性和工具的被授权，以及对于财务平台、资金运作的管理提出了更高的要求，更多的结构性交易被实施，包括汇率的跨市、跨期，利汇率的组合等等。

那么大宗商品风险管理 3.0 版本又是怎么样的呢？除了上述 1.0 与 2.0 的基础之外，我们对于策略、价格点位之外，对于买与卖的比例关系有了新的认知，尤其是产业链上下游关系。更多的基于生产工艺、物料关系、税收损益、辅料损益、工费估值、波动率模型等因素考量，结合绝对值波动与相对值波动，论证确定交易数量关系，所以策略中买与卖是重要的，可能结合的配方则更加重要，而不同的配方关系，下注点、下注量、加注点与加注量、甚至下注方向的模型关系均会不同，得到的目的仅仅是两个，一是寻找更加有边界清晰的风险管理模型，二是寻找与众不同的交易波动率。

不同风险管理模型的存在，使得我们获得了系统性风险可控，波动性模型更加有效，有助于建立立体化的风格独特的价格管理系统，在定价能力与价格吞吐能力方面的适应性大大提升，以获得更好的综合性立体化交易能力的收益。

六、发扬工匠精神，风险管理重在精细化数学模型及精细化的管理

系统性的风险管理模型需要有更

好的精细化的管理。首先，需要建立对应产品历史价格的数据库，同时需要对应的远期价格结构的变化，以及对应的汇率等模型参数，其次，进一步的波动率研究及内在机理研究是必须的；在上述基础上建立初步的交易数学模型数量关系，进行回归性压力测试分析，并对于迁仓结构进行结构性分析，回顾历史环境下极值背景产生的原因，分析交易数量模型下可能的机理变化，包括供需平衡表、迁仓结构、产品库存变化、开工率变化、进口依存度变化、汇率环境变化，产业上下游结构变化，进出口政策变化等等因素。

基础数据层面、市场机理层面、行业基本层面、市场信息面层面、强弱关系层面，确立风险边界可能性和交易数量关系配方，确定对应的盈亏承受度、风险回报比、交易规模等，进行市场监测与跟踪系统，择机落盘，后续统计清算监测，盈亏损益监测，税负波动监测，保证金平衡值监测，市场风险值监测，管理监控与复核，综合损益监测等等，需要运营管理实现准确、逐日、风险提示与修正、现金流平衡、财务显账预估与调整等等更多的要素考量。

七、交易是一门技术，也是一门艺术，如何培养交易大师

交易策略的实现最终看结果，但



是难点看过程。分散至更多的策略是必须，可以避免权益波动率的放大和系统性风险的产生，合理的回报率预期也是必须的，因为回报率与风险度是同步的，一定风险策略的组合（如低风险配置 50%，中风险配置 35%，高风险配置 15%）可以调配出更多具有多样性而又稳健的投资组合模型。

强化贸易的团队基础和能力，两轮驱动的策略有助于竞争优势的综合实现，金融化的贸易团队更加需要复合型的交易人才，并且能够理解到市场的交易需求和隐含市场服务的价值。由于个性的原因，某种复合型的人才才是可遇而不可求的，交易模型可以通过杂交优势产生，业务人才也可以杂交培养，当然组合团队的模式也许更加可行。

交易大师需要有更好的整体感、洞察力、前瞻性、市场定力、客观判断性、变化修正能力、知道自己的弱点，磐石一样的坚定信念以及水一样的前行行为方式，是保持胜算的重要原因，当然，我们更多地希望看到优势的积累，而不是投机取巧本身。交易策略是重要的、资金策略也显得更加重要、平台保障则是重中之重，不考虑自身要素，盲目出击的行为，往往会面临万劫不复的境地，需要全力避免。

交易大师需要创造性地发现市场

机会，发散性的思维与收敛性的行为方式，需要结合磨练。当然不是每一个都会变成大师，成为交易型的工匠也是奇缺的，对于市场的专注、精细化、风险敏锐度、保守的心态、坚持于细节、劳作的重复继续，往往也能够大成。所以工匠的集合会造就一支伟大的团队，交易大师的价值更多地是引领方向，统筹整体，与时俱进，创新求变。

八、平台的价值与平台的维护

唱戏需要戏台，名角需要大戏台。交易管理的实质是合同管理，合同管理的基础是平台管理，创新业务会带来创新的收益，也会带来创新的风险，所以贸易公司或者说贸易基金的管理模式是与交易基金有着很大的不同，差异就是在于对于平台管理的要求更加高、而业务的模式也可以更加的复杂，追求一个更加广阔的大宗商品市场交易的舞台，需要有可持续的平台养护管理。

交易管理需要有风险管理手册，平台管理也需要平台管理手册，平台的价值在于品牌、在于信用价值、在于合同成本控制、在于规模化的可吸收力。布局更多的全球性贸易、真实的进出口贸易（包括加工贸易）、更多的终端服务贸易是可以循序渐进实现的，从贸易合同而言，交易卖家的选择显得更加重要，仓储物流的选择也是核心之一，更多地布局贸易端的上



游有助于推动规模化经营和信用风险的可控性，当然下游终端的服务将拥有更多的受众和市场覆盖面。

损益的平衡也是重要的桥梁修正技术。大宗商品全球交易所隐含的商业机会是不言而喻的，难点在于损益平衡，需要业务、资金、财务团队更好地在合规性前提下，共同努力合理解决对应的困难，是规模化发展的必要前提。

九、思想的无界，如何实现持续的创新，包括创新的管理

这是一个足够大的行业，瓶颈的存在是因为你没有足够的努力去突破，这个行业已经有了足够多的积累，无论是风险案例还是失败的教训，当然更多的是成功的经验。就好比互联网技术不断的在创新突破变化一样，大宗商品的贸易及风险管理的技术也在不断创新与变化，而且正变得越来越广阔，越来越深化，越来越前瞻。

需要一个领先的不断创新的商业模式，需要一个领先的平台，需要一个可以规模化的、风险可控的业务体量，需要一支领先的相对保守却又与时俱进的贸易、交易、管理的团队，需要一个被市场信任的品牌，更加需要一个无界的充满梦想的思想力。

步子要实，下手要稳，心气要平，眼光要远，左脑要协同与平衡，右脑要发散与想象，梦想的实现或许就在

远方。

十、收益重点是风险的对价，从风险管理出发，挖掘收益无限的可能

重视风险不等于恐惧风险，一个类金融业务的重点就是一个风险管理的业务，积极地实施识别风险、衡量风险、控制风险、检查风险的过程，努力实现对风险管理的全要素管理。

在大宗商品贸易及交易领域，我们或许能够找到更多赔一赚二的市场机遇，尤其是可控的风险边界能够识别，合同管理能力保障履约，市场差异和优势能够确立，我们的商业模式也就确定下来了，当然更多的延伸其实是值得探讨的，如将人民币汇率风险管理能力与资金利率成本优势组合，在进口贸易环境下，提供市场 B2B 的类似海淘等相关产品线的业务是靠谱的，另外针对更多的来料加工贸易、进料加工贸易需求，全面提供系统性的供应链服务也值得挖掘。

对于风险的波动性，杠杆技术可以解决模式本身的盈亏能力的调节，低风险业务需要更多的杠杆，高风险业务可以适度的配置组合以去杠杆，并且通过分散技术来有效规避系统性的风险。多样的产品线的打造，给了我们更多的想象。

搬货、搬钱、搬人、搬信用、搬平台、搬价格、搬服务、搬信息、搬风险、搬思想。大宗商品的贸易不仅仅是一

个点的竞争，更是一个综合性的竞争，一个创新的无界、行动的跨界、风险的边界的竞争。

结语：中国正在面临经济结构的转型，重工化的巅峰或许已经过去，市场的惯性依然存在，增量正在衰减、总量仍在上升，大宗商品行业的调整早已经展开。这种情况下，新的贸易模式显得更加珍贵，创新往往在变局中会形成新的发展基因。

大宗商品资产证券化、汇率市场化、利率市场化、贸易信息化，大宗商品场内、场外衍生品普及推广化，能源等更多领域开放化、市场化，大

宗商品贸易行业正在面临新的重大机遇。从局部、细节、微观、试验出发，坚定走贸易与金融相结合的道路，更多扩围创新，逐步寻找有规模前景的领域，强化市场基础和深度拓展力，坚持为实体经济服务的大方向，建立能够顺应新型生产力发展要素的生产关系，以及保持生产力要素的领先性，产学研保障科学生产力，大宗商品行业供应链服务有着绵延不绝的生命动力。

做好自己，控制风险，打造专业，布局未来。路就在脚下！





张一凡：利用“纸成品油”管理石油产业链价格风险研究



张一凡，男，清华大学工商管理硕士，南京大学经济学学士。现任国泰君安证券固定收益证券部董事总经理、外汇和大宗商品业务部负责人。被评选为2016年上海青年金才。张一凡长期专注于中国大类资产交易领域，他主持工作的外汇和大宗商品业务部，负责公司固定收益量化对冲、跨境人民币、海外固定收益投资、外汇和结售汇、贵金属、大宗商品、结构金融、碳金融（气候变化相关金融）等 FICC 新兴业务。

导读：由于频繁波动的国际原油价格和国内成品油的现有定价机制，石油产业链需要对石油价格的风险管理模式与销售业务模式进行升级再造。在此背景下，我国证券公司与成品油生产及销售企业可以开展合作，开发“纸成品油”产品，旨在为石油产业链上相关方及终端客户提供提前锁定成品油价格的风险管理或消费金融方案，以实现终端消费者、石油产业链上下游及券商等相关各方共赢共利的局面，有效服务实体经济。该产品亦可与“互联网+”相结合，对接消费金融场景。本文详细介绍了“纸成品油”产品的设计背景、运作模式、成品油管理与风险控制等。



近年来，频繁波动的国际原油价格已使我国成品油定价机制的渐进式改革显得相对不足。成品油零售领域参与者的结构性变化、不同层次消费群体价格弹性的变化，以及国内成品油供需平衡的现状，使石油产业链需要对石油价格风险管理模式与销售业务模式进行升级再造。同时，我国互联网企业依托其平台、客户与数据信息优势，有意利用其在线或移动支付优势，对接大宗商品相关的消费场景，提升客户体验。这为证券公司与成品油生产及销售企业合作开发“纸成品油”产品，并与“互联网+”相结合对接线上消费金融场景的基本背景。

1. 产品设计的背景

2015 年，习近平总书记在中央财经领导小组会议上再度提及“推进能源价格，石油天然气体制等改革”，并提出形成“主要由市场决定能源价格的机制”。[1] 随着监管模式与定价方式的不断变革，国内成品油价格面临的不确定性不断下降，依照发改委定价机制设计相应的风险管理产品具有可行性。

1.1 终端消费者有意规避价格风险

根据国家统计局口径，2015 年全年成品油表观消费量为 3.18 亿吨，同比增长 5.3%。[2]2016 年，虽然中国经济发展的下行压力加大，但大消费

时代带来的乘用车保有量快速增长支撑汽油刚性需求的持续增加，而新型城镇化进程中交通行业的发展将对柴油需求有所提振，成品油消费量预计仍会保持相对较低区间的增长。

当前，国际原油价格的剧烈波动通过滞后的国内调控政策传导至国内成品油的需求终端，广大成品油消费者承担了巨大的价格风险，处于被动地位。不同层次消费群体，因其消费理念、消费能力的差异，对成品油产品和服务也产生了差异化需求；目前，下游工矿企业、运输企业、用油单位与个人以及大量经济型私家车车主价格敏感性强，对通过一定金融工具规避或管理成品油价格风险具有较强的需求。

目前市场上已存在商业银行推出的“纸原油”产品。该“纸原油”合约是一种个人凭证式原油，投资者可以按照银行的报价在特定账户上买卖“虚拟”原油。投资者通过对国际油价走势的判断与操作，赚取原油价格的波动差价。但与账户黄金不同，“纸原油”难以实现实物交割，投机性质更为突出。因此，市场需要一款可以锁定成品油价格的金融产品。目前国内 9.5 万座的加油站使得具有实物交割特点的风险管理或投资理财方案成为可能。本文提出的“纸成品油”产品正是基于此背景应运而生的金融产品。



1.2 炼油业务需要锁定利润

对炼油业务而言，国际原油价格波动剧烈而国内成品油价格调整不到位削弱了成品油生产企业的炼油盈利能力。从季度盈利角度看，成品油生产企业炼油板块各个季度利润厚薄不均，这在一定程度上是由于本季度加工的原油往往是上一季度购买的，不同时间原油价位的差异会造成利润波动。

国际现货市场上，国外炼油企业买入原油以加工成品油，同时在现货市场上卖出已有的成品油（如汽油和取暖油）库存；同时，国外炼油企业买入原油期货合约，卖出汽油和取暖油期货合约（国外金融市场称此操作为“卖出裂解价差”），通过以上操作锁定炼油加工利润。这一策略在国外应用较广，而国内特殊的市场环境一度使国内企业锁定炼油利润较为困难。近年来，券商等国内金融机构在大宗商品衍生品境内外市场参与能力不断提升，炼油企业与相关机构合作设计相关产品、稳定炼油利润已具备相当成熟的条件。

1.3 零售业务亟待塑造核心竞争力

对成品油零售业务而言，国内大型石油企业与国外石油零售商和民营企业共同竞争的格局正在发生深刻变化。近年来，一些地炼企业凭借油源优势，大规模涉足零售领域。诸如

SK、LG、加德士、道达尔等外资成品油零售商，相继通过新建、合资、并购等方式进入国内成品油终端市场。

与此同时，部分互联网企业拥有巨大的用户基础，例如滴滴出行拥有3亿用户、1500万车主和每天1400万的订单，而腾讯、阿里巴巴等也相继与国内油公司结成战略联盟，这为成品油销售企业共享客户资源、提供差异化服务、创新营销渠道、增加客户粘性创造了巨大的发展空间。成品油零售业务与互联网等新兴渠道相结合，为满足客户多元化、差异化的需求、提高市场响应的灵活程度并最终实现可持续的发展。同时，油品零售商若能通过运用风险管理金融工具，则有可能实现相对于竞争对手的“绿色价格优势”，从而在竞争中锁住客户，取得战略性的竞争优势。

鉴于部分网络社交媒介已经构建了可信赖的消费场景、小额支付与投资场景，与互联网企业合作、基于互联网平台对接原油理财与成品油消费有较强的可行性。与互联网经济这一新型经济形态相结合，可以重塑我国石油企业零售等业务的核心竞争力。该产品将使石油生产企业、石油中间批发商、成品油消费者及网络营销媒介之间建立一种新的商业模式。

1.4 推动产业链整体定价机制的改革，推动构建多层次石油市场体系

纸成品油可将国内客户对接国际



原油市场价格，增加中国在原油定价中的影响力。更为重要的是，它将对原油的下游产品产业及同行业其他批发商与零售商构成影响。推广该产品之后，成品油市场定价将以原油基准价格与成品油基差（升贴水）为基准，有利于用油企业管理原料价格风险，有利于产业链合理预期利润。这将直接有助于优化我国石化能源领域的市场竞争格局，推动产业链整体定价机制的改革，进一步完善石油市场价格体系。

纸成品油的推出将进一步推动我国石油品种相关的金融交易工具的发展，例如国内原油期货、互换和指数。这将有利于构建现货市场、期货市场、场外市场等多层次的我国石油市场体系，为投资者和实体企业提供多元化的投资与风险管理工具，并最终加强产业链上下游的联通，提高实体经济流通效率，降低流通环节和社会资金运行成本，促进产业升级与经济转型。

2. “纸成品油”产品及其运作模式

2.1 产品简述

在当前监管环境下，银行之外的金融机构开展大宗商品相关交易具有一定的监管障碍。因此该“纸成品油”拟在业务初期以产品的形式开展；待相关监管明确后，可考虑通过交易的形式提供该风险管理方案。本质上而言，初期所推出的“纸成品油”产品

是挂钩原油的非保本理财产品与优惠预售成品油协议的组合。

该“纸成品油”产品是由券商等金融机构发行的、面向石油产业链上相关客户及终端消费用户发行的定期非保本理财产品，是一种旨在为客户提供提前锁定成品油价格的风险管理或消费金融方案。产品到期后，实需客户可以选择按购买时约定的优惠价格购买成品油并在成品油销售企业加油网点提货，其消费标的为成品油销售企业提供的各品类、各品种的成品油（包含润滑油等附属产品）；非实需客户则用现金结算投资损益，该投资损益与产品期间原油期货价格波动挂钩，收益的计算公式及参与率（产品发行时每升成品油中的原油成本占比）可在产品发行时在产品说明书中约定。此外，亦可与互联网企业合作，将该“纸成品油”产品与其线上或移动消费金融场景相结合，由互联网企业参与设计虚拟加油卡或进行线上支付结算。产品到期后，若客户选择购买并提取加油卡，成品油销售企业旗下参与期货交易的子公司可选择参与客户购卡后的原油价格风险管理。

该“纸成品油”产品使客户可以按照产品发行时所参考的原油期货价格锁定成品油价格风险。而对于成品油销售企业的一般客户，按照现行成品油价格形成机制，发改委每10天按照前10个工作日国际市场原油平均价



格变化情况计算确定汽、柴油零售价格。因此使用该产品将使客户在当前原油价格较低时以低价购入成品油，或建立看多原油的投资头寸。对于中间批发商和零售商来说，通过该风险管理方案，成品油市场定价将以原油基准价格与成品油基差（升贴水）为准。

为扩大客户群体并增强客户粘性，预计成品油销售企业将为本产品实需用户提供较为优惠的成品油价格。

2.2 “互联网+”业务模式

根据石油产业链业务性质来看，“互联网+”最适合从距离市场最近的销售端业务模式变革起步。从批发业务来说，该产品可与互联网企业在垂直电商、B2B 电子销售、大客户金融等方面开展合作；而零售业务相关的消费场景就更为丰富，包括 B2C 线上销售、会员管理、移动支付、虚拟加油卡、积分商城、汽车保险等汽车金融服务。在销售业务之外，成品油销售企业与互联网企业也可在加油站智能运营、数字供应链等方面开展更深入的合作。

2.3 产品收益计算方式

2013 年 3 月 26 日，国家发改委公布完善后的国内成品油价格形成机制，其内容一是将成品油调价周期由 22 个工作日缩短至 10 个工作日；二是取消挂靠国际市场油种平均价格波动 4% 的调价幅度限制；三是适当调

整国内成品油价格挂靠的国际市场原油品种。[3] 该机制的主要改革方向，是使得国内油价能够更为灵敏地反映出国际油价的变化。在这一方针的指引下，本产品采取 Brent、Dubai 与 WTI 原油期货价格加权求和的方式计算产品收益。

国际原油主要交易标的为 WTI 原油期货与 Brent 原油期货。WTI 原油期货的标的为美国西德克萨斯轻质原油，是北美地区较为通用的一类原油；Brent 原油期货的标的为出产于北海的布伦特和尼尼安油田的轻质低硫原油，目前全球 65% 以上的实货原油挂靠 Brent 原油体系定价。

境外交易所一般在交割月前 1 个月开始调整保证金，而且规定持仓量也向下调整；考虑到次月合约移仓成本相对较小，本产品按照“当月剩余交易日”进行次月与再次月合约价格的简单加权，经实时人民币/美元汇率换算，确定兑付时的原油期货人民币参考价格。

2.4 炼油成本与炼油毛利

产品发行时，成品油销售企业等合作石油生产企业可以按照特定基准油品（如国Ⅳ、国Ⅴ汽油）的生产情况，以固定的炼油毛利为基础约定优惠购油价格，券商将在产品发行时与产品存续期间通过自有平台或合作互联网平台向客户公布优惠购油价格。成品油销售企业应保证成品油定价公式的

合理性与稳定性。

实需客户提出购买加油卡时，消费油品与基准油品之间的油品溢价以及不同油品适用的不同消费税将由成品油销售企业在产品发行时确定（详见 3.1 节）。油品溢价与税费调整不影响非实需客户的投资收益。

2.5 对冲平盘

该产品的风险敞口主要在于产品成立日至到期日之间的原油价格与汇率波动。相应敞口的对冲平盘工作由券商负责，而产品到期之后的后续风险管理详见 3.2 节。券商可通过期货或其他场外合约的方式进行对冲交易，并管理相应头寸，平滑不同合约之间的价格波动。券商等金融机构依托自己在固定证券收益、货币及商品领域的交易能力，可以在一定程度上提高对冲有效性，并降低对冲平盘的交易成本。

3. 产品到期与成品油销售

3.1 成品油销售

产品到期后，客户可选择提取成品油种类与品类，并同意将投资本金与固定收益部分用于购买该品类成品油。具体来说，客户向券商（即产品发行方）提出交割申请（包括交割油品种类与品类、提货地点等信息），由券商核查该客户“纸成品油”账户情况，同时向成品油销售企业提供交割数据。由成品油销售企业确认订单（包括成品油结算价及适用税率），将相关订单派发至零售网点。同时，可以通过加油站、互联网平台相关应用程序（APP）、券商自有平台等渠道向客户付出相应份额加油卡。由于长期来看炼油利润有所波动，故客户在收到加油卡后需在一定时间内到加油站完成消费（此时间长短需与成品油销售企业协商后确定，此处暂定1年）。另外，成品油消费税与油品溢价变动频率较大，故客户实际消费成品油时此部分预付费多退少补至加油卡中。这些环节可用下图表示：

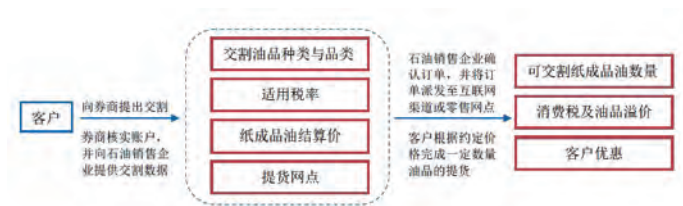


图1 纸成品油到期交割流程示意图

目前，各油品消费税以实际发生消费时为准，各地区加油站油品溢价由成品油销售企业确定。鉴于未来成品油市场的结构性变化，有必要对部

分结算细节进行说明——当前形势下，成品油消费税变动较为频繁。对于实务客户，将参照产品到期当日的成品油消费税率收缴。考虑到未来成品油



消费税有可能将调整为地方税，期间税费变动在客户将来消费时多退少补至客户加油卡。

目前，不少国内供应的汽柴油实行国III标准，部分较发达地区销售的

汽油标准较高。例如北京地区销售的汽油为国V标准，珠三角地区和江苏省八个城市（长三角地区）销售的汽油为国IV标准。

表1 发改委公布的油品提价方案¹⁴

时间	质量标准	提价幅度（元/吨）
2011年起	国IV标准汽油	290
2015年起	国IV标准柴油	370
2018年起	国V标准汽油	170
2018年起	国V标准柴油	170

2013年秋季起，国家发改委宣布对国IV和国V标准的汽柴油实行油品质量升级加价政策，加价幅度如上表所示。对不同地区的实需用户而言，由实际用油需求造成的油品质量溢价将在提取加油卡时根据其实际提取成品油的品类与种类决定。同时，考虑到不同地区成品油销售市场的竞争差异，销售网点可能对不同客户采取不同的定价策略（如批发零售差价变动）。综合这些因素，在获取客户所需油品、提货地点、并对客户进行内部分类后，成品油销售企业对批发或零售客户需要最终支付的油品溢价有最终决定权。

付款成功后，客户通过指定途径获取定量加油卡。除与券商结算相关衍生品头寸以外的资金、消费税及油品溢价直接转交成品油销售企业作为购买成品油的预付款，成品油销售企业便能锁定这部分成品油的“加工溢价”；同时成品油销售企业负有未来向客户支付成品油的义务（预计负债）。

3.2 后续风险管理

产品到期结算过程中，除与券商结算相关衍生品头寸以外的资金、消费税及油品溢价直接转交成品油销售企业，形成客户预付款；这相当于预先锁定了成品油销售企业的成品油加工利润，提供成品油销售企业一笔可支配的资金。

客户取得加油卡之后，必须在一定期限内将加油卡中的成品油完成消费，由此降低成品油销售企业的仓储成本。换取成品油之前，原油价格波动仍有可能对成品油销售企业产生原料价格风险，可由从事境外期货交易的企业或券商自行进行后续风险管理。

3.2.1 由从事境外期货交易的企业 管理后续价格风险

产品到期后，从事境外期货交易的企业可选择参与管理客户提取油卡之后的原油价格波动风险。当从事境外期货交易的企业与券商就挂钩原油价格的收益互换合约进行结算，等价于从事境外期货交易的企业按客户的

开仓价格在国际市场上持有原油多头头寸。具体而言，假设产品发行时券商在境外期货的开仓价格为 A' ，而油卡发行时境外期货价格为 A'' ，则产品到期时从事境外期货交易的企业须向券商收取 $N \cdot (A'' - A')$ ，而此后券商不承担价格波动风险。

从事境外期货交易的企业可选择适当时机对境外期货头寸进行交易。在客户提取相应头寸成品油之前完成平仓，能在可控风险下获取价格波动的收益。鉴于客户消费量较大，从事境外期货交易的企业有充分发挥期货交易能力的空间。

3.2.2 券商直接管理后续价格风险

当从事境外期货交易的企业不参与本项目，则券商将 SAC(即《中国证券期货市场场外衍生品主协议》)项下收益互换合约的损益在客户实际提货消费时支付给成品油销售企业。

具体而言，假设产品发行时券商在境外期货的开仓价格为 A' ，而客户提货、成品油销售企业与券商进行结算时境外期货价格为 A''' ，则提货当天从事境外期货交易的企业须向券商收取 $N \cdot (A''' - A')$ ，而成品油销售企业实现从产品发行到客户提油的全程成本套保，锁定炼油利润。

4. 结语

多方合作推出纸成品油产品，采用纸成品油理财产品、利用现有加油卡或移动支付等方式，成品油的生产、

销售等环节的风险能真正实现与国际原油价格波动的“对冲”，有利于成品油生产及销售企业的稳定经营与持续发展，也有利于推动产业链整体定价机制的改革，进一步完善石油市场价格体系。“纸成品油”参与的各方利益共享，可以实现共赢的局面。具体来说：

第一，对于期货交易企业来说，“纸成品油”产品在一方面可以利于这些企业对冲原油风险，另一方面也能更好地管理大额头寸，捕捉交易机会。我国部分从事境外期货交易的企业公司在美国纽约商业交易所等期货交易所拥有交易席位，通过参与原油和成品油期货交易，已具有一定的国际市场参与能力。2015 年我国炼油加工为 7.1 亿吨/年，原油加工量 5.2 亿吨，炼厂平均开工率为 73%，保守估计，如果有百分之一的加工量能够参与纸成品油产品交易并消费，则从事境外期货交易的企业参与风险管理的头寸可达到日均 10 万桶，将有一定交易数量与盈利空间。

第二，对于炼油企业，“纸成品油”产品可以协助其对冲原油风险，从而锁定炼油利润。

第三，对于终端客户来说，该产品能够满足成品油消费支出管理、理财投资及大类资产配置等多重需求。客户购买理财产品时的约定优惠价格直接确定，并能确认为销售收入，后



续不再受到分销商、零售商及原油价格变动影响。由于客户在消费时按照消费时税率缴交成品油消费税，同时成品油销售企业有权决定油品溢价，因此“纸成品油”产品运行并没有税收风险，并与现行成品油销售企业销售系统严密对接。

此外，国内一些互联网企业推出的各类网络社交媒介已经构建了可信赖的消费场景。借助互联网大量终端用户的互动界面，以原油基准价格与成品油基差（升贴水）为基准的成品油市场定价机制的建立过程将更加有效。该“纸成品油”产品能在短期内惠及消费者，长期内有利于产业链合理预期利润。

而证券公司作为衍生品合约的提供商，可以更好地发挥其综合金融交易商的作用，通过金融工具和交易行为，更好地服务于实体经济。

综上所述，结合成品油生产和销售企业庞大产能、互联网企业的用户基础和券商的金融衍生品设计交易能力，纸成品油的运作将对石油加工、批发零售业务裨益良多。客户的油价风险管理需求与资产管理多元化配置需求将有助于该“纸成品油”产品的发行，并由此进一步形成广大用户通过互联网平台进行成品油消费的习惯，同时对成品油销售企业与券商等金融机构形成优势互补、风险可控、市场拓宽的“多赢”格局。

参考文献

- [1] 新华网. 习近平：形成主要由市场决定能源价格的机制
[EB/OL]. http://news.china.com/zh_cn/domestic/945/20140613/18561632.html
- [2] 国际燃气网. 2015 年中国油气行业发展概述
[EB/OL]. <http://gas.in-en.com/html/gas-2396353.shtml>
- [3] 国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知. 关于进一步完善成品油价格形成机制的通知（发改价格 [2013]624 号）[Z].
- [4] 国家发展改革委关于油品质量升级价格政策有关意见的通知. 关于油品质量升级价格政策有关意见的通知（发改价格 [2013]1845 号）[Z].

来源：《石油化工技术与经济》第 33 卷第 2 期



上海易通：行业发展催生衍生品形态， 乙二醇掉期呼之欲出

1. 乙二醇行业现状及发展趋势

我国是乙二醇最大的生产国和消费国，年度表观需求量约 1300 万吨，近 6 成以上需求依赖进口，因此这也造就了乙二醇贸易市场流动性大，参与人数众多，而乙二醇价格受国内需求及国际供应影响，价格波动性也较大。

从近几年的表观需求看，国产量的提升虽然降低了乙二醇的进口依存度，但进度十分缓慢。由于乙二醇目前及未来几年的新增产能主要为煤制乙二醇装置，而煤制乙二醇仍不能被下游普遍接受，导致煤制乙二醇装置即使开工，目前也仅能维持 4 成左右的开工率，对进口乙二醇的替代较为有限，未来国产化在环保要求日益严苛、下游接受度难以大幅改善的前提下，预计进度仍十分缓慢，下游仍主要依赖进口乙二醇进行生产。

而从乙二醇价格走势来看，乙二醇价格整体波动较大，以 2016 年至今为例，价格自 16 年初从最低点 4345 元/吨上涨至年度最高点 8175 元/吨，并在 2017 年初涨至 8270 元/吨，涨

幅达 90%，但自 2017 年 2 月初开始价格大幅回落至 6130 元/吨，跌幅达 26%。乙二醇受其贸易市场大，市场参与者广泛等因素影响，价格大幅波动已是常态，但对于上下游企业来说，频繁且大幅波动的价格加大了稳定利润，优化生产的难度，市场需要一个贴合实体企业应用的金融衍生品工具进行套期保值。

2. 乙二醇相关对冲工具

乙二醇市场目前暂没有监管完善、公立性强的对冲工具，而此前上海清算所推出的自贸区乙二醇进口掉期又由于入市条件较多、资金转划不便利等因素没有得到广泛推广。

大连商品交易所去年年底获批乙二醇期货，但不久即遭到下游实体企业的反对。一方面由于乙二醇港口库存较国内需求比例较低，若金融资本介入可能导致价格飙升，反而使上下游实体企业丧失市场话语权；另一方面煤制乙二醇与石油制乙二醇品质差异较大，难以被聚酯下游广泛应用，但期货实物交割可能造成煤制乙二醇规避相关技术指标进入交割中，影响



正常交割秩序及下游实际使用。因此乙二醇期货尚未推出就不被整体市场看好，市场依然在寻求更贴近实体企业交易的套保方式。

3. 人民币乙二醇掉期交易的基础

3.1 国内乙二醇相关企业对乙二醇套保需求与日俱增

国内乙二醇需求逐年递增，且长期维持高度进口依存，拥有近 2000 万吨的贸易市场体量，然而如此大规模是化工品市场却缺乏风险对冲相关的

金融衍生品。

另外乙二醇行业客户包括国外生产商、国外贸易商、国内生产商、国内贸易商以及国内下游工厂约 400-500 家左右客户，交易群体十分广泛，但随着近几年经济周期的波动及乙二醇自身价格的大幅波动，现货市场风险事件频发，市场对交易安全提出更高要求，对冲交易比例亦在大幅提高，对掉期这一类安全性高且易于对冲的金融衍生品的需求日益增长。



3.2 人民币苯乙烯掉期和自贸区乙二醇进口掉期为人民币乙二醇掉期奠定良好基础

经过此前1年多对人民币苯乙烯和自贸区乙二醇进口掉期交易的推广及客户的培育，掉期交易在化工品市场已具备一定的影响力。而有前期产品打基础，目前上清所、结算银行和经纪商对掉期交易积累了一定的研发、市场推广、风险控制、客户服务等方面的经验，也为未来进一步推广人民币乙二醇掉期提供良好基础。

3.3 市场对化工衍生品有较高接受度

在有前期人民币苯乙烯和自贸区乙二醇进口掉期交易的基础上，行业客户对人民币乙二醇掉期交易的接受度较高，且部分已经参与人民币苯乙烯掉期交易且有乙二醇生产、交易的客户对人民币乙二醇掉期交易表现出极大的关注度，甚至部分行业客户已经开始为人民币乙二醇掉期上市做前期的准备和学习。

4. 掉期交易的优势

4.1 主力合约连续性较好

从目前人民币苯乙烯掉期成交情况来看，掉期交易的主力合约基本集中在M+1和M+2合约，并逐月顺延，

这提供给套保交易者非常好的连贯性，能够根据自己生产和销售需求逐月套期保值，形成稳定连续的保值方案，帮助实体经济长期有效防范原材料及成本风险。

4.2 计价方式接近长约价格

众所周知长约是上下游维持稳定生产销售的主要方式，化工产品多数长约计价方式采用指数方价格月均价的方式计算，而掉期交易到期交割结算价也是以指数方价格月均价方式结算，和行业长约计价方式十分相近，能够更好的提供给实体经济有效的对冲手段。

4.3 符合产业发展方向，增强期货现货结合服务于实体经济

在化工品贸易模式逐渐成熟的大趋势，及国内外经济波动较剧烈的背景和契机下，发展化工相关金融衍生品市场，帮助化工产品更好的发现价格、规避风险是大势所趋，而从现有金融衍生品种类来看，掉期交易无疑是最贴合化工行业实体需求的模式，能够最大化增强期现联动效应，更好的服务于实体经济。

因此市场期待人民币乙二醇掉期交易能够尽早上市，进一步提高化工行业的交易安全和避险能力。



上海易通：化工市场美金贸易萎缩， 外企参与掉期意愿强烈

随着苯乙烯、乙二醇、甲醇等化工市场美金贸易呈现萎缩态势，越来越多外资企业开始关注化工产品的人民币交易，尤其是今年以来，外资企业对于有中央对手清算的化工人民币掉期表现出强烈的参与意愿。

据化工掉期经纪公司透露，目前美国最大的炼油、化工生产商之一——科氏已通过其在中国注册的子公司参与由银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上海清算所）提供中央对手清算的人民币苯乙烯掉期交易，全球最大的大宗品交易商之一——摩科瑞已完成苯乙烯掉期业务开户流程，巴斯夫、道达尔、壳牌等全球化工巨头也在积极进行内部评估流程。

近年来，监管层不断加强大宗商品融资管理，2014年11月银监会向部分银行下发了《关于规范大宗商品融资的通知（征求意见稿）》以规范相关融资活动，大宗商品贸易融资规模下降，贸易换手率显著降低。据化工资讯服务商安迅思初步统计，2016年中国乙二醇保税货交易换手率仅在1-2次，远低于国内远期现货贸易15次的换手率，反映出化工美金市场贸易活跃度明显下降。

同时，随着化工产品国产化率的提高，中国在全球化工市场的价格话语权不断提升，越来越多外商开始关注化工人民币交易。但是，在当前环境下，参与化工人民币现货贸易经常会面临对手方信用违约风险，因此外商更青睐于参与化工掉期、期货等衍生品市场，作为其参与化工人民币交易的尝试。

据了解，上海清算所于2015年7月推出人民币苯乙烯掉期产品，弥补了我国化工品场外衍生品集中清算业务的空白，有利于促进化工产业定价、风险管理功能有效发挥，并具有套期保值、规避对手方违约风险和保护交易者信息等显著优势。经过将近两年的市场培育，已有130多家企业完成苯乙烯掉期开户，市场流动性大大提升。

另外，考虑到化工行业产品众多且关联性强的特点，为形成产品组合，产生协同效应，更好满足实体企业多样化、精细化套期保值需求，上海清算所正在研发人民币乙二醇掉期、人民币甲醇掉期中央对手清算业务。

协会举办第一期投资者教育讲座活动



为强化场外大宗商品市场投资者风险意识和风险管理水平，上海场外大宗商品衍生品协会（简称“协会”）于1月20日举办了第一期投资者教育活动。本期活动以化工掉期业务的风险管理为主题展开，吸引了方正物产、上海申祺等约30家企业的50余名代表参加。

协会副会长兼秘书长张蕾致辞并介绍了协会成立的背景、宗旨及意义。协会将通过自律共治模式，制定行业的业务标准和从业规范，团结、引领市场参与者形成合力，共同推动我国场外大宗商品市场规范、有序发展。张蕾表示，协会将汇集优质资源，持续推动投资者教育工作，为提高投资者综合素质贡献力量。



上海清算所、浦发银行、农业银行上海市分行和上海易通等协会会员代表围绕苯乙烯掉期业务，分别就风险管理、业务流程、清算会员服务及经纪业务等方面进行了详细讲解。

本次投资者教育活动加深了交易机构对化工掉期产品风险管理和业务操作流程的理解。未来，上海场外大宗商品衍生品协会将在培养专业投资人方面加大工作力度，吸引更多投资者参与衍生品交易，切实发挥金融服务实体经济的重要功能，为实体企业的稳定发展保驾护航。



协会顺利完成 2017 年经纪人年检工作

2017 年 4 月 24 日至 25 日，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）顺利完成了 2017 年场外大宗商品衍生品经纪人年检工作（以下简称“经纪人年检”）。

经纪人年检是协会提高场外大宗商品衍生品经纪人的专业能力、降低经纪公司操作风险的重要举措工作，通过对经纪人开展集中培训，确保其具备从事经纪业务必备的专业知识、能力与素养。

本次经纪人年检的培训内容重点针对经纪公司日常经营及经纪人开展经纪业务中的风险管理要点，并涵盖大宗商品衍生品基础知识、大宗商品衍生品中央对手清算业务介绍、经纪公司风险管理要点及经纪人日常操作须知四方面的专业知识。

协会未来会定期举办经纪人年检及其他专业培训，并通过组织活动加强经纪人间的沟通与交流，有效提升经纪人的业务能力，促进经纪公司经营能力的提升。





附：通过 2017 年经纪人年检的人员名单

通过 2017 年场外大宗商品衍生品经纪人年检的人员名单如下：

序号	经纪人姓名	证书编号
1	曹 激	201704B01
2	陈美丽	201704B02
3	戴剑锋	201704B03
4	丁 佳	201704B04
5	范培莉	201704B05
6	顾裕骅	201704B06
7	郭向宇	201704B07
8	胡海燕	201704B08
9	胡来停	201704B09
10	蒋秀清	201704B10
11	金 姣	201704B11
12	李 瑶	201704B12
13	李 画	201704B13
14	李 云	201704B14
15	刘晓春	201704B15
16	卢 科	201704B16
17	马佳瑛	201704B17
18	钱 怡	201704B18
19	宋 燕	201704B19

序号	经纪人姓名	证书编号
20	王 波	201704B20
21	王 蝶	201704B21
22	王 珏	201704B22
23	奚丽琼	201704B23
24	向 潇	201704B24
25	肖 莉	201704B25
26	徐海霞	201704B26
27	严 苗	201704B27
28	杨 帆	201704B28
29	叶嘉禄	201704B29
30	叶建生	201704B30
31	殷叶亭	201704B31
32	尹 波	201704B32
33	张磊洋	201704B33
34	赵彦霄	201704B34
35	周佳彦	201704B35
36	朱 哲	201704B36
37	郑 蓓	201704B37

协会践行普惠金融

为配合证监会及上海市金融办做好各类交易场所清理整顿“回头看”工作，上海场外大宗商品衍生品协会于2017年上半年认真开展了一系列投教宣传工作，促进中小投资者提高风险识别能力、提升自我保护意识、掌握风险防范手段，践行普惠金融，受到监管部门和会员单位的一致好评。

一是充分利用微信公众号平台推出投教漫画——《交易场所清理整顿投资者教育宣传漫画系列》。投教漫画共有14篇内容，包括“远离非法交易场所，保护自身资产安全”、“警惕微盘交易风险”等，采用生动有趣、通俗易懂的方式揭示交易场所风险。

二是将宣传漫画印制成册，发送

给各会员单位。依托会员单位的影响力向社会传导投资者教育内容，以多种方式、多渠道向投资人提示参与大宗商品市场的风险，提高投资人自我保护意识，维护投资人合法权益。

三是印发《关于“支持实体经济规范发展大宗商品市场”的倡议书》，并请各会员单位组织落实。倡议书共5条，倡议会员单位坚持合法合规，积极配合监管，充分利用专业优势，做好投资人教育工作，促进市场的规范、健康发展。

未来协会还将再接再厉，进一步配合监管部门落实投资人教育工作，积极防范金融风险，维护社会稳定。





上海清算所和方正物产 开展支部共建活动



2017年4月23日，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）的两家副会长单位上海清算所和方正物产开展了以“学习领袖精神”为主题的支部共建活动。上海清算所第五党支部、方正物产第三党支部和第四党支部的党员和群众代表近60人参加了本次活动，协会党员及群众也参与了此次共建活动。

协会副会长兼秘书长、上海清算所第五党支部书记张蕾同志和方正物产党总支副书记史永强同志分别代表各支部致辞。两位领导均表示要进一步加强业务合作和党支部共建，在共同推进大宗商品市场发展的同时，深入学习“两学一做”的指导思想，

积极贯彻党中央的各项方针政策。张秘书长还表示协会会继续通过举办SOCDA沙龙等会员活动、促进会员单位支部共建等多种形式促进会员间的交流。

全体党员代表与群众代表还共同观看了电影《领袖·1935》，通过回顾在1935年初中国共产党领袖如何领导工农红军冲破国民党军队的围追堵截并完成北渡长江这一伟大历史事件，学习领袖精神，传承领袖衣钵。多名党员及群众代表观后深有感触，均表示在工作中要发扬领袖不畏艰险、艰苦奋斗的精神，以合格的党员的标准严格要求自己。

书香满商衍 好书共赏鉴

——协会主题读书活动正式启动

为深入学习贯彻习近平总书记系列重要讲话精神，落实中央提出的“开展全民阅读活动”要求，积极参与上海市金融党委“书香满金融”主题活动，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）自2017年7月1日起开展“书香满商衍 好书共赏鉴”主题读书活动，以鼓励和引导场外大宗商品衍生品市场的广大参与者在阅读中修身养性、提升创新发展能力。

一、活动倡议

一是要自觉读书。“立身以立学为先，立学以读书为本。”我们提倡要从忙碌中走出来，利用好时间、坚持不懈，通过阅读丰富精神世界，凝聚思想共识，弘扬和践行社会主义核心价值观。

二是要深度钻研。“为学之道，必本于思。”我们提倡深度阅读、精准阅读，坚持独立思考、学用结合、学有所悟、用有所得，在读书的过程中去粗取精、去伪存真、领悟真谛。

三是要融会贯通。“知行合一，止于至善。”我们倡议将一切有益的知识和文化入脑入心，用理论知识结合金融业发展与改革实践，自觉践行

责任，为场外大宗商品衍生品市场发展添砖加瓦。

二、2017 年活动安排

（一）活动时间

2017 年 7 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日

（二）活动内容

1. 读书赠书活动

一是协会将通过微信公众号定期发布推荐阅读书目或精品图书清单，引导正确的阅读方向，激发读书兴趣。

二是协会将精心挑选 2-3 本书籍赠送会员单位，引导深度阅读，让好书走进会员单位。

三是请各会员单位主动购书赠送员工，积极鼓励和引导广大党员干部和员工安排好阅读时间，逐步养成坚持阅读、善于阅读的良好习惯。

2. 阅读分享活动

一是请各会员单位在读书后以评论、杂谈、读后感等多种形式分享阅读体会，并踊跃向协会投稿。协会将于微信公众号上选登优秀作品。

二是请各会员单位以人生经历、思想感悟、专业知识等为题材，以散文、随笔、专题研究、论文等方式，形成



原创文学作品，并踊跃向协会投稿。
协会将于微信公众号上选登优秀作品。

三是协会将以会刊的形式汇编并推介各会员单位的优秀作品，展现各会员单位风采。

3. 读书交流会

协会将举办读书交流会。交流会分主题领读、思想分享和延伸介绍三个版块进行，具体安排另行通知。

4. 会员单位读书活动风采展示

协会将通过微信公众号宣传会员单位举办的读书活动，请各会员单位积极报送，更多地投入到读书活动中来。

(三) 其他

请各会员单位踊跃参加本次活动，通过活动坚定理想信念、提高政治素养、锤炼道德情操、提升思想境界、推动事业发展。

投稿邮箱: socda@socda.org

电话: 021-23194974

联系人: 倪宁

让阅读，伴随我们的生活；让阅读，提高我们的素养；让阅读，坚定我们的信念；让阅读，凝聚我们的力量；让阅读，改变我们的人生；让阅读，鼓舞我们奋进。





系列读书活动成果展示

为落实市金融党委部署的“书香满金融”主题活动，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称“协会”）积极开展了“书香满商衍 好书共赏鉴”主题系列读书活动，鼓励和引导会员单位及行业相关机构的党员干部和员工深度阅读，逐渐养成“读好书、爱读书、善读书”的良好阅读习惯。

高举旗帜，营造阅读气氛

为了让广大场外大宗商品衍生品市场参与者养成自觉读书的习惯，营造良好的阅读气氛，协会发布了“书香满商衍 好书共赏鉴——上海场外大宗商品衍生品协会主题读书活动”的活动倡议，提倡自觉读书、深度钻研、融会贯通，在阅读中修身养性、提升创新发展能力、切实增强把理论和知识转化为实践的本领。

协会还发布了习总书记关于读书的语录，倡议向领袖学习正确的读书观，宣扬良好的读书习惯。

倡议发布后反响热烈，会员单位纷纷表示，要高举多读书、勤思考的旗帜，从自身做起，真正把读书学习当成一种生活态度、一种工作责任、一种精神追求，保持思想活力，提振浩然之气。

书香满商衍 好书共赏鉴





激发兴趣，提升阅读品味

为实现场外大宗商品衍生品市场的专业化发展，协会通过多种手段，充分激发会员单位及行业内相关机构的广大党员干部和员工的读书兴趣，提升阅读品味。

一方面，协会通过微信公众平台分享精品书目，包括：《危机后我国金融衍生产品发展路径选择》、《场外大宗商品集中清算理论与实务》、《全球中央对手清算监管动态合集》、《灰犀牛：如何应对大概率危机》、《国际绿色金融发展与案例研究》等，普及场外大宗商品衍生品专业知识，推动会员单位及行业内相关机构的广大党员干部和员工的增强阅读意识、提升阅读品味以及专业知识水平。



另一方面，协会定期选择场外大宗商品衍生品业务相关的专业书籍赠送会员单位，目前已举办五期读书赠书活动，累计赠送7本（800余册）书籍，



通过专业书籍的引导阅读，积极鼓励和引导会员单位及行业内相关机构的广大党员干部和员工合理安排阅读时间、坚持不懈，逐步养成坚持阅读、善于阅读的良好习惯。

精心策划，打造分享平台

为进一步促进会员单位及行业内相关机构的广大党员干部和员工通过知识分享获取市场信息、增长专业知识、开阔自身视野，协会定期举办读后感选登及会员观点原创作品分享活动，精心搭建沟通、交流和展示的平台，让知识的火焰照亮更多的人。

协会已举办2期读后感征集选登活动。一期针对《危机后我国金融衍生产品发展路径选择》，分享对中央对手清算的理解以及对金融危机后场外衍生品市场的思考。另一期针对《公司诉讼



律师实务》，分享公司诉讼法律方面的专业见解。各会员单位热情参与，反响热烈，纷纷向协会供稿，以评论、杂谈、读后感等多种形式分享阅读体会、思想感悟，协会已选登 8 篇。

协会还持续开展各种原创作品分享活动，通过微信公众号发布了总计26期会员单位的原创文字作品。作品内容涵盖：大宗商品投资思路，宏观经济分析，航运、黑色金融、棉花、碳排放市场的基本面及市场动态分析，石油产业链价格风险研究等，营造内涵丰富、特色鲜明的读书氛围，充分发挥协会的平台优势，展现各会员单位的风采。

今后协会将继续以会员需求为导向，举办形式更多样、内容更丰富的读书学习活动，真正做好“搭平台、促交流、传价值”，不断提升协会凝聚力和影响力，增强会员单位广大党

员干部和员工对读书的参与度和满足感,助其真正实现陶冶情操、丰富知识,推动场外大宗商品衍生品市场的规范和健康发 展。





会员名录

会长单位：上海浦东发展银行股份有限公司

副会长单位（按照拼音首字母排序）：

江铜国际贸易有限公司

上海易贸投资集团有限公司

上海有色网信息科技股份有限公司

银行间市场清算所股份有限公司

中信寰球商贸（上海）有限公司

理事单位（按照拼音首字母排序）：

北大方正物产集团（上海）有限公司

东方证券股份有限公司

国泰君安证券股份有限公司

交通银行股份有限公司

上海华通白银国际交易中心有限公司

上海汇鐳利投资管理有限公司

兴业银行股份有限公司资金营运中心

中国工商银行股份有限公司上海市分行

中国建设银行股份有限公司上海市分行

中国农业银行股份有限公司上海市分行

中国银行股份有限公司上海人民币交易业务总部



普通会员单位（按照拼音首字母排序）：

佰所仟讯（上海）电子商务有限公司
 宝钢资源控股（上海）有限公司
 港联企业发展（上海）有限公司
 国泰君安风险管理有限公司
 海通期货股份有限公司
 海通证券股份有限公司
 海证期货有限公司
 环保桥（上海）环境技术有限公司
 建信商贸有限责任公司
 睦盛投资管理（上海）有限公司
 上海敖仕海运有限公司
 上海对外经贸大学大宗商品研究院
 上海丰特投资咨询有限公司
 上海钢联金属矿产国际交易中心有限责任公司
 上海国际棉花交易中心股份有限公司
 上海国利货币经纪有限公司
 上海合联稀有金属交易中心有限公司
 上海菁英航运经纪有限公司
 上海矿石国际交易中心有限公司
 上海陆宝网络科技有限公司
 上海申祺实业有限公司
 上海石油天然气交易中心有限公司
 上海威拿油品有限公司



会员名录

上海辛浦森航运经纪有限公司
上海新湖瑞丰金融服务有限公司
上海易通电子商务有限公司
上海磁力电子商务有限公司
上海有色网金属交易中心有限公司
上海宥胜投资管理有限公司
上海源地金控股权投资基金管理有限公司
上海运力集装箱服务股份有限公司
上海自贸区化工品国际交易中心有限公司
上海自贸区咖啡交易中心有限公司
易贸资讯（上海）有限公司
中证寰球仓储物流股份有限公司
上海市华诚律师事务所
上海市联合律师事务所
晋城银行股份有限公司
北京铁矿石交易中心股份有限公司
百利航运经纪（上海）有限公司
上海澜熙资产管理有限公司
石家庄誉道经济咨询有限公司
上海现量信息科技有限公司
上海蓝恩金融信息服务有限公司



欢迎扫上方二维码
关注协会更多最新动态

【重要声明】

本刊中所提及的其他所有的公司、机构或个人的名称、产品或服务的知识产权均归属于相应的法律实体。

本刊中的信息来源于上海场外大宗商品衍生品协会公开发布的或公开渠道获取的资料，上海场外大宗商品衍生品协会对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，供您参考。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述金融产品、服务的投资建议。

本刊的版权仅为上海场外大宗商品衍生品协会所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式复制、刊登、发表或引用。

SOCDA

Shanghai OTC Commodity Derivatives Association

上海场外大宗商品衍生品协会

上海市中山南路318号34层 邮编: 200010
电话: (8621) 2319 4974
传真: 400-826-6163转01477

34F, 318 South Zhongshan Road, Shanghai
Tel: (8621) 2319 4974 Post Code: 200010
Fax : 400-826-6163-01477