



七大数据中心、四个主流交易平台，个性化的保证金管理体系，满足客户差异化需求；  
六大研究中心、遍布全国的30个营业网点、千余人的专业团队全面响应客户需求；  
香港子公司境外业务及南华资管丰富的理财产品为投资者提供更多理财选择；  
风险管理子公司综合利用期货及其它金融衍生品等交易工具，深度服务产业客户，  
为投资者提供多样化的风险管理服务。

智慧创造未来™

客服热线 400 8888 910

www.nanhua.net

创新与开放

INNOVATION & OPENING

南华期货研究所



2013 第9届中国(深圳)国际期货大会  
9th China (Shenzhen) International Derivatives Forum

专刊  
Monography

# 创新与开放

## INNOVATION & OPENING

从货币互换看人民币国际化进程	18
上海自贸区改革对泛金融行业的影响分析	25
欧美及我国市场高频交易介绍	75
金融行业资产管理业务模式对标管理	81





# C 目录 CONTENTS

## ■ 总经理寄语 General Manager Message

## ■ 开放篇 Opening chapter

我国金融衍生品市场开放的紧迫性 P4

### 海外市场与经验

欧洲衍生品市场介绍 P7

TPP：美国主导与中国应对 P15

### 我国金融市场的开放

从货币互换看人民币国际化进程 P20

打造国际金融中心的必然之举——上海自贸区对泛金融行业的影响分析 P28

深圳前海新区对南方经济转型升级的影响 P37

“走出去和引进来”——QDII和RQFII介绍 P44

南华香港公司业务介绍 P55

## ■ 创新篇 Innovation chapter

### 海外市场的经验与借鉴

境外期货行业发展及业务模式浅析 P60

欧美场外市场的发展及对我国的启示 P67

欧美及我国市场高频交易介绍 P75

### 我国衍生品行业的创新

金融行业资产管理业务模式对标管理 P81

QDII全球投资视角的思考 P88



## 总经理寄语

经过20多年的发展，我国期货市场已经发展成为国民经济的重要组成部分，为国民经济的发展起到了保驾护航的作用。一方面，上市品种日益丰富，基本涵盖了有色金属、农产品、黑色金属、能源化工等产业链，为各个行业提供了有效的风险管理工具。另一方面，我国场内交易各品种交易规模庞大，并在整个国际市场中占有重要地位。2012年全球农产品类衍生品中，大商所的豆粕、郑商所的白糖和上期所的天然橡胶位居成交量前三位；金属类衍生品中，上期所的螺纹钢和铜分别为成交量第一名和第三名。期货市场在国民经济中的重要性进一步体现，服务国民经济的能力得到稳步提升。

但与欧美等发达市场和韩国等新兴市场相比，我国的衍生品市场还有较大的发展空间。目前，整个衍生品市场的广度和深度与国民经济的需求还有较大差距，产品的类型不够全面和丰富，投资者的结构有待进一步的改善以及国际化的步伐相对较慢等，但正是因为这些因素的存在，使得整个衍生品市场发展空间巨大。后续，我们应进一步解放思想和拓展思维，坚持独立自主和改革开放的思路，持续推进市场前进的步伐。而在这过程中，创新与开放是带动我们前进的两个车轮。

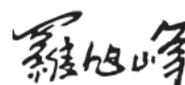
欧美市场的发展经验表明，只有不断创新才能保持市场的活力。而只有开放才能使我们快速赶上境外发达市场前进的步伐，实现我们的梦想。期货市场是信息、

---

资金高度汇聚的市场，具有天然的国际化特征。从诞生那天开始，国内期货市场就紧跟国际市场，无论是在价格走势、品种设计和市场建设等方面，都与国际市场紧密结合。从当前情况看，我们迫切需要加快开放的步伐，以适应实体经济发展的需要和实现金融强国的梦想。我们认为，当前开放的路径主要为“走出去”和“引进来”。其中“走出去”主要是指境内机构与个人能较为顺利的参与到境外市场的交易；而“引进来”的意义为把境外的资金和先进的经验以合理、可控的渠道引入到我国市场中。对外开放将会给我们的衍生品市场带来巨大的变化，衍生品市场的功能与作用将会有质的提升。以美国为例，美国金融衍生品行业的开放，创造出源源不断的创新动力和以客户为导向的服务机制，为美国在全球一体化发展过程中保持全球市场的领先地位做出了积极地贡献。学习与模仿境外发达市场的先进经验将会引导我们少走弯路，只有坚持市场开放才能使我们真正融入到全球市场的这个大家庭中去。一个开放的期货及衍生品市场更能吸引国际投资者的参与，有助于争夺国际定价权和促进国际金融中心的构建。开放可以打破垄断，促进竞争，从而带来效率的提升，包括金融市场的效率和相关产业的效率。当然，开放不可能一蹴而就，开放的过程中也会遇到这样那样的问题，而且金融市场本身的特性决定了我们不可“冒进”。只有坚持风险可控、逐步推进的原则才能更有效的促进期货及衍生品市场的成长。在这过程中，积极探索、充分探讨、不断向境外先进经验学习和与境外机构专家交流是我们获得成功的“不二法宝”。非常欣喜的看到，在这关键时刻，2013年第九届中国国际期货大会即将召开，会议将着重探讨开放的思路与路径，这将是行业内的一大幸事。相信在这次大会中各方的发言与参与将会给我们衍生品市场带来更多的活力与成果。

预祝本次国际期货大会圆满成功！

南华期货股份有限公司总经理：



开放篇

## 我国金融衍生品市场开放的紧迫性

张一伟

### 一、市场开放是金融业发展的必经之路

近年来，金融市场开放的尝试和探索是我国金融深化的重要措施，而逐步开放金融业能为我国金融稳定、金融市场的发展起到重要作用。在我国当前经济转型期间，金融市场的发展与开放尤其重要。当经济的发展转向依赖技术创新和创新型、高科技产业的拉动时，以金融市场导向的多元化金融体系就能起到真正的“经济血液”的作用，有利的促进经济有效增长。在这个过程中，金融市场经历也将从单一股票市场到股票市场、债券市场、期货及衍生品市场、各种投资基金、风险基金以及私募股权市场等新型金融市场协调发展的多元化资本市场的转变成长的过程。而在这个过程中对内对外的开放是实现这一转变过程的至关重要的步骤。

在当前，以期货为主的衍生品市场的开放已经成为市场关注的重点。期货市场是信息、资金高度流动的市场，具有天然的国际化特征。从诞生那天开始，国内期货市场就紧跟国际市场，无论是在价格走势、品种设计和市场建设等方面，都与国际市场紧密结合。经过20多年的发展，我国期货市场都已经在全球金融衍生品市场的中占据了重要的地位。但只有坚持市场开放才能取得进一步长足的发展，只有开放的期货市场才能吸引国际投资者的参与，才能取得国际定价权，才能有助于国际金融中心的构建。因此“走出去、引进来”的期货市场开放已经成为市场建设的重要部分。

相比较于“引进来”，“走出去”更加有现实意义。首先，国内交易者有着较强的现实客观需求。相对于国际期货市场可二十四小时进行交易且放假休市时间较短的特点，国内期货市场在价格的连续性上存在较为明显的劣势。这种劣势妨碍了期货市场经济功能的正常发挥，造成了境内投资者参与国际期货市场进行双边操作的客观需求。其次，境内期货公司与国际大的同行相比，存在不小的差距；同时相对于证券、基金等其他金融企业，境内期货公司在资本实力、管理水平和人员素质方面存在着客观差距，这就更需要引进国际先进经验来提升自身水平，缩小现实差距。而放开期货公司境外代理业务不失为一项有利于各方面的措施。期货公司开展境外衍生品代理业务后，不仅可以满足客户规避交易风险、增强和丰富套保内容等作用，而且极大地增强和锻炼期货公司的业务能力及抗风险能力，为我国金融市场进一步开放奠定良好的基础。从现状看，证监会已经批准国内六家期货公司在香港开展代理业务的几年时间里，经过良好运作，这六家期货公司的在香港的业务已经取得了斐然的成果。说明进一步放开期货公司境外代理业务的条件已经成熟。

---

## 二、境外市场开放的经验

欧美金融市场由于其本身的特性，早已形成一个全球性的市场，全球的资金可以较为顺利的进出欧美的衍生品市场，这对欧美国家在形成全球金融控制和话语权方面起到了至关重要的作用。我们再看新兴市场化国家，无论是我国台湾、韩国还是印度和巴西，都已经对期货及衍生品市场采取了开放的政策。市场开放后，开放国获得了成熟的经验和大量的资金，都对本国市场的发展起到了不小的推动作用。

### （一）我国台湾期货市场的开放

1992年至台湾期货交易所设立，台湾地区所谓的期货市场仅仅是代理投资者进行境外期货交易的市场，可以说是一个天生的对外开放市场。1998年台湾期货交易所正式经营并推出本土期货合约以后，在投资者准入方面，台湾期货市场从初期仅允许境外投资者基于避险目的从事境内期货交易，到目前开放境外投资者从事非避险目的境内期货交易，但仍有持仓限制。由于市场的开放性，目前三分之一的台湾期货商具有外资背景。

### （二）韩国期货市场的开放

从1995年加入亚太经合组织后，韩国逐步开始金融市场对外开放。1998年7月，韩国宣布衍生品交易对境外投资者开放。根据韩国交易所数据，境外投资者在期货市场的份额持续增长，已成为韩国期货市场的重要投资力量。对外开放后，韩国期货市场投机交易比重逐渐降低，风险管理功能更加突出，市场进入到一个全新的更加成熟的发展阶段。

### （三）印度期货市场的开放

1995年印度正式推出了境外机构投资者（FII）制度。FII在印度证券交易董事会（SEBI）注册登记后，能够参与金融衍生品市场的交易。目前，印度商品期货市场也已经对境外投资者开放。遵守印度法律的外国投资者都可以成为交易所的会员。通过适度开放交易所股权，印度公司制交易所也引进了外资战略投资者。在对境外服务商的开放上，通过允许与本土期货公司合作，境外期货商大量进入印度期货市场。

### （四）巴西期货市场的开放

2000年1月，巴西中央银行批准巴西期货交易所可以向境外投资者开放，但持有的金融资产必须托管或存放在指定机构。符合条件的外资期货服务商允许在巴西开展业务，并申请成为交易所的会员。目前，巴西期货交易所和圣保罗证券交易所都有几十家外资会员，这些外资会员大多可以提供经纪服务，很多外资会员还可以提供结算服务。此外，巴西还为期货市场的开放提供了税收优惠、便捷结算等多方面优惠和服务。

## 三、境外市场的开放对我国的启示

### （一）合理规划，积极推进

历史的经验表明，无论是欧美的发达市场还是新兴市场，对外开放的成功经验表明，衍生品市场的开放必须首先有合理的规划和设计，把握节奏，在结合自身实际情况的基础上渐进式推进，同时监管部门对此持有积极的态度，只有这样才能保证对外开放的有序高效开展。

### （二）法制配套，服务跟进

金融市场既是一个给全社会运作提供高效的市场，同时也是一个充满风险的市场，如果没有法律法规的制约，将会导致风险事件的不断产生，因此制定适宜的法律法规是行业大发展的前提。当前情况下我们应该加快《期货法》及其配套法律法规的建设和推进工作，法制的完善规范了市场的开放，有效防范了开放带来的风险。此外，监管部门和其他中介机构不断提高和转变服务思想和做法，对于市场开放的优惠措施和高效服务也推动了市场的健康发展。

### （三）坚持自我优势

成功的新兴期货市场在对外开放中都建立了本土市场的国际比较优势，在国际主要期货品种上具有了一定的话语权，同时更重要的是形成了自身市场的核心产品，对国际投资者形成了较强的吸引力。因此，期货市场对外开放要以建立比较优势，提升本土市场国际地位为重要着力点。



# 欧洲衍生品市场介绍

丁玉洁

衍生品市场可以分为交易所市场和场外（OTC）市场。自上个世纪八十年代以来，场内和场外市场的衍生品交易均取得了长足的发展。衍生产品尤其是金融衍生产品被越来越多的机构投资者用于规避和对冲风险。市场波动越剧烈时，市场对保值和投机的需求就越强烈，衍生品的交易就越活跃。

## 一、全球主要衍生品市场

### 1. 市场份额对比

当前的全球衍生品市场呈亚太、北美和欧洲三足鼎立的局势。据美国期货业协会（FIA）对全球84个交易所的最新交易数据统计，2012年全球衍生品最活跃的地区仍然是亚太、北美以及欧洲市场，其成交总量分别占全球总成交量的35.6%，33.6%以及20.7%。具体到交易所，表1为全球84个交易所中按2012年的成交量排名前10的交易所，其中欧洲期货交易所2012年共成交22.91亿张，为全球第二大的衍生品交易所，纽约-泛欧交易所集团(NYSE Euronext\*)2012年共成交19.51亿张，排名全球第四。从持仓量角度而言，欧洲期货交易所2012年12月底的持仓量达7.91千万手，超过了芝加哥商业交易所集团的持仓量6.99千万手，纽约-泛欧交易所集团(NYSE Euronext\*)仍排第四位。

表1：合约交易量排名前10位的交易所

排名		2012年成交量	变化率	2012年12月持仓量
1	芝加哥商业交易所集团(CME)	2,890,036,506	-14.7%	69,940,737
2	欧洲期货交易所(Eurex*)	2,291,465,606	-18.8%	79,088,999
3	印度国家证券交易所	2,010,493,487	-8.6%	7,786,961
4	纽约-泛欧交易所集团(NYSE Euronext*)	1,951,376,420	-14.5%	46,795,803
5	韩国证券交易所	1,835,617,727	-53.3%	2,553,351
6	巴西证券期货交易所	1,635,957,604	9.0%	63,739,705
7	芝加哥期权交易所(CBOE Holdings*)	1,134,316,703	-6.8%	16,312,240
8	纳斯达克-OMX集团(Nasdaq OMX*)	1,115,529,138	-13.9%	6,770,453
9	莫斯科交易所	1,061,835,904	-3.4%	3,797,729
10	印度多种商品交易所	959,613,240	-19.8%	2,364,256

资料来源：美国期货业协会 注：带\*号的交易所持仓量不包括在美国交易的期权

## 2. 品种对比

从交易品种来看，金融类衍生品所占比重较大，金融衍生品2011年占全球总成交量的88.72%，而2012年占全球总成交量的84.5%。相比2011年，2012年农产品、能源、金属的期货和期权成交量均有小幅提升。

表2：2011-2012年全球衍生品分种类成交量

种类	2012年	2012年所占比例	2011年	2011年所占比例
个股	6,467,944,406	30.55%	7,062,567,141	28.27%
股票指数	6,048,262,461	28.57%	8,462,371,741	33.87%
利率	2,933,255,540	13.86%	3,491,200,684	13.98%
外汇	2,434,238,493	11.50%	3,147,046,787	12.60%
农产品	1,270,531,588	6.00%	996,837,283	3.99%
能源	905,856,150	4.28%	814,774,756	3.26%
非贵金属	554,253,069	2.62%	435,113,003	1.74%
贵金属	319,267,659	1.51%	342,057,656	1.37%
其它	236,778,479	1.12%	229,713,692	0.92%
合计	21,170,387,845	100%	24,981,682,743	100%

资料来源：美国期货业协会（FIA）

在金融类衍生品中，股票指数期货和期权又占据非常重要的一席，2011年约为全球衍生品成交量的三分之一，2012年略有下降。具体到合约，表3为全球2012年交易量排名前10的股票指数期货和期权合约，交易最活跃的是韩国的Kospi200指数期权合约。

表3：2012年成交量排名前10的股票指数期货和期权合约

排名	合约	合约乘数	2011年	2012年	变化率
1	韩国Kospi 200期权，KRX	500,000韩元	3,671,662,258	1,575,394,249	-57.1%
2	S&P CNX Nifty期权，NSE India	50印度卢比	868,684,582	803,086,926	-7.6%
3	SPDR S&P 500 ETF期权	N/A	729,478,419	585,945,819	-19.7%
4	E迷你标普500股指期货，CME	50美元	620,368,790	474,278,939	-23.5%
5	RTS期货，莫斯科交易所	2美元	377,845,640	321,031,540	-15.0%
6	Euro Stoxx 50期货，Eurex	10欧元	408,860,002	315,179,597	-22.9%
7	Euro Stoxx 50期权，Eurex	10欧元	369,241,952	280,610,954	-24.0%
8	标普500期权，CBOE	100美元	197,509,449	174,457,138	-11.7%
9	Sensex 期权，BSE	15印度卢比	383,543	148,314,519	38569.6%
10	日经225迷你期货，OSE	100日元	117,905,210	130,443,680	10.6%

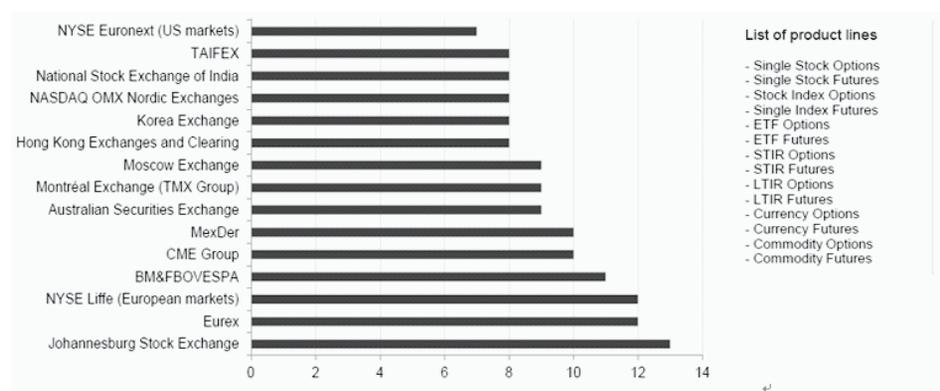
资料来源：美国期货业协会（FIA）

由表3可知，虽然2012年韩国交易所的旗舰产品KOSPI200股指期货交易量下降过半，但“瘦死的骆驼比马大”，过半降幅仍不妨碍其位居“老大”的位置。究其原因，业内人士表示，为了遏制韩国场内衍生品市场的投机性交易，2012年3月份KOSPI200股指期货的交易乘数从10万韩元上调到50万韩元，合约金额扩大了5倍，结果导致交易量急剧下滑。欧洲期货交易所的欧元斯托克50指数(Euro Stoxx 50)期货和期权成交也非常活跃，分列第6和第7名。

### 3. 产品线数量对比

从交易所所拥有的产品类别来看，Eurex的产品类别高达12类，几乎包括了所有的产品类别，见图1。除了个股、股指和债券的期货期权等衍生品外，欧洲期货交易所还利用自己高效、透明、安全和有序的平台向市场参与者提供其它更多更丰富的衍生品工具，如碳排放、欧元通胀、房地产和天气衍生品等。此外，NYSE Liffe（欧洲市场）也拥有12种产品类别。从图中我们还可以看到，芝加哥商业交易所的产品类别为10类，而香港交易所的产品类别为8类。

图1：各交易所衍生产品种类数量一览



资料来源：WFE

## 二、欧洲衍生品市场

近年来在经济全球化的影响下，交易所之间出现了多次合并和重组。如今欧洲最有影响力的衍生品交易所包括：欧洲期货交易所（Eurex：主要交易德国国债和欧元区股指期货）和泛欧交易所（Euronext：主要交易欧元区短期利率期货和股指期货等），另外还有两家伦敦的商品交易所：伦敦金属交易所（LME：主要交易基础金属）、洲际交易所（ICE：主要交易布伦特原油等能源产品）。

## 1. Eurex交易品种

欧洲期货交易所(Eurex)是德意志交易所集团旗下一家全电子化的衍生品交易所，是世界上最大的衍生品交易所之一。Eurex的前身为德国期货交易所(Deutsche Terminbörse, DTB)和瑞士期货期权交易所(SOFFEX)，为适应欧洲经济一体化的需要，以及应对欧元时代所产生的激烈竞争，DTB和SOFFEX于1998年合并成立了欧洲期货交易所。Eurex沿用了德国期货交易所的全电子化交易模式，实现了交易、清算和结算的完全电子化，并且在非常短的时间内迅速发展壮大，成为欧洲最大的衍生品交易所。

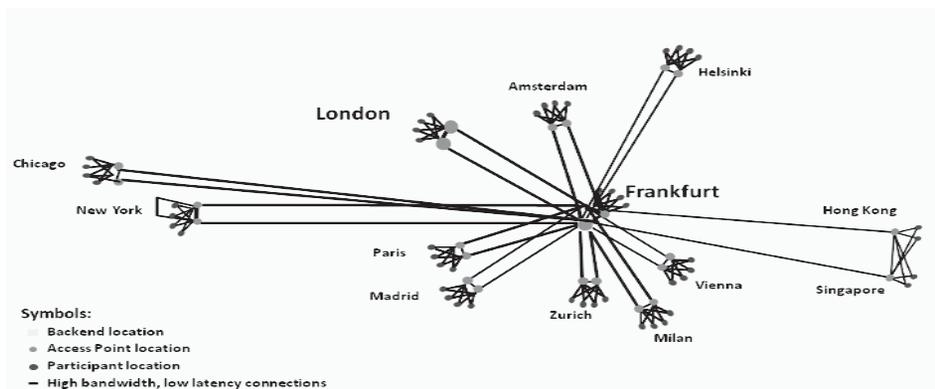
欧洲期货交易所为全球客户提供非常全面的产品服务，可在Eurex交易的产品种类多达1900多种，涉及10多种传统及创新资产类别，还包括世界上交易量最大的期货及期权合约。欧洲期货交易所交易品种的资产类别主要包括：

- 1) 利率衍生产品(包括欧元德国2年国债 Euro-Schatz 期货、欧元德国5年国债 Euro-Bobl 期货、欧元德国10年国债 Euro-Bund 期货 - 以欧元计价的德国政府债期货等)
- 2) 股票衍生产品(基于欧洲和美国股票的期权和期货)
- 3) 股票指数衍生产品(包括欧元STOXX 50指数期货、DAX指数期货、SMI指数期货等)
- 4) 股息衍生产品
- 5) 波动率指数衍生产品
- 6) ETF基金衍生产品
- 7) 信用风险衍生产品(iTraxx®欧洲5年指数系列、iTraxx®欧洲高波动率5年指数系列、iTraxx®低信用等级5年指数系列)
- 8) 通货膨胀衍生产品
- 9) 商品衍生品
- 10) 天气衍生产品
- 11) 房地产衍生品

其中，由表3可知，欧元斯托克50指数期货与期权是世界上交投最活跃的欧元计价股指衍生品。欧元斯托克50股指期货是欧洲期货交易所最成功的产品之一，也是对冲风险和提高股票投资组合表现的最佳选择。2012年Euro Stoxx 50指数期货的总成交量为3.15亿张，总成交金额达9.692万亿美元，在全世界成交最活跃的指数期货合约中排第3名。

Euro Stoxx 50指数期权是欧洲期货交易所另一个非常成功的产品，在2012年全球所有的指数期货和期权合约中，成交量排名居第7位，而在所有的指数期权中按成交量排名排第3位。2012年Euro Stoxx 50指数期权的总成交量为2.81亿张，总成交金额达8.465万亿美元。

图2：欧洲期货交易所全球网络覆盖一览



资料来源：欧洲期货交易所

## 2. NYSE Euronext交易品种

纽约泛欧交易所集团(NYX)是全球规模最大、最具流动性的证券交易所集团，为全球投资者及上市公司提供最多样化的金融产品和服务，在欧洲和美国交易股票、期货、期权、固定收入和外汇交易等期货和期权产品。纽约泛欧交易所集团是世界上最大的现金股票交易所——纽约证交所，与阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本、巴黎证交所和伦敦国际金融期货交易所组成的泛欧证券交易所的合并而成，金融市场的整合使得纽约泛欧交易所集团可以为投资者提供一个巨大、知名度较高，具有高度流动性的市场。

纽约泛欧交易所集团拥有约 8,000 个上市发行产品（除欧洲结构性产品外），NYSE Euronext的股票的市场——纽约证券交易所(New York Stock Exchange)、纽约泛欧证券交易所(NYSE Euronext)、NYSE MKT、NYSE Alternext和 NYSE Arca——代表了全球 1/3 的股票市场，具有全球交易所集团中最强的流动性。纽约泛欧交易所集团还经营 NYSE Liffe，是欧洲衍生工具的先行者之一，是按交易价值计算世界上第二大衍生产品交易所。LIFFE由于其地位的重要性，被市场人士称为NYSE Euronext皇冠上的明珠。

伦敦国际金融期货交易所（Liffe）是纽约泛欧交易所集团（NYSE Euronext）的国际衍生品业务分支，涵盖了阿姆斯特丹、布鲁塞尔、里斯本、巴黎和伦敦等都市。洲际交易所并购纽约泛欧交易所，市场普遍猜测ICE是看重NYSE Euronext旗下的伦敦国际金融期货期权交易所（Liffe），因其主营欧洲衍生品业务。它为世界上30多个国家800个网点的客户提供电子即时交易，交易的衍生产品范围广泛，包括各类股票、商品和固定收益类衍生品，其中包括一些世界上交易最为频繁的基准衍生产品。Liffe的成长壮大也是靠一路兼并，其使用交易所最先进的交易平台LIFFE CONNECT。具体产品详见下表：

1) 固定收益产品类

a.短期利率期货和期权合约(STIRs),包括：欧洲隔夜平均指数、欧元银行同业拆息、英镑、欧洲日元、瑞士法郎；

b.以下列产品为标的的期货和期权合约：债券、互换债券合约、货币；

2) 股票产品

a.以国际个股为标的的期货；

b.以欧洲个股为标的的期权；

c.以下列股指为标的的期货和期权：荷兰AEX指数、布鲁塞尔BEL20指数、巴黎CAC 40指数、英国金融时报100 ( FTSE 100 ) 指数、FTSEurofirst 80和100指数、FTSE EPRA/NAREIT 欧洲和欧元区指数、葡萄牙PSI 20指数；

d.指数股票型基金期权；

e.存托凭证的期货和期权。

3) 商品

包括可可、咖啡豆、玉米、菜籽、菜籽油、粗糖、白糖、饲料小麦、制粉小麦等软商品和农产品系列的期货和期权。

### 3. LME交易品种

LME成立于1877年，拥有全球工业金属期货80%的交易量，伦敦金属交易所拥有130余年的历史，是世界上最大的有色金属交易所，其价格和库存对世界范围有色金属生产和销售有重要影响。2012年12月6日，伦敦金属交易所(LME)与香港交易及结算有限公司(简称香港交易所)联合发布公告称，香港交易所已完成对LME的收购交易，LME正式成为香港交易所集团旗下公司。在经过持续数月的竞标后，LME最终选择香港交易所作为其优先买家，其关键原因不排除是基于全球最大的金属消费国——中国元素的考虑。伦敦金属交易所提供金属期货、期权交易，期权合约包括期权和平均价期权(LME Traded Average Price Options, TAPOs)。伦敦金属交易所交易的品种有铜、铝、铅、锌、镍、铝合金、金属价格指数、北美特种铝合金、钢坯、钼和钴等。

1) 期货合约；

a.铜，铝，铅，锌，锡，镍，北美特种铝合金，铝合金，钴，钼

b. LME指数合约

c. Mini 合约：铜，铝，锌

d. 塑料：PP(聚丙烯)、LLDPE(线性低密度聚乙烯)

e. 钢铁：钢坯

2) 期权合约，合约的品种有原铝、北美特种铝合金、铝合金、特级锌、锡、镍、A级铜、标准铅；

3) TAPOS 合约，参与交易的合约品种与期权合约品种相似。

4) LME SWAP 合约。参与掉期的金属分别为：原铝、北美特种铝合金、铝合金、特级锌、锡、镍、A级铜、标准铅等。

由FIA统计的数据可知，2012年LME交易所的铝和铜交易量分别排在第2位和第10位，而上交所的螺纹钢和铜期货交易量分别排在第1位和第3位。但值得注意的是，国内上交所交易的合约相对较小，螺纹钢和铜1手分别为10吨和5吨，而LME的铝和铜均为25吨/手。

由表4可知，截止9月份，LME交易所成交前五名的合约分别是：铝、铜、锌、铅和镍。

表4：LME金属2013年9月月度成交量统计表

合约名称	成交量 (单位：手)	吨(百万)	同比变化	年初至今成交量 (单位：手)	期货市场持仓量
<b>有色金属(期货, 期权和TAPOS)</b>					
铝	5,362,307	134.1	0.2%	50,371,955	1,168,461
铝合金	39,204	0.8	22.9%	449,344	3,170
北美特种铝合金	50,927	1.0	-3.0%	417,196	7,738
铜	3,352,315	83.8	2.8%	33,032,160	477,368
铅	1,262,150	31.6	-1.7%	9,948,582	168,961
镍	1,204,209	7.2	8.7%	9,870,100	214,434
锡	195,084	1.0	21.1%	1,589,179	27,912
锌	2,576,260	64.4	-8.8%	22,787,611	435,806
掉期(swaps)	645	-	-62.7%	5,893	584
LME minis	0	-	-	0	-
<b>稀有金属(期货)</b>					
钴	1,002	0.001	-43.0%	10,720	767
钼	46	0.000	666.7%	412	51
<b>黑色金属(期货)</b>					
钢材	2,013	0.1	-84.1%	67,853	106
合计	14,046,162	324.0	-0.3%	128,551,005	2,505,358

资料来源：LME 注：表中互换合约包括铝、铝合金、北美特种铝合金、铜、镍、铅、锡和锌。

## 4. ICE交易品种

ICE是为全球衍生品市场提供综合期货交易、场外交易市场、清算所、交易处理与数据服务的主要运营商。ICE成立于2000年5月，总部位于美国乔治亚州亚特兰大，成立之初旨在建立一个透明的市场为OTC能源市场管理风险；2001年ICE收购了国际石油交易所，进军能源期货市场；2007年收购纽约期货交易所（NYBOT）和温尼伯商品交易所（即现在的加拿大期货交易所）；2008年ICE推出ICE欧洲清算所，是英国百年以来首家新的清算所；2010年ICE期货成交量连续10年创新纪录，收购气候交易所，成为排放权的领先全球市场。

作为一家全球性交易所，ICE主要业务是为农产品、信贷衍生品、外汇、能源和证券指数等提供风险管理工具，其优势业务在于大宗商品期货及期权交易，包括原油、天然气等，而股票交易及金额衍生品交易则是其软肋。2012年，ICE布伦特原油期货年度成交量超过纽约商交所WTI交易成交量，ICE宣布收购纽约泛欧证券交易所（NYSE Euronext）。ICE在收购声明中说，此次合并将成立一个涵盖“农业和能源大宗商品、信贷衍生品、证券和证券衍生品以及外汇和利率市场”在内的“主要全球性交易所”，并在市场变革的大环境中“保持领先地位”。据最新消息，ICE洲际交易所和NYSE Euronext于2013年10月31日宣布推迟早前宣布的11月4日收购案完成时间，为欧洲各国监管机构和政府留出更多时间处理和完成收购审批。

洲际交易所包括三个期货交易所，分别在欧洲、美国和加拿大。洲际交易所（欧洲）主要交易全世界半数以上的原油和炼油期货，交易的品种有布伦特原油和西德克萨斯轻质原油（WTI）；洲际交易所（美国）和洲际交易所（加拿大）上市的品种有农产品、货币、拉塞尔指数等期货和期权，洲际交易所（美国）交易品种有11号原糖、16号原糖、棉花、可可、拉塞尔指数、外汇和美元指数期货，洲际交易所（加拿大）主要交易油菜籽期货。洲际交易所同样也提供能源和信用衍生品OTC市场的交易和清算。ICE的期货和期权大概分为以下6类：

- 1) 农产品：油菜籽、可可、咖啡、2号棉花、谷物（加拿大）、谷物（美国）、橙汁、11号糖等；
- 2) 金融：罗素指数，美元指数、货币、信用指数等；
- 3) 原油和成品油：布伦特原油、布伦特NX原油、WTI原油、柴油、低硫柴油、RBOB汽油、新加坡180CST燃料油、迪拜1st Line、布伦特1st Line等；
- 4) 电力：UK Power、US Power、EU Power等；
- 5) 天然气：Henry Hub天然气、英国天然气、TTF天然气、天然气液体产品、欧盟天然气等；
- 6) 其他：煤炭、排放、有色金属、运价指数期货等。

其中，原糖、棉花、美元指数，布伦特原油是ICE交易所较为代表性的品种。

---

# TPP：美国主导与中国应对

陆润寰 摘编

## 一、TPP介绍

跨太平洋伙伴关系（Trans-Pacific Partnership，缩写：TPP），全称跨太平洋战略经济伙伴关系协议（Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement），是由亚太经济合作会议成员国发起，从2002年开始酝酿的一组多边关系的自由贸易协定，旨在促进亚太区的贸易自由化。

跨太平洋伙伴关系协议将突破传统的自由贸易协定（FTA）模式，达成包括所有商品和服务在内的综合性自由贸易协议。跨太平洋伙伴关系协议将对亚太经济一体化进程产生重要影响，可能将整合亚太的两大经济区域合作组织，亦即亚洲太平洋经济合作组织和东南亚国家联盟重叠的主要成员国，将发展成为涵盖亚洲太平洋经济合作组织（APEC）大多数成员在内的亚太自由贸易区，成为亚太区域内的小型世界贸易组织（WTO）。

## 二、发展历程

2005年5月28日，文莱、智利、新西兰、新加坡四国协议发起跨太平洋伙伴关系，签订并生效的经贸协议，成员之间彼此承诺在货物贸易、服务贸易、知识产权以及投资等领域相互给予优惠并加强合作。其中最为核心的内容是关税减免，即成员国90%的货物关税立刻免除，所有产品关税将在12年内免除。协议采取开放的态度，欢迎任何APEC成员参与，非APEC成员也可以参与。该协议的重要目标之一就是建立自由贸易区。

2006年5月1日，跨太平洋战略经济伙伴关系协定对新西兰和新加坡生效，对智利和文莱生效的时间分别为2006年11月8日和2009年7月1日。

2008年2月美国宣布加入，并于当年3月、6月和9月就金融服务和投资议题举行了3轮谈判。

2008年9月，美国总统奥巴马决定参与TPP谈判，并邀请澳大利亚、秘鲁等一同加入谈判。

2009年11月，美国正式提出扩大跨太平洋伙伴关系计划，澳大利亚和秘鲁同意加入。美国借助TPP的已有协议，开始推行自己的贸易议题，全方位主导TPP谈判。日本外相冈田克也在2009年的新加坡APEC会议期间曾表示，对于美国总统奥巴马表明要加入TPP，日本对这个架构也有着浓厚兴趣，对此日本内部有比较大的争论。

表1：TPP成员国和有加入意愿的国家/地区

成员国	加入时间	有加入意愿的国家/地区
文莱	2005年6月	韩国
智利		菲律宾
新西兰		老挝
新加坡		哥伦比亚
美国	2008年2月	哥斯达黎加
澳大利亚	2008年11月	泰国
秘鲁		台湾
越南		
马来西亚	2010年10月	
墨西哥	2012年10月	
加拿大		
日本	2013年3月	

资料来源：南华研究

### 三、美国主导

美国通过TPP全面介入亚太区域经济整合进程，以达到以下几个目的：

#### 1、阻止亚洲形成统一的贸易集团，维护美国在亚太地区的战略利益

亚洲是美国战略利益的核心区域之一，除了政治、军事上占据主导地位，美国还要在经济上占据主导地位，以便巩固其在全球的领导地位。就区域经济合作而言，阻止亚洲形成统一的贸易集团是美国贸易政策的重要目标。美国学者认为亚洲形成一个将美国排除在外的贸易集团对美国不利。彼得森国际经济研究所估计，一个没有美国参与的东亚自由贸易区可能使美国公司的年出口至少损失250亿美元，或者约20万个高薪岗位。美国通过TPP谈判，可以避免自身被排除在亚洲尤其是东亚区域经济合作之外，从而可以获得现实的经济利益和长远的战略利益。

#### 2、全面介入东亚区域一体化进程，确保其地缘政治、经济和安全利益

2010年1月1日，有19亿人口和6万亿美元GDP的中国东盟自由贸易区正式建成，对东亚经济一体化进程产生重要影响。虽然，名义上是东盟主导整个东亚一体化进程，但是，中国的影响力始终是美国关注的焦点。随着中国地位的提升，美国在亚洲的经贸影响力相应衰落，如果任由亚洲形成将美国排除在外诸多优惠贸易协议，那么美国出口企业和整体经济将会因此受到损害（Myron Brilliant，2009）。美国通过TPP谈判可以对中

---

东盟FTA起到制衡作用，削弱中国经济在该区域的影响力，确保其东亚地缘政治、经济和安全利益。

### 3、重塑并主导亚太区域经济整合进程，稀释中、日等国的区域影响力

亚太区域经济整合进程明显加快，形成了“10+1”、“10+3”、“10+6”（东亚峰会，东盟十国、中国、日本、韩国、印度、澳大利亚和新西兰）等经贸合作机制。美国在该区域的贸易份额持续减少，有可能被排除于亚太区域经济合作之外。在此背景下，美国认识到亚太区域对其国内经济的增长、就业能力的提升和大国地位的巩固具有基础性作用。美国不想再当旁观者，要采取切实的行动成为亚太区域经济整合的领导者，与太平洋对岸的政府、企业和公众进行沟通、交流与融合。通过区域经济合作打开新的市场空间，确保美国企业能够自由和公平地进入这些最具活力的出口市场。因此，美国调动一切行政、经济和外交资源全面主导TPP谈判，打破亚太原有的区域经济整合节奏。通过对亚太区域经济一体化进程的介入，进一步稀释中、日等大国的区域经济和政治影响力。

具体来看，美国将开创并主导21世纪贸易协议的新标准。

#### 1、TPP将打破传统FTA模式，达成无例外的综合性自由贸易协议。

一般FTA谈判都涉及很多例外，包括产品和服务的例外，而TPP协议在这方面比较激进，试图打破传统FTA模式，创立新的FTA模式，制定高标准的贸易协议，使其成为亚太区域一体化进程的典范。其实，FTA模式的创新问题，在美国贸易政策中已经有所反映。例如，2008年12月，美国著名智库彼得森国际经济研究院的贸易政策研究小组，给当选总统和第111届国会递交了一份贸易政策建议《A New Trade Policy for the United States》，在谈到美国的FTA战略时，指出可以与中国、巴西甚至印度开展对话，但是不能按照传统的FTA模式去谈判，应该专注于基础服务业、能源和环境问题的谈判。

而此次美国高调参与TPP谈判，目的就是与TPP成员达成新型的自由贸易协议。该协议将无一例外地涵盖所有产品和服务。规则透明度是TPP谈判的优先关注点。亚太经济体之间规则和标准的差异为贸易和投资带来了很大障碍。增加规则的透明度和可预见性能够确保贸易商、投资者和消费者获得TPP协议带来的潜在好处。

#### 2、贸易协议新标准将更加关注工人和环境问题。

原有的贸易协议标准已经在国内引起强烈的政治冲突。由于美国制造业岗位流失严重，很多民主党议员将责任归咎于过去的自由贸易协议。面对国内的反对声音，奥巴马表示，与先前的协议相比，TPP协议将对美国的工人和环境提供更强大的保护。跨太平洋伙伴协议谈判目的之一就是开创21世纪贸易协议的新标准：更加关注工人、中小企业、农民和环境。

### 3、高举自由和公平贸易旗帜，意在维护美国出口利益。

奥巴马政府将履行贸易协议承诺。柯克作为贸易代表，负责清除不利于美国企业进入国际市场的贸易壁垒，敦促贸易伙伴遵守劳工和环境标准，制裁伤害美国企业权益的行为。执行贸易协议，确保美国企业拥有自由和公平的市场准入机会。美国签署的贸易协议有利于美国的就业和企业，能够更好地保护工人权益和环境。

### 4、在贸易协议中推行美国的全球价值观。

通过TPP谈判，提升美国在亚太地区的政治、经济和文化影响力，在与政府、企业和公众沟通、交流与融合的同时，推行美国的全球价值观。

## 四、中国应对

中国可以将TPP当作亚太区域经济整合的重要契机。TPP是亚太区域经济一体化的重要推动力量，美国借此可以提升与亚太新兴经济体的经贸关系，创造出一个适合21世纪经济发展趋势的高标准区域经济合作平台。该平台涉及的经济体将占据全球一半的GDP和40%的贸易份额。这是一次巨大的机遇，中国应该抓住这一契机，在亚太区域整合中发挥与自身实力相对称的作用。TPP是高标准贸易协议，包括所有货物、服务和农产品贸易，可以作为推动APEC区域一体化的重要动力，有可能成为亚太自由贸易区的重要基础。对于这一趋势，中国应该提前有所觉察和准备。

中国应该对美国在亚太区域经济一体化进程中的主导权保持谨慎。美国作为世界的“领袖”担心被排除在东亚区域一体化之外，因此积极与新加坡和韩国签署FTA，与泰国和马来西亚积极进行FTA谈判。亚太区域经济整合的进程中需要主导力量的出现，美国以其强大的政治和经济影响力，试图主导亚太区域经济一体化进程。在主导权的问题上，中国无法直接与之抗衡。可以借助美国的力量，打开亚太市场，为中国出口企业开创更加便利的国际市场环境。

中国在适当的时候可以参与TPP谈判。亚太区域内出现了越来越多的双边自由贸易协议和区域贸易协议，各个协议具有不同的优惠待遇和原产地规则，“意大利面条碗”现象日益显现出来。本来是促进自由贸易的FTA协议，反而成了进一步贸易自由化的障碍。通过谈判将亚太区域贸易协议整合成统一的TPP，可以降低交易成本，减少区域内FTA的复杂和重叠。中国前期可以密切跟踪研究TPP谈判议题和进程，根据世界经济形势、国际政治格局，权衡自身综合利益以后，选择合适的时机参与到TPP谈判中来。可以采取列席或者观察员的方式参与协商，待到时机成熟可以全面参与。如果WTO多哈回合谈判继续停止、TPP谈判进展十分顺利、中国台湾要求与其他经济体进行FTA谈判的舆论压力越来越大，中国可以果断加入TPP谈判，推动TPP成为亚太自由贸易区。不过从当前发展形势来看，美国并没有明确提出要中国参与，可见其具有更深层次战略考虑。

---

中国应加快与东亚经济体实质性区域经贸合作进程。当前中国正在逐步履行WTO的承诺，多哈回合的谈判进程短期内不是中国的最优先关注点。中国仍然需要将更多精力用在区域经济合作领域，尤其是东亚区域经济合作领域。虽然东亚区域一体化的经济效益并不大，但是其政治和安全影响力却很大，涉及美国与中国和日本争夺该地区的领导权。中国需要加快实施区域经济一体化战略，采取分而治之的策略，巩固中国与东盟、智利、澳大利亚和新西兰的经贸合作关系，在主要领域进行实质性合作。中国希望与日本和韩国签署FTA，韩国态度比较积极，日本的反应比较冷漠。为此，中国可以先重点巩固与东盟和韩国的经贸关系，引导日本与中国进行自由贸易协议谈判。并以此为突破口，加快与东亚经济体实质性区域经贸合作进程。

中国应制定应对劳工标准和绿色环境标准贸易壁垒的预案。美国希望通过TPP谈判，将其打造成一个21世纪贸易协议的标准模式。其实质是想继续主导新时期全球贸易规则，在多边贸易体制改革成本增大的情况下，转而依靠区域贸易协议，将其主张的多边贸易议题先行纳入到区域贸易协议谈判中来。可以预见，无论是在多边还是区域层面，劳工标准和绿色环境标准议题的谈判将会加快。中国应该制定自己的谈判预案，制定切实的应对措施。未来中国企业将会面临来自劳工标准和环境标准的冲击。中国应该在国际劳工标准和绿色环境标准制定中发挥作用，体现自身利益，否则将会陷入被动局面。

中国在产业层面上做好准备：发展绿色制造业，提升现代服务业。美国做好了两手准备，如果多哈回合无法满足美国对劳工标准和绿色环境问题的关注，那么美国将会借助TPP来推行这些标准。加之美国国内已经开始实行绿色制造业计划，有可能出台针对中国的绿色环境贸易措施。中国应该提前做好准备，发展绿色制造业。TPP协议达成将促使服务业的自由化进程将加快。在美国贸易代表办公室贸易政策委员会举行的TPP谈判征求意见会议上，美国服务业联合会提出服务业应该是TPP谈判的重点。因为美国服务业占据GDP的80%，吸纳了80%的就业人口。在TPP谈判中美国应该重点关注快递服务、金融服务、电子支付、电子商务、电讯服务、视听服务、知识产权和能源服务等服务部门的市场准入、透明度和投资者保护问题。中国应该提升现代服务业发展水平，为区域经济一体化进程中的大国博弈提供坚实的国内产业支撑。

中国可以与美国进行新兴战略性产业合作。美国曾经并且仍然拥有生产效率最高的制造业，曾经制定过促进新能源利用的措施，正在制定激励清洁能源设备制造业的措施。这是具有国内外竞争力的新兴行业。中国可以借助美国发展绿色制造业的契机，在技术层面进行合作，减少贸易摩擦，为清洁能源工业以及经济的稳定发展打下基础。可以在以下领域进行产业合作：风力发电、太阳能等能够产生能源的技术；电池、智能电网等能够储存和输送新能源的技术；电动汽车及零部件；碳捕获、减少温室气体排放的技术等。

我国金融市场的开放

## 从货币互换看人民币国际化进程

张静静

金融危机以来，中国积极推进与别国货币当局签署货币互换协议，但初期参与签署协议的国家以周边贸易国为主，规模也比较有限。今年6月人民银行与英格兰银行签署了规模为2,000亿元人民币/200亿英镑的中英双边本币互换协议；10月9日又与欧洲央行签署了规模为3500亿元人民币/450亿欧元的中欧双边本币互换协议。这两份货币互换协议不仅意味着与中国央行签署货币互换协议的国家、地区央行及货币当局已达到21家，更显示中国推进人民币国际化进程已经得到G7成员的认可并向前迈出了重要的一步。

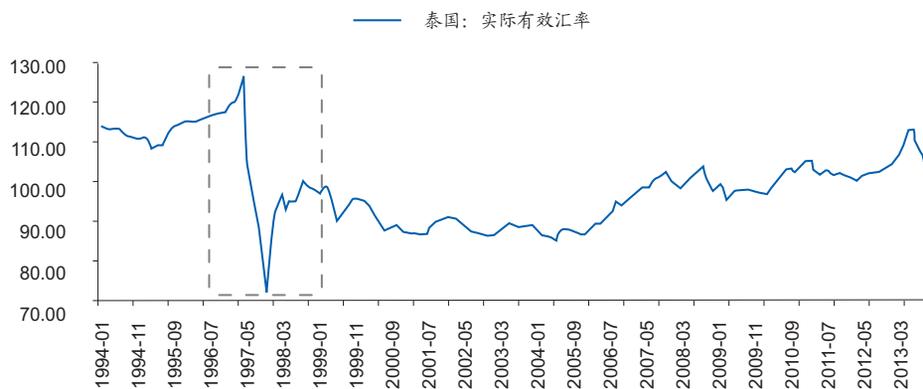
国际清算银行（BIS）最新报告显示，人民币日均交易额在过去3年中增加了近三倍，由340亿美元提升至1200亿美元，占全球外汇市场总交易规模的2.2%，并且超越瑞典克朗、纽元等成为全球前10大交易币种。但目前人民币仅实现了在双边贸易和投资中的清算结算，与成为国际储备货币相比还有千里之遥。因此在保持香港作为人民币离岸中心地位的同时，积极发展其他人民币离岸中心和建立自贸区是当务之急，新加坡、伦敦、卢森堡、巴黎、法兰克福、苏黎世、台北、悉尼乃至纽约等都是人民币离岸中心的不错选择。

我们认为货币互换有三大意义：一是在人民币尚未实现完全自由兑换的情况下，央行货币互换在一定程度上可以推动人民币在境外实现计价、结算和储备的职能，提升人民币的国际接受程度；二是有助于为境外市场提供人民币流动性以加快建立人民币离岸中心；三是在是否开放资本项争议不断之时给决策层以缓冲时间。

### 一、人民币国际化进程

建国以来人民银行一直在推进人民币国际化的路上行走，可惜在中国加入世贸组织并以此为契机高速发展之前，中国在国际舞台上始终国微言轻。回顾亚洲金融危机可知国力不强、市场不成熟时期，货币国际化程度不宜过高，否则势必遭受经济及金融重创。如图1、2所示，1997年亚洲金融危机期间泰铢（实际有效汇率）贬值超过40%，GDP同比由危机前5%降至-15%。

图1：泰铢实际有效汇率



资料来源：wind资讯，南华研究

图2：泰国GDP不变价同比



资料来源：wind资讯，南华研究

但是随着中国国力增强、经济发展及金融开放，人民币国际化过低已经成为中国进一步发挥经济和金融优势的障碍，因此推动人民币国际化成为十二五期间的重要课题。从我国人民币国际化进程时间表（表1）看，人民币国际化进程有五个重要时点，分别是1973年、1994年、2005年、2008年和2010年。显然，本世纪以来特别是金融危机后，人民银行推动人民币国际化在提速，其具体进程如下：

表1: 我国人民币国际化进程

时间	政策改革
1949年~1952年	浮动汇率制度
1953年~1973年	计划经济制度，人民币与美元正式的挂钩
1973年	人民币汇率参照西方国家货币汇率浮动状况，采用“一篮子货币”加权平均计算方法进行调整。
1980年~1984年	初步实行双重汇率制度，即除官方汇率外，另行规定一种适用进出口贸易结算和外贸单位经济效益核算的贸易外汇内部结算价格。
1985年~1991.04	复归单一汇率制度。
1991.04~1993年	官方汇率和调剂市场汇率并存、官方汇率逐渐向下调整。
1994年	取消了实行15年的外汇留成制度和40多年的外汇上缴制度，取消了用汇的指令性计划和经常项下的大部分汇兑限制，实行银行结售汇制
2005.07	中国人民银行宣布美元/人民币官方汇率由8.27调整为8.11，人民币升幅约为2.1%。央行同时还宣布废除原先盯住单一美元的货币政策，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。
2008.12	中国开始接受国际货币基金组织协定第八条款，实行人民币经常项目下的可兑换。中国开始与贸易伙伴签订货币互换协定，开始推广以人民币作为结算货币
2010.06	中国央行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性
2012.04	外汇管理局宣布强制结售汇制度退出历史舞台；央行将人民币兑美元即期汇率交易波动区间由0.5%增至1%。

资料来源：南华整理

鉴于在是否开放资本项议题上的争议很大，因此除表1内容外目前人民银行推动人民币国际化的主要手段还包括：推动利率市场化以及与别国签订货币互换协议。表2、3分别是中国央行在这两个方向的工作进展。

表2：利率市场化进程

时间	政策
1996.06	人民银行放开了银行间同业拆借利率
1997.06	放开银行间债券回购利率
1998年	人民银行改革了贴现利率生成机制；小企业贷款利率的浮动幅度由10%提高到20%；农村信用社贷款利率的最高上浮幅度从40%变成50%。
1999年	对与保险公司3000万元以及五年期以上的大额定期存款利率，由保险公司和商业银行双方协商决定；10月，国债发行开始采用市场招标形式。
2000年	放开外币的贷款利率以及300万美元（含）以上的外币存款利率。
2002.03	人民银行统一了中、外资金融机构外币利率管理政策，实现中外资金融机构在外币利率政策上的平等待遇。
2003年	不再根据企业的所有制性质和规模分别确定贷款利率的浮动区间，扩大金融机构贷款利率的浮动区间；7月，放开了英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主确定；11月，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理。

时间	政策
2004.01	人民银行再次扩大金融机构贷款利率浮动区间。商业银行、城市信用社贷款利率浮动区间扩大到[0.9, 1.7], 农村信用社贷款利率浮动区间扩大到[0.9, 2]
2004.10	基本取消了金融机构人民币贷款的浮动上限。
2007.01	上海银行间同业拆借利率 (Shibor) 开始运行。
2012.06	人民币贷款利率下限放开至基准利率的0.8倍; 存款利率上限放开至基准利率的1.1倍。
2012.07	人民币贷款利率下限放开至基准利率的0.7倍。

资料来源：南华整理

表3：人民银行货币互换协定签署进展

时间	国别/地区	货币互换协议金额	细则
2008.12	韩国	260亿美元	
2009.01	香港	2000亿元人民币	
2009.02	马来西亚	800亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2009.03	白俄罗斯	200亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2009.03	印尼	1000亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2009.03	阿根廷	700亿元人民币	
2010.06	冰岛	多于5亿美元	
2010.07	新加坡	1500亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.04	新西兰	250亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.04	乌兹别克斯坦	7亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.05	蒙古国	50亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.06	哈萨克斯坦	70亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.10	韩国	扩大到3600亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.11	香港	扩张到4000亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2011.12	巴基斯坦	100亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2012.01	阿联酋	350亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2012.02	马来西亚	扩张至1800亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2012.03	蒙古国	扩张至100亿元人民币	
2012.03	澳大利亚	2000亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2012.06	乌克兰	150亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期
2013.03	巴西	300亿美元	
2013.06	英格兰	2000亿元人民币	期限3年
2013.10	欧洲	3500亿元人民币	协议实施3年, 双方同意则展期

资料来源：南华整理

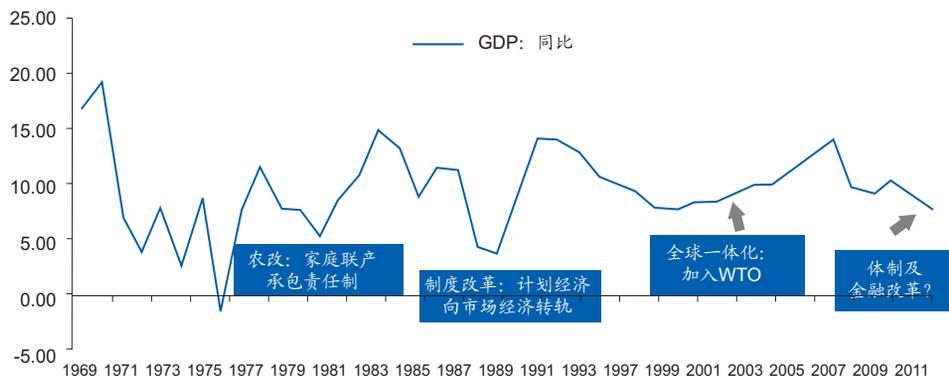
## 二、从货币互换协议看人民币国际化的外部契机

由表1~3可知，2005年以来人民币国际化节奏相当缓慢，2005年的汇改可谓真正推开了人民币国际化进程的大门，2008年全球金融危机后人民银行推动人民币国际化的进程开始提速。随着英欧两大央行与中国央行签署货币互换协议，全球主要金融中心相继表示出建立人民币离岸中心意愿，人民币国际化程度猛增。根据中国人民大学和交通银行联合主办的《人民币国际化报告2013》，截止2012年第四季度，中国的RII(人民币国际化指数)已经达到0.87，相对于前年的0.58增长了49%。同期美元国际化指数为52.34，与前年基本持平，其他主要货币的国际化指数均不同程度有所下降，欧元为23.60，日元为4.46，英镑为3.98。纵向比较人民币国际化进程的确在提速，但横向比较人民币国际化程度仍非常之低，与此同时，我们需要明确一点：人民币国际化并非内部改革可以实现，外部契机往往更为重要。

### 1. 人民币国际化进程提速时机探究

自上世纪80年代至今，中国经济保持了30年高速发展的记录，包括这次在内共有四次经济增速下滑，此前三次经济增速下滑都反映了经济发展与制度的不匹配或者增长驱动力缺失。1979年末，小岗村的联产承包制模式在全国迅速铺开，农产品的自由分配激发了农业生产的积极性，令经济恢复动能。上世纪80年代末到90年代初，价格双轨一轨化将国内经济体制由计划经济转向市场经济给全产业注入了活力，经济增速再次反弹。2003年中国正式加入WTO并推动中国进一步参与国际市场分工。当下，中国经济出现了30年来的第四次增速下滑，所面临的主要问题是经济结构调整、体制改革以及金融改革，在参与全球实体经济分工后、人民币国际化迫在眉睫，因此人民币国际化也是此次改革内容的要点之一。即：人民币国际化是内部经济发展的需要。

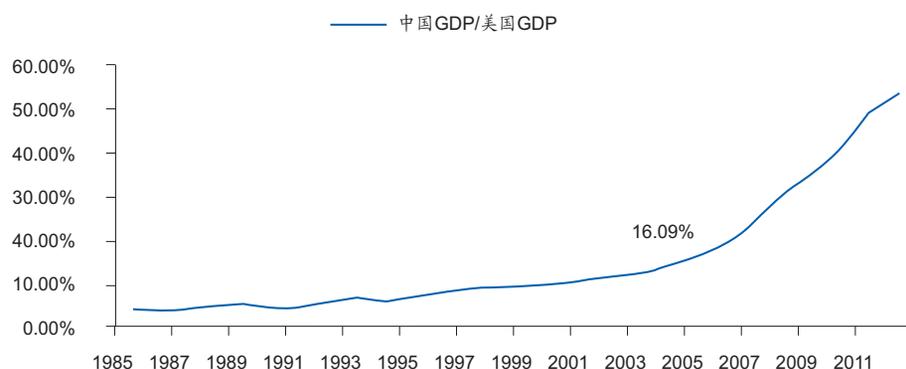
图3：中国历次改革试点与经济增速的关系



资料来源：wind资讯，南华研究

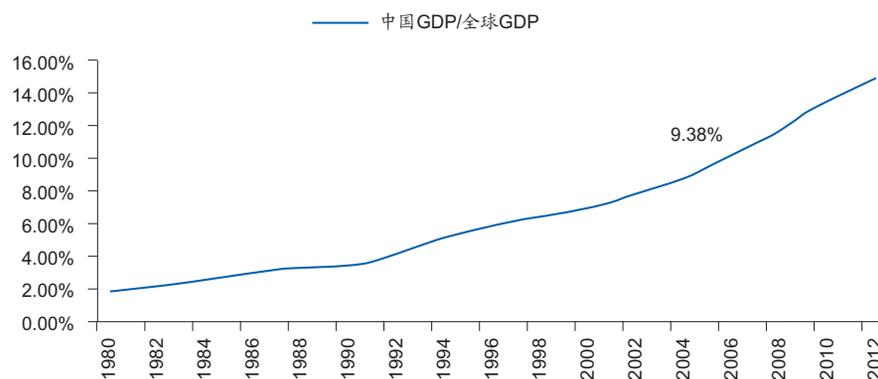
前文已经说到了，我国在2005年后人民币国际化进程出现了提速的迹象。其相关背景是随着中国成为世界加工厂后中国经济总量快速上升，2005年中国GDP总量达到美国的16.09%、全球经济总量的9.38%。由图4、5可知，2005年后中国GDP/美国GDP以及中国GDP占全球GDP比重两个指标曲线较此前变得陡峭。2010年中国人均收入超过4000美元达到中等收入国家标准；2011年，中国成为全球第二经济大国；2013年国家主席习近平与俄、美元首共同跻身《福布斯》全球最有影响力人物三甲。即：从中国的经济实力和全球影响力来看，中国推动人民币国际化的时机已经相对成熟。

图4：中美GDP比较（中国GDP/美国GDP）



资料来源：wind资讯，南华研究

图5：中国GDP占全球GDP比重



资料来源：wind资讯，南华研究

但人民币国际化并非一厢情愿的买卖，在2008年之前全球主要金融中心对成为人民币离岸中心并未表现出多少热情；今年以前也并无G7成员成为人民银行货币互换协议的对家。与操作性更强的内部改革相比，外部对于人民币国际化趋势的认同度或许才是人民币国际化进程的决定性因素。

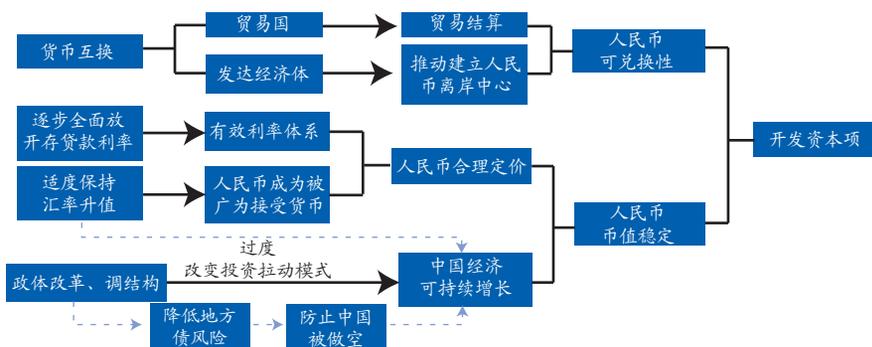
## 2. 人民币国际化迎来外部契机

金融危机、欧债危机及日本安倍经济学相继加剧了美元、欧元及日元等国际主要货币的汇率风险，在此背景下各国央行调整外储意愿上升。根据IMF公布的数据，2007年四季度全球已知币种外储总量仅为4.065万亿美元，美元储备有2.6万亿美元，占比63.9%；今年二季度全球已知币种外储总规模升至6.07万亿美元，而美元外储为3.76万亿美元，占比缩水至61.9%。这两个时期实际美元指数（对主要货币）均值分别为81.56和86.23，进一步印证了美元储备比重回落是各国央行外储结构调整的结果。同样的，在经历了欧债危机及安倍经济学后，欧元和日元的国际储备货币地位也受到了一定的撼动。

在此背景下，人民币国际化进程迎来主要时机。2008年12月开始人民银行加快了与别国央行签订货币互换协议的步伐；2010年6月人民银行实施了二次汇改，加速推动人民币汇率升值，并以币值稳定增强别国对人民币的信心。二次汇改至今人民币相对美元升值幅度已超10%。其中有两个阶段人民币汇率升值速度较快：一是2010年6月~2011年6月，该时期既是国内二次汇率改革的初期，同时也是美联储推出QE2并导致美元快速贬值的时期；二是去年四季度后，此间美联储货币政策调整预期升温。显然，美国货币政策调整时点总是人民币国际化进程提速的良机，进而人民币汇率升值步伐也会相应加快。但值得注意的是，所谓币值稳定并非特指人民币兑美元，而是要求人民币相对其他主要货币均呈现价值稳定特征，因此去年四季度以来人民币实际有效汇率屡创新高。

今年6月及10月英国央行及欧洲央行分别与人民银行签署货币互换协议，显示出G7成员对人民币国际化趋势的认同程度空前。值得注意的是，6月英国央行与人民银行签署的货币互换协议规模为2,000亿元人民币/200亿英镑，即：英镑兑人民币汇率为10，而今年1月以来英镑兑人民币中间价及即期汇率都不到10，也就是说当时推动与G7成员央行的货币互换是有较高成本的。四个月后，人民银行与欧洲央行签署的货币互换协议规模为3500亿元人民币/450亿欧元，即：欧元兑人民币汇率为7.78，尽管欧元相对人民币处于贬值通道，但截止11月4日欧元兑人民币中间价及即期汇率仍均高于8.23。我们有理由认为中欧货币互换反映了这并非一锤子买卖，欧洲地区或许已经存在一定的人民币流动性需求，且综合其他信息来看，巴黎、法兰克福等欧洲重要金融中心成为人民币离岸中心的意愿也在增强。

图6：人民币国际化路线示意图



资料来源：南华研究所

### 三、从货币互换看人民币国际化路线

人民币国际化的前提条件包括汇率定价的合理化和货币的可兑换性。其中，兑换性包括经常项目下的兑换和资本项目下的兑换。要使人民币成为广泛接受的货币，需要有两个前提：一是人民币汇率定价要较为合理同时免于剧烈波动；二是人民币具有较高的可兑换性。汇率定价合理又需要一个有效的利率体系为保障；防止汇率波动就要降低外部资金流动带来的冲击同时降低中国被做空的可能性，因此开放资本项目不宜操之过急。但在开放资本项前确保人民币可兑换的主要途径有两个：一是货币互换，二是建立人民币离岸中心，而前者在一定程度上也是为后者铺路，因此G7成员央行同人民银行签署货币互换协议可以看做是人民币国际化进程的重要转折点。

我们认为当下人民币国际化进程现阶段分为三条线：一条是暂时以货币互换为基础实现人民币部分可兑换性；第二条是推动利率市场化、建立有效利率体系，配合适度汇率升值实现人民币合理定价，并令人民币得到广泛认可；第三条是实施政体改革并逐步完成经济结构调整，防范中国经济大幅下滑的风险、有效抑制地方债膨胀，从而降低外部“做空”中国的概率，令人民币具备币值稳定的基础。最终上述三条路线将交汇于资本项开放，即：实现人民币国际化。

# 打造国际金融中心的必然之举

## ---上海自贸区对泛金融行业影响分析

徐健 张蓓 王淦

### 改革进入深水区 金融改革迫在眉睫 自贸区应运而生

中国(上海)自由贸易试验区于2013年9月29日上午10时正式挂牌。在上海外高桥保税区等4个海关特殊监管区域内,建设中国(上海)自由贸易试验区,是顺应全球经贸发展新趋势,更加积极主动对外开放的重大举措。试验区范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域,总面积为28.78平方公里。

自贸试验区将在未来10年中国的新一轮改革开放中发挥积极作用,其成功对中国经济的振兴及增长潜力的释放是至关重要的。通过实施更加积极主动的开放战略,上海自贸区将帮助中国适应全球经济和贸易的发展趋势,加快国内金融和体制改革,培育国际竞争力。此外,自贸区的长期利好更多地来自改革红利层面——通过政策创新而非优惠政策来提高效率。

总体而言,在上海设立自贸区的目标至少包括以下几个方面:探索深化改革开放以及与世界进一步融合的新途径;为行政改革,包括权力下放以及减少贸易与投资的管制和审批打造一个试验田;为关键的金融改革,包括资本项目自由化和人民币可兑换打造一个试验田;促进贸易特别是服务贸易、航运、金融和投资的发展。

上海作为国内金融中心,而且即将有望成为国际金融中心,自贸区的政策开放对金融业的影响是举世关注的。本文总结了上海自贸区的创新政策对银行、保险、证券等金融支柱行业的影响及其举措,希望通过自贸区金融政策的创新试点为今后非自贸区的金融服务业发展带来典范作用。

## 一、证券期货 - 国际化 打通境内外投资壁垒

### 1. 证监会出台相关政策鼓励自贸区的金融建设

按照党中央、国务院关于建设中国(上海)自由贸易试验区的重要战略部署,证监会将深化资本市场改革,扩大对外开放,加大对自贸区建设的金融支持力度。具体措施包括:

一、拟同意上海期货交易所所在自贸区内筹建上海国际能源交易中心股份有限公司,具体承担推进国际原油期货平台筹建工作。依托这一平台,全面引入境外投资者参与境

---

内期货交易。以此为契机，扩大中国期货市场对外开放程度。

二、支持自贸区内符合一定条件的单位和个人按照规定双向投资于境内外证券期货市场。区内金融机构和企业可按照规定进入上海地区的证券和期货交易所进行投资和交易；在区内就业并符合条件的境外个人可按规定在区内证券期货经营机构开立非居民个人境内投资专户，开展境内证券期货投资；允许符合条件的区内金融机构和企业按照规定开展境外证券期货投资；在区内就业并符合条件的个人可按规定开展境外证券期货投资。

三、区内企业的境外母公司可按规定在境内市场发行人民币债券。根据市场需要，探索在区内开展国际金融资产交易等。

四、支持证券期货经营机构在区内注册成立专业子公司。目前，海通期货、宏源期货、广发期货、申万期货和华安基金等机构正在设立或准备设立风险管理子公司和资产管理子公司。

五、支持区内证券期货经营机构开展面向境内客户的大宗商品和金融衍生品的柜台交易。

## 2. 期市国际化迎来历史性机遇

值得关注的是中国证监会以上公布的5条关于上海自贸区发展的支持措施中，4条与期货行业相关。市场人士认为，亮点在上海自贸区筹建国际原油期货平台，并以此契机推动期货市场国际化。业内预计，原油期货破题，将标志着中国期货市场对外开放实现“零突破”，相关期货及衍生品市场将迎来历史性的机遇。

证监会在上述支持措施中第一个提到，拟同意上海期货交易所所在自贸区内筹建上海国际能源交易中心股份有限公司，具体承担推进国际原油期货平台筹建工作。据知情人士透露，目前该股份公司是全资子公司，但未来不排除有其他股东加入。

按照证监会的表述，将“依托这一平台，全面引入境外投资者参与境内期货交易。以此为契机，扩大中国期货市场对外开放程度”。上期所酝酿已久的原油期货真可谓是“卧薪尝胆”十余年，市场翘首以待其推出，但又一直忧其会半途夭折。其实，我国在石油期货领域已经有过成功的探索。1993年初，原上海石油交易所成功推出了石油期货交易，后来原华南商品期货交易所、原北京石油交易所等相继推出石油期货合约，其中原上海石油交易所交易量最大。不过随着期货市场清理整顿和原油流通体制改革，原油期货被叫停。

很明显的是，这次上期所确实抓住了上海自贸区建设的东风。就在自贸区挂牌10天后，上海期货交易所筹备多年的石油沥青期货挂牌上市，这是上期所自推出燃料油后的第二个能源类品种，业内人士预计，石油沥青期货上市是为未来推出原油期货“铺路”，因为从市场、交割等方面都有很多相同的地方。

上期所人士指出，原油期货最核心的三个原则是“国际平台、净价交易、保税交割”，未来原油期货将在自贸区国际原油期货平台上市，目前正在积极做好上海国际能源交易中心股份有限公司注册前的准备工作。上述期货业专家表示，在上海自贸区成立的上海国际能源交易中心股份有限公司可能会成为上期所的“分所”，但交易系统并不会独立于原有系统。“目前原油期货已没有制度障碍。”上期所人士表示，在上海自贸区内建设期货平台更有利于上海国际金融中心的建设，在国际平台上，除境内自然人、法人、境内期货公司外，将引入境外特殊参与者，此前《期货交易管理条例》的修订已为境外投资者参与境内期货市场解除了限制。引入境外投资者、外汇政策、海关政策等方面均获得相关部门的大力支持，配套政策正在加紧完善中。

### 3. 自贸区将成期货公司业务创新试验田

期货公司的创新业务在不断被放开，虽然众多创新业务盈利模式尚在探索中，但自贸区已然成为期货公司进行创新业务的试验田，众多期货公司对借助自贸区开辟新的利润点也怀有很大的希望和信心。

自贸区管理委员会负责人此前表示，除上期所的能源交易中心外，黄金期货交割仓库的建立、金融期货交割机构的建立、一些期现结合机构的建立，都在申请办理中。证监会此前也表态指出，支持证券期货经营机构在区内注册成立专业子公司，支持区内证券期货经营机构开展面向境内客户的大宗商品和金融衍生品的柜台交易。

根据中国期货业协会7月份公布的数据，虽然已经有16家期货公司风险管理子公司成立，但是先期进入自贸区开展业务的，仍以券商系为主。以申银万国期货为例，其在自贸区成立的申银万国智富投资有限公司，注册资本5000万元，经营范围主要包括仓单服务、合作套保、基差交易等许可经营项目，以及资产管理、投资管理、投资咨询、实业投资、国际贸易、转口贸易等。期货公司设立的风险管理子公司可以围绕期货市场定价和风险管理，为实体企业提供丰富多样的期现结合产品及服务，其试点的主要业务包括仓单服务、合作套保、定价服务和基差交易等四个方面。

自2012年以来，国内期货市场经历了显著的发展，资产管理、自营、设立风险管理现货子公司等创新业务的出现使得期货行业竞争更加激烈，业务也逐渐分化。在业务分化的背景下，期货公司的业绩分化也更加明显，创新业务将成为期货公司形成竞争力的关键。但是从今年的发展情况来看，期货公司的资管规模依然较小，而风险管理现货子公司，作为期现结合的盈利模式，在自贸区有很大的发展空间。

此外，自贸区所涉及的期货保税交割制度更加值得关注，而全球最大的金属交易所——伦敦金属交易所（LME）也有望在上海自贸区建立交割仓库。LME在全球14个国家的36个地区拥有700多家核准仓库，在亚洲LME共有9个核准仓库，但是中国内地尚无LME交割仓库。香港交易所行政总裁李小加此前表示，随着上海自贸区不断开放，LME在该区也会发展业务，不排除旗下LME未来在上海自贸区设立仓储交收仓库。

---

## 4. 券商、基金公司在自贸区的发展

自贸区新政为证券公司的创新发展带来了较大的发展空间。自贸区将为券商带来的业务方向包括投资类、融资类、财务管理类和交易类业务。业内人士预计，具体的创新业务则包括为跨境融资提供投行服务、为区内企业提供新型融资服务、为境内外投资者提供财富管理业务和参与区内各类金融市场的建设。预计未来三年自贸区人民币债券规模有望突破1万亿元，管理的高净值客户资产规模将达到1.65万亿元，而离岸债券和股票市场合计达7.31万亿元。

华安基金旗下子公司华安未来资产管理（上海）有限公司作为首批区内机构在揭牌仪式上正式获颁营业执照，由此成为首家在上海自贸区设立资产管理子公司的基金公司。华安基金总裁李劼表示，上海自贸区是国家启动新一轮改革进一步融入国际市场的试验区，意义重大，作为总部位于上海的基金管理公司，华安基金有责任积极支持国家战略，呼应上海自贸区的创新制度，同时也将抓住难得的发展机遇，充分利用制度环境做出创新业务，推动资产管理行业发展。

业内人士则分析指出，随着上海自贸区总体方案公布和各项金融改革政策措施的陆续出台和实施，将为基金公司专业子公司发展跨境产品带来新的机会。上海自贸区在工商注册等公司设立方面操作上相对简单便利，更加国际化，可同时享受区内各项金融改革的制度红利，为基金公司子公司的培育起步创造良好的先天条件，便于公司在较短时间内创办与发展。

## 二．银行业 – 多元化贸易金融与担保租赁创新拓展

### 1. 银监会出台自贸区银行业监管八项措施

银监会出台了银行业监管的八项措施，包括支持中外资银行入区发展经营，鼓励开展跨境投融资服务，支持区内开展离岸业务，简化准入方式，完善监管服务体系等。具体如下：

一、支持中资银行入区发展。允许全国性中资商业银行、政策性银行、上海本地银行在区内新设分行或专营机构。允许将区内现有银行网点升格为分行或支行。在区内增设或升格的银行分支机构不受年度新增网点计划限制。

二、支持区内设立非银行金融公司。支持区内符合条件的大型企业集团设立企业集团财务公司；支持符合条件的发起人在区内申设汽车金融公司、消费金融公司；支持上海辖内信托公司迁址区内发展；支持全国性金融资产管理公司在区内设立分公司；支持金融租赁公司在区内设立专业子公司。

三、支持外资银行入区经营。允许符合条件的外资银行在区内设立子行、分行、专

营机构和中外合资银行。允许区内外资银行支行升格为分行。研究推进适当缩短区内外资银行代表处升格为分行、以及外资银行分行从事人民币业务的年限要求。

四、支持民间资本进入区内银行业。支持符合条件的民营资本在区内设立自担风险的民营银行、金融租赁公司和消费金融公司等金融机构。支持符合条件的民营资本参与中、外资金金融机构在区内设立中外合资银行。

五、鼓励开展跨境投融资服务。支持区内银行业金融机构发展跨境融资业务，包括但不限于大宗商品贸易融资、全供应链贸易融资、离岸船舶融资、现代服务业金融支持、外保内贷、商业票据等。支持区内银行业金融机构推进跨境投资金融服务，包括但不限于跨境并购贷款和项目贷款、内保外贷、跨境资产管理和财富管理业务、房地产信托投资基金等。

六、支持区内开展离岸业务。允许符合条件的中资银行在区内开展离岸银行业务。

七、简化准入方式。将区内银行分行级以下（不含分行）的机构、高管和部分业务准入事项由事前审批改为事后报告。设立区内银行业准入事项绿色快速通道，建立准入事项限时办理制度，提高准入效率。

八、完善监管服务体系。支持探索建立符合区内银行业实际的相对独立的银行业监管体制，贴近市场提供监管服务，有效防控风险。建立健全区内银行业特色监测报表体系，探索完善符合区内银行业风险特征的监控指标。优化调整存贷比、流动性等指标的计算口径和监管要求。

## 2. 自贸区将成为人民币国际化的试验田

尽管具体的政策和规定尚未公布，“放宽准入”“扩大开放”无疑是两大关键词，以开放倒逼国内改革。特别是，自贸区将开展重大的金融改革，将在自贸区内试验利率自由化和人民币完全可兑换，然后向全国推广。中国人民银行上海总部副主任张新说，试验区内先行先试利率市场化和人民币资本项目可兑换，将在宏观审慎框架内，根据实体经济发展需要，按全国统一部署稳步推进，成熟一项推进一项。

草案还表明，准许更多私人资本进入国有资本主导的银行业领域，减少外资银行和保险公司设立分支机构的限制，推动人民币在贸易和投资中的跨境结算，改善中国企业的融资和海外投资途径，容许更多金融创新。

银监会将秉承审慎监管原则，探索建立符合区内银行业实际的相对独立的银行业监管体制，探索完善符合区内银行业风险特征的监控指标。存贷比、流动性等指标，则需根据区内银行业金融机构未来的实际业务开展情况进行优化调整。

上海自贸区挂牌当日，工、农、中、建、交、招商、浦发、平安、花旗和星展共10家中外资银行宣布自贸区分支机构成立，10月期间，汇丰、渣打、恒生银行也纷纷宣布

---

成立自贸区支行。同时，银监会将在全国政策框架下推动民营资本进入自贸区。但由于自贸区是在“境内关外”，需要实行分账管理，目前自贸区银行开展业务需静候分账核算系统获批，还有细则早日出台。

试验区内的金融机构将获准开展大宗商品贸易融资、全供应链贸易融资、离岸船舶融资、外保内贷等跨境融资业务，以及跨境并购贷款和项目贷款、跨境资产管理和财富管理业务、房地产信托投资基金等跨境投资金融服务。这些贸易和跨境结算业务的开展，有利于加速人民币的国际化进程，使之在区域贸易甚至全球贸易中起到更重要的作用。

## 三．保险业 – 新型业务的拓荒开垦

### 1. 保监会八项措施支持上海自由贸易试验区建设

中国保监会29日表示，为充分发挥保险功能作用，将从八方面支持中国（上海）自由贸易试验区建设。

一是支持在自贸区内试点设立外资专业健康保险机构。

二是支持保险公司在自贸区内设立分支机构，开展人民币跨境再保险业务，支持上海研究探索巨灾保险机制。

三是支持自贸区保险机构开展境外投资试点，积极研究在自贸区试点扩大保险机构境外投资范围和比例。

四是支持国际著名的专业性保险中介机构等服务机构以及从事再保险业务的社会组织和个人在自贸区依法开展相关业务，为保险业发展提供专业技术配套服务。

五是支持上海开展航运保险，培育航运保险营运机构和航运保险经纪人队伍，发展上海航运保险协会。

六是支持保险公司创新保险产品，不断拓展责任保险服务领域。

七是支持上海完善保险市场体系，推动航运保险定价中心、再保险中心和保险资金运用中心等功能型保险机构建设。

八是支持建立自贸区金融改革创新与上海国际金融中心建设的联动机制，不断强化和拓展保监会与上海市政府合作备忘录工作机制。

### 2. 保险业自贸区“试验田”蓝图逐渐明朗

上海自贸区总体方案及服务业扩大开放措施（下称“开放措施”）内有两条直接提及保险业，分别为试点设立外资专业健康医疗保险机构及支持开展人民币跨境再保险业

务，培育发展再保险市场。中国保监会也出台八项措施支持上海自贸区建设，从高端商业健康险先行先试到人民币跨境再保险业务，从扩大保险机构境外投资范围和比例到支持国际著名的专业性保险中介机构开展相关业务，以及对于航运保险的推动，均揭示保险业未来发展正酝酿巨大机会。自此，保险业自贸区“试验田”的蓝图正在徐徐展开。

### 引进医疗健康险

或许是因为我国医患矛盾的问题长久以来都比较突出，而作为补充的商业健康险一直以来在中国发展得都不太好。此次涉及到18个行业的开放措施中，专业健康医疗保险就占据一席。“试点设立外资专业健康医疗保险机构”使得外资在此“小众领域”得以开放。此次健康医疗险资的“引进来”或许能够在一定程度上提高商业健康医疗保险领域的服务以及促进更合理的定价，融入全球健康保险和服务体系。

根据目前法律规定，外国保险公司与中国的公司、企业合资在中国境内设立经营人身保险业务的合资保险公司，其中外资比例不得超过公司总股本的50%。此次上海自贸区的开放措施中也同时允许设立外商独资医疗机构，这其实是与外资在健康医疗保险领域的放开呈配套措施，以便进一步理顺整条健康产业链，最终撬动和改变整个健康险领域的现状。

### 加强再保险对外合作

与医疗健康保险“引进来”不同，需要在全球分散风险的再保险急需的是“走出去”。此次上海自贸区总体方案中，“支持开展人民币跨境再保险业务，培育发展再保险市场”成为深化金融领域开放创新的一部分。这其实是和人民币跨境使用先行先试的大背景捆绑在一起的。目前再保险大多还是在境内开展，遇到人民币标价标的再保业务，如要向境外机构进一步分保，则需要外汇审批，包括保费的分出以及赔付的摊回，会影响业务效率。而如建立人民币跨境再保险账户，则会加快再保险业务效率，并使险企免受汇率风险的影响，能够进一步加强上海再保险中心的建设。上海保监局表示，此措施使自贸区内人民币跨境再保险业务的开展条件更加成熟，沪港、沪台合作潜力巨大。而上海保监局方面近年也一直在推动在沪再保险机构与香港保险机构开展跨境人民币再保险业务，以及与中国港澳以及东南亚地区有关人民币清算协议的签订。

### 航运保险如鱼得水

自由贸易区容易成为国际物流中心，物流中心就会有资金结算需求，有资金结算需求就有助于促进功能型金融机构的聚集，推动国际金融中心建设。受益于2009年开始实施的上海国际航运中心建设国家战略和保监会的大力支持，上海地区航运保险发展居于全国领先地位，远远超过国内其他五大港口城市的相关业务量总和。人保财险、太平洋

---

产险、平安产险、阳光产险和永安保险的航运保险中心相继在上海成立。随着上海自贸区内关于贸易创新的明确，航运保险未来发展环境将更加优越。如在船舶登记制度上，区内企业可以将“洋山港”作为其拥有船舶的船籍港进行国际船舶登记，从事国际航运业务，增加船舶保险资源。同时，外贸进出口集装箱“沿海捎带”、海关“一线放开、二线管收、发展总部经济、“启运港退税”等一系列政策都有利于航运保险的发展。

为配合上海航运保险和中国(上海)自由贸易试验区保险的发展需要，上海保监局日前成立保险创新业务监管领导小组，负责对航运保险和自由贸易试验区保险进行监管。据了解，创新监管领导小组正有序开展工作的，探索自贸区内保险市场建设与监管路径，并广泛收集和研究分析新加坡、香港等全球各地自贸区保险市场发展情况，借鉴先进经验，以期更好地服务于上海国际金融中心和国际航运中心的发展战略，更好地支持上海自贸区建设。

## 四 . 互联网金融 - 创新先行先试

随着支付宝、阿里巴巴、苏宁云商等互联网巨头不断深入金融子行业领地、进行前所未有的互联网金融创新以来，可谓是硕果累累：余额宝已然成为国内规模第一的公募基金。虽然互联网行业对金融业领域的进军多少有些颠覆传统思路的味道，但其来势汹涌，连银行也陆续传出与以上公司战略合作意愿或计划，与此同时互联网金融概念热炒。而相关自贸区的相关政策细则未出，已有不少想第一个吃螃蟹的领跑者。

近期，亚洲金融翘楚SBI集团与陆家嘴集团、新希望集团签署战略合作备忘录，拟共同在上海自由贸易试验区开展金融创新业务，打造互联网金融服务平台。而SBI集团是全球知名的亚洲互联网金融综合集团，其入驻自贸区再度引爆证券行业对网络证券经纪商牌照放开的预期。业内人士指出，参考成熟市场发展轨迹，设立专业的网络证券试点公司为大势所趋。SBI借道自贸区进入金融服务领域，有望推动中国证券行业与互联网加速对接。

分析人士指出，SBI选择落户自贸区并非偶然。日前，监管层出台多项积极政策，拓宽证券公司在自贸实验区的业务创新空间。今年年初，监管层提出筹建专业网络证券试点公司。若未来在政策更为灵活的自贸区率先试点，将对中国证券行业产生深远影响。相关人士预计SBI集团不会涉足这片国内券商经纪业务这片红海，反而会在居民理财方面进行拓展，这个领域仍是蓝海，淘宝推出的余额宝之所以成功便是投网民所好。未来SBI集团有望依托其先进的互联网金融服务经验，切入理财蓝海。

## 自贸区金融改革旨在移植 推进上海金融国际化

上海自贸区作为现今中国深化改革的里程碑式举措，其对上海金融服务业的改革创新意义重大，对如今各金融子行业内同质化服务竞争带来了一股清新之风。以上金融领域的改革和开放与自贸区建设相辅相成，为了充分发挥自贸区的功能，使商品进出口自由、资金进出口自由、货币兑换自由和人员进出口自由，自贸区在一定程度上也往往是“金融自由”。正因为如此，自贸区的逐步发展与成熟将势必为上海成为国际金融中心创造有利条件。自本文截稿时消息，在若干领域形成的创新制度体系最长三年可复制和移植到自贸区外，那么这将意味着上海自贸区不仅为上海金融国际化铺路，同时也将为新一轮中国经济升级版改革开辟一条新路。



---

# 深圳前海新区对南方经济转型升级的影响

何涨芳

加快前海开发开放是中央赋予广东的重大历史使命。前海所要打造的不是一般意义上的开发区，而是具有改革探索意义的试验区；所要进行的试验也不是一般意义上的试验，而是带有全局性、战略性、前瞻性的试验。前海的重要意义不在于将来增加多少GDP，关键在于能不能闯出一条现代服务业转型升级的路子。

为国家改革开放积极探索、积累经验，始终是前海的一项重要任务。深圳前海深港现代服务业合作区获批为现代服务业综合改革试点区。前海国家战略的实施，不仅是深圳的新机遇，更是深圳辖区资本市场、证券、期货行业难得的历史性机遇。从某种意义上说前海就是深圳证券、期货行业，特别是财富管理行业的蓝海。

## 一、前海的发展建设规划

深圳前海深港现代服务业合作示范区位于深圳西部蛇口半岛的西侧，珠江口东岸，地处珠三角区域经济发展主轴和沿海功能拓展带的十字交汇处，毗邻香港、澳门，占地面积14.92平方公里，是迄今为止国务院批复的覆盖地域面积最小的战略发展区域。承担着中国探索改革开放科学发展的新路子、探索内地与香港紧密合作的新途径、探索转变经济发展方式的新经验的历史使命，被称为特区中的特区。

前海开发被正式写进了国家“十二五”规划纲要，将通过集约发展、打造精品，把前海合作区建设成为深圳发展方式转变的全新平台。

前海是深圳发展方式转变的全新平台，在产业安排和发展路径上，前海将走一条与前30年的深圳经济特区乃至长三角完全不同的发展路子。

深圳前海深港现代服务业合作区已获批为现代服务业综合改革试点区。前海未来发展的重点领域是金融、现代物流、信息服务、科技服务及其他专业服务等四大产业。这些产业都是近年来深圳市委、市政府积极推动支持的高端服务业，具有典型的高技术、高增值、高成长性和低污染、低排放特征，将成为前海打造“深圳质量”先进城区的有力支撑。由于前海产业走高端化路线，这个区域就是做现代服务业，不符合产业发展方向的企业将被拒绝入驻；但有些制造业公司内部如财务中心等模块，符合前海产业导向的也可以进来。就物流业而言，前海会慢慢淡化和弱化物流的仓储和运输，主要往供应链物流和物流总部上发展。除此之外，进驻的企业都要求是来前海发展其业务的增量和创新部分。前海的现代服务业将以金融业为主，金融业将来在前海要占半壁江山，可能有70%~80%的分量。

过去在新区建设上，要么采取开发区的形式，要么采取行政区划形式。前海将探索

“第三条道路”，即以法定机构来推动市场、社会、政府三者一起推进区域开发。前海将进行体制机制创新，形成一整套适合国情、适应市场、符合国际化运作要求的制度设计。借鉴香港等先进城市经验，通过立法的手段，在治理结构、项目审批、人事薪酬、开发建设管理体制、廉政建设等方面开展一系列创新。

前海管理局将成为全国第一家真正意义上的法定机构，全面依法履行前海开发建设的牵头职能，逐步实行企业化管理和市场化运作，实现前海合作区由传统政府治理向政府、社会、市场三方良性互动、合作治理转变。

在这块15平方公里的土地上，将来的规划产值是要达到1500亿。这意味着每平方公里的产出将达到100亿元，相当于目前深圳单位产出的25倍，比香港时下水水平高出两倍多。“十二五”期间要达到500亿的目标。

前海的开发发展力争在5年之内见到显著成效，主要包括两方面：一个就是产业的导入，让现代金融、科技与信息服务、现代物流等相关的现代服务业内容在前海高度集聚，通过5年或者更长一段时间，通过前海的开发迅速崛起，让深圳现代服务业发展，尤其是让高端服务业发展；第二个就是城市发展，前海大部分属于围海造城，是一块空白的地方，现在既把它作为一个产业区，也是一个现代化中心城区。现在前海可能什么都看不到，但是几年后，会看到那里出现一个现代化的城区，或者是最现代化的城区。

## 二、特殊政策支持下的前海

广东省编办会同省有关部门将国家已赋予广东省的涉及服务业发展的部分省级管理权限，直接下放或委托前海管理局依法实施，进一步全面落实前海在非金融类产业项目审批管理上相当于计划单列市的经济管理权限；对法律、法规和规章规定不得委托或下放以及需省综合平衡的省级管理事项，前海深港现代服务业合作区管理局与省建立直接请示关系，与深圳市人民政府为报备关系。

中央政府支持深圳前海开发开放的最新政策有：打造现代服务业体制机制创新区、现代服务业发展集聚区、香港与内地紧密合作的先导区、珠三角地区产业升级的引领区。一系列政策是促进深港、粤港融合的又一项“实实在在的举措”。前海合作区建设以现代服务业为重点，这些举措不仅有利于两地在现代服务业领域实现优势互补、发展升级，也可为粤港乃至大珠三角区域合作树立成功典范。

另外，《广东省人民政府关于支持前海加快开发开放的若干意见》支持前海打造社会主义法治建设示范区、支持前海建设深港人才特区、支持前海开展土地管理制度改革试点、支持前海建设低碳生态城区、支持前海改善周边交通运输条件、支持前海创造便利通关环境、支持前海探索法定机构运作的新模式、加强组织领导等方面。

财税政策包括对前海符合产业准入目录及优惠目录的企业减按15%的税率征收企业

---

所得税。减少征收所得税会有助于企业回收成本，将吸引更多香港企业落户前海，并为企业发展高端服务业提供帮助。对注册在前海符合规定条件的现代物流企业享受试点物流企业按差额征收营业税的政策。

在人才政策上,则是将为境外人才、海外华侨和归国留学人员在前海的就业、生活以及出入境提供便利；允许已取得香港执业资格的专业人士直接为前海企业和居民提供专业服务,服务范围限定在前海内；允许已经取得中国注册会计师资格的香港专业人士担任内地会计师事务所合伙人。对符合前海规划产业方向的境外高端人才和紧缺人才,取得暂由深圳市政府按照内地与境外个人所得税负差额给予的补贴,免征个人所得税。

特殊政策在法制方面主要是支持前海营造适合服务业开放发展的法律环境,包括探索香港仲裁机构在前海设立分支机构,探索完善内地与香港律师事务所联营方式等。在法律政策方面,优良的法律环境也有助于增加企业发展的信心。

特殊政策还涉及深港两地教育、医疗方面的合作,包括允许香港服务提供者在前海设立独资国际学校,其招生范围可扩大至在前海工作的取得国外长期居留权的海外华侨和归国留学人才的子女；允许香港服务业提供者在前海设立独资医院。此外,政策也提到加强电信业合作等。

### 三、前海的8项金融创新政策

国家发改委发布建设前海粤港金融合作载体,其主打的四大产业中金融居首,是经过“一行三会”和驻地监管机构反复研究后推出的政策。香港是国际金融中心,现代金融服务业是深圳未来的发展方向,因此从金融入手对深港两地都大有裨益。

金融创新是前海政策及前海定位的重点。前海在金融领域的创新发展将进一步提升深港在全球金融竞争中的实力,借力于前海的开发,深圳和香港的金融中心地位都将得到提升和巩固。

去年,在香港回归15周年之际,中国国务院批复深圳前海深港现代服务业开发开放有关政策。支持深圳前海实行比经济特区更特殊的先行先试政策,从金融、财税、法制、人才、教育医疗及电信等六个方面给出22条支持措施。六个方面的先行先试措施将构建前海比经济特区更特殊的区域政策框架体系,将打造现代服务业体制机制创新区、现代服务业发展集聚区、香港与内地紧密合作的先导区、珠三角地区产业升级的引领区。22条政策中,金融方面着墨最多,占到8条,超过1/3。

这8项金融政策分别是：1、支持前海构建跨境人民币业务创新试验区；2、探索试点跨境贷款；3、支持前海企业赴港发行人民币债券；4、支持设立前海股权投资母基金；5、支持外资股权投资基金在前海创新发展；6、支持在CEPA框架下适当降低香港金融企业的准入条件；7、支持前海试点设立创新金融机构和要素交易平台；8、支持境内

外金融机构在前海设立国际性或全国性管理总部、业务运营总部。

上述政策“惠港”意义十分明显。尤其是第一和第八条。鼓励各种金融机构在前海设点，向全国和全球市场布局，虽然是为了加强香港国际金融中心的地位，但强调支持各种金融机构到深圳前海设立面向全国和全球的管理、运营中心，市场影响不容小觑。

支持前海构建跨境人民币业务创新实验区，既可以理解为是金融产品及其服务的创新，也可以理解为金融制度的创新。可看成是人民币资本项目可兑换的前奏。中国的政策取向是逐步实现人民币资本项目可兑换，深圳前海作为整个国家在现代服务业先行先试的区域，走在前面。作为人民币资本市场的试点，前海可以成为香港金融企业进入广东乃至全国的平台。

前海不仅将获得更大金融市场份额和交易规模，还会为整个中国经济提供更多国际化的交易模式，以便中国金融全局性、系统性的改革找到更符合国际惯例的市场化路径。而已经是全球市场化典范的香港，作为中国经济对外最大、最自由、最开放、最具活力的窗口，其地位会获得更进一步加强，更深更好地融入祖国的发展之中。

深圳前海的八项政策是中央政府对大珠江三角区域深化合作的肯定。不仅是中国内地金融可能有重大突破的先兆，更不仅是单纯的“惠港政策”，而是大中华地区整体经济结构的调整首先对内地、对深圳特区而言，是对30年以来以“三来一补”外贸加工形成的出口经济格局的升级换代。符合深港两地目前实际情况的，既对深圳乃至整个广东腾笼换鸟的发展有好处（这是从出口转变为现代服务业）。香港也将依靠广大内地市场加固本已形成的香港国际金融中心的地位。

从已经入驻前海的金融企业类型来看，目前前海已经成为基金公司注册的首选之地。据统计，证监会2012年至今新批的基金管理公司中，有1/4落户前海；基金子公司、期货子公司中有1/3落户前海。与此同时，私募股权在前海也已经形成聚集效应。在已入区的金融企业中，私募股权投资类企业占比超47%。同时，2012年3月，前海人寿成立并落户深圳前海合作区；2013年5月，前海股权交易中心成立；2013年6月，招商银行前海分行开业，东亚银行、汇丰银行、恒生银行等外资银行也已获批筹建前海分行，一批新的金融机构依托前海而生。

前海未来将可能被打造成“深圳特区中的特区”。这里不仅将是未来内地金融体制改革创新的创新区，也可成为香港人民币业务离岸市场与内地在岸市场的连接点。

## 四、跨境人民币双向贷款是前海改革最大突破

前海事关人民币国际化战略性的金融布局。国内的利率改革、汇率改革，包括人民币国际化还没有完全到位，这就是前海最大的机会，也是前海建设财富管理中心先行先试最大的前提。携手香港，共同构建跨境财富管理中心，主要的定位是构建以跨境资产

---

管理为特色的创新型财富管理。打通境内、境外资产管理，在岸、离岸资产交易，是前海财富管理中心最大的特色和最大的亮点。先行先试22条支持措施中的金融创新赋予前海在人民币国际化，以跨境人民币贷款为突破口的人民币国际化，以及资本项下开放方面先行先试具体的一些政策。

前海最大的突破在于跨境双向贷款，以建立一个正常的人民币回流、循环机制。在人民币国际化的起步阶段，就把循环流通机制建立好，这将有利于下一步再走出去，甚至于有利于在更高层次上进行体外的正常循环。

建立人民币双向跨境流通机制，即建立人民币的循环回流，主要是考虑人民币双向跨境贷款，以及考虑更多地利用香港低成本的资金，支持深圳及前海的开发建设，包括允许更多的前海金融机构企业到香港发债，在香港设立人民币股权母基金，通过人民币跨境交易机制吸引股权基金进驻前海及深圳。另外也可以方便境外人民币有一个合理的投资及增资的渠道，如前海可作为港澳居民A股投资的窗口。

人民银行于2012年12月27日正式批准实施《前海跨境人民币贷款管理暂行办法》，目前已开放香港地区的银行对于深圳前海特区所注册成立并在前海实际经营或投资企业办理跨境人民币的贷款，且人民币贷款期限及利率，是由借贷双方按照贷款实际用途在合理范围内自主确定。据悉，今年7月，渣打香港与深圳国际共同签署1亿元人民币、为期1年的前海双边跨境人民币贷款协议，向深圳国际提供了首个前海跨境贷款。

深圳将争取利用人民币国际化和金融市场开放的契机，深化深港合作，通过支持香港建设人民币离岸金融中心，强化深圳作为人民币跨境流通主要渠道和人民币计价金融产品与服务创新重要主体的地位，加强资本市场和财富管理业务等优势领域的国际合作，有效参与国际金融合作和竞争，提升深圳金融业的开放度和影响力。

## 五、广东金融创新的三大平台

为了打造成金融强省，广东全力打造广州南沙、深圳前海和珠海横琴三个金融创新和开放平台。去年6月的广东省金融工作会议，提出了深圳前海、珠海横琴和广州南沙这三大广东金融平台以及在金融改革和开放发展中的不同定位。并且签署了《南沙、前海、横琴三地友好合作协议》，三地正式建立战略合作关系。前海注重与香港资本市场的对接和错位发展，着力探索创新与香港金融服务业合作的新模式，探索资本项目对外开放和人民币国际化的新路径，构建跨境人民币业务创新试验区和高水平的保险（放心保）创新试验区。横琴新区的金融更多的是为国际自由贸易提供服务，着力探索建立有利于资本跨境流动的金融机制，重点发展离岸金融，探索人民币离岸业务在岸交易结算，探索开展跨境产权(股权)交易，组建多币种产业投资基金，积极拓展粤港澳金融合作发展空间。广州南沙是利用珠三角中的龙头地位，为科技、产业金融提供配套，发展与实体经济相关的金融期货业务，依托粤港联合创新示范区，着力建设现代金融服务

区，在粤港澳金融合作、商品期货、航运物流金融、保险改革创新等方面先行先试。依托三大金融创新平台支撑实体经济发展的鲜明定位，使得各大金融机构纷纷抢滩入驻。而近日又传来深圳前海将与广东省其他国家级试验区平台一起，联手香港共同争取建立粤港澳自由贸易区的消息。

三地合作的主要内容包括，在发展战略方面、粤港澳合作方面、经贸科技方面、国土规划方面、财务交流方面、基础设施建设方面、企业服务方面和人才交流与管理方面。合作目标要在构建科学发展模式中不断取得新进展，成为互相学习、共同提领的“铁三角”；在经济上要推动广东转型升级，构建战略性发展新平台，成为互补互利的“银三角”；在于粤港澳合作方面，要不断开创新局面，打造成中华民族的“金三角”。

从金融创新政策上来看，前海金融改革方面主要包括支持前海构建跨境人民币业务创新试验区、发展人民币离岸贷款等；南沙则为中心湾区和交通枢纽、城市综合服务区、建设航运金融实验区等；横琴在金融创新方面，主要是在CEPA框架下深化粤港澳金融合作、拓展港澳金融业发展空间的新平台，促进珠江口西岸金融服务业发展的先行区和鼓励金融业务创新的示范区，海关税收优惠方面也作出了重大的突破。

在前海规划获国务院批复三周年之际，广东省级层面支持前海开发开放的36项配套政策也正式浮出水面。目前珠三角地区三个综合试验区中，广东省将前海提至“核心功能区”的地位。在36项配套政策中，“支持将前海建设成为珠三角金融改革创新综合试验区的核心功能区”、“支持前海湾保税港区向自由贸易园区转型升级”等新提法受到广泛关注。广东省将通过在前海湾保税区率先落实CEPA框架下运输、物流、货物检验等方面，积极为前海争取实行贸易便利化、航运服务、离岸贸易、离岸金融、启运港退税等先行先试政策，打造深港国际航运服务平台。顺应我国扩大进口的趋势，支持前海建设国家进口贸易促进创新示范区。支持前海设立各类创新型金融机构和要素交易平台。支持前海在CEPA框架下降低港澳金融机构进驻前海的资产规模、持股比例、业务范围；支持前海股权交易中心发展成为区域性场外交易市场。支持前海建立保税研发中心、检测维修服务基地、离岸金融试验区、融资租赁产业集聚区等功能平台，鼓励探索开展产业（股权）投资基金试点。省重点支持的服务业项目优先考虑落户前海。

## 六、前海发展推进南方经济转型升级

作为深圳特区未来发展的新城市中心，前海通过粤港合作引入香港的体制资源和管理模式，使前海成为我国更高层次开放型经济的试验平台，真正把前海建设成为粤港合作先导区、体制机制创新区、现代服务业聚集区和结构调整引领区。粤港将在强化“一国”共性的前提下，强化“两制”的互补性，化制度差异为制度优势，让两个不同特区的体制在整合中产生“集聚反应”。

---

粤港可利用前海创新区，促进两地证券、期货交易的 合作，内地可以透过前海创新区投资香港 的股票、期货和各类基金，香港也可以透过前海创新区投资内地 A 股证券和期货交易等。粤深两地还可以通过前海创新区展开外汇市场、黄金市场、期货市场、股票市场的深入合作，联合拓建国际能源期货交易市场。前海还可建设成为中央银行及各大商业银行的南方总部基地，同时吸引香港及海外的银行来设立分行，形成金融聚集创新的优势。

大力发展前海新区的物流经济，不仅可以增加现代服务业在广东 GDP 中的比重，而且可以降低珠三角制造业的外部生产成本和商务成本，提高制造业供需各个环节的流通速率和协作效率，强化珠三角优势制造业，推动广东经济结构转型升级。

前海地区作为穗深港黄金走廊的重要枢纽、毗邻全球重要的高科技制造业基地，可直接为珠三角的高新技术产业研发基地、深圳的创新科技和东莞、惠州的电子信息产业提供国际化的科技服务平台，打造以电子信息、互联网、生物医药、新能源为核心的国家科技创新和产业创新中心。要鼓励香港科研机构在前海设立附属机构，参与国家和地方科技专项，探索深港科技财政资金支持创新服务的新模式。支持发展深港跨境检验检测服务，探索海关监管新模式，为深港两地科技创新提供便利服务。

前海中心区位于香港 - 深圳 - 广州的中心，处于珠三角黄金发展轴心，其地位和作用非常独特，完全可以打造成与纽约曼哈顿、伦敦金融城、东京新宿和香港中环比肩的中央商务生态区，从而开启深圳商务、商业一个崭新的时代。前海中央商务生态区应重点依托跨国采购和展示交易功能的发挥，将前海建设成为集口岸贸易中心、采购交易中心、营运控制中心、贸易服务中心于一体的国际级商贸区和深港共建全球性贸易中心的重要载体。

广东省通过三地合作机制在下一盘打造世界级城市群的棋局，从“金三角”三地扩散至到广佛肇、珠中江、深莞惠“三圈”，最后将广佛肇、珠中江、深莞惠“三圈”打通广东整体任督二脉，打造世界级城市群。而前海合作区的开发无疑是深化粤港、深港合作、促进区域经济共同发展、打造珠三角更具综合竞争力世界级城市群的重要推手。

# “走出去和引进来”——QDII和RQFII介绍

吴明星

## 一、QDII、RQFII及其历史进程

### 1. QDII、RQFII简介

QDII (Qualified Domestic Institutional Investors) 是合格境内机构投资者的英文单词的首个字母缩写。该政策是指在我国人民币资本项下不可兑换、资本市场未开放的特殊条件下,在境内设立,经我国有关部门批准,有控制地,允许境内机构投资境外资本市场的股票、债券等有价值证券投资业务的一项制度安排。这里的有关部门指的是中国证券监督管理委员会 (China Securities Regulatory Commission),所以通俗一点就是,QDII政策出台后,国内的机构经证监会批准就可以在一定额度内将人民币换成美元去投资国外的股票、债券等有价值证券投资业务。

而相对QDII的人民币走出去的政策来说,RQFII (RMB Qualified Foreign Institutional Investors)政策填补了境外人民币走进来的渠道空白。其中QFII (Qualified Foreign Institutional Investors)是指在资本项目尚未完全开放的国家 and 地区,实现有序、稳妥开放证券市场的特殊通道。通俗点将就是说QFII政策出台后,被证监会认证为有资质的境外机构将被允许把一定额度的外汇资金汇入并兑换为人民币,通过严格监督管理的专门账户投资国内的证券市场,包括股息及买卖价差等在内各种资本所得经审核后可转换为外汇汇出,实际上就是对外资有限度地开放本国的证券市场。而R指人民币,RQFII就是将上述QFII定义中的美元改成人民币,RQFII使得境外的人民币进入国内有了合法的渠道。另外,RQFII在推动人民币国际化进程的方面也值得玩味。

### 2. QDII、RQFII的历史进程

QDII最初由香港特区政府部门最早提出,但与QFII(外国机构投资者机制)一样,在外汇管制下,QDII可以说是为人民币走出国门提供制度保障。而且由于人民币不可自由兑换,QDII、QFII在技术上和制度上都有着相当大的障碍。但相比之下QDII的制度障碍要小一下。

QDII如果通过,就意味着将允许内地居民外汇投资境外资本市场,即投资于香港及其他国家资本市场,这样就能为香港的资本市场注入新的活力,虽然从资金状况看,对市值已近34000亿港元的庞大的香港资本市场而言,可能只是杯水车薪,但香港政府相信,随着国内资本账户的不断开放,中国内陆未来将会给中国香港提供源源不断的动力,这将加强香港在亚洲金融中心的低位。从国家层面上看,QDII也可以为我国有序开放资本市场积累经验,将为培育内地机构投资者起到积极作用。QDII给资本市场的冲击

---

虽然很小，但对中国改革方向预期却是重大的政治信号，标志着我党对中国资本市场开发的改革决心和改革方向。

2006年4月13日，中国政府最终通过了QDII，国内的机构经证监会批准就可以在一定额度内将人民币换成美元去投资国外的股票、债券等有价证券投资业务。

但由于通过QDII渠道投资国外资本就要承担汇差变动的风险，在人民币的升值过程中，与QDII相关的理财产品可谓是历经坎坷。从2007年2月起，中国银行和招商银行QDII产品陆续推向市场，但人民币随后一次又一次的突破了心里底线，汇率屡创新低。按照QDII的相关规定，以人民币投资QDII产品的投资者，其人民币必须兑换成美元来参与，到期之后，美元的投资本金和收益最终是要结汇成人民币的，所以最后获得的实际收益率将是扣除人民币升值的收益。这样一算，QDII产品难有正的投资收益，所以并没有得到市场的认可。

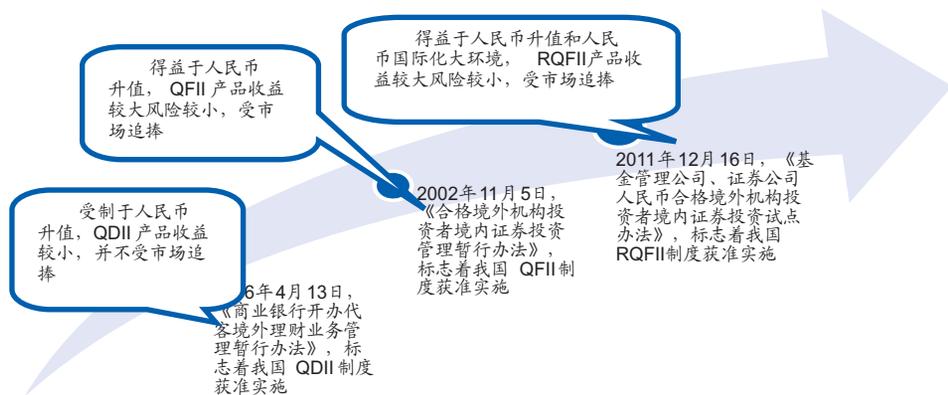
与此相反的是QFII产品的实际收益率是加上人民币升值的收益，所以QFII产品借着人民币的升值东风从诞生到至今得到了长足的发展。

我国证券市场经过十多年的发展，整体规模、功能和效率大大提升，已经成为亚太地区最大同时也是最有活力的证券市场之一。世界投资者都跃跃欲试，但却苦于没有渠道。而另一方面，目前我国证券市场中的机构投资者比重远远低于境外成熟市场，这严重制约了我国证券市场功能的发挥。在国外资本迫切进入我国资本市场而不能的背景下，QFII呼声越来越高。从2001年下半年开始，就陆续有专家建议我国政府尽快引入QFII制度。此后，有关管理部门成立了专门研究小组对此进行研究。2002年6月10日，时任中国证监会主席周小川在出席国际证监会组织(IOSCO)第27届年会时正式谈到QFII并对此给予了很高评价。7月18日，深交所举办了“引进合格的境外机构投资者座谈会”。这次会议解决了许多QFII的技术问题，对我国引入QFII机制具有重要意义。11月5日，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式出台，标志着备受瞩目的QFII正式登上中国证券市场大舞台。

在QFII产品风生水起的同时，人民币国际化的提法慢慢浮现。人民币虽然在亚太地区已经得到较大的认可和广泛的流通，但人民币的回流却一直缺少合法的渠道，这使得人民币国际化只是纸上谈兵。通过将近十年QFII业务实践，我国已逐渐建立了较完善的政策与法规以及业务管理机制，同时积累了一定的经验，为RQFII业务的推出奠定了制度和法律基础。

2011年8月17日，时任国务院副总理的李克强在港出席论坛时表示，将允许以人民币境外合格机构投资者方式（RQFII）投资境内证券市场，起步金额为200亿。

图1:QDII、RQFII的历史进程



资料来源：南华研究

随后在2011年12月16日，证监会、中国人民银行、外管局联合发布了《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，允许符合一定资格调教的基金管理公司、证券公司的香港子公司作为试点机构，运用其在港募集的人民币资金开展境内证券投资业务，这意味这RQFII业务试点正式启动。

国家外汇管理局也在当时批准了9家基金系公司，12家证券系公司各100亿元人民币额度。汇添富香港和海通国际抢先发售了RQFII人民币债券基金。之后其它获批的机构也陆陆续续推出自己的RQFII产品。虽然规定债券的比例必须要达到80%以上，但许多机构推出都是100%的债券类基金。债券收益虽然相对较小，但非常稳定，再加上人民币升值带来的收益可谓收益颇丰，RQFII成为近期的香馍馍。2012年4月，第二批RQFII拟新增500亿元人民币投资额度，专用于投资A股ETF基金，从一定程度上促进国内资本市场的发展。

虽然RQFII产品占的市场份额较少，但从人民币的国际化进程来看，RQFII为境外人民币的回流提供了一个比较好的渠道，同时也为人民币的国际化积累的经验。这也是中国资本市场对外开放的政策性突破，从国际经济的发展史看，RQFII将会随着中国经济的进一步发展而不断扩大。

## 二、RQFII的政治环境及其发展趋势

### 1. RQFII的政治环境

#### a) 国际政治环境

08年金融危机之后，国际社会也充分认识到，美元始终没有办法很好兼顾其一国货币和国际货币属性的双重身份，在本国利益和国际大局利益出现不可调和的矛盾时，美

---

国的天平始终会倒向一国货币一边。最终大家清醒的认识到只有竞争性的货币体系才是最有效和最能兼顾各国利益均衡。

对于与中国贸易往来密切的周边经济体来说，使用人民币结算，不仅能够规避汇率波动风险，而且也能加强了与中国贸易与地区合作。人民币的在国际货币的崛起还能带动整个东亚地区的贸易往来和地区稳定。

而对于发达经济体中的英、欧来说，早已不满美元只顾自身利益的货币政策，但也苦于自身繁忙国内政务和衰退的经济，没有精力和能力与美国叫板。所以都希望经济实力日益增长中国在国际上为人民币应有国际货币地位发声，代表货币弱势方向世界货币发行方发声抗议。

可以说，除了垄断者世界货币发行权的美国以外，绝大部分国家都是欢迎人民币国际化的。因为只有多元的国际货币体系，才符合国际社会的共同利益。这给予人民币良好的国际政治环境。

## b) 国内政治环境

美元偏向本国的货币政策损害了大部分持有美元资产的贸易伙伴国，而作为美国最重要的贸易伙伴的中国，持有了大量的美国国债等无风险资产，在此次危机中受到了巨大的冲击。此后中国政府深深认识到，货币国际化的重要性，国内、外的人民币国际化呼声也越来越高。而要实行人民币国际化，一般来说就要让别国使用人民币结算、使用人民币投资消费、最后把人民币储备货币。而在人民币国际化的过程却不能像美国那样顺利。

二战之后，美国经济、军事实力傲视群雄，很快地建立了以美元为中心的“布雷顿森林体系”，而布雷顿森林体系解体后，美元失去与黄金的挂钩，美元剧烈波动，就在美元霸主地位受到威胁之时，美国以提供军事为条件让中东国家以美元结算占国际贸易重头的石油，从而让“黄金美元”安全过渡到“石油美元”并沿用至今。在失去军事崛起可能的中国，只有靠经济崛起来实现人民币的国际化程度。而在此过程中就要解决别国使用人民币结算、投资、消费和储备之后的人民币回流问题，才只有很好的解决了在资本账户受到管制情况下人民币的回流问题，才能循序渐进的提高人民币的国际化程度。所以从这个角度上，其实可以把RQFII政策和近年来的互换政策看成

## c) 人民币国际化的政策组合拳。

自2008年12月以来,签订互换条约的国家越来越多，金额也越来越大。到目前为止，中国已经通过与韩国、马来西亚、印尼、香港、白俄罗斯、阿根廷、冰岛、新加坡、新西兰、乌兹别克斯坦和蒙古等签署货币互换协议, 2008年之后三年签订的互换金额之和将近是08年前三年签订的互换金额之和（按人民币计）的5倍左右。并且在RQFII政策推行之后货币互换金额这几年还有加速扩大的势头，在近几年还得到了欧洲地区的广泛认同。

表1：08年前人民银行货币互换情况

互换主体	互换币种	签约时间	互换金额（亿美元）
中国/泰铢	人民币/泰铢	2001年12月6日	20
中国/日本	人民币/日元	2002年3月28日	30
中国/韩国	人民币/韩元	2002年6月23日	20
		2005年5月29日	40
中国/马来西亚	美元/林吉特	2002年10月9日	15
中国/菲律宾	人民币/比索	2003年8月29日	10
中国/印度尼西亚	美元/印度尼西亚盾	2003年12月30日	10
		2005年10月17日	20
		2006年10月17日	40
合计			205

资料来源：刘文娟《货币互换合作下的人民币国际化研究》，广西人民出版社2012年版

表2:08至2012年前人民银行货币互换情况

经济体	签约时间	互换金额	有效期
韩国	2008年12月12日	1800亿元人民币/38万亿韩元	3年
中国香港	2009年1月20日	2000亿元人民币/2270亿港币	3年
马来西亚	2009年2月8日	800亿元人民币/400亿林吉特	3年
白俄罗斯	2009年3月11日	200亿人民币/8万亿白俄罗斯卢布	3年
印度尼西亚	2009年3月23日	1000亿元人民币/175万亿印尼卢比	3年
阿根廷	2009年4月2日	700亿元人民币/380亿阿根廷比索	3年
冰岛	2010年6月9日	35亿元人民币/660亿冰岛克朗	3年
新加坡	2010年7月23日	1500亿元人民币/300亿新加坡元	3年
新西兰	2011年4月18日	250亿元人民币/50亿新西兰元	3年
乌兹别克斯坦	2011年4月19日	7亿元人民币/1670亿苏姆	3年
蒙古	2011年5月6日	50亿元人民币/10万亿图格里特	3年
哈萨克斯坦	2011年6月13日	70亿元人民币/1500亿坚戈	3年
韩国	2011年10月26日	续签协议，规模扩大至3600亿元人民币/64万亿韩元	3年
香港	2011年11月22日	续签协议，规模扩大至4000亿元人民币/4900亿港币	3年
泰国	2011年12月22日	700亿元人民币/3200亿泰铢	3年
巴基斯坦	2011年12月23日	100亿元人民币/1400亿卢比	3年
阿联酋	2011年1月17日	350亿元人民币/200亿迪拉姆	3年
合计互换人民币金额	11362亿元		

资料来源：中国人民银行网站

表3:2012年1月至2013年11月人民银行货币互换情况

经济体	签约时间	互换金额	有效期
马来西亚	2012年2月8日	1800亿元人民币/900亿林吉特	3年
土耳其	2012年2月21日	100亿元人民币/30土耳其里拉	3年
蒙古	2012年3月20日	补充协议，规模扩大至100亿元人民币/2亿图格里特	3年
澳大利亚	2012年3月22日	200亿元人民币/300亿澳大利亚元	3年
乌克兰	2012年6月26日	150亿元人民币/190亿格里夫纳	3年
新加坡	2013年3月7日	续签协议,扩大至3000亿元人民币/600亿新加坡元	3年
巴西	2013年3月26日	1900亿元人民币/600亿巴西雷亚尔	3年
英格兰	2013年6月22日	2000亿元人民币/200亿英镑	3年
匈牙利	2013年9月9日	100亿元人民币/3750亿匈牙利福林	3年
阿尔巴尼亚	2013年9月12日	20亿元人民币/358亿阿尔巴尼亚列克	3年
冰岛	2013年9月1日	35亿元人民币/660亿冰岛克朗	3年
欧盟	2013年10月9日	3500亿元人民币/450亿欧元	3年
合计互换人民币金额		12905亿元	

资料来源：中国人民银行网站

2013年10月初与全球第二大央行欧洲央行签订的3500亿元货币互换协议，标志着人民币国际化迈上了一个新台阶。2013年以来RQFII也获得了快速的发展；仅10月份，中国就分别与英国和新加坡签署了规模为800亿人民币和500亿人民币RQFII额度的协议。仅12年、13年两年的人民银行货币互换额度总和就超过，08年至11年的人民银行货币互换额度总和，这也从侧面说明RQFII（2011年12月16日，我国RQFII制度获准实施）在促进货币互换进程的积极作用。

图2: 国内外政治环境



资料来源：南华研究

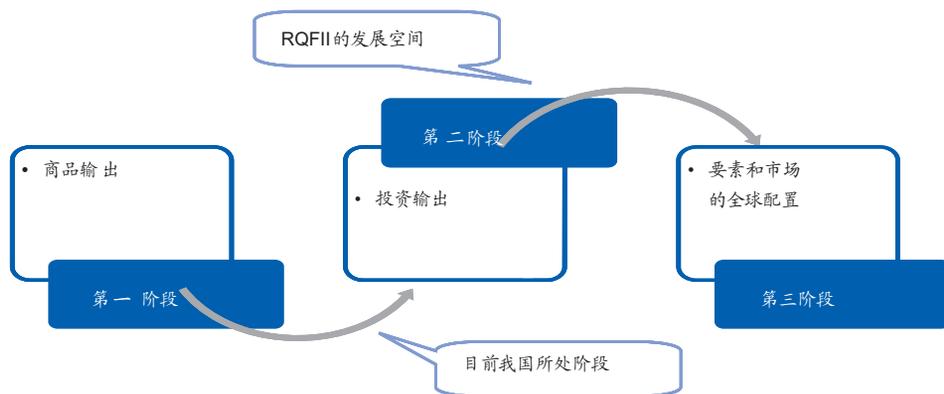
在此政策组合拳下，人民币国际化得到的成绩，环球银行金融电信协会日前发表的报告，指人民币在全球交易的市场占有率，由去年1月0.92%，跳升至今年8月的1.49%；交易确认结算的数量，同期增加逾一倍，超过瑞典克朗及韩元。

## 2.RQFII的发展趋势

RQFII除了助力人民币国际化之外，也给予了中国实实在在的利益。近年来的RQFII过程，促进香港人民币离岸金融市场的发展，为中资金融机构创造更多业务机会，促进国内资本市场的发展，并且还形成一个强大的外力倒逼国内的金融改革。

但另一方面，由于一个充满贬值预期的货币难以为海外接受，因而也是不可能走向国际的，所以在人民币以经济崛起为手段国际化的过程中就要必然承受外币贬值所带来的成本。这必将对大多使用人民币的中国出口企业造成巨大冲击，将在一定程度上影响中国经济的增长速度。

图3:我国全球一体化阶段



资料来源：南华研究

而从微观经济的国际化过程上看，通常要经历商品输出——投资输出——要素和市场的全球配置等三个阶段，目前我国经济体正处于由第一阶段向第二阶段转变的时期。人民币的升值也将促进这个转变过程，同时也是中国货币国际化的过程。顺利推进人民币的国际化过程，反过来会促进中国经济进一步融入世界经济体系。

所以RQFII还将有很大的发展空间。

### a)RQFII额度规模将继续扩大

近几年中国与世界各国签订的货币互换金额不断升高，伴随着人民币并大规模的结算、投资及储备，回流中国的人民币需求也会有所升高，这将促进RQFII的额度规模继续升级、扩大。而近年RQFII的发行与运作脉络可以也可有所察觉，首批200亿人民币的

RQFII投资规模到第二批新增500亿人民币的RQFII投资规模，投资额度规模的增加也从侧面反映了人民币国际化的程度。

表4：2013年10月30日RQFII投资额度审批情况

RQFII名称	累计批准额度（亿元人民币）
南方东英资产管理有限公司	226
嘉实国际资产管理有限公司	112.5
华夏基金（香港）有限公司	218
大成国际资产管理有限公司	19
汇添富资产管理（香港）有限公司	31
博时基金（国际）有限公司	46
海富通资产管理（香港）有限公司	29
华安资产管理（香港）有限公司	39
易方达资产管理（香港）有限公司	187
工银瑞信资产管理（国际）有限公司	8
上投摩根资产管理（香港）有限公司	8
广发国际资产管理有限公司	24
国投瑞银资产管理（香港）有限公司	8
富国资产管理（香港）有限公司	13
诺安基金（香港）有限公司	5
工银亚洲投资管理有限公司	8
基金系合计	981.5
申银万国（香港）有限公司	19
安信国际金融控股有限公司	14
中国国际金融（香港）有限公司	17
国信证券（香港）金融控股有限公司	17
光大证券金融控股有限公司	27
华泰金融控股（香港）有限公司	19.5
国泰君安金融控股有限公司	33
海通国际控股有限公司	49
广发控股（香港）有限公司	17
招商证券国际有限公司	17
中信证券国际有限公司	9

RQFII名称	累计批准额度（亿元人民币）
国元证券（香港）有限公司	15
中投证券（香港）金融控股有限公司	8
证券系合计	261.5
建银国际资产管理有限公司	8
泰康资产管理（香港）有限公司	16
中国人寿富兰克林资产管理有限公司	10
农银国际资产管理有限公司	8
恒生投资管理有限公司	10
信达国际资产管理有限公司	8
兴证（香港）金融控股有限公司	5
太平资产管理（香港）有限公司	8
中银香港资产管理有限公司	8
中国平安资产管理（香港）有限公司	10
汇丰环球投资管理（香港）有限公司	8
丰收投资管理（香港）有限公司	8
交银国际资产管理有限公司	8
惠理基金管理香港有限公司	8
南华资产管理（香港）有限公司	5
中国东方国际资产管理有限公司	10
东亚银行有限公司	10
东方金融控股（香港）有限公司	5
其他合计	153
合计	1396

资料来源：国家外汇管理局网站

## b) RQFII的投资项目管制将逐步放宽

首批RQFII要求产品中对投资的范围和比例有严格的要求，其中要求80%的比例为固定收益类投资，而权益类投资占比不得超过20%。但第二批RQFII产品中，对投资的范围有所放开，放宽到可以全部投资于A股ETF。预计此后RQFII的投资项目将进一步放宽，更加多样的境外人民币金融产品有望加入到境内资本市场的投资中来，从而进一步活跃国内资本市场、改善投资者结构。

### c) 授信的机构的门槛将逐步放低

出于风险的控制，首批RQFII的试点单位优先选择了境内基金公司和证券公司的香港子公司，但随着人民币国际化的要求和进程，对于RQFII机构类型的限制将随着人民币国际化进程和RQFII业务的发展逐渐放开。机构的公司类型将逐渐从证券公司和基金公司之的门槛放宽到允许商业银行、信托公司、资产管理公司、保险公司等金融机构；允许外资金融机构加入RQFII的范围也是政策门槛放宽的方向；最后 RQFII甚至很有可能把业务在台湾、澳门等人民币接受程度高的地区推广，甚至很有可能进一步向东南亚、欧洲等一些在一定程度上实现人民币结算的国家和地区推广，促使人民的回流，促进人民币国际化。

## 三、RQFII业务对我国金融市场的影响

上文我们也提到，RQFII和人民币互换是人民币国际化的政策组合拳，所以RQFII的发展必须依托人民币的国际化程度提高，而人民币的国际化程度的提高又要依托中国经济的不断发展。那么在谈及RQFII业务对我国金融市场的影响，就不可避免的要考虑中国经济的发展和人民币不断国际化的大背景。

进一步，在以经济发展为依托的人民币国际化战略框架下，如果为了轻易的让人民币贬值，那接受人民币货币互换的他国央行和RQFII产品必将受到损失，货币互换和RQFII政策组合拳的推进必然受阻，那人民币国际化进程也将因失去推力而搁浅。所以在人民币国际化的进程当中，中型甚至偏紧的人民币货币政策将是主要政策方向。而在08年经济危机过后，宽松货币政策席卷几乎除中国以外全球政府，这就让人民中长期处于被动的升值压力中。

综上所述，在国内经济不断发展、人民币国际化战略还是以国内经济增长为依托、人民币处于升值趋势等大前提下，RQFII业务才能对我国金融市场产生持续而深远的影响。

### 1. 国内外资产价格联动性增强

随着RQFII业务的不断发展，是对QDII、QFII很好的补充，进一步促进了中国资本账户的开放。这将导致资本流出和流出中国的成本大大降低，很好的降低了资本市场的交易成本，将使国内价格对国内外利差、汇差更为敏感，从而增强国内外资产价格联动性。

### 2. 缓解国内资本市场缺血状态

作为发展国家，资本市场的缺乏资金将是我国现阶段的常态。随着RQFII业务授信业务额度上限的不断提高和授信机构数量的不断增加，境外人民币的回流将在一定程度上缓解国内资本市场缺血状态。

### 3. 优化国内投资者结构和市场结构

我国资本市场处于发展初级阶段，相比国外的资本市场来说，国内还处于垄断或寡头的市场结构，市场容易受到操纵。而RQFII业务的发展，参与者渐渐多样化，加强国内资本市场的竞争性。第二批RQFII的额度全部用于A股ETF产品的投资，丰富了市场的产品，促进我国A股市场国际化，和引进和国外的先进金融技术和理念，优化了市场结构。

### 4. 促进中国经济的进一步发展

上文提到，从微观经济的国际化过程上看，通常要经历商品输出——投资输出——要素和市场的全球配置等三个阶段，目前我国经济体正处于由第一阶段向第二阶段转变的时期。RQFII将有力的促进这个过程以及人民币的国际化。而人民币国际化过程的顺利推进，反过来会促进中国金融市场进一步融入世界金融体系，获得金融一体化收益，从而促进中国经济进一步发展。



---

# 南华香港公司业务介绍

周亚科

南华期货（香港）有限公司（以下简称“南华香港”）是南华期货股份有限公司的全资子公司。南华香港成立于2007年9月，现注册资本1.21亿港币，成为了香港期货交易所（HKFE）交易会员、香港清算所（HKCC）结算会员、欧洲期货交易所（EUREX）交易会员、新加坡交易所（SGX）交易会员、伦敦国际金融交易所（LIFFE）交易会员、芝加哥商业交易所（CME GROUP）非活跃清算会员。

同时，南华香港旗下已成立南华投资顾问（香港）有限公司、南华资产管理（香港）有限公司、南华外汇（香港）有限公司、南华证券（香港）有限公司，以及美国公司等5家子公司。

## 一、南华香港主要发展历程

香港是一个充分国际化的金融市场，通过设立香港子公司，使其成为连接国内外金融市场的一个重要桥梁，有助于为广大投资者提供畅通、迅捷、安全的国际金融衍生品市场服务，学习香港及国际发达衍生品市场的经验，为我国期货市场的进一步改革开放积累经验。

根据2005年10月18日签署的CEPA3协议，香港政府允许中国内地金融机构在香港设立分支机构。2006年3月，南华期货获中国证监会核准前往香港设立子公司。

2007年6月，南华期货（香港）有限公司获香港证监会的批复，允许在港经营国际期货业务。2007年9月5日，南华香港正式开业。

南华香港秉承南华期货的经营理念，并以国际金融市场惯例为准绳，积极推进自身的可持续发展。在经营上采取谨慎稳健策略，持续推进公司发展：

2009年7月，成为香港期货交易所（HKFE）交易会员和香港清算所（HKCC）结算会员；

2011年3月，成为欧洲期货交易所（EUREX）交易会员；

2011年5月，成立南华资产管理（香港）有限公司；

2011年8月，成立南华投资顾问（香港）有限公司；

2011年11月，成为伦敦国际金融交易所（LIFFE）交易会员；

2011年12月，成为新加坡交易所（SGX）交易会员；

2012年8月，获得芝加哥商品交易所会员；

2013年7月，成为芝加哥商业交易所（CME GROUP）非活跃清算会员；

2013年8月，成立南华证券（香港）有限公司和南华外汇（香港）有限公司。

## 二、南华香港主要业务介绍

南华香港立足香港，依托旗下拥有的数家子公司，提供期货经纪业务、资产管理业务、证券经纪、杠杆式外汇交易、投资顾问业务和清算业务等全方位的金融衍生品业务，涵盖多个金融领域，满足投资者的多样化需求。

### 1. 境外期货经纪业务

自成立以来，南华香港致力于为投资者提供全方位的境外期货经纪服务，积极开展公司产品线，目前，南华香港可以交易的产品包含金属期货、外汇期货、指数期货、能源期货、农产品期货、利率期货共6大类近百种产品，覆盖芝加哥商业交易所（CME GROUP）、伦敦金属交易所（LME）、伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）、洲际交易所（ICE）、香港期货交易所有限公司（HKFE）、新加坡交易所（SGX）、东京工业交易所（TOCOM）、欧洲证券交易所（EURONEXT）、欧洲期权与期货交易所以（EUREX）等9大交易所。未来，公司将申请成为CME GROUP的活跃清算会员和成为洲际交易所（ICE）的交易会员，以进一步保证客户的资金安全。IT方面，南华香港拥有经验丰富的IT运维、服务支持与开发团队，配备标准规范的IDC机房和冗余交易系统，直联多家境外交易所，所有交易品种均实现多跑道冗余。目前，南华香港已拥有E-PAUL 3.0、闪电手、闪电王、外盘掌上财富、Glotrade、Qtrade、MC等多套交易系统，并拥有南华香港自有UTP接口，为机构客户提供统一的接入方式。此外，南华香港将持续提升外盘商品期货的专业化水平，以参与外盘商品期货的交割，为国内现货企业提供更为便捷的境外服务。

### 2. 资产管理业务：

南华资产管理（香港）有限公司（以下简称“南华资管”）于2011年5月获发香港证监会第9类受规管活动牌照，为客户提供资产管理服务旨在为客户提供多元化专业资产管理服务。目前，南华资管拥有丰富的产品线，既有高风险、高收益的主动管理型的权益类产品，也有风险可控、收益适中的被动式经调整指数跟踪型的量化产品，以及低风险的固定收益型的债券类产品等。此外，公司还通过对投资者的风险偏好分析，提供定制的投资管理服务、优化的资产配置服务等，提升客户的满意度。

此外，公司作为行业内唯一一家具有期货背景的资产管理公司，已经取得了中国证监会核发的RQFII资格，并已于10月30日取得国家外汇管理局核发的第一批5亿元外汇投资额度。作为RQFII境外机构投资者，公司可将批准额度内的境外人民币，投资于境内的资本市场，包括在证券交易所交易或转让的股票、债券和权证，在银行间债券市场交易的固定收益产品，证券投资基金，股指期货，参与新股发行、股票增发和配股的申购和可转换债券发行等。南华香港将以此为契机，为海外投资者提供丰富的国内资本市场投资产品，满足海外客户需求。

### 3. 证券经纪业务：

目前，南华证券（香港）有限公司（以下简称“南华证券”）已向香港证监会递交牌照申请，并正计划向香港交易所申请成为联交所的交易所参与者及香港结算的直接结算参与者。南华证券务求以提供股票、衍生权证、牛熊证、交易所买卖基金等产品的证券交易服务为基础，致力于发展成为全面提供证券及股票期权交易、保证金融资、投资顾问、基金产品销售、证券配售及包销等业务综合型券商，并期望能够借助母公司丰富的经验，为投资者提供一体化的金融服务。

未来，客户可通过在南华证券开立的现金证券帐户，买卖港交所上市的投资产品，包括股票、认股证、牛熊证、交易所买卖基金等；亦可于同一交易平台买卖于美国「纽约泛欧证券交易所（NYSE Euronext, 股票代码:NYX）」、「纳斯达克证券市场（Nasdaq Stock Market）」及「美国证券交易所（NYSE AMEX Equities）」上市的股票。

#### 4. 杠杆式外汇交易业务：

南华外汇（香港）有限公司已向香港证监会递交牌照申请，公司旨在提供快捷、高效、接通全球外汇市场、24小时全天候的交易平台，让投资者无须受到个别交易所交易时段的限制，能于环球市场中对各种状况实时作出响应，灵活捕捉投资机会。投资者更能以少量保证金(低至合约值的5%)进行杠杆式投资，放大投资额度，提高资金使用效率。

我司为客户提供七种主要货币（见表1）及七种交叉货币盘（见表2）以供选择。

表1：七种主要货币：

产品类别	每张合约金额
欧罗兑美元 EUR/USD	125,000 欧罗
美元兑日圆 USD/JPY	12,500,000 日圆
英镑兑美元 GBP/USD	62,500 英镑
美元兑瑞郎 USD/CHF	125,000 瑞郎
澳元兑美元 AUD/USD	100,000 澳元
纽元兑美元 NZD/USD	100,000 纽元
美元兑加元 USD/CAD	100,000 加元

资料来源：南华香港

表2：交叉盘:

产品类别	每张合约金额
欧罗兑日圆 EUR/JPY	125,000 欧罗
欧罗兑英镑 EUR/GBP	125,000 欧罗
欧罗兑瑞郎 EUR/CHF	125,000 欧罗
英镑兑日圆 GBP/JPY	62,500 英镑
英镑兑瑞郎 GBP/CHF	62,500 英镑
澳元兑日圆 AUD/JPY	100,000 澳元
纽元兑日圆 NZD/JPY	100,000 纽元

资料来源：南华香港

## 5. 投资顾问服务：

依托大股东南华期货拥有的研究所研发能力，南华投资顾问（香港）有限公司（以下简称“南华投顾”）通过策略报告会、行业论坛、有偿咨询服务产品等方式，为客户提供与期货相关的金融产品研究咨询服务，以搭建一个现货公司、机构性投资者、行业分析师的交流服务平台。目前，南华投顾提供的咨询项目具体如下：

表3：南华投顾提供的咨询项目：

咨询项目	咨询内容
外盘早讯	股指、金属、能源、农产品、股市、汇市等
资讯中心	宏观经济数据、商品基本面数据、热点专题等
投资报告	股指报告、金属报告、农产品报告、能源化工报告等
日常报告	股指期货、金属、农产品、能源化工等相关品种的日报、周报、月报和年报
其他报告	数量化投资交易策略报告、相关品种的策略报告、研究课题等

资料来源：南华香港

同时，南华投顾根据客户的需求，量身定做投资方案，为客户资金的高效运转提供全方位支持。

此外，南华投顾积极与南华资管合作，引入金融工程技术，参与各种策略模型的设计开发，例如非对称套保模型、二级筛选Alpha择时套利策略模型等。

## 6. 清算业务：

南华香港公司凭借前期申请的席位作为代理通道，为其它期货公司提供代理清算服务。

---

CME产品的清算业务将由美国子公司负责。新成立的美国子公司将拥有专业、稳健、全面的营运团队，会以严谨、细致的工作作风，制定有严格的后台运作管理制度、严密的风险管理体系，通过先进可靠的信息技术系统，保障CME旗下产品的清算业务的高效稳健运行，协助南华香港各项业务创新和管理创新，保障客户委托资产安全。

## 7. 创新服务：

南华香港在做好经纪业务基础工作的同时，积极探索海外期货业务新途径。为进一步整合高端客户的资源，促进境外期货业务的开展，南华香港于2012年11月成立了紫荆花俱乐部，该俱乐部立足香港，辐射全球，以协同全球各大交易所总裁与全球期货界精英们促进全球期货业发展和提供金融交流平台为宗旨，为会员搭建链接全球核心经济圈的金融网络，主要提供环球咨询、培训、账户诊断、数据定制、沙龙、环球商务游、投资者调研等多种服务。目前，紫荆花俱乐部的会员有芝加哥交易所、欧洲期货交易所、新加坡交易所、辉立期货私人有限公司、GHF Group、华人衍生品协会、美国华人金融协会等多家机构，并有国际知名经济学家张五常和芝加哥期权交易所董事总经理郑学勤等行业知名人士的加入。

南华香港的控股东南华期货股份有限公司致力于成长为以衍生品服务业务为核心的“全球性的金融控股集团公司”，在这一战略蓝图指导下，南华香港积极执行国际化发展战略，并以境外期货经纪业务为基础，逐步成长为包括证券交易、外汇交易在内的全牌照的公司，同时成为国际各大主流交易所的会员，提高抗风险能力。此外，公司将积极与国际金融机构进行业务沟通和交流，加强人才储备，提高公司的硬实力和软实力，提升整体竞争能力。



创新篇

海外市场的经验与借鉴

## 境外期货行业发展及业务模式浅析

张静静

自1848年具有现代意义的期货市场——芝加哥期货交易所（CBOT）成立以来，境外期货市场的发展大致经历了传统商品期货发展阶段、金融期货发展阶段、电子化与网络化、大规模并购上市四个发展阶段，而伴随着期货市场发展演变，期货行业围绕新产品、新业务展开了兼并收购和全球化的竞争，期货行业发展业态也发生了翻天覆地的变化，期货公司的经营模式、业务模式也发生了非常重大的变化。良性竞争令全球期货业快速发展并不断寻求创新。

### 一、境外期货行业的发展

期货交易从现货交易起步，产生了中远期现货交易，出现以保证金进行现货交易的方式，再发展成为现代的期货交易。进入上世纪80年代，期货开始进入电子化交易时代，电子平台的兴起解决了期货交易在地域和流动性上的局限性，但这也令传统业务模式受到冲击。随后，全球一体化进程推动下境外期货行业兴起了并购潮，期货公司数量在下降，但市场集中度和整体规模却在空前上升。总体来讲上世纪70年代至今境外期货行业已经经历了四个阶段：

#### 第一阶段——1970年代以前：以商品现货为背景的期货公司逐步发展繁荣

这是现代期货行业的起步阶段。与当时的市场特点相一致，许多期货公司也是从经营现货贸易的交易商或经纪商起步，逐步发展成为专业的期货经纪商。例如，MF global最早是一家经营糖的经纪公司，FCStone起源于一家鸡蛋批发商，R.J.O.Brien最初从事农产品生意，AMT的隶属于AMC金属集团的贸易部门，Sucden Financial的母公司是法国著名的糖商，一些国际大型投行的期货部门也来自于对一些现货背景的期货公司的收购，如Goldman Sachs的期货经纪部门于最早经营商品交易的一家小型家族企业J.Aron公司。

这一时期的期货公司发展具有以下显著特点：一是其经纪业务与现货经营密切相关；二是期货公司的收入主要依赖于交易通道和结算职能；三是期货公司的数量众多，且规模较小；四是期货公司业务范围主要局限于本国甚至某一地区之内。

#### 第二阶段——1970年代以后：金融期货推出带动金融背景的期货公司发展

20世纪70年代，伴随着越战和石油危机而来的滞胀沉重打击了美国和欧洲的经济，利率波动显著加大。布雷顿森林体系解体后，国际金融体系发生了急剧变化，浮动汇率

---

制代替固定汇率制，使全球贸易体系面对的不确定性大大增强。在这种背景下，金融期货品种应运而生。1972年5月，芝加哥商业交易所（CME）首次推出了英镑、加元等在内的外汇期货，同年10月，CBOT推出了第一个利率期货，即国民抵押协会债券。1982年2月，美国堪萨斯期货交易所（KCBT）推出了价值线综合指数期货合约，股指期货诞生了。同一年期权交易开始出现，这大大丰富了期货交易品种。

与此同时，1975年证券交易固定佣金制的取消大大压缩了传统证券经纪业务的利润空间，从而刺激华尔街的金融企业纷纷拓宽业务范围，寻求新的利润增长点。金融期货推出前后，一些金融公司意识到金融衍生品波动中蕴含着巨大的投资机会，也有一些投资银行认为通胀背景下参与商品市场可以最大程度上减少通胀带来的负面影响。在这种状况下，一部分投资银行成立了专门的期货业务部门或期货业务子公司，另一部分投资银行则收购了现有的期货公司，前者如美林证券、摩根大通等，后者如高盛集团等。在金融期货火爆的环境下，一些现货兼营期货的公司也通过IB渠道积极介入金融期货业务，如ADMIS以及爱荷华谷物公司（IOWA GRAIN CO）等都建立了IB渠道，RJ 奥布润也积极引入了IB，从而在金融期货市场中分得一杯羹。而另一些专业的期货公司如曼氏金融等则尽量通过多建立分支机构，提供优质服务来赢得市场。不过，相对前于上述两种期货公司而言，大批不背靠金融集团，也没有现货优势，抗风险能力较弱的专业性期货经纪公司最终被并购或惨遭淘汰。

金融期货的推出对期货行业的发展产生了第一次革命性的影响：一是大批金融机构包括许多华尔街的投资银行开始通过收购或者直接购买交易所的席位进入期货经纪行业，同时一些传统的商品期货经纪公司也开始尝试进入金融期货领域；二是期货行业兼并收购开始出现，期货公司的业务逐步由以商品为主进入到以金融为主的阶段；三是期货行业呈现出传统商品背景的期货公司与金融背景的期货公司共同发展的阶段，且金融背景的期货公司逐步后来居上。

### 第三阶段——1980年代以后：电子化交易推动期货公司全球化发展

19世纪80年代以来随着通讯和计算机技术的发展，电子交易逐步应用于期货市场，电子化交易以其运作的高效率，辐射范围的广泛性和交易执行的准确性，而迅速风靡全球，成为市场发展的主流。进入20世纪90年代，计算机技术的迅猛发展使得期货业发生了巨大的变化。1991年，CME和当时的CBOT与路透社合作推出了全球期货交易系统（GLOBEX），并于1992年投入使用，交易所实现了从大厅交易到电子撮合交易的转变。欧洲一些交易所如德意志期货期权交易所从1990年成立起就实行电子化撮合交易。LIFFE在1998年完成了从电子化撮合交易的改革。期货交易电子化的发展推动了期货交易的全球化，也带来了期货交易成交量的大幅提高。

电子交易推出后，不但交易成本降低，而且交易便捷迅速，在这种情况下，期货公司纷纷建立或加入已有的电子交易平台。还有网络的发展和计算机的普及使得通过网络

委托交易逐渐成为一种趋势。目前基本上所有期货公司都提供网上交易，网上交易量占全部交易量的五成以上。上个世纪九十年代，除了飞马期货、曼氏金融和瑞富期货等大型的期货交易商纷纷上线网络交易之外，市场上涌现了一大批以电子化交易为专长的期货公司。最有代表性的为Interactive Brokers、GNI、ICAP、MAREX等公司。

电子化和网络化的交易对期货公司的发展产生了第二次革命性的影响：一是电子化和网络化交易在期货公司中开始广泛应用，并由此带动了期货公司服务模式的根本性变化；二是交易方式的改变大幅降低了交易成本，打破了地域限制，期货公司开始全球布局，打造24小时全球交易网络；三是交易成本的大幅降低也使得一些公司期货公司开始专注于低成本网络经纪模式，期货行业的手续费标准持续下降，期货经纪业务逐步进入微利阶段，交易顾问、资产管理业务逐步成为期货公司的重要收入来源之一；四是金融集团背景的期货公司凭借其庞大的资金实力和全球网络的优势开始成为期货行业的主流，一些传统的商品期货公司也纷纷投入金融机构门下。

#### 第四阶段——1990年代以后：期货公司上市并购进一步提升了期货行业的集中度和全球化程度

20世纪90年代以来，国际上的主要交易所都进行了从会员制向公司制的转化，随之进一步公开上市。1993年瑞典斯德哥尔摩股票交易所实行股份制改革拉开了交易所公司化的序幕。以此为契机，交易所间的竞争经历了一个从本土整合到海外扩张的过程。在2000年以前，全球交易所的整合多数是国家内部的或区域性的。在2000年以后，全球的交易所整合行为开始由一个国家或地区开始扩散到全球范围，在利润的驱动力下全球交易所进入了海外扩张阶段。

全球竞争的日益加剧，使得许多期货公司开始寻求并购或上市来进一步扩大规模。交易所的并购简化了经纪公司扩展业务的程序，使得某些期货公司迅速获得其他交易所的经纪资格，同时也弱化了期货公司的区域化特征，加剧了他们之间的竞争。一些实力较弱的公司在竞争中逐渐退出市场，而实力强的公司则获得更多兼并扩张，进军海外市场的机会。瑞银UBS于2000年收购了PaineWebber，并于2003年收购了荷兰银行旗下的ABN AMRO全球期货期权经纪业务，使得UBS在美的客户保证金排名迅速上升。2007年保证金排名分属第七和第八的美国飞马（FIMAT USA LLC）和卡利翁金融（CALYON FINANCIAL INC.）合并后成立新际（NEWEDGE）集团公司。2007年以来，全球不少金融公司受次贷影响，业绩大幅下降或濒临倒闭，为其它金融公司收购创造了条件。2007年年底，排名第13位的贝尔斯登由于次贷亏空而由摩根大通收购。

1994年，ED&F Man Group在伦敦证券交易所上市，为开展一系列大规模的并购活动提供了有力的支持。2005年瑞富公司在美国纽约证券交易所上市。2007年，MF从Man Group分离后更名为MF Global，并于2007年7月在纽约证券交易所上市；2007年，FCStone集团公司在美国纳斯达克交易所完成IPO；同年Interactive Brokers也发行上市。

---

期货公司的上市和并购导致了期货行业第三次革命浪潮：一是通过上市，期货公司进一步增强了资本实力，加快了全球化并购和网络布局，一些行业领先的专业性期货公司如Refco、MF Global等脱颖而出；二是全球期货公司的数量大幅减少，期货行业的集中度进一步提升，期货公司的发展已经完全跨入全球化的时代。

## 二、境外期货公司的多元化运营

根据业务结构的差异，境外期货公司大致分为三种类型：即传统中介业务为主的期货公司、具有现货产业背景的期货公司以及拥有金融财团背景的期货公司三类。传统中介业务背景的期货公司专注于期货交易通道和结算服务；具有现货产业背景的期货公司倾向于纵向一体化，向产业链延伸；而拥有金融财团背景的期货公司则多向横向一体化发展，为金融集团下其他部门提供衍生品业务的支持。

为了更为具体和清晰地描述这三类境外期货公司的特点和发展历程，我们以美国期货监管委员会（CFTC）公布的2012年底客户权益排名前列的期货佣金商（FCM）为主要考察样本，并分别选取了其中最具代表性的境外期货公司为主要研究对象进行分析。

### 1. 传统中介业务为主的期货公司

随着20世纪70年代金融期货的出现，20世纪90年代和21世纪初各国金融服务现代化的改革与立法，具有金融背景的期货公司凭借着资金实力和庞大的客户资源，并通过收购兼并等方式发展成为期货行业的领军者，而以现货为背景的期货公司以及传统经纪业务型期货公司则受到了极大的冲击。然而凭借着长期积累的优秀专业素质和准确的市场定位，以及全球化、电子化等时代背景所带来的机遇，许多优秀的境外传统经纪业务背景型期货公司并没有被时代的浪潮淹没，反而获得了更大的发展空间。MF Global（曼氏金融）、Interactive Brokers（盈透）、Newedge Group（新际集团）和RJO（罗杰欧）等欧美期货公司以及我国台湾地区凯基期货等公司就是传统经纪业务背景期货公司中的杰出代表。

所谓传统中介业务型的期货公司，主要是指以交易代理和结算服务等中介业务为其核心业务，并在此基础上发展相关衍生业务，但不具备金融财团背景或者现货产业背景的期货公司。此类期货公司的主要运营特点包括：以经纪业务为主，同时注重多元化经营；以专业服务凸显竞争优势；交易产品齐全等。但对于不同公司而言其区域化布局、业务渠道以及客户类别会有显著差异。

### 2. 以现货产业为背景的期货公司

期货市场发源于商品的现货交易，期现结合型期货公司则发端于现货生产商、加工商或贸易商，它们最初涉足期货市场主要是为了从事套期保值业务，以规避现货价格变动的风险，后来大多通过成立子公司专门从事期货业务。这类公司的最大特点是现货贸易经验比较丰富，对现货市场和期货市场之间的关系把握得比较准确。

具有现货背景的中介机构实际上是期货公司最原始的形态，特别在金融期货出现之前，这类期货公司在期货市场占据着主导地位，随着金融期货的出现及壮大，其经营范围由商品交易扩展到各类金融衍生品，他们也完全转变为专业的金融公司。典型的期现结合型期货公司包括美国的ADMIS、INTL Fcstone以及英国的Sudcen Financial和AMT。此类期货公司的运作特点包括：客户主体为现货企业；业务集中于农产品和金属类商品期货；以咨询业务和专业团队见长；地区性服务。

### 3. 以金融财团为背景的期货公司

随着金融期货的出现以及美国《金融服务现代化法》的出台，国际金融财团为实现金融全能业务目标，将触角延伸至期货领域。因此，此类期货公司是指母公司或者控股公司为国际知名的金融财团，且凭借着母公司或者股东的资金实力和庞大的客户资源逐渐在国际期货舞台上站稳脚跟的期货公司。其主要运作特点为：行业领跑；配合所属金融财团的多元化业务模式；机构客户为主。

以高盛为例。高盛公司和高盛交易和清算公司所属集团的高盛集团公司为跨国银行控股公司集团，为《财富》杂志评选的美国财富500强企业之一，总部位于美国纽约。高盛的業務涵盖投资银行、证券交易和财富管理；业务对象为企业、金融机构、(国家)政府及富人。业务按地域分为三大块即美国、亚太地区和欧洲，在全球23个国家和地区(含美国)设有代表处；包括纽约、芝加哥、法兰克福、伦敦、东京、台北、北京、上海和香港。亚太地区总部设于香港。在中国设有北京办事处、上海办事处，并成立合资证券公司高盛高华。

衍生品业务收入在高盛集团公司总收入中占有举足轻重的地位。高盛集团大多数抵押贷款交易、商品营业收入、利息收入以及外汇等业务都依靠金融衍生工具。高盛集团主要通过其子公司高盛公司和高盛交易和清算公司从事衍生品方面的业务，高盛公司和高盛交易和清算公司均是在美国证券交易委员会注册的经纪商，同时她们也是在美国商品期货交易委员和美国期货协会注册的期货经纪商。

## 三、当前境外期货公司的业务模式及借鉴

目前，我国期货公司的主要业务包括期货经纪业务、期货投资咨询业务以及资管业务。但期货经纪业务仍是国内期货公司的主要业务，也是主要的收入来源之一。根据中期协近期发布的期货行业半年报（2013年上半年），随着投资咨询、资产管理、风险管理子公司等创新业务的开展，期货公司在设备、业务开发、人才培养及储备等方面投入了大量资金，但上半年创新业务盈利有限，无法与支出相比。今年上半年两项创新业务总收入仅为2380.32万元，其中投资咨询收入总计为2050.86万元，资产管理收入总计为329.45万元。

---

相比之下境外期货公司的业务类型更为多元化，且经纪业务以外的收入占比也比国内高出许多。其主要业务如下：

一是期货经纪业务，为期货中介机构的主要业务之一，包括代理商品期货和金融期货，可分为国内代理和外盘代理；

二是结算业务，包括对期货、期权以及场外OTC产品的相关结算；

三是投资咨询业务，为客户提供期货交易及风险管理的相关咨询服务；

四是自营业务，期货公司使用自有资金投资于期货市场，该业务风险较大，需要严格的风险控制和风险隔离；

五是资产管理业务，管理单个客户的资产（如美国的管理期货）或者期货集合理财；

六是期货基金业务，通过发行基金份额来募集资金，包括公募基金和私募基金两种方式；

七是融资业务，为客户特别是企业提供融资，具有现货背景的期货公司一般在该业务上开展较好；

八是OTC业务，包括作为交易对手、做市商、清算等相关业务；

九是现货业务，该业务目前的形式大都为控股期货公司的母公司单设一家现货企业进行管理，实现期货结合经营。

其主要业务特点如下：

一是经纪业务收入和利息收入仍是期货公司主要的收入来源之一，除了像高盛这样的全能型公司外，在大部分期货公司的收入中，经纪业务收入和利息收入都占了较高的比例，如巴黎银行商品期货公司的佣金费用就占了总收入的80%、曼氏金融2010年（破产前）佣金加利息收入之和占总收入的87.3%、苏克顿（Sucden）的手续费加利息大约占总收入的65%。

二是结算业务是境外期货公司收入的一个重要来源，通过研究发现，结算业务收入在一些专业型的期货公司中占了较大的比例，如曼氏金融、新际集团等，数据显示，曼氏金融2008年的财报显示，其结算佣金收入占比到达了43%。

三是期货投资咨询服务（风险管理顾问服务）可以成为一个期货公司的核心收入来源，从研究的境外公司来看，期货投资咨询服务，特别是对企业的风险管理顾问业务，可以给期货公司带来良好的回报，如INTL Fcstone2011年的商品风险管理顾问就带来了2.53亿美元的收入，占整个收入额的59.7%；从台湾的发展经验来看，期货顾问事业所带来的收入要远多于期货经理事业带来的收入。

四是自营业务、资产管理业务等具有高风险的相关业务一定要做好风险控制和风险

隔离，曼氏金融的破产很大程度上就是没有控制住自营带来的风险。而且从研究的期货公司对象来看，像自营业务基本上都没有成为国外公司的主要稳定利润来源。

五是场外交易业务是大型全能型期货公司的主要利润来源之一，大型全能型期货公司像高盛这样的巨头，具有足够的资本作为做市商开展场外业务，历年年报显示高盛集团的机构客户服务业务部分中固定收益、货币和商品客户做市交易收入占比超过60%，而基于各种金融产品如股票、期权、衍生品的交易和清算服务收入仅占15~16%。然而随着美国去金融化的开始以及更为严格的监管制度的实施，全能型期货公司的场外交易业务将出现收缩趋势，但这并不妨碍我们汲取境外期货公司在场外交易业务方面的宝贵经验。

从境外期货公司业务发展及创新看，我们认为全球化布局、多元化经营、打造更为专业的服务团队以及客户差异化服务将是我国期货业未来发展的主流趋势。

注：本文根据课题《境外期货公司定位与发展问题研究》整理



---

# 欧美场外市场的发展及对我国的启示

徐正平

自上世纪70年代兴起以来，金融衍生产品市场特别是场外金融衍生产品市场发展迅速，其交易量远远超过了金融现货市场，在当今世界金融市场体系中居于举足轻重的地位。就目前全球金融衍生产品市场发展趋势来看，由于场外市场先天具有的灵活性、兼容性和个性化特征，能更好满足金融衍生产品市场主要参与者的业务需要，从而使其逐渐占据了金融衍生产品市场的中心地位，场外市场金融衍生产品交易规模和市场容量都远远超过了交易所市场。同样，随着中国市场经济发展和经济规模的提升，大宗商品交易市场，无论是期货市场、还是中远期现货市场均出现得到较大规模发展，如广西糖网、太原煤炭交易中心、天津渤海商品交易所和天津贵金属交易所等。虽然这些场外市场在帮助现货生产企业规避风险，提高生产效率以及争夺和巩固国际大宗商品定价权方面有一定的积极作用，但场外市场存在法律法规不健全，交易透明度不高，缺乏有效监管等种种弊端。监管政策方面是欧美场外市场发展对我国的最大启示，核心在于透明度，及清算机制。欧美场外市场现阶段趋势是清算机制采用中央清算化，产品标准化即“期货化”，交易透明化即交易报告上报机制，最大的变化即规模巨大的利率互换和信用违约互换开始采用中央清算机制，CME场外市场保证金基本来源于此两大产品。

## 一、场外衍生品市场发展状况

近年来，场外金融衍生品市场已经呈现出加速“场内化”的发展趋势。2001年由于安然公司的倒闭，迫使能源市场参与者重新考虑对手的信用风险，因不意参与场外能源衍生品市场的交易，导致流动性的枯竭。作为应对措施，2002年NYMEX推出了Clearport系统，首次为场外能源产品提供交易和中央清算服务，并得到CFTC的批准，同时ICE在安然倒闭后开始提供商品衍生品集中清算业务。2005年，LCH为场外商品衍生品提供清算服务。2006年，新加坡交易所为商品衍生品集中清算。2009年，ICE提供CDS集中清算服务。2010年，新加坡交易所提供IRS清算服务，LCH提供CDS清算服务。2011年，CME集中清算IRS、新加坡交易所清算NDF、韩交所清算IRS。2012年，日本JACC开始集中清算IRS。2013年，港交所场外结算公司于5月开始试运行，以清算IRS和NDF为主。

2009年20国集团（G20）匹兹堡峰会发表的公告，要求标准化OTC衍生品都要集中清算。2012年4月，国际清算银行（CPSS）和国际证监会组织（IOSCO）发布新的金融市场基础设施标准（PFMI）提出中央对手方标准。2013年3月11日起，美国已率先在部分利率互换和信用违约掉期产品上实现强制集中清算。目前，中央对手方（CCP）已经成为海外场外市场的基础设施，而场内交易所具有成熟的清算系统，作为场外CCP具有天然优势。

2009年金融危机给场外市场的发展带来了巨大的变化，而这变化主要是指监管政策方面的变化。美国率先颁布《多德弗兰克法案》对由于场外市场不透明而导致的金融机构风险进行了法律规范和改革。对于场外市场，一是要求所有标准化OTC产品必须要在规定的中央清算机构进行中央清算，必须进行中央清算的产品如下：

表一：中央清算的产品

监管机构	授权产品
SEC	基于证券化的股权和债权的以及价差相关的互换
CFTC	其它各类互换，如利率和商品互换；指数相关产品； 外汇期权；无本金交割外汇远期合约
SEC和CFTC	混合互换, 基于证券的互换同时含有嵌入商品的特征

资料来源：南华研究

可以看出多德弗兰克法案主要是对互换这种场外产品的交易进行了规范，从目前CME集团和ICE集团提供的产品可以看出，场外产品规模主要集中在信用违约互换CDS和利率互换。商品和股票，股指互换相对规模较小，更从CME的OTC产品持仓可以看出，交易所的商品场外产品规模非常小。更由于美国法规监管在保证金方面要求的不同，使得CME集团和ICE集团在互换产品设计上都是越来越期货化，以获得更低的保证金要求。

对于不能标准化的OTC场外衍生品，即根据客户要求去设计和定制的产品，比如各种混合型设计产品和奇异期权。但是这类产品在设计方面个性化，对这类产品难以标准化，这样在设计收取初始保证金和变动保证金有些困难。如前段时间国信证券和招商财富资产管理有限公司签订了一款结构化理财产品，是一款场外期权的混合产品设计性结构，这个产品就难以标准化处理。如果要对这些产品进行中央清算要求的话，这对清算所的能力要求也很高，目前美国和欧洲的清算所均没有提供对这方面产品进行清算的服务，仍然是对手方进行双边清算。南非约翰内斯堡交易所提供一些奇异期权的清算服务。但是《多德弗兰克法案》对该类产品要求必须报告给交易数据搜集机构（注：trade repositories）。目前由于欧美场外产品集中在大银行之间，有关信用，利率，外汇，大宗商品的这类有关数据都是通过swift交易平台进行搜集汇报。

同时，《多德弗兰克法案》还要求必须成立电子交易平台进行标准化场外OTC产品的交易和信息搜集。C F T C已于9月份发布了一份哪些提供场外交易的电子平台获得了审核批准。

表2：各清算所提供的产品服务如下：

CCP名称	所在地	监管机构	清算产品类型
澳交所	澳大利亚	澳大利亚证券和投资委员会	还未投入运营
巴西交易所	巴西	巴西中央银行、证券交易委员会	商品、股权、 外汇、利率
加拿大衍生金融产品清算公司	加拿大	加拿大金融市场管理局、央行	股权
印度清算有限公司	印度	印度储备银行	外汇
CME欧洲清算所	英国	金融服务局（FSA）	利率、商品
CME集团（CME Group）	美国	CFTC、SEC、英国金融服务局	商品、信用、 外汇、利率
Eurex Clearing	德国	联邦金融监管局、FSA、CFTC	利率、信用、股权
港交所	香港	香港证监会（SFC）	利率、外汇
ICE信用清算所	美国	CFTC、SEC	信用
ICE欧洲清算所	英国	FSA、CFTC、SEC	商品、信用、外汇
日本证券结算公司	日本	金融厅	利率、信用
LCH Clearnet Ltd.	英国	FSA、苏格兰银行、CFTC、得到瑞士、德国、加拿大豁免	商品、利率、外汇
LCH Clearnet SA	法国	法国金融市场监管局、ACP、FSA、CFTC	信用
LCH Clearnet LLC	美国	CFTC	利率
新加坡亚洲清算所	新加坡	新加坡金融管理局	商品、外汇、利率
欧洲商品清算所	德国	联邦金融监管局、央行	商品
期权清算公司（OCC）	美国	CFTC、SEC	还未投入运营

资料来源：南华研究

## 二．场外衍生品市场主要产品

这里主要介绍下商品市场的场外衍生品。目前国外各大交易所的关于商品市场的场外产品交易量和持仓量都比较小。CME集团目前拓展的场外也是集中在由于欧美监管环境的变化去拓展信用违约互换业务和利率互换业务。CME以前也挂牌过一些个性化的比如关于不同地点的农产品基差互换，但由于成交和持仓都非常小，也已摘牌。目前挂牌的一些商品互换持仓量和成交量仍然很小。至于ICE集团，这家交易所挂牌很多关于能源的场外产品，由于其以前就是从场外起家发展而成的交易所，而这个场外实际形式和国内的中远期电子盘市场一样，本质和期货差别不大。至于所挂牌的商品互换，商品远期和期货也并没有本质区别，而之所以以前产生这些场外市场，和美国是先有市场，后有信息化革命—电子化有关系，而国内是先有电子化，后有市场，从市场建立的第一天起就采用了电子化，不需要像西方市场一样要完成一个从场外用口头电话等达成交易演变

成用电子化达成交易的过渡过程。这从国外这两年互换，远期都逐渐“期货化”可以看出。下面介绍下产品：

商品互换：等同于远期，期货。如CME，ICE，SGX的挂牌合约，目前交易所由于在日期，交割上面采用和期货雷同的方式，各交易所场外合约持仓量较小。交易所由于监管保证金压力，采取类期货方式，而非是直接把以前场外产品搬到交易所内。交易所的场外方向目前看是往利率互换和信用互换扩张。

商品期权：和互换一样，交易所的场外期权和场内期权都没有本质区别。也即交易所的场外和场内区别仅区别于价格成交方式不再是集合竞价方式。

投行对客户的做市场外产品，产品众多，根据客户需要去设计，没有统一形式。

## 1) 因为商品各地点价格不同面临的风险

### 商品基差互换

用途：对于点价和在期货对冲后的企业面临商品不同地点现货和期货价格的价差风险。能源产品目前应用最多，CME以前也挂牌过农产品的基差互换合约，可能因为成交不好，目前已摘牌。

## 2) 在时间处理的互换。

2.1 现货商品大多是分期形式，而场内都是按月，远月成交量不好。投行就把互换设计成多个时间点交易的互换，自己充当中介，去撮合上下游。

### 2.2 商品价格曲线互换

部分现货企业有该需求（生产安排有时间差等缘故，去锁定风险），有些套利者也有该需求。

### 2.3 延迟商品互换

由于采购，生产等并不发生在现时刻，部分企业有此需求，订立个远期开始的互换。

## 3) 上下游产品进行打包的互换

比如能源产品，上有风险，下有风险，投行采取打包式处理该风险。

## 4) 把融资和对冲进行结合的互换

### 商品价格-利息互换

比如矿山融资，其利息可以设计成与商品挂钩，即货币挂钩的利率进行互换一下即

---

可，直接销售给投资者。这样也给矿山的利息风险支付给予对冲。也可再进一步，投行把本金也可换成对应商品，进行风险对冲。

场外期权：

场外期权比较复杂，常用的对应于上面地点，时间，上下游，利息等进行结合的产品设计。常用的比如障碍期权，亚式期权，如果再在时间上进行设计，就是那些经常被国内人骂的产品了。但实际上很多产品也是根据国外市场的发展需要而设计出来的产品，并非是毫无用处的投机品。比如在国内令人闻风丧胆的累积期权“accumulator”，如果应用在美国农产品市场是个非常好的符合客户需求的产品。

### 三．欧美场外市场特别是监管对中国的启示

中国的场外市场产品目前主要是银行间市场交易的产品，如利率远期，利率互换，信用违约互换等。股票市场的已开始有类似收益互换产品以及类似国信证券和招商财富资产管理有限公司签订的场外期权产品。大宗商品市场的场外产品目前仅有中远期市场。对于商品OTC市场来说，我国目前仅有不规范的中远期市场，目前并没有类似欧美市场丰富繁多的产品。另外对于商品市场，国外银行之所以参与各种各样的场外产品，也与银行参与现货程度很深，比如摩根大通，高盛等银行都参与了现货仓储，租油轮存储油等业务。只有参与现货程度深，才能介入现货企业从而自己能提供该类资产类的场外产品提供给客户，银行实际上该类资产经营商品和金融的混合机构。所以对于国内想进入商品场外市场的话，必须对现货本身的业务有所介入才能确定自己在经营该类资产上的优势。

二是法律法规和监管方向的改变。美国因为场外市场的不透明导致金融危机时刻监管方无法了解银行信息，银行相互间也无法了解对手信息，从而造成危机发生后市场流动性枯竭，谁都不敢借钱。所以借鉴欧美市场金融危机发生后的规则改变具有极大意义。采用中央清算机制，防范某一金融机构带来的风险，如果采用中央清算的话，国内应成立清算所，同时交易和清算相分离，业务朝专业化方向发展。同时对于不能进行中央清算的产品，应该学习欧美对保证金有所要求，分为初始保证金和变动保证金，并成立电子交易平台收集标准化场外产品数据和各种各样的非标准化场外产品。

同时，国内不仅仅是期货公司，就是证券公司在场外产品的设计和对冲运行上能力缺乏，国内监管机构和交易所应该多请国外的机构对国内进行培训。

国内的期货公司目前还不是银行间市场的会员，即缺乏融资能力，而场外产品本质是资本中介做市业务，做市业务对资本金要求较高，不能在银行间市场进行融资的话，基本上让期货公司风险管理子公司失去了融血能力，也即不能成为真正的流动性服务提供商。

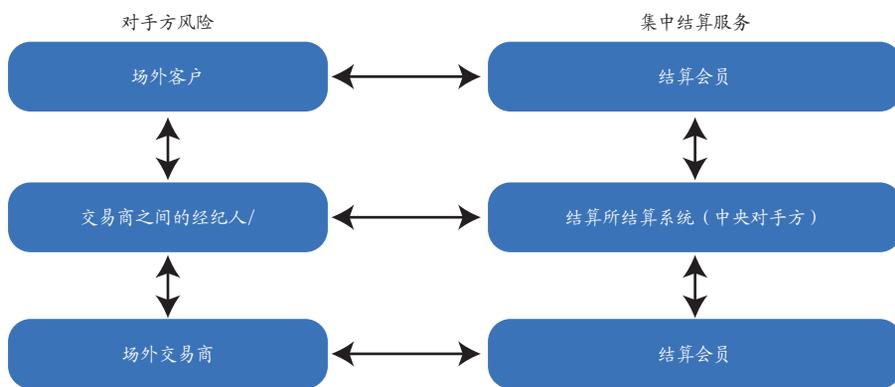
从欧美市场对金融危机进行各项金融改革措施，以及国内目前场外市场发展的当前境况来看。国内的监管机构可以朝着既要加强透明性的监管，又要加大培育多层次场外市场体系的建设，特别是商品场外市场的建设。国内的场外市场才刚刚起步，甚至可以说根本还没起步，不像欧美市场已经发展多年，所以国内加强培育。同时我们也吸取金融危机的教训，加强对场外市场的监管。既不冒进，也不畏手畏脚，不敢发展场外市场。

不要像以前对待中远期市场，一律采取打杀的态度，而是加强对场外市场的监管，不是加强准入制，而是放松准入，但是对监管更要加强，目前期货很多产品交割机制都不能让现货企业满意，可以通过中远期市场的创新打通交割这一关，促进市场的竞争和创新。

## 四．中国发展场外衍生品市场的现实路径

我国目前中远期市场是目前仅有的商品场外市场，纳入监管迫在眉睫。学习欧美市场金融危机的教训，对于场外市场进行监管和集中清算机制。比如对广西糖网，渤海商品交易所等场外市场纳入监管和进行集中清算。期货公司成为清算所场外清算会员，进行对其他各类场外中远期市场的代理结算业务。期货公司申请成为清算所结算会员的要求可以和期货公司成立风险管理子公司业务相同。

### （一）电子交易平台流程图及流程步骤



第一步：在结算机构开立结算账户

第二步：在清算所电子平台上注册

第三步：取得用户名和密码

第四步：设置交易限额和场外经纪商

---

## （二）结算产品和对像

一是为中远期市场结算。为推动交易所上市品种期现货市场有效结合，从品种互补、地域互补、产业链互补角度出发，董事会可以授权结算所选择收购部分中远期市场，比如柳州糖网、山西煤炭市场作为结算所的子公司，参与管理并为其交易进行结算；也可以对其他比较规范的中远期市场，比如全国棉花交易市场等，在风险可控的前提下，提供结算服务。

二是为OTC市场结算。期货公司的风险管理子公司可以设计产品，向客户提供定价（对价）服务，结算所可以为这些OTC交易进行结算。结算所建立电子交易平台，由交易所、期货公司、基金公司和大型现货企业设计合约并挂牌交易，合约设计单位充当做市商，交易手续费可由合约设计单位收取，结算所收取结算手续费。

对多层次市场的结算，必须坚持与期货结算严格风险隔离的原则。包括结算平台分开、会员分开、规则分开、风控制度分开、违约处理分开。

## （三）结算规则制度

### 1. 结算产品类型

由期货公司充当结算所结算会员，保证结算业务和风险管理部门的场外服务业务相独立，也实现会员的结算业务和交易业务相独立。结算会员应当谨慎、勤勉地办理期货结算业务，控制结算业务风险；建立结算业务风险隔离机制，公平对待结算会员的客户、交易会员及其客户，防范利益冲突，保守交易会员的商业秘密，不得利用结算业务关系及因此获得的信息损害交易会员及其客户的合法权益。

中远期电子盘：如广西糖网，山西煤炭交易中心，渤海商品交易所等交易中心的每笔交易方，都应当找某一个交易所结算会员来做结算。

交易所自己所挂牌的上市合约：比如商品互换，可以由期货公司代理结算或者期货公司风险管理子公司代理结算。对于风险管理子公司自己设计的上市合约，结算都应由期货公司结算，使得流动性提供业务和结算业务独立。

客户达成的场外合约：如期自愿由结算所结算，可以找结算会员代理结算业务。

### 2. 结算和保证金风控

保证金监控与分析。监控盘中和盘后保证金变化。对保证金严重不足的，及时发出追加保证金通知。风险监控与处置。跟踪持仓集中度变化，与交易所相关部门进行信息沟通；监控近月持仓与仓单的匹配情况；跟踪空头仓单注册情况，包括注册数量、注册速度与注册难度；最后交易日到最后交割日之间，监控多头大户所在会员资金到位情况；对可能发生交割结算违约的，提前制定风险处置预案。与交易所一起实施连续

停板后的强制减仓；对保证金不足而又未按规定及时追加的会员，通知交易所对其进行强行平仓。研究国外期货市场风险监控的方式和防范结算风险的方法以及会员违约处理流程。研究完善风控分析模型保证金出入金与质押品管理。会员出入金及相关业务的办理，出入金通道业务维护与升级。存管银行的监管，业务与通道的管理。研究债券、股票、保函、信用证等新质押品；研究新质押品折扣率的确定、办理与管理。

保证金管理制度创新与收取模型。暂时采用原有保证金体系，逐步过渡到组合保证金体系。

### 3. 清算会员违约

清算所财务安全保障体系包括多套针对交易所、中远期市场以及场外清算市场的违约处理程序。

除了上面对国内中远期市场进行清算业务外，就是各期货公司可以按照本文第二类产品进行场外市场的合约设计，做市等场外交易，清算业务。



---

# 欧美及我国市场高频交易介绍

谈效俊

## 一、什么是高频交易

高频交易这个词在交易领域出现的频率很高，但实际上有关什么是高频交易并没有很好的定义。一般而言，高频交易具有如下一些特征：

- 交易频率高
- 持仓时间短
- 每笔预期盈利微小
- 对速度延迟要求高

高频交易的这几个特征彼此之间是有内在的逻辑联系的。正是由于高频交易每笔预期盈利微小，它才会对交易速度延迟有很高的要求。如果交易速度较慢，则很有可能当你的交易委托单到达交易所的时候，你之前所看到的价位已经不复存在，使得你在一个更加不利的价位成交。而这一点点的成交价格劣势可能完全覆盖了此次交易的预期利润，从而一笔本来可能盈利的交易变成了亏损的交易。反过来，也正是由于有些市场参与者具有速度上的优势，他们才敢于去抓取市场上的微小利润。

既然每笔交易预期盈利微小，那么必须每天能够有很多次的机会从事这种交易才行，否则，这种交易会由于利润过于微薄而变得不复存在。交易频率高和持仓时间短这两者本来就是一个硬币的两面而已。

## 二、高频交易的起源与发展

自从2008年之后，高频交易这个词开始频繁见诸于报纸和网络，但高频交易可以追溯的历史要比这个要早得多。

在1988年，美国罗格斯大学的金融教授David Whitcomb就发现，交易池里面人们的交易行为完全可以用计算机实现出来。在那个人们还是靠手写交易委托单的时代，这个想法当然是十分具有创造性的。David Whitcomb与他的前学生，也是一个计算机工程师James Hawkes一起开发了自动交易台（Automated Trading Desk，ATD）的最初的一些算法。他们的一名雇员Steve Swanson，后来在自动交易台的开发过程中发挥了重要作用。Steve Swanson也成了自动交易台的联合创始人及CEO。ATD最初开发了一系列的算法来预测股票未来30秒的走势，而这大概可以算得上是高频交易的一些雏形。到2007年，

花旗集团以6.8亿美元的价格收购ATD的时候，ATD已经成长为美国最大的电子做市商之一。

虽然ATD是最早使用计算机的方式去交易的市场参与者之一，但在上世纪八十年代，由于能够允许电子化接入的交易所和经纪商实在太少，程序化交易和高频交易的参与者并不是很多。直到1998年以后，美国证监会授权交易所可以进行电子化交易以后，高频交易发展的步伐才快了起来。据信文艺复兴技术公司是最早参与高频交易的公司之一。其他的一些高频交易巨头，比如城堡集团，GETCO等，它们的发展壮大也与交易所电子化接入普及密切相关。

在2000年左右的时候，高频交易占美国市场的交易量的份额估计在10%左右，而到了2009年市场高峰时期，据Aite集团的估计，高频交易占美国市场交易量的份额增长到了70%以上。另据英格兰银行估计，2010年，高频交易在欧洲权益类市场中交易量的份额大约在40%，在亚洲权益类市场大约占据5-10%。

然而随着越来越多的人挤入到高频交易的池子中来，高频交易最赚钱的时代可能已经过去。据普渡大学的Frederi Vlen说法，美国市场高频交易盈利在2009年达到峰值，约为50亿美元，而到了2012年，高频交易的总盈利降到约12.5亿美元。

### 三、高频交易策略

虽然高频交易者对他们获利的策略守口如瓶，但是这个领域还是有很多公共知识。一般而言，高频交易者可能采取了下面一些类型的策略。

#### 1. 做市交易策略

做市交易策略是ATD，GETCO等公司的主要交易策略，也是一种相对古老的交易策略。做市商作为市场的组织者之一，早在高频交易出现之前早就已经存在。做市商的职能是向市场提供流动性。当一个投资者想要交易时，他可以向做市商询价，做市商会报给他一个买价和一个卖价，如果投资者觉得价位合理，就可以同该做市商进行交易。

在现代交易所的市场组织形式之下，做市商和普通投资者一样，都向市场递交申买委托单和申卖委托单。对于大部分的交易所，做市商的委托单和其他投资者一起，都要服从时间优先，价格优先的交易规则。但是做市商有义务一直在市场中提供买卖报价，而普通投资者则没有这个义务。作为对这个义务的补偿，做市商一般可以享受到保证金降低，手续费减免或者返还等优惠措施。

做市商是市场中对速度要求最为苛刻的参与者之一。比如，有一家股票期权的做市商，他需要为个股期权提供报价。此时，有很多因素会影响到他的报价，比如，股票价格的变动，股利的变动等等。假设做市商手中持有的某看涨期权的delta为0.5，那么当股

---

票价格上涨1元，期权的价格就要上涨0.5元。

设想该做市商看到行情和下单的速度都是很慢的，那么该做市商就会在市场中处于极为不利的地位。其他投资者可能在做市商之前看到了股票价格的上涨，他会在做市商来不及改变报价的情况下，从做市商那里买入期权。等到做市商意识到期权的价值提高的时候，已经做了一笔对自己十分不利的交易。

因此，如果做市商没有比较领先的交易速度，他将在与知情交易者的交易之中处于劣势地位，从而遭致亏损。同时，这个做市商也难以在市场中占据较大的市场份额。

## 2. 套利交易策略

金融市场由很多基础产品和衍生产品组成。比如，股票作为基础产品，可以衍生出股票期货和股票期权；而在股票的基础之上可以编制股票指数，股票指数又可以衍生出股指ETF，股指期货，股指期权等产品。

根据一价定律或者无套利定价原理，可以知道，这些基础产品和衍生产品之间的价格是彼此关联的。如果某一只或者几只股票价格上涨，理论上讲，股票期货和看涨期权，股指ETF、期货和看涨期权价格都要上涨。反过来，如果股指期货价格上涨，其他的产品的价格也会有对应变动。正所谓牵一发而动全身，这张各种产品价格所组成的网络是彼此联动的。

在这样的网络之中，存在大量的套利交易机会。而正是由于套利交易者的存在，才能及时纠正价格偏差，使得市场维持在有效的状态。在现今的电子化交易时代，由于各个金融产品的价格变动和价格关系都处于计算机的实时监控之下，这种套利机会一旦出现，就会被套利者所利用。各个套利者彼此竞争的结果，就导致了套利交易成了一个速度竞争的游戏。

## 3. 事件套利

有时，市场的某些事件对市场价格的影响模式是固定的，或者是有规律可循的。比如，统计部门公布的消费价格指数CPI超出预期，或者是某只股票突然宣布分红增加或者减少等等。在这种情况下，首先得知信息，并且市场价格来不及变动之前首先入场交易，就具有非常巨大的优势。利用这种优势进行交易就称为事件套利。

## 4. 基于市场微观结构的交易策略

市场微观结构研究为我们了解价格的形成过程打开了一扇新的窗户。有些市场微观结构模型把交易者分成做市商，噪音交易者，知情交易者等几种类型。噪音交易者不具备信息优势和价格预测能力，他们随机的决定买卖机会。而知情交易者由于具有信息优势，或者是具有很好的价格预测能力，他们会在价格上涨之前买入，并在价格下跌之前

卖出。一般假设做市商是不具备信息优势的。做市商的收益来源于买卖价差，做市商与知情交易者交易时，会产生亏损。

做市商，知情交易者，和噪音交易者递交委托单的方式可能也有所不同。做市商只递交限价委托单，知情交易者更有可能递交市价委托单（或者是价格比较激进的限价委托单）。这些市场参与者的买卖意向会反映在交易所收到的委托单流和维持的委托单簿之中。

综合分析价格，委托单流和委托单簿等因素，从而对投资者情绪，以及未来价格变动做出判断也是高频交易的研究方向之一。由于这些价格预测往往具有非常短期的性质，因此每笔预期盈利较小。如前所述，此时交易者对能够获得价位比较敏感，这种交易也天然具有高频交易的特点。

## 5. 总结

当然，高频交易者所采取的策略可能千差万别，以上的一些策略不可能覆盖全部的策略类型。并且他们还在不断地开发新的策略，甚至开发利用其它交易者策略的策略。所以，如果在其他什么地方看到其它类型的高频交易策略，并不用为之感到意外。

## 四、速度竞争

在高频交易之中，速度就是财富，因此，高频交易的竞争之中少不了速度的竞争。

交易速度的延迟可以发生在很多环节，比如信号在路途上的传输延迟，路由器和交换机进行处理和序列化所造成的延迟，数据包排队造成的延迟，TCP/IP堆栈造成的延迟，安全性和合规性要求造成的延迟等等等等。

在报章上常见的一些小故事可以看到高频交易者和高频交易服务商们为了获得更高的速度所做出的种种异乎寻常的努力。

比如，纽约和芝加哥是美国的两大金融中心。之前的公用光缆基本上是沿铁路沿线铺设的，并且是针对公共数据中心进行设计。有一家叫做Spread Networks的公司决心铺设一条更直的，直通纽约和芝加哥的光缆。为了让这根光缆走的路程更少，光缆不得不从穿过密歇根湖，伊利湖，阿巴拉契亚山脉等地理上的天然障碍。Spread Networks公司表示，他们光缆的建成，可以使得纽约到芝加哥信号传输的最短时延从14.5毫秒降低到13.1毫秒。随后，Spread Networks公司开始与大量客户签约。但是好景不长，这家公司又遇到了另外一个竞争对手的强力挑战。有一家叫做Tradeworx的公司准备从芝加哥到纽约之间建立一系列的微波接力信号塔来实现信息传输。由于光在光纤里面的传播速度约为每秒钟20万公里，并且光信号需要不停的折射传播，所走的路程要比直线距离更远。而微波信号在空气中的传播速度接近于每秒钟30万公里，并且走的是直线。Tradeworx公

---

司的线路能使得信号传输的时延进一步降到不到9毫秒。

纽约到芝加哥之间可以建立微波信号中继塔，但是大西洋上这么做难以行得通，纽约和伦敦之间的信号传输主要还是依靠光缆进行。新泽西的运营商Hibernia Atlantic预计耗资3亿美元来铺通一条世界上最快的横渡大西洋的光缆，这条光缆将使得纽约和伦敦之间的通信时间缩短5毫秒，从而达到60毫秒之内。

虽然由于时差的原因，从伦敦到东京的连接线路需求不是很大，但是也已经至少有三家公司宣布了穿越北冰洋，从欧洲到日本的光缆铺设计划。

各种代价高昂，却仅仅是为了使速度提高千分之几秒的通信计划反映的只是高频交易这个行业对速度竞争的很小一个侧面。这个领域的其他一些名词，比如主机托管，直接市场接入（DMA），原生API等等，都是由于速度竞争而进入到金融学词典里面的。

## 五、高频交易对市场的影响

高频交易的交易量在市场中已经占据了相当大的比重，其对于市场的影响也就难以忽视。高频交易的支持者认为，高频交易对市场起码起到了几个方面的好的作用。其一，高频交易增加了市场流动性，其二，高频交易促使市场定价更加有效。

很多做市交易都属于高频交易。可以想见，越来越多的人竞争着为市场提供流动性，其最终结果就是市场买卖价差更小，市场深度更深。这样，作为一名非高频交易者（可能是个人投资者，也可能是共同基金等），可以以更低的成本买入和卖出，并且一次能够从市场中买卖的头寸规模更大。流动性更好的市场，对于每个投资者而言都是更好的市场。

另外，由于高频交易者的存在，市场中各种金融产品的定价会维持在一个无套利水平上。比如，在任何一个时刻，不同交易场所交易的相同的金融产品都会具有相同的价格，以及基础产品和衍生产品之间，各种衍生产品之间的价格也会维持公平合理。而这一切现象的产生，都与高频交易者的工作密不可分。

而高频交易的反对者则认为，高频交易会为了交易而交易，并且高频交易可能会增大市场风险，甚至高频交易可能会带来市场不公平。

对于股票市场而言，这个市场本应是投资者评估公司价值，选择投资标的的地方。可是，由于高频交易者的出现，很多交易变得不再与公司的基本面有关。高频交易者对持有公司股票毫无兴趣，他们买入之后马上急着卖出，而卖出之后马上急着买入。

高频交易者还很有可能与市场的几次重大事故密切相关。2010年5月6日，道琼斯指数在几分钟之内下跌了大约9%，而在随后几分钟之内又收复了大部分失地。对于这场事故，可能高频交易并非始作俑者，但是也很有可能在其中起到了推波助澜的作用。

还有人指控高频交易利用共置，闪现委托单等方式，获得了不公平的竞争优势，甚至抢先于客户进行交易。

有关高频交易的这些责难有些有其道理，但有些需要区别对待。比如，指责高频交易者不愿意持有股票这一点就不一定站得住脚。一个高频做市商就好比一家超市，他起到的是提供市场流动性，连接买家和卖家。就像超市对其所持有的商品没有什么兴趣一样，做市商也不会对其持有的股票有太多兴趣，但是这一点并没有什么好指责的。再比如，有高频交易者花了大价钱把服务器放在和交易所撮合引擎一个数据中心里面，从而获得了相对于其他交易者更快的交易速度，但如果只要投资者愿意花钱，人人都拥有进入此数据中心的权利，这里也难得说有什么不公平。就好比有些对冲基金愿意花很多钱买最好的硬件设备，雇佣最优秀的员工，他们也靠这个获得了优势，但不能因此就说这是不公平的。

## 六、结语

集中的金融市场交易已经存在了数百年，并且已经发展出很多的交易方法和交易理论。比如，著名的基本面分析，技术分析等等。高频交易则是在新的技术条件下出现的一种新的交易方法。没有计算机的发展，便不会产生电子化交易，也不会产生计算机代替人进行交易决策。

可以说，高频交易是技术进步的产物。只要技术在进步，只要人们怀有雄心勃勃的进取精神，只要那里有利润，它总会出现并发展下去。面对技术的进步和时代的发展，我们应该做的不是去无视它，甚至去仇视它，而是应该张开双臂去迎接它，引导它和拥抱它。



## 金融行业资产管理业务模式对标管理

资管部

去年底，针对期货公司资管业务的开闸是期货公司摆脱单一“经纪”模式的真正开始。期货行业在2010年、2011年股指期货上市、期货公司增资潮、并购潮所走出的道路上，已经更加深刻的变革。如今，资管业务的开闸，更是期货行业的一项具有里程碑意义的事件，在我国金融行业逐步趋向于混业经营的“大资管时代”，期货行业也有望利用自身优势在这空前的市场机遇面前占据重要的一席之地。以充分的投资范围来看，期货公司资管业务的未来将是充分运用其专业性和针对性把自己的产品做的更扎实，做的更细致、更有效用，客观上还可以彻底打通期货、股市、现货市场的通道，在期货公司的产品设计上形成一个整体，来满足不同层次投资者的投机、避险等需求。

其实在证监会明确放开期货资管业务之前，整个期货业发展的背景已经逐渐“更新”，为期货资产管理业务等创新业务加速推出，不少期货公司早已开始未雨绸缪，通过多方面途径，筛选实战经验型以及受过良好专业培训的人才，在CTA（商品交易顾问）和期货基金经理方面进行积极的储备。不少期货公司与其大股东公司形成配合，通过母公司现有的周转流通投资平台，间接地开展资管类的业务。而期货公司的股东公司也作出相关配合，提前开发一些培养计划，充分体现人才“孵化园”的功能，其“培养成果”很快就能转变成成为真正的期货基金经理。

尽管期货公司资产管理业务未来有着巨大的发展空间，但由于其放开时间最晚，作为“后来者”，其面临的竞争压力也是非常巨大。根据公开市场数据，就在期货资管放开的2012年底，非银行机构资产管理和银行的财富管理规模已经接近27万亿元人民币，其中信托业资管规模达7.47万亿元，券商资管1.85万亿元，公募基金则达2.87万亿元。就在今年4月份，和讯网的一次调查显示期货资管业务的起步步履维艰，总体的市场规模也不过区区20亿元，与此形成鲜明对比的是今年信托规模冲破10万亿元，券商资管规模也冲破了2万亿元。固然，期货资管目前仍面临着监管未完全放开的限制，作为从业人员来讲还是应该更多地直面其与其他金融行业资管业务的巨大差距，通过对标管理的方式寻找市场定位，“取人之长，补己之短”。

顾名思义，对标即是对比标准寻找差距。下面，我从金融行业其他几大类子公司的资产管理业务入手，分别选出他们各自业务的的优势点，与期货的资管业务对比，树立标准，寻找差距，明确自身发展的优势和方向。

### 一、保险资管业务的风险控制

随着监管部门拟定了有关保险投资松绑政策的十几份文件，保险资管公司将由专门管理保险资金的金融机构转型为综合管理多种资产的专业资产管理机构，保险资管最为一支重要的力量，也正是参与到了“大资管时代”的盛宴之中。保监会在拓宽保险资管边界的同时，也赋予其“十八般武艺”，不动产和股权投资、股指期货、融资融券、无担保债券、境外投资、衍生品等投资渠道将向保险资金全面开放。此外险资还在无担保债券、股指期货、基建债权等领域获得了很多创新政策。具体而言：

在衍生品领域，险资未来可以参与境内、境外金融衍生品交易，但仅限于对冲风险，不得用于投资，具体包括对冲或规避现有资产或负债的市场、信用或流动性风险；对冲已确定在未来三个月内拟买入或卖出资产的市场风险，或锁定其未来交易价格；对冲或规避特定资产和负债组合以及公司整体的各种风险；

在融资融券领域，保险公司未来可参与的具体品种包括存单质押融资、债券回购、证券转融通、账户间融资这四类。

在不动产和股权投资领域，保险资金直接投资股权范围拟增加“现代农业产业经营的重点龙头企业、《政府核准的投资项目目录》中经国务院主管部门核准的能源、资源企业的股权”；间接投资股权形式明确为可投资农业发展基金、养老产业基金和保障房基金。与此同时，投资比例也相应上调，投资未上市企业股权、投资股权投资基金等相关金融产品的比例分别由不高于公司上季末总资产的5%、4%上调至10%、8%，但两项合计不得高于10%。

在境外投资领域，保险资金可投资的品种有望拓展为货币市场类、固定收益类、权益类、不动产类产品，以及以这些基础资产为标的的投资基金，包括证券投资基金、股权投资基金部房地产信托投资基金。投资国家和地区包括25个发达市场和20个新兴市场。

对于保险资管业务而言，投资渠道的拓宽，意味着风险管理难度的加大，而中国保监会也适时地转变其监管方向，配套地重点把控核心风险。其对我国保险业的监管方向是从结果性的事后监管向过程性的事前事中监管转变，对于保险公司的治理结构、风险管理制度以及内部控制制度建设的监管已成为实施该监管原则的基本内容。

中国保监会提出的监管理念和原则，符合国际上公司风险管理的发展趋势。事实上，保险业、乃至整个金融服务业的监管理念都逐渐统一到新巴塞尔协议中提出的“三支柱”风险监管原则之下。第一支柱：最低资本要求，第二支柱：监管审查过程，第三支柱：披露过程。

新巴塞尔协议的核心就是风险管理，“三支柱”共同构成风险管理的有机整体。第

---

一支柱是对公司财务风险的监管资本要求；第二和第三支柱则针对那些难以通过资本充足度要求来控制的风险，特别是通过构建合理的公司治理结构，通过加强公司内部控制和风险管理制度来实现。

普通企业中，风险管理和内部控制都属于与公司治理相并行的公司管理的部分，风险管理与内部控制有交叉部分，即为风险管理活动中的内部控制职能。公司治理与内部控制的交叉部分为战略管理中含有的内部控制职能。风险管理属于公司管理的一种管理活动，与公司治理没有交叉。

从目标来看，风险管理直接为公司治理中的制定策略服务，内部控制是风险管理的一部分；从具体内容来看，风险管理和内部控制都包含在公司治理的部分内容中为其服务，其中内部控制是一种风险管理方式，公司治理构成了风险管理和内部控制的基础和平台；从组织架构来看，负责公司治理与风险管理活动的人员是不同的，两者分隔开来，内部控制人员与管理人員是合二为一的，公司治理中负责战略管理的人员具有内部控制职责。所以，现有的组织架构没有把三者目的和内容、职能具体化，按照具体内容，公司治理中应当包括专门的风险管理和内部控制人员，而且，内部控制和管理人員合二为一本身不能区别风险管理和内部控制的责任，这些都为公司自身建设和监管部门监管带来困难。

对照我们期货资管的风险管理，这三根支柱，对资管产品的管理，对资管部的经营风险，从项目评审，事中风控，产品信息的披露，甚至是资管部门的管理，都很有借鉴意义。从简单的事后风控，到事前事中风控，从事前事中风控，到企业管理层面的风控，每一步都是升级都是提高。

## 二、银行资管的资源渠道

9月26日，经银监会业务创新监管协作部批准，中信银行获首批理财资产管理业务试点资格。此次有包括3家国有大型股份制商业银行、7家全国股份制商业银行以及1家城市商业银行在内的11家银行，将于10月份同时开展“债权直接融资工具”和银行资产管理计划两项试点工作。首批试点交易额度为每家5亿至10亿元。上述两个试点的推出，为理财资金对接直接融资开辟了一条高速公路，不再是仅仅依靠信托、券商资管、基金子公司等“羊肠小道”。银行自己做资管业务带来的最直接影响就是不必通过其他金融机构，这对于很多严重依赖通道业务的券商资管冲击很大。

所谓“银行理财管理计划”，与传统的银行理财产品有所不同，是指由商业银行发行的开放式、无预期收益率、仅投资银监会认可的标准金融工具（债券、理财直接融资工具等）并独立开户、单独管理、单独建账和单独核算的理财产品。

对于这种全新的融资理财工具，在运用债权直接融资工具的情况下，银行可以像保险债权投资计划的受托人一样，通过资产管理计划发行债权融资“受益凭证”，向理财

产品的投资者募集资金，然后投向融资企业。这种“受益凭证”一方面按照份额发行，另一方面可以通过二级市场进行交易，使得无论是宏观环境还是企业经营情况的变化都可以通过“受益凭证”的“价格”反映出来。

这是一项具有里程碑意义的创新，不仅为银行摆脱刚性兑付迈出实质性步伐，开辟了一条银行主导的资产证券化模式，实现非标资产向标准资产的阳光转化。同时，改善间接融资中的银行信贷脱媒，减少通道环节，节约成本。

银行资管计划的开启，意味着长期徘徊在资管市场之外的商业银行真正踏入了这个领域，并将对现有的行业竞争格局产生重大影响。这不但将改变原有的银行理财模式，也将对一直以来对银行理财资金颇具依赖的信托、券商、基金子公司等非银行金融机构的业务，尤其是通道业务造成一定影响。

回顾近三年中国银行业发展：在中国金融业占主导地位的银行业，为避免陷入资本不足导致营业收入下降的作茧自缚困境，他们开始不遗余力地尝试将自有资产转移至资产负债表外，由此“扶持”信托公司、证券公司的规模增长，为满足资金需求创造了一个以理财产品搭建起来的虚拟影子银行体系。

自2010年开始，出于谨慎监管的原则，监管者要求银行持有大于其愿意持有的资本金，再加上当时银行正遇到地方平台贷款潜在违约风险下融资不畅，银行面对监管资本与经济资本不一致的情况，通过信托贷款、委托贷款和票据贷款等资产证券化金融创新工具，绕过资本监管粉饰其资本金实力，逃避巴塞尔协议的资本充足率要求，进行监管套利。在银监会规定的新资本协议要求商业银行的资本充足率不能降低的口头规定下，想要发放贷款为股东赚取收益，商业银行的管理层要么向资本市场融资增加资本（分子策略），要么通过理财产品、信贷代付、票据、信托受益权等方式来减少风险加权资产总额（分母策略）。在他看来，关于理财产品的大幅增长，其实与资本监管也有很大关系。因为银行即便吸收存款也无法发放贷款，反而会增加其负债成本。为此，银行就使用理财产品吸收流动性的方式与资产方进行匹配。

信托业逐步受惠于银行贷款通道而实现规模大幅增长，在其受到监管后，银行又通过券商及基金子公司来做类似的事情。

而2013年3月，银监会下发“8号文”后，在要求商业银行理财资金对非标债权的投资比例不得超过35%以及银行总资产的4%下，商业银行的表外资产即非标资产扩张看似将要戛然而止。

8月，银监会界定可转让资管份额非标身份。证券公司、基金公司及其专门从事资产管理业务的子公司等资产管理机构设立的所有资管计划均属非标债权资产，不论是否进入上交所进行份额转让，均不能视为“标准化”债权。

35%、4%成为一个标尺。高于此限额的商业银行忙着调出表外，而额度远未达到的

---

商业银行就此可以大幅增加。例如，招行截至6月底的信托受益权余额为459亿元，而在6个月之前资产负债表上的信托受益权余额还显示为零。此外，6月底其向其他银行提供的以信托受益权为担保的贷款还有1038亿元。虽然总的信托贷款仅占该行总资产的4%左右，但却相当于股东权益的近70%。

以光大银行为例，截至6月底其持有的信托、证券公司和其他公司的受益权为2634亿元，较去年底增长61%。这些受益权目前相当于股东权益的208%。

对于此次试点的出台，6月末爆发的银行间市场流动性危机让“8号文”的监管效应显得苍白无力，“很明显规定并没有对商业银行期限错配的经营方式形成制约。”

此次两项试点的推出是对“8号文”的矫正。另外，两项试点将可以为像兴业银行这样信托受益权等非标准化资产较多的商业银行提供一个转为标准化资产的通道。

银行“影子贷款”业务一旦被资管渠道“准正式化”，借助其强大的资源背景和信用储备，必然在资管行业里占据很大的资金优势。相比之下，期货行业社会认同度低，参与人数少，公司规模无法与银行比拟。这些都是我们期货资管乃至期货行业要学习的地方。如何扩大自己在社会的影响力，发挥期货交易对财产保值增值的作用，更加规范化，专业化的运行产品，都是我们未来努力的方向。

### 三、券商资管的通道优势

过去，阳光私募基金主要由信托公司和投资公司或资产管理公司负责运作，银行及证券公司予以协作。合同文本上，阳光私募基金的信托公司是发行人，由其负责集合资金信托计划产品设计，并寻找投资顾问公司、托管资金银行、托管证券券商，并由其将信托集合资金信托计划产品报当地银监局等监管部门备案。在实际运作中，多由投资顾问公司负责发起，设计信托产品，在与托管银行协商后，寻找一家有业务往来的信托公司，利用其信托平台来发行集合资金信托计划产品。

然而，随着券商通道业务的崛起，信托通道的优势已经一去不复返了。如今，在发行产品时，更多阳光私募倾向于选择券商资管通道，而非信托。券商资管通道从去年开始就已经被推出运用，对私募基金的吸引力主要体现在通道费用较低、投资范围较宽，而且券商经纪人和通道是同一个合作伙伴的话，也能加强合作力度。券商资管通道将是私募基金未来产品发行考虑的一个重要平台。

券商资管和信托通道相比，首先是费用方面的优势。通过券商资管发行产品的通道费用大概在0.3%，与信托通道1%或至少上百万的固定管理费相比，相对来说便宜不少。除了更为低廉的通道费用外，托管费上，目前大型券商收费一般低至0.1%，而信托通道则在0.2%到0.25%之间。对投资者而言，购买产品可以免掉参与费。

抛开费用的因素，资管通道更重要的是其投资范围和产品设计的优势。按照最新规

定，定位于私募的券商“小集合”产品的投资范围包括“证券期货交易所交易的投资品种、银行间市场交易的投资品种以及金融监管部门批准或备案发行的金融产品”，也就是说，基本投资范围全面放开，如允许其投资商品期货、利率远期、利率互换、信托计划等；在股指期货、融资融券等投资标的的投资比例也很宽松。由此可以看到，券商资管通道的优势主要在于投资范围限制少，对于产品的设计可以提供灵活的选择空间。

此外，在产品设计方面，券商资管也显示出了自身的优势。以一款重阳投资与招商证券合作“招商汇金之重阳集合资产管理计划”产品为例，该产品分为A、B、C三类份额。产品说明书显示，C类份额为重阳投资持有，用以向B类份额的投资者提供本金及3%年化收益率的有限赔付功能，B类份额投资者在享受有限保底的同时，需要拿出3%年化收益率之外超额收益的80%，以转增C类份额的方式支付给重阳投资。而A类份额则与市场大多数的私募基金大致相同，管理人收取20%的绝对收益作为管理费。

券商资管在产品设计方面的优势主要源于投资范围和投资标的的宽泛、灵活。对于大资管行业的发展来说，这当然是一件非常好的事情，有利于更多多元化的产品出现，能为投资人带来不同的选择。对于投资范围灵活这一方面来说，期货资管也有其较为灵活的优势。因此，如何学习利用好这一优势，吸引更多的外部投顾资源是期货资管应当认真面对的问题。

## 四、期货资管面临的机遇和挑战

通过以上对比可以看到，期货公司资产管理面临的并不是蓝海的竞争环境。期货公司发展资产管理业务面临的挑战主要表现在以下几个方面：

一是期货业资金沉淀规模较小，成为重要限制。我国期货市场经过20多年的发展虽日益成熟，但是相较证券、基金、信托等其他行业仍非常小，这决定了以期货产品为主的期货资产管理业务面对的本行业资金池存量较小。我国期货业2012年年底保证金规模仅有2000亿元左右，而基金、证券、信托则背靠着几十万亿元的客户资产资源，这决定了期货资产管理业务要想获得大的发展，需要行业资金存量快速放大，或者向银行、证券、保险、基金等资金渗透。但这些行业资产管理已经走在期货业前面，经验相对丰富，与之竞争并非易事。

二是私募期货投资公司实际上之前承担了期货资产管理的角色，导致期货资管先要在行业内竞争。由于监管层对期货业各项创新业务都是近两年才放开，期货公司本身无论是投资咨询还是资产管理能力都较为薄弱。而这期间国内私募期货投资公司则得到了较大发展，无论研发水准，还是实战能力，都积累了较为丰富的经验。由于私募基金不受监管，无论是实战经验，还是人才资源，都有较好的基础，期货公司要想发展好资产管理，面临着这些私募机构的竞争压力。特别是目前期货公司只允许开展“一对一”的资产管理业务，这与私募形成直接竞争，实际上私募一直以来就是在运作“一对一”和

---

“一对多”的资产管理。期货公司开展期货资产管理业务从现状上看是资管业务的后进入者，期货资管面临的不是“尚未分配的蛋糕”。

三是期货公司自身研发及产品设计人才缺乏。目前证券、基金等其他金融机构的资产管理业务也逐步进入期货领域，全行业资管大背景下，对期货人才的需求将不限于期货行业内部。期货公司在之前本来就面临着私募机构、现货公司人才争夺的压力，在全行业资管背景下，其他金融行业也将成为期货人才流入的方向。这就令期货公司在资管业务开展本就人才匮乏的情况下，面临更多人才流失的压力。如何培养人才、吸引人才、留住人才仍是期货公司的重要任务。

尽管面临着重重挑战，期货公司开展资产管理业务仍具有独特优势：

一是期货公司开展资产管理业务相较私募风险控制体系更加健全。期货市场“五位一体”的风险控制体系日益完善，证监会对期货公司环节的风险控制体系建设也更加严格，相较于普通私募机构，期货公司在开展资产管理过程中风控优势更加明显。

二是期货公司相较基金、券商、信托、银行等更了解期货市场，并且更具全球视野。目前全球金融市场联系更加紧密，而期货市场是国内目前重要的能够同时联系国内外金融市场环节。这种联系一方面是通过内外市场相同或相近品种的套利，更多则是因为大宗商品价格的全球化，令期货公司对全球宏观环境和经济周期等有更深刻的理解和把握。这种优势将体现在产品组合设计中。

三是随着期权及期货品种的丰富，期货市场将更加受到普通投资者的青睐。目前各大期货交易所都在积极推进期权合约上市，而其他期货新品种如鸡蛋等也在准备之中。这些品种的上市将在一定程度上分流证券、基金市场的资金，同时也为期货资产管理提供更多的客户源，不过这个过程不会太快。

综上所述，除了这些金融机构所拥有的自身优势之外，我们还要赶在别的资管团队之前，形成自身的优势，成为别人的“对标对象”。我认为，我们资管需要加强的地方包括，强化自身的投资研发能力，形成一套属于我们自己的团队文化等。我相信，在整个行业的共同努力、比学赶帮之下，真正属于期货资管的未来一片光明。

## QDII全球投资视角的思考

王兆先

QDII(合格的境内机构投资者, Qualified Domestic Institutional Investors)制度是金融市场发展到一定程度的产物,是指在资本项目未完全开放的国家,允许本地投资者投资境外资本市场的投资者制度。

中国QDII制度从筹划到加速发展,虽然产品在不断丰富发展的过程中,但是暴露的问题也非常之多。目前QDII并不是主流业务,且出海即触礁,遇到金融危机,在国内一般投资者中反响不好。比如2008年以来,有些QDII投资项目亏损额度相当大,这说明QDII的资产配置策略和投机时机存在一定的问题,导致QDII发展初期效果不尽理想,影响了QDII的进一步发展。

通过对QDII发行说明中主要投资区域的说明中提及到投资地区的统计,可以发现,投资与中国有关产品的基金多达70只,占比为16.96%,由此可见,QDII其实货不对板,投资的仍然是与中国经济有关的资产。排名第2位的地区是全球,提及全球投资的基金有37只,占比为8.96%。投资与香港有关的资产的QDII有22家,占比为5.33%。前10名地区中,接下来分别是美国、新加坡、日本、印度、亚洲、韩国和英国。特别指明是投资新兴市场的有9家QDII,前10名中

只有一个欧洲家,即英国资产获得QDII的关注。

欧洲其他国家方面,投资与法国有关资产的基金有7家,占82家QDII的比例仅仅为1.69%,接下来是意大利7家、德国6家、瑞士5家。综合分析可见,QDII几乎完全放弃了对欧洲市场的投资,犹如惊弓之鸟,远远地飞离了这个险象环生的投资市场。这个现象,引起了我们下面对QDII全球投资视角的一些思考。

### 一、经济危机中股票投资风险

经济危机中,股价指数的总体趋势应该呈现下降态势,从而给股票市场投资者带来系统性风险,这种系统性风险所导致的交易萎缩是全球性的,这点可以从表1中看出。

2012年相对2007年,证券交易所证券电子定单交易量出现增长的只有9家,增幅前3名是哥伦比亚证券交易所、泰国证券交易所和科伦坡证券交易所,其中哥伦比亚证券交易所增幅为134.02%,泰国证券交易所同期增幅为111.65%,科伦坡证券交易所同期增幅为76.34%。均为欧洲之外的交易所。但反观欧洲交易所,最具代表性的德国交易所,同期不增反减,萎缩了62.05%,西班牙马德里交易所萎缩了62.87%,伦敦证券交易所萎

缩了49.21%，这都反映了欧洲经济危机对证券市场的负面影响。

全球证券市场的萎缩与全球衍生产品市场的蓬勃发展形成鲜明的对照，间接地印证了危机中投资者对风险规避工具的需求增长。

表1：全球证券交易所电子定单交易额

序号	股票成交金额:电子定单交易	股票成交金额:电子定单交易额（百万美元）			
		2007年	2012年	增减	增幅
1	哥伦比亚证券交易所	16850.10	39432.87	22582.77	134.02%
2	泰国证券交易所	111113.90	235168.14	124054.24	111.65%
3	科伦坡证券交易所	952.20	1679.09	726.89	76.34%
4	巴西证券商品期货交易所	607486.80	875417.55	267930.75	44.10%
5	菲律宾证券交易所	24291.10	34783.06	10491.96	43.19%
6	伊斯坦布尔证券交易所	296395.90	357779.24	61383.34	20.71%
7	深圳证券交易所	2045393.00	2369079.56	323686.56	15.83%
8	圣地亚哥证券交易所	43206.00	45653.32	2447.32	5.66%
9	墨西哥交易所	123101.20	126138.98	3037.78	2.47%
10	约翰内斯堡证券交易所	343210.50	335909.68	-7300.82	-2.13%
11	印度尼西亚证券交易所	97211.10	94585.69	-2625.41	-2.70%
12	毛里求斯证券交易所	373.60	298.78	-74.82	-20.03%
13	马来西亚证券交易所	156844.80	124332.91	-32511.89	-20.73%
14	韩国交易所	1938997.70	1517896.93	-421100.77	-21.72%
15	华沙证券交易所	83934.90	58363.77	-25571.13	-30.47%
16	印度国家证券交易所	761008.50	526162.70	-234845.80	-30.86%
17	台湾证券交易所	1007375.70	678514.05	-328861.65	-32.65%
18	利马证券交易所	9260.90	6102.26	-3158.64	-34.11%
19	上海证券交易所	4029232.80	2598805.40	-1430427.40	-35.50%
20	东京证券交易所	6017658.80	3463094.79	-2554564.01	-42.45%
21	大阪证券交易所	255945.40	142498.20	-113447.20	-44.32%
22	香港交易所	2020266.40	1106068.49	-914197.91	-45.25%
23	卢森堡证券交易所	241.70	131.75	-109.95	-45.49%
24	特拉维夫证券交易所	93953.70	49365.06	-44588.64	-47.46%
25	伦敦证券交易所	4319945.70	2194257.44	-2125688.26	-49.21%
26	马耳他证券交易所	89.00	43.09	-45.91	-51.59%
27	瑞士证券交易所	1391639.60	585204.87	-806434.73	-57.95%

序号	股票成交金额:电子定单交易	股票成交金额:电子定单交易额 (百万美元)			
		2007年	2012年	增减	增幅
28	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	1427376.00	586971.24	-840404.76	-58.88%
29	爱尔兰证券交易所	23314.90	9261.54	-14053.36	-60.28%
30	德国交易所	3362347.20	1275949.37	-2086397.83	-62.05%
31	西班牙马德里交易所	2294292.40	851827.60	-1442464.80	-62.87%
32	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	4531025.80	1576120.69	-2954905.11	-65.21%
33	奥斯陆交易所	442910.90	146149.80	-296761.10	-67.00%
34	布宜诺斯艾利斯证券交易所	7370.60	2190.56	-5180.04	-70.28%
35	百慕大证券交易所	164.90	38.36	-126.54	-76.74%
36	布达佩斯证券交易所	47196.30	10883.10	-36313.20	-76.94%
37	维也纳交易所	129985.40	23404.73	-106580.67	-81.99%
38	卢布尔雅那证券交易所	2780.10	392.72	-2387.38	-85.87%
39	雅典交易所	130706.10	15949.54	-114756.56	-87.80%
40	塞浦路斯证券交易所	5270.80	290.47	-4980.33	-94.49%
41	意大利证券交易所	2166310.80	不详	-2166310.80	
42	新西兰交易所	6112.60	不详	-6112.60	
43	Jasdaq证交所	不详	不详		
44	新加坡交易所	不详	256055.92		
45	孟买证券交易所	不详	110345.89		
46	德黑兰证券交易所	不详	0.00		
47	安曼证券交易所	不详	2734.57		
48	纽约泛欧证券交易所集团(美国)	不详	13442719.57		
49	纳斯达克-OMX集团	不详	9784206.24		
50	美国证券交易所	不详	0.00		
51	埃及交易所	不详	17855.73		
52	澳大利亚证券交易所	不详	935987.51		
53	合计	40373145.80	46616102.80	6242957.00	15.46%

资料来源：wind & 南华研究

## 二、动荡市场中衍生产品数量呈增加态势

虽然此次金融危机与金融市场的衍生品的泛滥和产品的高度复杂化有直接的关系，但作为对冲风险的工具，在金融危机爆发后，衍生产品的数量不减反增，出现了爆炸式的增长。表2是2007年和2012年全球主要衍生品市场的衍生产品数量（非交易量概念）统计。从该表可见，2012年相对金融危机爆发当年的2007年，华沙证券交易所的衍生产品数量增幅达到2038.03%（规模较小），也就是翻了21倍，虽然经济的规模在扩大，衍生品市场会有一个自然的增长过程，但21倍的增幅仍然足以说明市场对衍生品对冲风险需求的增长。

受欧洲债务危机的影响，伦敦证券交易所的衍生产品数量，2012年相对2007年的增幅亦高达18倍。德国经济较为稳定，相应的衍生产品数量同期亦有5倍多的增幅。欧洲其他交易所的衍生产品数量也有较大幅度的增长，例如瑞士证券交易所、卢森堡证券交易所。其中2012年德国交易所衍生产品数量占统计的22家交易所有效数据总量的90.35%，较2007年的79.09%上升了约10个百分点，从衍生产品数量的角度看几乎占据了全球市场的份额。

表2：2007年和2012年全球主要衍生品交易所衍生产品数量（非交易量）

序号	交易所	证券化衍生产品数量（产品个数）			
		2007年	2012年	增减	增幅
1	华沙证券交易所	71.00	1518.00	1447.00	2038.03%
2	伦敦证券交易所	5960.00	109861.00	103901.00	1743.31%
3	台湾证券交易所	13559.00	86413.00	72854.00	537.31%
4	墨西哥交易所	160.00	984.00	824.00	515.00%
5	马来西亚证券交易所	879.00	4837.00	3958.00	450.28%
6	德国交易所	2478510.00	13005823.00	10527313.00	424.74%
7	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	78897.00	303819.00	224922.00	285.08%
8	韩国交易所	21615.00	55654.00	34039.00	157.48%
9	瑞士证券交易所	196712.00	442849.00	246137.00	125.13%
10	维也纳交易所	40475.00	69501.00	29026.00	71.71%
11	香港交易所	37326.00	60284.00	22958.00	61.51%
12	卢森堡证券交易所	65159.00	96152.00	30993.00	47.57%
13	澳大利亚证券交易所	45934.00	59716.00	13782.00	30.00%
14	奥斯陆交易所	1568.00	1993.00	425.00	27.10%
15	西班牙马德里交易所	46713.00	58314.00	11601.00	24.83%
16	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	21810.00	27027.00	5217.00	23.92%

序号	交易所	证券化衍生产品数量（产品个数）			
		2007年	2012年	增减	增幅
17	多伦多证券交易所集团	1083.00	926.00	-157.00	-14.50%
18	新加坡交易所	8368.00	2967.00	-5401.00	-64.54%
19	约翰内斯堡证券交易所	4192.00	1121.00	-3071.00	-73.26%
20	意大利证券交易所	64234.00	不详		
21	新西兰交易所	425.00	不详		
22	特拉维夫证券交易所	不详	5236.00		
23	合计	3133650.00	14394995.00	11261345.00	359.37%

资料来源：wind & 南华研究

表3是是2011年和2012年全球主要衍生品市场的衍生产品数量统计，从该表可见，2012年衍生产品数量同比增幅居前的主要还是欧洲地区的交易所，例如伦敦证券交易所、德国交易所、西班牙马德里交易所、约翰内斯堡证券交易所等。华沙证券交易所2012年衍生产品数量同比出现较大的回落，达到23.29%，但整体来看，欧洲地区交易所的衍生产品数量仍然维持较高的增速。

全球衍生产品数量的增长，表面上主要是新的衍生产品的创设导致的，深层原因则是全球资产管理者在经济危机背景下对资产安全性考虑的增加，因此，更多地应用了衍生品来对冲相应资产的风险，市场需求的增加推动了交易所衍生产品的创设。在这个全球金融趋势的变化中，尤其是在证监会放宽了QDII对境外衍生品交易的管控后，QDII应该能更加积极地采用衍生品工具来控制和对冲风险。

表3：2011年和2012年全球主要衍生品交易所衍生产品数量（非交易量）

序号	交易所	证券化衍生产品数量（产品个数）			
		2011年	2012年	增减	增幅
1	伦敦证券交易所	66910.00	109861.00	42951.00	64.19%
2	澳大利亚证券交易所	36988.00	59716.00	22728.00	61.45%
3	马来西亚证券交易所	3136.00	4837.00	1701.00	54.24%
4	墨西哥交易所	731.00	984.00	253.00	34.61%
5	德国交易所	10102553.00	13005823.00	2903270.00	28.74%
6	西班牙马德里交易所	50316.00	58314.00	7998.00	15.90%
7	约翰内斯堡证券交易所	1048.00	1121.00	73.00	6.97%
8	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	285849.00	303819.00	17970.00	6.29%
9	台湾证券交易所	82880.00	86413.00	3533.00	4.26%
10	特拉维夫证券交易所	5091.00	5236.00	145.00	2.85%

序号	交易所	证券化衍生产品数量（产品个数）			
		2011年	2012年	增减	增幅
11	瑞士证券交易所	434277.00	442849.00	8572.00	1.97%
12	维也纳交易所	69593.00	69501.00	-92.00	-0.13%
13	卢森堡证券交易所	97352.00	96152.00	-1200.00	-1.23%
14	香港交易所	69466.00	60284.00	-9182.00	-13.22%
15	新加坡交易所	3524.00	2967.00	-557.00	-15.81%
16	奥斯陆交易所	2393.00	1993.00	-400.00	-16.72%
17	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	33775.00	27027.00	-6748.00	-19.98%
18	华沙证券交易所	1979.00	1518.00	-461.00	-23.29%
19	多伦多证券交易所集团	1366.00	926.00	-440.00	-32.21%
20	韩国交易所	107606.00	55654.00	-51952.00	-48.28%
21	意大利证券交易所	不详	不详		
22	新西兰交易所	不详	不详		
23	合计	11456833.00	14394995.00	2938162.00	25.65%

资料来源：wind & 南华研究

### 三、资产价格的下跌导致衍生品交易金额有较大萎缩

与全球衍生品交易量大幅增加形成鲜明对照的是，2012年相对2007年，全球主要交易所衍生品交易的交易金额除了伦敦证券交易所、华沙证券交易所、奥斯陆交易所以及台湾证券交易所所有增长外，都出现一定幅度的萎缩，这说明全球资产价格有较大幅度的下降，从而间接导致衍生品交易价格的下跌，最终形成交易金融萎缩的局面。

表4：2007年和2012年全球主要衍生产品交易金额统计

序号	交易所	证券化衍生产品交易金额（单位：百万美元）			
		2007年	2012年	增减	增幅
1	伦敦证券交易所	1420.30	15852.24	14431.94	1016.12%
2	华沙证券交易所	4.60	27.63	23.03	500.70%
3	奥斯陆交易所	156.20	601.66	445.46	285.19%
4	台湾证券交易所	7743.90	7854.21	110.31	1.42%
5	墨西哥交易所	248.00	182.39	-65.61	-26.45%
6	韩国交易所	73043.40	53462.68	-19580.72	-26.81%
7	维也纳交易所	365.10	259.22	-105.88	-29.00%

序号	交易所	证券化衍生产品交易金额（单位：百万美元）			
		2007年	2012年	增减	增幅
8	香港交易所	611507.40	409963.55	-201543.85	-32.96%
9	瑞士证券交易所	63165.80	34210.28	-28955.52	-45.84%
10	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	50799.20	24013.22	-26785.98	-52.73%
11	马来西亚证券交易所	3838.70	1421.96	-2416.74	-62.96%
12	多伦多证券交易所集团	1416.20	463.19	-953.02	-67.29%
13	新加坡交易所	19686.10	4529.51	-15156.59	-76.99%
14	约翰内斯堡证券交易所	390.00	82.13	-307.87	-78.94%
15	澳大利亚证券交易所	17906.10	3455.91	-14450.19	-80.70%
16	德国交易所	439678.80	65377.92	-374300.88	-85.13%
17	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	3898.10	562.67	-3335.43	-85.57%
18	西班牙马德里交易所	6994.80	986.19	-6008.61	-85.90%
19	意大利证券交易所	122136.30	不详		
20	卢森堡证券交易所	1.20	不详		
21	新西兰交易所	79.80	不详		
22	特拉维夫证券交易所	不详	23166.52		
23	合计	1424480.00	646473.07	-778006.93	-54.62%

资料来源：wind & 南华研究

注：意大利证券交易所、卢森堡证券交易所和新西兰交易所暂无2012年数据。

从市场占有率的角度看，在统计的22个交易所的已获得数据后，可以看出2012年香港交易所衍生品市场的占有率为63.42%，而德国交易所位居第2，只占有10.11%的市场份额，相对2007年下降了约20个百分点。这说明全球衍生品交易的资金主要集中在香港交易所，显然是中国大陆企业及投资机构所为，而QDII则几乎没有什么衍生品的交易，形成巨大的落差，也因此，未来QDII在衍生品市场上的发展空间巨大。

#### 四、从平均每笔交易金额看机构对衍生品市场的态度

交易笔数可以反映出市场主力资金的动向，如果交易笔数很大，但交易金额没有同步的增幅，则说明市场主要是散户资金的交易，但如果交易笔数较小，但交易金额较大，则说明是主力资金的所为。

表5是2007年和2012年全球主要衍生品交易所交易笔数及所统计数据中的占比。观察该表可见，2012年相对2007年，交易笔数增幅最大的是伦敦证券交易所，增幅为

1298.15%，约14倍的增幅。居后的是华沙证券交易所，同期增幅为12倍，奥斯陆交易所同期增幅为184.21%。由此可见，前3名均为欧洲地区的交易所。

若从交易笔数的占比的角度看，亚洲交易所占有较大的比例，其中，2012年香港交易所成交笔数的占比为38.01%，韩国交易所成交笔数的占比为33.28%，台湾证券交易所的占比为9.94%，这说明从交易笔数的角度看，亚洲交易所的份量最大，但是否是超级机构所为，还要从平均每笔交易金额的大小来判断。

表5：2007年和2012年全球主要衍生品交易所交易笔数统计

序号	交易所	证券化衍生产品交易笔数（单位：千次）				占比	
		2007年	2012年	增减	增幅	2007年	2012年
1	伦敦证券交易所	86.40	1208.00	1121.60	1298.15%	0.08%	1.44%
2	华沙证券交易所	0.90	10.91	10.01	1112.22%	0.00%	0.01%
3	奥斯陆交易所	17.80	50.59	32.79	184.21%	0.02%	0.06%
4	韩国交易所	17303.20	27928.21	10625.01	61.40%	15.54%	33.28%
5	马来西亚证券交易所	2277.80	2724.43	446.63	19.61%	2.05%	3.25%
6	香港交易所	30464.90	31896.59	1431.69	4.70%	27.35%	38.01%
7	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	5132.40	3942.76	-1189.64	-23.18%	4.61%	4.70%
8	多伦多证券交易所集团	218.80	137.69	-81.11	-37.07%	0.20%	0.16%
9	墨西哥交易所	4.10	2.49	-1.61	-39.27%	0.00%	0.00%
10	维也纳交易所	32.40	17.15	-15.25	-47.07%	0.03%	0.02%
11	台湾证券交易所	18737.80	8341.29	-10396.51	-55.48%	16.82%	9.94%
12	澳大利亚证券交易所	762.10	307.22	-454.88	-59.69%	0.68%	0.37%
13	约翰内斯堡证券交易所	133.30	46.93	-86.37	-64.79%	0.12%	0.06%
14	瑞士证券交易所	2557.40	897.23	-1660.17	-64.92%	2.30%	1.07%
15	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	699.10	173.69	-525.41	-75.16%	0.63%	0.21%
16	德国交易所	27918.00	4682.82	-23235.18	-83.23%	25.07%	5.58%
17	意大利证券交易所	5020.80	不详			4.51%	
18	新西兰交易所	12.60	不详			0.01%	
19	新加坡交易所	不详	不详				
20	特拉维夫证券交易所	不详	1552.73				1.85%
21	西班牙马德里交易所	不详	不详				
22	卢森堡证券交易所	不详	不详				
23	合计	111379.80	83920.73	-27459.07	-24.65%	100.00%	100.00%

资料来源：wind & 南华研究

表6是2007年和2012年全球主要衍生品交易所每笔交易金额统计表，从表中可见，从平均每笔交易金额的角度看，欧洲交易所排名靠前，例如瑞士证券交易所、维也纳交易所、德国交易所、伦敦证券交易所等。这与欧洲债务危机有明显的对应关系，从而可以印证风险的加大会推动衍生品交易市场的发展这个符合直觉和金融逻辑的判断。

相对于瑞士证券交易所平均每笔衍生品交易38128.77美元相比，香港交易所平均每笔交易只有12852.90美元，差距是明显的，这说明欧洲交易所衍生品交易主要是国际市场较大的金融机构和投资机构所为，而香港交易所则主要为散户所为。作为投资视角放眼全球的QDII，放弃欧洲衍生品交易市场显示是不应该的，而是应该给予更多的关注。

表6：2007年和2012年全球主要衍生品交易所每笔交易金额

序号	交易所	证券化衍生产品交易统计					
		交易笔数		总成交金额		平均每笔交易金额	
		千次		百万美元		每笔美元额	
		2007年	2012年	2007年	2007年	2007年	2012年
1	墨西哥交易所	4.10	2.49	248.00	182.39	60487.80	73250.20
2	瑞士证券交易所	2557.40	897.23	63165.80	34210.28	24699.23	38128.77
3	维也纳交易所	32.40	17.15	365.10	259.22	11268.52	15114.87
4	特拉维夫证券交易所	0.00	1552.73	0.00	23166.52	0.00	14919.87
5	德国交易所	27918.00	4682.82	439678.80	65377.92	15748.94	13961.23
6	伦敦证券交易所	86.40	1208.00	1420.30	15852.24	16438.66	13122.72
7	香港交易所	30464.90	31896.59	611507.40	409963.55	20072.52	12852.90
8	奥斯陆交易所	17.80	50.59	156.20	601.66	8775.28	11892.94
9	澳大利亚证券交易所	762.10	307.22	17906.10	3455.91	23495.74	11248.97
10	合计	111379.80	83920.73	1424480.00	646473.07	12789.39	7703.38
11	纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)	5132.40	3942.76	50799.20	24013.22	9897.75	6090.46
12	多伦多证券交易所集团	218.80	137.69	1416.20	463.19	6472.58	3363.97
13	纳斯达克-OMX集团北欧交易所	699.10	173.69	3898.10	562.67	5575.88	3239.50
14	华沙证券交易所	0.90	10.91	4.60	27.63	5111.11	2532.72
15	韩国交易所	17303.20	27928.21	73043.40	53462.68	4221.38	1914.29
16	约翰内斯堡证券交易所	133.30	46.93	390.00	82.13	2925.73	1750.03
17	台湾证券交易所	18737.80	8341.29	7743.90	7854.21	413.28	941.61
18	马来西亚证券交易所	2277.80	2724.43	3838.70	1421.96	1685.27	521.93
19	意大利证券交易所	5020.80	不详	122136.30	不详	24326.06	不详
20	新西兰交易所	12.60	不详	79.80	不详	6333.33	不详

序号	交易所	证券化衍生产品交易统计					
		交易笔数		总成交金额		平均每笔交易金额	
		千次		百万美元		每笔美元额	
		2007年	2012年	2007年	2007年	2007年	2012年
21	新加坡交易所	不详	不详	19686.10	4529.51	不详	不详
22	西班牙马德里交易所	不详	不详	6994.80	986.19	不详	不详
23	卢森堡证券交易所	不详	不详	1.20	不详	不详	不详

资料来源：wind & 南华研究

## 五、QDII的投资视角应放眼大中华之外地区

虽然QDII是可以投资境外资本市场的股票、债券等有价证券投资业务的合格境内机构投资者，但统计显示，QDII仍然对国内资产情有独钟，大量的资产仍然配置在与中国概念相关的资产上，从而降低了其对国内投资者的吸引力。表7是QDII重仓股票或基金参与比例排名前30家公司，其中只有约40%为纯境外公司，60%仍然是与中国概念有关的境外公司，从所投资资产的拥有属性和地域属性看，与投资A股并无明显的差异，也就是说，投资者购买境内一般基金与购买QDII没有实质的差异，最好的情况下，也只能获得全球平均水平的回报。因没有差异性，因此境内发展受限。

此外，在境外机构2012年大规模减持黄金资源类公司的情况下，QDII却对黄金ETF给予了特别的关注，在2013年上半年的黄金大跌中损失惨重，这说明QDII的研究深度不够，对市场资产配置的新动向缺乏敏感性。

表7：2012年QDII重仓股票或基金参与比例排名前30家公司

序号	公司名称	参与基金数量	公司参与百分比	基金占比	说明
1	中国石油化工股份有限公司	8	1.29%	9.76%	
2	SPDR GOLD TRUST	7	1.13%	8.54%	黄金ETF
3	腾讯控股有限公司	7	1.13%	8.54%	
4	ISHARES GOLD TRUST	6	0.97%	7.32%	黄金ETF
5	中国工商银行股份有限公司	6	0.97%	7.32%	
6	中国建设银行股份有限公司	6	0.97%	7.32%	
7	中国移动有限公司	6	0.97%	7.32%	
8	中国海洋石油	5	0.81%	6.10%	
9	中国海洋石油有限公司	5	0.81%	6.10%	
10	中国人寿保险股份有限公司	5	0.81%	6.10%	

序号	公司名称	参与基金数量	公司参与百分比	基金占比	说明
11	ETF GOLD TRUST	4	0.64%	4.88%	黄金ETF
12	ISHARES SILVER TRUST	4	0.64%	4.88%	白银ETF
13	工商银行	4	0.64%	4.88%	
14	华润置地	4	0.64%	4.88%	
15	孟山都	4	0.64%	4.88%	
16	中国银行股份有限公司	4	0.64%	4.88%	
17	POWERSHARES QQQ NASDAQ 100	3	0.48%	3.66%	纳斯达克100指数ETF
18	谷歌公司	3	0.48%	3.66%	
19	苹果公司	3	0.48%	3.66%	
20	三星电子有限公司	3	0.48%	3.66%	
21	台积电	3	0.48%	3.66%	
22	雪佛龙德士古	3	0.48%	3.66%	
23	友邦保险控股有限公司	3	0.48%	3.66%	
24	中国民生银行股份有限公司	3	0.48%	3.66%	
25	中国平安保险(集团)股份有限公司	3	0.48%	3.66%	
26	中国人寿	3	0.48%	3.66%	
27	APPLE INC	2	0.32%	2.44%	苹果公司
28	CHEVRON CORP	2	0.32%	2.44%	雪佛龙公司
29	Extra Space Storage Inc	2	0.32%	2.44%	超(级)空间存储公司
30	FINANCIAL SELECT SECTOR SPDR	2	0.32%	2.44%	SPDR金融指数基金

资料来源：wind & 南华研究

投资境外资产，尤其是投资境外奢侈品资产，对冲工具的使用相对方便。由于奢侈品消费与经济周期有密切的关系（因为弹性大，预警灵敏），因此更容易控制风险。欧洲衍生品市场发达，对如此钟爱境外奢侈品公司的中国QDII来说，欧交所上市的衍生品无疑是最理想的对冲产品。