专题论坛2：大宗商品投资与风险管理

主持人：东证期货总经理卢大印

交流嘉宾：

1.海鹏资产管理公司董事长 费忠海

2.北京合益荣投资集团有限公司总裁 周世勇

3.花旗银行中国区证券服务部负责人 蔡美智

4.中信建设证券衍生品交易部董事总经理 项鹏飞

5.上海钢联电子商务股份有限公司总裁 高波

6.敦和资产管理有限公司资产配置部副总监 李昕沂

主持人：

尊敬的各位来宾，女士们、先生们：大家下午好！

 首先感谢大商所给我这个机会来主持第二个环节的论坛。组委会邀请了金融行业、产业机构的大咖们来探讨第二个问题，就是大宗商品投资和风险管理。接下来我介绍一下第二个环节的六位嘉宾，他们是：

 海鹏资产管理公司董事长 费忠海

 北京合益荣投资集团有限公司总裁 周世勇

 花旗银行中国区证券服务部负责人 蔡美智

 中信建设证券衍生品交易部董事总经理 项鹏飞

 上海钢联电子商务股份有限公司总裁 高波

 敦和资产管理有限公司资产配置部副总监 李昕沂

 有请六位嘉宾上台。

 首先欢迎各位嘉宾，首先想请费总，因为费总是期货行业的元老，做过期货公司总经理，也做过中粮中层，现在自己做投资公司。费总，从您25年多的期货从业经历里，看看大宗商品投资和风险管理，对实体经济有什么引导作用，实体经济某些行业因为有了大宗商品怎么落实到实际当中去，用费总的经验给我们总结一下。

费忠海：

 非常高兴，也非常荣幸有机会参加这样的交流。刚才卢总提了一个课题，我想谈一下我的看法。期货市场的大宗商品交易对大宗商品实体企业是一个非常重要的管控风险的工具和渠道，我们知道大宗商品周期性和价格波动非常强，每一轮牛市和熊市对于相关企业运营和可持续发展都影响非常大，应该讲期货市场有了大宗商品期货交易以后，实体企业既有效的利用这个市场获得非常快捷的市场信息的变化，可以通过这个市场进一步提升自己的价格锁定的方法、手段和水平，同时可以有效改进自己运营效率和模式。更重要的是实体企业可以通过期现货结合不断的改进，不断的提升、优化自己的经营优势，这样在整个企业长期发展过程中，获得发展的可持续性，这是我对大宗商品市场对于实体企业它的理解。

主持人：接下来请钢联高总来谈一下，谈谈您从电子商务方面看大宗商品投资对于整个钢铁行业有什么引领和指导作用。

高波：首先感谢大商所邀请我来参加这次会议。卢总刚才提的这个问题我认为分为两个方面，第一就是目前大宗商品电子商务平台在产业链当中的意义，第二涉及到风控的问题。对于第一个问题，我们一直对电子商务的理解跟现在整个业界定义的有点区别。现在电子商务平台里面有做期货的，有做金融的，我觉得如果我们忽略名字，去看业务本质的话，我感觉整个中国现在P2P的市场，搭的台子主要是帮助规范现货市场运行规则，包括它的流动性的支撑，包括信用体系的建设，包括仓储物流和融资，对下游的配送，深加工环节，是一个生态体系的建设。至少我们现在管理层把目前的进展看为中国大宗商品市场的OTC市场即将爆发的前奏。我们现在场内市场发展实际非常厉害，就跟前面费总讲的一样，我们跟海外是反过来，国外是场外市场肯定是要比场内市场发达很多，大多数大家套保需求和对冲需求都在场外市场完成，完成不了才进到场内市场，我们现在大多数场外市场不发达，为什么不发达呢？就是我们的现货市场还是不够成熟，不够成熟的标志就在于流通体系建设不规范，面临价格波动风险，这是非常复杂的问题。我觉得目前纯粹现货市场平台，我们把那些假平台去掉的话，这些市场正在探索整个市场的规范化，是整个流通行业非常好的探索和示范，我觉得把现货市场和流动性的问题或者规范性问题解决了，去做基差和做所有交易的时候，才敢放心拿现货头寸，不会导致拿现货头寸造成更多信用风险，或者抵押的风险。

 第二，我们看今年出了一个对行业发展很不好的事情，就是PTA这件事情，衍生品市场场外期权的交易和目前风险管理子公司运营交易的情况，反过来影响现货市场的建设，会导致现货市场跟衍生品市场之间双方的沟通，双方合起来的建设会受到很大阻碍，所以我觉得还是要保守一点，在目前整个体系还没有完全成熟之前，大家还是要尽量保守一些，不要太冒进，太冒进可能往后退四、五步才能往前进一步。这是我的看法。

主持人：接下来请敦和李昕沂来谈一下看法。

李昕沂：感谢主持人，感谢交易所提供这样一个机会。因为我们是以投资出身的公司，我们对于大宗商品的理解更多基于投研方面，或者基于宏观和微观验证，以及大宗商品具体通过一个窗口怎么去反应实体经济的运行，从这个角度去理解。

 因为大宗商品大家也知道，它就是供应需求，需求更多联系到老百姓的衣食住行，从地产到地产的前中后端对大宗商品都是有联系的，大宗商品渗透到生活每个角落。另外就是供应，我们怎么理解供应？其实就是通过商品的供需关系，通过资本发现投资机会，从中影响供需关系，去影响供应，我们会看到供应的收缩和供应的扩张，也会在这个过程中做资源优化配置。

 所以我们理解大宗商品跟实体经济的影响，我们会去看大宗商品，我们更多会认为，它能够从一些最细微的角度去反应到经济的方方面面。比如说我们感受到PPI高了，或者感触到CPI高了，对于大宗商品就一定会有最敏锐和最先导的反应，我们最直观的感受去超市买猪肉涨价了，后面就会影响到豆粕、玉米，影响到出来的统计数据，影响到宏观和微观是不是能够互相参照，互相的对应，这是我们第一个跟宏观的对比，是我们感受比较深的地方。

 第二，大宗商品包括市场的运行，我们认为是经济运行最直接和最深刻的血脉。从这个我们能够理解经济到底在一个什么样的宽松一点还是紧缩一点的状况去运行，经济的运行，能够看到财政货币政策对于实体经济的影响，我觉得可能还是因为大家能想到或者想不到，看到和看不到的这些方面。因为太多渗入大宗商品的影响，通过这个包括联系实体经济，再联系产业和利润，联系到权益市场，联系到上市公司，可能都会有比较系统的认识。

主持人：在座各位朋友都是各行各业投资的专家，接下来我们进入到第二个课题，大家有多年投资经验，我们在大宗商品投资方面会碰到哪些问题和难点？这些问题和难点有没有什么好的建议与在座各位分享。

费忠海：卢总提的问题，这是我们孜孜以求需要解决的问题。我个人理解作为一个交易员，或者作为交易组织，它的核心竞争力，我认为主要体现在四个方面。第一个是研发系统的建设，第二个是策略体系的建立，第三个是交易教育管理，第四是风险管控。一个交易员和一个交易团队都应该紧紧围绕这四个方面去解决，把这四个方面解决了，这个投资的体系就解决了。我们认为这是一个重要的术的概念，从道的层面来讲，一个交易员交易就是个人人格不断完善的过程。如果福德不到的话，智慧的天窗是打不开的，提高道和术的时候，应该不断加强自身修养，有更高的追求，关键时候能放下去，能舍得，只有道和术同时不断的提升改进，我们在这个市场才会立于不败之地，这是我个人的体会。

主持人：谢谢费总，费总从自己这么多年交易经验上，从心理战术、技术战术给大家提供更多建议。接下来请合益荣投资公司总裁周世勇先生谈一下看法。

周世勇：

 非常感谢大商所给我这样一个机会，因为我是做的非常传统的产业，所以我站在产业这个角度上谈一下我的看法。我们这个产业在大商所的交易里面是开的比较早，而且是相对来讲比较规范的油脂行业。油脂行业经过这几年的发展，现在基差交易已经成为油脂行业的主流，豆油和棕榈油基差交易能够占到80%以上，现在一口价的交易当中，可能是在最末端了，当批发商到零售环节上可能会有一口价。

 在这个过程当中，我感觉有两大难点。一个是人的问题，一个是资金的问题。人的问题体现在哪儿呢？体现在两个方面：一个方面是作为决策者，如何克服传统交易思维问题。这个方面是一个很大的难点，因为越是传统的产业，由于是民营企业，作为创业者，善于发现机会和大胆把握机会，这是好的一方面，但是有时候不顾风险，愿意赌行情的这样一种思维，一直会左右他的决策。尤其是对于期货套保，对于期货工具的认知出现了很大的偏差。前几年大部分油脂油料行业做期货的人还是把期货作为赚钱的工具来对待，并没有把它做成一个风险控制的工具来应用。比如说大量套保以后，遇到一波比较好的行情，如果套保在低点的话现货并没有处理掉，期货套保又产生大量浮亏，这样一种情况，对于决策者有时候就过不了这样一个槛，这是人的第一个方面。

第二方面，作为实体企业对于市场研究能力，研发能力严重不足，这个工具会用，但是我们对于基差的判断，对于形成大把基差以后，对于基差的风险管理，以及我们自己建立在自我能够了解的体系，结合现货做盘面策略交易等等远远不足。所以，这是第一个方面人的问题。

第二方面资金的问题，因为油脂油料是必须靠大量交易，量大利薄，所以对于资金需求非常大，尤其是做期现结合的，买了大把现货，在盘面套保以后，相当于资金是双倍的资金。如果形成大量基差以后，点完价再套保的时候又需要一大笔的资金，这对于中小企业资金方面的压力变得非常沉重。

面对这两个问题，我认为要解决它是一个资源整合过程。这两年合益荣做了一些这方面的工作，针对第一方面人的问题，我们是大商所设立了油脂培训基地，两年时间在全国做15场培训，去年7月份把培训做到清华研究生院。通过这15场的培训，培育了将近1700多名油脂实业从业者，让大家从心里面认知认可做期现结合，做期货套保，做基差交易，到底我们应该如何去做，学会理解，我们搞大量的学习是为了什么？学相同才能思相近。大家在这样学习力度过程中，我们不断深化，作为现货商，逐渐理解衍生品工具如何为实体服务。

 第二方面，关于资金的问题，我参加中期协关于经纪业务转型论坛的时候，让我去做了一次培训，期货公司从现在来看，我们的经纪业务已经顶峰了，再想发展非常难。1-6月份资管类产品才1500万，期货公司的未来在哪里？我一直跟期货公司探讨这个问题，其实未来期货公司一定是在子公司，为什么大家不愿意去做？是因为子公司对现货理解不够，害怕现货，导致期货公司子公司没有发挥很大的作用，大部分时间研究场外业务，尤其期权业务，还包括掉期互换业务，这些业务产业无法理解，产业也不会应用。产业要用的工具一定是最简单的，复杂研究背后给我一个简单工具就行了。子公司的业务必须跟产业结合以后，就可以打通人和资金的问题。

 今年我们率先和鲁证期货子公司鲁证经贸，全国20个分公司全面深入进行合作。8月中旬，我们跟银河期货现货子公司签署战略性合作框架，传统产业和现货子公司之间未来业务的组合会很好解决我们所面临期现之间，产融之间的短板问题，谁建都不合适，但是我们拉起手来就共同打通这条产业链，而且在每个行业当中，能够有一定量，有一定的渠道，有一定的覆盖率，有一定对于衍生品认知的企业不多。所以，希望期货公司的现货子公司应该抓紧布局，否则两到三年以后所谓的子公司也就又变成自我搞研发或者搞一些更好看的工具，并不能真正为产业服务。这是我的见解，谢谢。

主持人：感谢周总，也感谢大商所和合益荣为油脂这个行业做的产业基地，也培养了大量的人才，也为以后产业发展奠定了很好的基础。接下来我想问一下蔡总，花旗银行作为全球领先的大银行，你们对于大宗商品用期货来做风险管理的理解和看法。

蔡美智：

 谢谢卢总，谢谢大商所给我们银行这个机会来参加论坛。

 我们身为一个银行，在2008年金融危机之后，银行并不能用自有资金来做衍生品，这是有很严格的规定。所以，我们银行不做自营，不做自营的状况之下，我们是怎样把自己衍生品做到全世界前三大的金融机构呢？其实我们有很大一部分是做套期保值，我们保什么呢？因为我们没有现货嘛，我们其实就是套期保值我们所发的结构性商品，就好像今天中金陆总所说的，其实在国外投行他们有很强的大数据，我们不做现货，我们在结构性商品设置上面非常成熟。所以，我们避险的部分是我们发的结构性商品，还有我们发的商品指数基金，这样我们就可以做到全世界第三大的金融机构。

 在风险分散上面，有一个很简单的原则。我们一方面做套期保值，我们一方面做经纪，所以我们有很强的买卖。我们怎样来分散风险呢？很简单，就是我们做的商品非常广泛，尤其是商品期货是有季节性，我们利用多样化的产品来解决，来分散我们所发的结构性商品或者指数基金，这是我们很简单，可是却可以很好分散风险的方法。

主持人：谢谢蔡总。近年来海外衍生品业务也发展比较快，比较灵活，也能够提供企业除了期货对冲工具之外其他衍生品工具。下面有请中信建投的项总谈一下，从您的角度从场外衍生品角度来谈谈大宗商品投资有哪些好的建议。最近场外衍生品几家风险管理子公司在风控上有了一些小的差错，谈一下您的看法。

项鹏飞：我之前是在美国做交易的策略，回国早期也做过一段时间策略，2012年以后场外衍生品这个业务在国内可以开展以后，一直做对客的服务。所以，我自身的一些体会，就是国内和国外相比，我们的产业品种确实少了一些，比如说交易所的品种，可能有不到100只，美国是3000只，我觉得这还不是主要的差距，我认为主要差距还是在两个方面。第一个就是对一些基本工具的运用还是有欠缺。比如说，我们经常会抱怨交易所对不同合约组合起来保证金没有一些优惠。实际上如果场外价差互换，作为最基础工具是可以解决这个问题的，降低价差合约的保证金占有。第二我认为还是我们对风险的意识，可能还是离成熟市场有一定的差距。比如说最近出的PTA场外期权的问题，我认为本身这个问题，不需要从政策上进行过多反思和打压。因为，像我们两方签好协议，达成交易，所有纠纷实际上就应该在这个协议框架范围之内，用法律、市场化的途径去解决，而不是应该通过政策或者监管来试图解决这个问题。回到交易出现问题本身来说，还是因为第一证券公司或者期货子公司作为服务商可能对客户的信用，在授信额度方面稍微激进了一些。我觉得以后可能需要从这个方面，就是刚才高总说的，我们需要稍微保守一点，循序渐进的，不要一下子给客户这么大的授信，给了客户这么大的授信，自身也会有一些膨胀，会做一些不太有利于市场的交易。

 从客户角度来说，一般来说买期权风险确实是可控的，如果要去卖期权，要注意好自己对于朝不利方向发展的市场极端风险的把控，如果卖期权是不是做好了足够的兑付的准备，比如说你有现货你卖看涨期权，你是不是超卖了看涨，有没有那么多现货，自己要做比较好的评估，所以量力而行，谢谢。

卢大印：下面请敦和的李总谈一下，从你们交易的视角来看，大宗商品投资有哪些问题以及好的见解。

李昕沂：首先跟大家交流一下今年我们也发现在投资过程中，在研究过程中遇到的困难和问题。因为今年年初我们内部开会，可能今年研究比较难，但是没想到会这么难。我自己也思考了一下，难点有几个大的方面和小的问题。第一，以前大宗商品的蓬勃发展，都是伴随着货币一轮又一轮的放水或者宽松完成的，所以以前M2增速是16，今年以及以后更低，在越来越紧环境里，就意味着大宗商品往上的波动和波动区间和空间都会小。第二，我们还说到地产，大家一直在讲房住不炒的事情，因为大宗商品大部分都是跟地产有关，房住不炒的政策就在于很大程度上限制了大宗商品单边上涨的空间和想象力。

 另外，我们说从2016、2017年以后进行非常激烈的供需改革，这很大程度上抑制它单边下行的空间。因为大部分品种，或者说大部分产业，随着产能的出清，随着环保要求的提高，对于自己的成本都有很大程度的抬升。还有我们感受到，从去年到今年，尤其是今年，伴随着机构投资者和产业投资者越来越多的参与，就会导致大宗商品整体波动率降低，相对来讲没有那么好做。因为更成熟的投资者介入，会意味着错误定价机会的减少和丧失，没有错误定价，你想做的市场都帮你做好了，你想通的东西远月已经给你很低的结构。没有错误定价，就没有我们说通过投研发现价值，通过交易让价值回归的空间，这也限制我们在这里面发挥投研价值。

 遇到了这么多问题我们怎么做呢？今天总结了一下，就是16个字，少做投机，重视风控，多做研究，多做服务。因为你会发现今年如果去做很多的投资很容易受到市场无序波动和不相干波动的干扰。比如说你能做一点豆粕，你又没有做压榨套利这个事情，就是单边做一点投机，这是完全没有预期的。另外重视风控。因为今年包括从去年开始，市场很容易受到各种各样有关无关的大的小的干扰，而这些干扰用基本面分析很难做出来，所以这种情况下，只能通过仓位和风控来降低风险，让自己的风险更可控，争取在市场里活的比别人长一点。

 另外多做研究和多做服务，研究创造价值，服务创造价值。以前投机市场告诉你这不一定是对的，或者不一定是欢迎的，实体企业并不想让你在里面投机赚钱，它更需要你通过金融服务实体也好，通过研究，通过价值发现，通过真正服务实体经济来创造价值。今年我们部门和公司内部做了一些变动，比如说我们引入敦和实业，做一些其他业务，更多感受市场，了解市场，真正服务塑料加工厂，聚丙烯加工厂，会发现下游对期现，对于套期保值还是有一定需求的。

 另外就是服务创造价值。以前市场做到80分非常满意，今年如果在市场做不到80分就是亏钱，80分到85分只能打平，今年要想赚钱至少做到85分，甚至90分，所以如果没有深挖研究，了解更多基本面上的一些细节，微观上的一些小的东西，市场在交易什么，这些事情今年研究会非常难做，交易也非常难做。所以今年我们把这个提到比较大的方向，希望通过细化研究来创造价值。

主持人：接下来问一下花旗银行的蔡总，从你们国际化视野来看，国内投资公司在大宗商品投资的水平和国际一流大宗商品投行相比有哪些差距或者是可以学习借鉴的地方？第二个问题，我最近也听说QFII可能会放开做期货的交易，QFII进来以后对大宗商品影响是怎样的？

蔡美智：就我这么多年的服务外资经验，我觉得国内现在缺乏的有几点，第一点我觉得是专业人才，尤其是风控的人才。我记得我以前在伦敦工作的时候，我在日本的一个国际银行工作，他们全球金融部门大概100多个交易员，风控的人大概就有10个人，风控的角度、视角是没有一个人可以漏掉的，包含在国内开户，很多人对于我们外资银行的开户程序非常不屑，很多外资进来，我在本地开户只要2天，为什么在这边要2个礼拜，其实是在风控上面。还有客户的选择，以及各方面的要求外资银行非常高。为什么要这么高呢？其实很大一部分就是为了风控，所以我们风控是做在前端，我们不是做在后端，预防胜于治疗的概念在做风控，我觉得风控人才是非常稀缺的在这个市场当中。

 第二，就是对于金融行业的规范。我知道商品期货的交易还没有那么多家金融机构的加入尤其是银行，我要讲的是，因为国外的银行，尤其是2008年金融危机之后，我们跌倒过的人一定就会想怎么不跌倒，这是人基本的信念，包括银行业，各个金融机构都是一样的。像银行本身，我们在2008年以后，大家知道出现非常多的金融法规，这些金融法规就是限制银行本身只能做什么，不能做什么。如果要开放金融行业，尤其是商业银行进入到咱们这个行业的话，需要制定比较多的规范。因为金融行业可以带来的影响力是非常庞大的，跟这个市场操作是不一样的。

 第三，我要讲的就是投资对手方。就是因为这么多的金融法规，所以在投资对手方的选择上，我们的尽职调查做的相当严密，在这个法规下面比较有名的就是合格的集中交易对手方，因为我们现在有场内和场外，对于合格的交易对手方，其实我们给的风险全数非常低，低到2%-4%，如果不是合格交易对手方所产生的交易，其实我们的风险系数是非常高的，会高到百分之百，这样提高了我们现金流动性的紧缩。不过我们对于这个交易对手方的选择跟分层是分层非常严格的，这是在风险控管上可以借鉴的问题。

 第二个问题是讲到QFII进来，QFII进来从2013年到现在，包括在座很多期货公司或者券商，服务外资客人是很有经验的，我觉得引进外资进来，尤其是QFII进来，对我们这个市场是有很多良性的循环。它的合规要求非常高，刚开始很多券商朋友都跟我说，蔡总，他们要求实在是太罗嗦了，就一张报表各式各样，刚开始要手工帮他做，后来才能上系统，其实花很多功夫去服务这些QFII，可是无形中可以学到它的风控是这样做，为什么报表是这样而不是那样，可以学到他们的好处。

 第二点讲到我们调研报告水平的提升。因为客户在选择一个期货商，要的并不一定是价格好不好，所以调研报告的水平也会因为QFII进来，我发现很多的券商同业调研水平越来越高，而且越来越专业，我觉得这对国内是非常好的事。第三就是系统的提升，很多外资客人他们要求从交易到交割，其实是可以直通的，就是没有人为的干涉。所以，他们在期货商的时候，是到国内来做尽调的，而且一定要看你的交易平台，接单的素质怎么样，这些都是他们非常看重的。所以，我觉得引进外资跟外资合作有很多好处，刚才讲到我们产品设置的能力，其实很多基金公司也抢着要做外资的投顾，为什么他们想要做这个呢？为什么做了商品要加上外汇，从跟他们的交谈里面也可以提升我们产品设计能力。对于大商所来讲，在法规的设计上引进外资也是有好处的，以前都是做内资市场，慢慢借鉴外面的经验，无形中也是把我们的位置提的更高，我们虽然已经做的很好了，我觉得也没有人不想做的更好。在法规的完备上面，我们其实是需要再加一把劲的，谢谢。

卢大印：接下来有请合益荣的周总谈一下，请您给我们提一点意见和见解。

周世勇：在国内来看油脂油料行业，利用衍生品工具，我们跟国外相比，就跟ABCD相比，他们公司到中国，大范围到中国来是在2004年左右，从业时间比较长的朋友，大家知道2004年油脂出现比较大一波回调，那次回调以后，国内压榨企业，原来以大连的华农为主的这些企业，那时候对于风控的概念可能都没有。所以，一波回调就把这些企业洗出去了。ABCD顺利接管了这些企业，他们进来以后，对于他们风控体系的建立，由于对风控的重视方面，对我们传统行业和企业有很大的触动。他们在交易模式上面，为什么我们油脂油料今天来看，在整个大商所的品种当中，油脂油料会相对比较规范，得益于这些企业的引导。恰恰他们这些100多年历史的公司，他们把先进理念直接带入到油脂油料行业里面来，我们都是它的客户，在做的过程当中，他们就把他们的这些体系无形当中教给了我们。

 但是在这个过程当中，虽然我们现在有了风险的意识，但是我们对于风险部门的设立，风控人员的配置，风控职责的到位，不管什么样情况下严格执行的能力，我认为跟他们相比还有很大的差距。而且由这个衍生工具而引发出来的交易模式，我们看他们这样的跨国公司，除了大家比较了解的，像远期合同，他们大量开始做基差贸易，这跟期现贸易商结合来做。另外做一些期货和掉期的业务，现在已经起来了。另外就是含权贸易，他们也在积极的推出，不管你接受不接受，都在引导你往这个方向走。更高一级的是他们把投行拉进来，做风险的定制化服务，为大客户做风险定制化服务。

 这样通过自己产业的企业，结合上游衍生品端，帮助客户或者伙伴共同成长。但是对于国内来讲，目前还远远达不到。尤其有一些还比较闭塞的产业里面，很多产业还希望自己默默发展，不喜欢分享，没有一个健康发展产业，任何一个企业都没有未来，一定是有良好的产业，大家都有规则去做事的时候，这个行业才会持续健康发展。我们对于风险的认知和风险的执行不到位。

 另外，我们过于急功近利，过于注重短期利益，过于发展拓宽面，而不集中一点，就是我们不善于聚焦，总感觉别的领域会比我这个领域好。另外，在产品本身的定义和设计方面，我们也是不能够非常深入的做下去，我举一个简单的例子，现在虽然我们油脂大量用基差交易，这个基差也同样是有风险的，虽然它的风险可能比绝对价格要低，但是对于基差风险的管理，如何管理，如何科学化的管理，很多期货公司没有研究过，现货商大把形成基差头寸以后，这个头寸如何管理。最终我们是怎么解决的呢？最终是从ABCD学习的，因为他们已经有非常成熟的做法，我们就去问他们，问期货公司问不到，期货公司应该是帮助产业客户管理风险的。但是，他们不会。说要不你买一个看跌期权，不行再卖一个看涨期权，收个权利金可以保护一下基差。但是你会发现，我们自己的研发能力和我们真正跟国外对接的时候，他们已经运用非常广泛的东西，在我们这里依然碰到很多问题，我们跟外资企业进行竞争的时候，尤其是大宗产品，在竞争的时候，我认为中国现在也不缺资金了，重要的就是我们在交易模式方面，而由交易模式所引发交易风险的管理，这两大块上，是我们远远落后于国外企业最大的一个差距。因为我也接触过其他的行业，比如说企业和企业之间会互换学习和交流，我们有一个培训老师在南通做动力煤，然后做长江流域的物流，我问他你做了这么多年，为什么你不做套保，动力煤今年一直在跌，他说只要不亏钱就行了，我说为什么不做套保，他说不敢也不会。

 我们不要搞太多的专心，不要说我们一定要搞创新业务，重要的是我们把自己焦点聚焦于传统产业的时候，会发现传统产业当中还有很多需要我们努力去做，努力去挖掘，努力去教育和引导他们的市场，要远远大于再去新开发一个听起来很炫的结构产品，这是我的理解。

卢大印：接下来请中信建投项总谈一下，我看您走年留学海外，在国内外做衍生品交易的工作，项总从您的视野上看，国内和国外大宗商品投资领域有哪些差异？

项鹏飞：先跟大家说一下，我们现在也在筹备跨境的业务，因为我们也是觉得国外确实有很多可以学习的地方，而且有些品种国内确实没有。现在证券公司还有一些期货子公司也想通过我们的金融服务给需要去做境外商品期货或者其他品种的无论是产业客户，还是私募基金，提供这么一个工具，利用我们在境外的资金和人力还有技术，还有系统让客户资金不需要出境，只需要把保证金交给我们之后，作为金融工具的提供方就可以帮助大家投资境外的品种。所以，这个我觉得是有利于大家从更深的层次了解全球商品的机会。

 说到境外和境内的对比，我觉得在境外期货市场，产业客户的参与程度要比境内大很多。可以看到境外主力合约大部分还是在近月的合约，就像咱们国内股指期货一样，股指期货的主力合约也是在近月的合约，这就是因为股指期货现货端期现套利带来的活跃度非常好。在境外也是，因为产业客户的参与，他们都去做很多期现套利。所以，比较起来他们主力合约会在近月。而我们在国内的主力合约可能往往不是这样，我觉得很大可能还是和产业客户参与商品市场程度有关系。我觉得可以有两个方面提高他们参与程度。第一，可以直接去期货市场开户来做一些套保，这是最传统。其实也可以通过一些间接的方式，也是通过期货市场或者证券公司，无论是收益互换，包括大商所现在在推的价差收益互换间接来参与。而且也可以通过期权在控制风险前提下，也来参与这个市场，让这个市场力量更加均衡，而不仅仅是更多的投机力量在主导。谢谢。

主持人：因为时间关系，我们最后一位请钢联的高总，请您作为黑色产业的专家，从您的视野来谈我们在大宗商品投资方面区别和差距在哪儿。

高波：因为我们公司在市场提供数据服务，国内、国外市场上主流的机构投资者应该都是我们的客户，我们也跟国内国外很多机构搞合作研发，所以我们看这个问题还是有很多感悟的。首先有一个基础判断，这几年国内和国外相比，国内研发进步速度肯定远远高于国外的研发进步。在我们看来有这么几个驱动，第一个驱动我们经过这几十年的发展，我们市场上人员的组成比海外更加多元化的，多元化的概念就是既有我们本土发展起来的这些从业人员又有海外人员，近几年随着国内市场不断成熟，有很多在海外机构到国内创业，所以我们在学习西方先进模式和经验方面跑的很快，中国跑的特别快，我们的客户也不光是欧美的了，包括东南亚，包括日韩，中国的机构跑的太快了，每两三个月下来都会完全跟以前不一样，所以这是首先让我们看到的第一大的驱动。第二个大的驱动，我们觉得还要受到整体经济发展影响，我们所有技术来源于中国经济这几十年飞速发展，给我们带来非常好的黄金时代。在这个大背景下，我们再去谈所有这些事情。

 我们也能看到双方很大的差异。以前存在很多差异，现在东西方已经趋同了，国内有一个很明显的差距，就是大家感觉到钱越来越难赚了，就是因为大家研发水平都跟上来了，市场上的傻子越来越少，所以聪明人想赚傻子的钱越来越难赚，聪明人越来越多，也代表整个市场研发水平在飞速进展当中。跟国外市场成熟度相比，我们的市场也越来越成熟，在一个成熟市场里面想赚钱本来就难赚，这是一个差异。

 第二个差异，我们国内最早做大宗商品投资的这些公司，行业里面有非常多传奇故事，我们去看这些传奇故事很容易发现在最早的时候，好多老人们赚的钱不是靠研发驱动的，近两年我们会看到靠研发驱动快速获取巨额财富的故事比以前多得多，我们也看到很多以前那些人在目前市场当中很难生存，目前市场正在由比较原始的市场转向纯粹研发驱动的市场，所以大家都会在所有会议和研讨当中，会把研发问题放在第一步。我们现在看海外的问题，可能大家研发基础是放在两个基础点上，第一个是数据，多数交易策略都是基于数据驱动的，第二基于大量调研，其中核心是访谈。海外对于分析报告重视程度越来越弱化，不太去看明星分析师和意见领袖的讲法，在国内大家受市场上一部分的影响，还是有的。

 第三个差异，就是双方模式还是存在一些问题，拿今年黑色行情来说，在铁矿上涨行情刚开始的时候，国内机构赚的钱是不多的，因为一开始波动特别大，这个消息来源于巴西，在那个阶段，海外机构特别是美国一些机构，在巴西深耕好几十年这些机构，他们非常了解巴西矿山情况和整个市场内部消息的获取。我们在这方面优势不多，反过来再去理解粗钢产量的时候发现，老外只是看数据，对背后的逻辑支撑是怎么理解，对于中国市场的理解其实还是有一些问题。我觉得在整个市场研发当中，是我们中国人的优势，我们现在越来越理解国外的模式，越来越理解西方人的思维方式，越来越理解他们的体系，但是中国文化实在太难让全世界人去理解了，我们的体制跟国外不太一样。

 最后一个差异，我虽然现在看到国内机构越来越重视研发和数据的投入，但是跟目前海外机构相比，我觉得还太差，非常的差。大家可以自己去看一下，海外的研发投入在数据上占的费用，国内机构每家公司的研发，在什么上面套的钱最多，研发支出占比应该占到什么程度是很明显的区别，应该把这块短板补上，只学模式只得其形不得其神。

 最后，对我们中国人比较好的方式，我们现在也看到我们中国人好多在农产品也好，在黑色金属、煤化工都出现非常优秀的企业，这些企业的人员构成、组织框架和研发水平，慢慢正在显露出世界一流跨国公司的苗头，而这些机构又兼具中国特色，这些公司目前很明显的特点，就是他们的领导在两个点上，第一是基本面研发，第二是风险的控制。我们再去看二流团队，二流跟国外学习的公司还在探讨模式问题，就是我要走哪条路，应该跟老外学什么样的模式去走路，一流的公司在国内已经不存在这个障碍，心里清楚应该走哪条路，怎么走法。要最好的交易员，最好的分析师，最好的策略团队，最好风的险防控框架，也不缺资金。但是我们看到近两年新兴基金公司，有好多生存时间并不是特别的长，我们总结下来有两个最大原因，第一个是研发投入不够，第二是过于分散。在目前中国高速发达市场当中面临诱惑很多，所以精力容易分散，做了黑色就想做有色，又想做能源化工，还是要聚焦，聚焦才能得到好的结果，这是我个人的一些感悟，谢谢。

卢大印：再次感谢各位嘉宾所做的精彩分享，这是今天会议的最后一项日程，本次大会到此结束，谢谢大家！