主持人（胡刚旭）：谢谢石总。

我先介绍一下本次圆桌论坛的嘉宾：

南华资本管理有限公司董事长兼总经理 李北新先生

中国民生银行金融市场不期货业务中心副总经理 杨雪梅女士

华夏基金研究发展部董事总经理 骆红艳女士

银行证券量化投资部负责人 张嘉为女士

摩麟商贸（上海）有限公司副董事 陈岩先生

大连商品交易所基差工作组专家 沈英女士

我们到目前，整个企业参与场内场外的衍生品已经在进行，通过公开的数据，今年截止到8月底，证券公司存续的场外衍生品名义本金已经超过了1500亿，期货公司子公司场外衍生品本金超过1000亿，规模逐渐扩大。另外一方面，截止到10月底，国内四大商品期货交易所市值已经超过了一万亿，未来我们在场外市场的前景还是比较大的。首先请场外参与比较多的机构，李总，跟大家介绍一下。

李北新：大家下午好！刚才胡总介绍了中国的场外市场，在商品上目前的交易规模，实际上，中国的大宗商品场外衍生品的发展实际上只有短短的几年，从2014年风险子公司设立才开始真正有了大宗商品的场外期权交易，短短的五年，发展的速度还是非常快的。刚才胡总介绍了一个是存续的名义本金。从风险总公司的口径来讲，我们通常用已经完成的成交的名义本金来计算，这几年的发展还是非常快的。从我们最早做一些简单的期权，欧式、美式、亚式，到现在做比较复杂的期权结构，包括做价差、指数类的，前几天交易所推出生猪饲料成本指数的期权，这个期权我觉得设计得也很好，通过玉米和豆粕的配比，未来在这两个配比里也可以做鱼饲料的成本指数的保险，也可以做鸡饲料的成本指数的保险。所以说在场外期权在产品设计上，从简单到复杂，现在设计能力已经有了非常大的提升。

从南华资本做具体的案例，我们是2014年才开始组建团队，9月份才推出第一笔场外期权交易，到2017年成交的名义本金是接近600亿，2018年是800亿，今年到现在为止成交的名义本金是1600多亿。从我们的例子来看，发展的速度和规模是非常大的。目前国内有85家风险子公司，绝大多数都有场外衍生品的业务。从我们现在来讲，我们已经有30人的场外衍生品的团队规模，人数规模也是非常大的。我们在软件上我们自己开发了交易、风控、清算、客服、资金管理于一体的交易系统。以前在国内也没有一个非常适合我们做场外期权交易的系统，这也是我们自主开发的。我说这几点就反映出风险子公司五年的内的发展还是比较快的。

但发展的过程中我们也会遇到问题和挑战，我们在风险，特别是信用风险上如何去管控？因为场外是个性化，国外的场外交易基本上是以信用为主，我们现在也开始遇到了这么一个问题。其次产品的创设能力，新产品的设计能力，我们还要有待于提高。第三点就是人才还是比较匮乏，这是我们现在场外市场发展中我们也遇到的挑战。

我们在发展过程中交易所推出了场外的平台，交易所现在推出了互换平台、基差平台，我觉得在中国市场，交易所还是有非常强的公信力，交易所推出这个平台，他会把不同的机构聚合在一起，比如说做现货的，贸易公司、生产企业、做起获的风险子公司、包括券商，包括银行，都整合到这个平台上，在这个平台上交易所能够有监控、清算、信息的优势，在这个平台上，几方能够结合起来，我估计会优化在资金上、风险上，都会比原来的交易能够提供更方便的平台。这一点上我觉得交易所推这两个平台，我觉得对场外衍生品的发展有非常好的促进作用，谢谢。

主持人（胡刚旭）：有请银河证券的张总介绍一下。

张嘉为：今天很高兴有这个机会见到这么多的行业大佬和前辈。银河证券在好几年前就和大商所开展场外衍生品的业务，我们做的第一笔商品类的场外期权就是和大商所合作开展的铁矿石的商品期权，那个时候规模还比较小。刚才胡总提到目前证券公司场外衍生品包括期权和互换规模已经超过1500亿，包括期货公司在内，场外衍生品的规模已经接近3000亿。我们非常欣喜看到市场这么快的发展速度。其实场外衍生品的优点非常明显，第一，结构非常灵活，第二，它能够给客户提供定制化的服务，使得金融机构可以给客户提供更个性化的金融服务。在国际市场上海外投行通过场外衍生品为客户提供全面性的定制化的风险管理服务以及金融服务是他们的重要职责。经常有海外投行的朋友向我炫耀说他们如何通过场外衍生品复制了一个农场或者一个企业工厂的全年现金流，这也是国内的金融机构在努力的方向。

我谈一下我们作为券商在开展场外衍生品中面临的挑战。第一点，整个场外衍生品市场相比于国内的期货市场和国际市场来说都还处于初级阶段，有一些信用风险的问题，包括今年在个别领域出现过个别的局部性的风险事件，整个市场还需要投资者培育和市场建设的过程。因为我们是做投资的，我不仅做商品投资，我更主要做的是债券和股票投资，在债券投资中有一个做得规模量最大的一项场外衍生品是利率互换，这个利率互换我们很多新手交易员不以为它是一个场外衍生品，它的便利性还是规模的量级都丝毫不亚于场外衍生品，全年的交易量是在20万亿的量级。利率互换有个特点，交易场所是集中的，结算场所是集中的，所以我觉得在场外衍生品中，如何建立一个统一的交易场所，使得投资者便利化进行交易是很关键的一环。在这个环节中大商所其实做了很多建设性的工作，比如基差交易平台，去年推出的场外互换交易平台，都是在做这样的事情。这种机制的建设远比规模的增长更重要，相当于在铺路，如果一条路修通了，路上跑的车自然会越来越多，而我们这些投资者和产业客户会用脚投票参与到场外衍生品的建设中，我觉得这是非常重要的事情，也是非常有意义的事情。

第二点，我们作为证券公司，我们面临的挑战。证券公司接触产业客户不像期货公司那么直接，证券公司的优势在于他的定价能力和资本实力，所以在这个环节中我们特别希望和银行、期货和证券公司在分业经营的监管环境下各自发挥专业优势，共同为产业用户提供更多更好的工具。

最后向大家汇报一点我们最近的进展，在全球化的大背景下，期货市场也在推进国际化，我们也正在推进跨境类的场外风险管理工具，我们希望这些工具尽早落地，能够更好地为实体企业提供便利化的工具。

陈岩：谢谢能有这么一个机会大连商品交易所邀请我过来和大家一起学习。这样问题李走和张总总结得非常到位，我也非常赞成。在我看来，随着这些年商业的不断发展，特别是农产品的行业，对于精细化的风险管理的需求，场外市场作为有效补充场内产品的补充，给大家提供很多定制化个性化的服务，所以这个市场未来发展的前景是非常大的，也确实是服务实体企业所非常必要的环节。

摩麟商贸在2014年成立于自贸区的外资背景的贸易公司，我们看到了国内的场外市场发展的前景和速度，想把国外现有的经验移植到国内来。我们就说国内的市场，发展得非常快，也面临着很多挑战，我们在过去一年多的观察实践中，也发现有一些需要我们大家重视的地方，一个是在信用方面，大家知道场外更多是在信用额度下交易，从国外的经验看长期发展还是以信用交易为主，这块相对来讲不透明的东西就很多，对于交易对手方的风险如何控制，信用如何把握，这块其实是全行业的挑战。

其次出于对于很多产品的精细化设计的考量，在计算的时候作为计算方，他的模型是否公允，具体买卖双方对于某一个产品如何定价，如何计算，这块也缺乏特别权威的透明的计算方式，我觉得这个对于很多产品的推广也带来了一定的挑战。

第三在清算的过程中，场外的很多都是通过双边计算的，在流程上相对来讲比较烦琐。我觉得市场发展非常快，但确实有挑战，从交易所的角度，这几年交易所为广大的投资者、企业提供了非常有帮助的工具，比如刚刚上线的基差平台，还有商品互换的平台，实实在在地服务到我们实体企业。从场外这一块，我们也建议，能否参照国外的经验，比如构建信用信息共享的平台，能够在所有的市场交易者自愿的情况下，进行信用信息的报备报送，我在评估我的交易对手的时候也能更清楚地了解他的信用风险情况怎么样。因为交易所在产品开发，风险控制方面能力都非常强，非常专业，我们也特别希望对于一些具体的商品模型，交易所能提供比较权威的计算方式，有助于整个市场的进步。

第三点，在清算方面，我们觉得如果能有清算平台，会帮助广大的交易者，能更好地通过清算平台进行产品的清算，既便利又能把控风险。

主持人（胡刚旭）：像三位提到的大家对于场外有一定的需求。交易所是在去年12月19日上线国内首个商品互换业务，建立比较统一的交易、登记、资金管理、违约处理的服务，截止到目前市场参与度逐渐提高，名义本金超过9亿。南华资本也参与到其中交易，请李总介绍一下。

李北新：我们首批参加了一单PP的互换，为我们的贸易商做了互换的风险，价格管理。这个客户的背景是一个杭州的贸易商，这个贸易公司是长期在上游签有长约的订单，但在今年他遇到了一个问题，他1月份要订货，大概3月份到，这批货采购和销售实际上不同步，一个是跨了一个春节的假期，春节以后下游的工厂又不能马上开工生产，所以一个是库存的管理，另外是采购和销售不匹配。所以他要做相对比较长的中长期的价格风险管理，他希望做一个比较连续的，如果他在期货合约上做也可以，但可能会面临着频繁换月，也可能面临着交割这么一个难处，所以他选择了用指数互换的方式卖出了指数，我们作为他的对手。通过这笔交易，客户的感觉还是比较好，特别是对他这样的企业，他觉得满足了他对一个较长时间企业特殊的特定的背景下，通过指数互换解决了价格风险的管控问题。所以这一单客户还是比较满意的，这是我们今年在互换平台上的案例。

主持人（胡刚旭）：民生银行是互换的交易商，也是场外业务的银行，请杨总介绍一下民生银行在场外业务中的经验。

杨雪梅：首先非常感谢大商所邀请我再次来到国际油脂油料大会。我更多是来吸取经验的，因为民生银行在商品的场外市场领域是刚刚起步，我们还有很多需要向各位专家求教的地方。借此机会我简单地介绍一下民生银行在商品场外业务的开展情况。

大家都知道，商业银行是最早开展场外衍生品的金融机构，但因为到目前为止我们还不能在参加除了贵金属以外的境内期货市场的交易，所以我们无法完成对冲，我们目前衍生品的产品线主要还是集中在利率以及汇率的衍生品上。但随着这几年民生银行从金融市场业务向代客业务的转型，我们推出了投资、融资以及避险的三大产品线，希望为我们的客户提供涵盖了汇率、利率、商品以及股票一体化的金融服务方案，这也是我们这几年为什么一直努力拓展上外业务的原因之一，希望给我们的用户提供更全面以及更安全的金融服务。

大商所一直以来非常重视场外市场建设的，交易所这几年陆续推出了保险+期货、场外期权、基差贸易等多种方式，不仅为产业客户提供了场外的风险管理工具，也为金融机构参与场外市场提供了业务支持和配套的政策。民生银行是在2017年参加了大商所第一次面向券商以及银行的场外期权的试点项目，从那个时候开启了民生银行利用商品的场外市场来服务实体经济的道路。从2017年到现在，我们已经连续三年参加交易所的场外试点项目，先后申报了场外期权试点项目，农民收入保障计划，以及今年的企业风险管理计划，为客户提供大宗商品的避险服务，我们的品种包括大豆、鸡蛋、PVC和PE，我们服务的客户从北大荒的农户一直到产业链上下游的贸易企业和生产企业，可以说是真正在践行金融服务实体以及助力民营经济的发展。

民生银行在去年获得了大商所综合业务平台商品互换业务的交易商和存款银行的双牌照资格，我觉得大商所的互换业务非常好，不仅仅是交易所，满足企业个性化管理需求推出的管理工具，更使我们这些银行机构利用交易所更加专业、透明以及高效的平台进一步提升我们服务实体经济的质量和效率。

现在场外业务存在信用风险的问题，我想银行作为银行类的交易商，我们不仅仅可以提供好清算服务，更可以发挥好银行在信用风险体系上的优势，我们能够成为各类交易者之间的纽带，能够助力平台业务的达成，成为场内场外衍生联合的通道，目前我们已经打通了和风险子公司和券商的交易授信，目前我们也在积极探索对产业客户提供大宗商品的专项衍生的授信方案，一旦打通未来就实现了信用中介的功能，希望未来在大商所的支持下，我们和券商和期货公司通力合作，共同搭建一个共同服务实体经济的风险管理生态圈。

主持人（胡刚旭）：交易所这个业务也是持续优化，我们今年8月份上了一个价差业务，我们现在正在和银行谈一个项目，做一个跨境的互换试点，请银河证券的张总介绍一下客户在价差以及跨境互换需要。

张嘉为：今天上午石总讲到一个观点我特别认同，他说在现代的企业经营中如何精细化管理压榨利润，如何更好地优化企业财务成本，已经成为企业生产经营中不能少的一环。我们在做业务的过程中发现企业在进行风险管理的时候，经常会遇到比如进行进口利润锁定，或者进行压榨利润锁定的时候，经常会遇到这个合约，会有一腿在境外，这样就会涉及到跨境风险管理的需求。现有的企业进行跨境风险管理的业务大体是在境内和境外两个市场开户，或者是通过QD额度出境，交易流程比较复杂，特别是成本方面，企业需要面临多重成本，第一是企业需要面临人民币和美元两个保证金，因为两个市场无论如何也无法适用价差段的优惠政策的。第二个，虽然最终的目标是价差套利，但实际保证金需要覆盖的是单边市场的波动，实际在跨市场套利的时候占用的保证金是两个市场多倍的保证金。

第三块是本身美元额度部分，因为企业在境外部分的美元有的时候因为避免出现风险，频繁出入境其实并不不便利，企业需要长时间多放资产在外面，这样的话美元管理成本也是比较高的。特别是在跨境套利、境外亏损境内盈利的时候，还要去补充美元保证金，这会造成额外的成本。第四块是汇率的锁定部分，也是有一块成本的。

所以企业在做利润锁定的过程中面临多个环节，并不是特别便利，在大商所推出价差互换的时候，我们说能否在现有的价差互换中引入跨境标的，这样子使得企业更多地去关注本身做套保的压榨利润和进口利润，不需要更多的关注背后的层层链条。这样子我们希望借助现有的商品互换的平台把企业多流程的跨境风险管理简化为三步，第一步开户，第二步开仓，第三步平仓，使得企业在利润锁定的过程中把利润价差锁定、汇率锁定都集中在一个品种中。交易商作为企业的交易对手承接这些风险，使得企业在交易模式上得到更多的便利化和灵活化。而且在交易合约的模式上，企业也可以根据需求自定义配备比例，同时去选择两腿三腿甚至多腿，这样子企业在交易模式上有更多选择。在成本中我们希望沿用现有的互换模式，首先我们会给企业一个价差保证金的优惠，另外我们也希望引入授信机制，我们也可以和银行一起合作，我们一起给企业收音，使得企业无论是在交易模式还是在成本中都能得到最大的便利化。

最重要的一点，我们整个的框架是在合法合规的框架下，我们和客户的交易是通过大商所的平台，借助他们已有的平台进行开展的。另外我们作为企业的交易对手，我们并不是和企业做对赌，而是我们通过自有资金渠承接，同时自有资金在境内境外两个市场对冲，我们券商通过自有资金在境外市场对冲，也是在证监会批复9家证券公司具有跨境自营业务资格的牌照下开展的，所以整个流程都是一个合法合规的流程。

特别重要的一个，因为我们这次来参加的油脂油料大会，我们特别希望第一个品种能够花落油脂油料行业，在这方面银河证券也是有集团优势的，我们希望能在这个行业发挥集团优势，通过银河证券、银河国际、银河联昌、CIMB共同为客户提供全方位的金融服务，不仅包括风险管理，可能还包括投融资，投研服务，发挥集团的优势助力产业客户企业走出去，也能够助力产业客户企业在拓展“一带一路”的沿线市场。