

## 发展农产品期权，提高农民收入

谢谢郑商所请我来，郑商所跟我们有密切的联系，大概十年以前就期权方面的具体措施。我谈不上是专家，郑商所有很多年的经验，我们只是大致介绍一下情况。给我说的最早是全球期权交易目前的情况，比如我说一些数据的话，也很无聊，大家都知道的事，我就举一个例子。我为什么选择农产品呢？是有一点理由的。从全球来讲期权交易有几点可以注意的。第一个，去年一年衍生品的交易量期权已经超过期货了。第二，全世界所有重要资产几乎没有一个是没有期权交易的，大概有50多所交易所在交易期权。第三，交易最活跃的是指数产品、期权产品，从这几点来说，这就是大致的国际上的情况。我为什么选择农产品呢？农产品当然是和实体经济是有非常重要的关系的。

在美国和欧洲期权研究和期货研究有点不一样，期权研究在过去几十年里面，美国的政府机构包括证监会等大量花人力研究期权这个东西，为什么要有期权，为什么有了期货之后还要有期权，期权对社会经济产生什么样的反应？从这些研究当中得出一个很重要的结论，农产品有一种内在的高波动率。刚才宋主任也说了，一般在美国来说做期货大部分是为了规避方向性的东西，因为期货和标的性产品是一样的，期权主要是规避波动。美国政府花了十几年时间来规避农产品当中固有的风险，所以期权和农产品有一些内在的关系。

第二，是从中国的角度来说。前两天科学院现代发展报告，特别是农业报告，说现在的农业效率是美国的1%，要解决中国农业经济发展方向的问题，要移动2.8亿人到城市去。这个角度是说现在国家生产机器，因为大规模机械化。这个出发点和我们国家管理经济不一样，我们国家并不是说社会为经济服务，是经济为社会服务。首先是人养活了，才谈到创造价值和生产，才能到交换。在这种情况下中国特有的人多、地少、资源少的情况下，你要是把农业发展起来了，一定要有一条自己的道路。在资源配置、人员配制，这方面比较精密化，最主要的杠杆当然是价格。从这个角度来说，期权的交易确实对农业产生应该起到一定的积极作用。昨天我们吃完饭聊天，黄总讲的很有道理，大家都说美国农业把期权发展起来了，其实是因为期货发展，美国才有今天这种状态。从今天来看正是因为有期权和期货的工具，美国农业才会有效的把政府补贴融入农业发展，才会发展到今天这个程度。期货期权从我们国家金融发展来讲，其实是金融发展的一个部分。期权期货只是一种工具，这种工具要真正变成金融体系，首先要有人来做，要人会做，要有市场和监管。国内对金融的认识其实是在金融危机之后，基本上都是在西方金融危机以前的比较极端的概念。就像温总理讲的，其实反过来讲金融这个概念，返回到拉丁词根上面，目标就是你完成的目的。什么意思呢？就是说

社会经济发展到一定地步，一定要有顶层设计，包括要安排一些资产方面的交换和配制，这些手段是通过金融来做的，实际上在生活当中包括汇率也好，几国的汇率也好，利率也好，这个钱应该值多少钱，首先税收多少，政府应该保持收什么税收，才能扶持整个社会的发展。其实是这样一个概念。

国内期货在才刚开始20年历史，大家逐渐去重视利用杠杆炒钱这个角度。实际上期货期权讲到底是一种管理风险的工具，不是投资工具。你当然可以在期货当中投资，当然这个投资概念不一样，原来是投入资产会给你带来利息，但是期货和期权当中没有这一条。投资是什么意思呢？就是说你去承担别人的风险。那么从整个上来说，整个金融其实为了把实体经济创造的价值尽量保存下来。巴菲特说投资只有两条法规，第一条是说你不能输钱，第二条你就是永远不要忘记第一条。把这个财产积累下来，其实你不觉得我今天跌了，但从整个社会上来说金融市场会大量的摧毁。为什么说期权交易的人越来越多呢？大家慢慢意识到波动率对资产的价格是损害，其实放在农产品当中是最清楚的，你生产多了只能低价卖出去。其实是用信息来保持，尽量的把现实经营创造的价值巩固下来，通过规避风险的方法来说。美国的CTA70%靠跟踪大牌来赚钱，跟踪整个组织期货的市场，还是保住实体经济当中的东西，这个是一种概念。

农业和金融我们一直觉得差的很多，但在美国来说大家认为农业和金融是关系很密切的。包括很多风险，美国对农业是做了非常非常多的研究，对农业风险也做了很多研究，人工风险，比如说种了一半走了这是人工风险，还有资产风险，成本风险，价格风险，还有资本风险。最大要规避的风险，在美国应该是价格风险和产量风险上面。至少利用期权和衍生品运作的经验来说，这些产品确实是能够降低价格大幅度的波动，这样能把农民的生活水平稳定在一个比较高的范围上，这是一个实践。

在欧洲和美国他们大量研究农业生产报告的时候，期货和期权一定是他研究的项目之一。我们后面还会讲在美国的过程。在各国经验方面，期权确实已经是被证明的事情，并不是期货交易所为了交易量，或者证监会为了扶持农民做出的一点贡献，其实在发达国家当中期权确实起了作用。期货和期权什么区别呢？在我们交易所推出期权以后，从1973年一直到1984年的时候，是美国政府对期权进行大量调查研究的结果，包括期权推出以后对市场有什么。就是改变收益的分配，期货和现货是一回事，都是方向性的。期权可以是付笔金，把收益和风险分割开了。可以做很多灵活性的东西，投入和回报不对称性，其实这个概念在日常生活中仔细想到处都有，你如果想做什么事情，不能100%保证能得到这个结果，付定金不一定就有。生活当中到处都有，包括期权的定价的时候其实是设计的股票，但股票没有期限，

没有办法规定在有限范围之内，可以计算。

期权最大的一点，因为有了期权定价公司，有人类历史以来第一次，到目前第一个可以把风险量化。除此之外，现在很多变形，比如说有不同的期权报价公司，基本上还是这么一个基本的概念。而且确定是能够符合农产品，因为农产品是很复杂的产品，因为我们大家都不太研究农产品。农民生活本来是影响社会福利的重大因素的时候，大家就开始研究了。因为在过去上世纪，国际上现在是公认的，20世纪经济发展很大的原因是因为廉价的石油、廉价的所有产品。21世纪这个价格都要回上来。还是让农民压在底部，还是应该有成本和收益增加，这个是一个因素。为什么在期货在农产品方面特别重要呢？商品价格的决定，供需关系都是需求决定的，因为供给基本上稳定的，需求吃不准的。农民是靠天吃饭的，即使美国这个地方也是靠天吃饭的，所以波动就非常大，所以往往就造成供需关系不平衡，这时候你如果不能把风险化解掉，就始终会在农产品当中上下的波动。这是第一个特点。

第二个特点，商品生产如果完全按照供需关系定价，那所有产品就会枯竭。这个价格当中不包含未来发展生产，也不包括预期在里面，也不包括种子、石油涨价。期货这个信息是把这些概念给吸收进去的，所以价格可能比实际成本要高，是未来生产有需要。期货为什么对农产品特别重要呢？这也是一个因素之一。我们说农产品的期权根据国际上来看，波动比一般金融产品的波动率要大，因为它确实是受很多因素，比方说天气因素，在金融产品当中看不到这样的影响。美国交易期权80%是专业人士，只交易波动率。确实在处理波动率方面有工具，你有了工具不一定就会成功。

再有一个就是他们考虑农产品当中，特别是在美国小投资者大量转移到金融产品当中去，在农产品交易的这些钱就越来越少，因为农产品的合约相对来说，期货合约一般都是比较大，而且涉及到一个交割问题，同样能赚钱的就不进农产品了。那么到了期权出来了有一点好了，期权不要交割的，至少不要接实物的，接的只是合约而已。这样交易率就就比较低，就把大量的人吸收到期货市场来，把一些原来不属于期货市场里的人，吸引到期货市场来，这样就增加了吸收信息和找出准确市场信息的新渠道。所以从这点来说期权对农产品也是很大的帮助。你完全是根据市场的方向走的，资产上涨就你朝下走。如果你知道有了期权之后，你进市场，根据你对市场的看法你可以准确的知道你的最大利益，你可以用什么样的策略，常用的策略有三七八种。因为你做期权的话只有两个概念，要么买，要么卖。期货有四个概念，一般比较熟练的人，只要叫出来了，马上就有很多概念。已经有了很多种可以交易入市的途径，可以根据市场的看法和波动率的分析，根据这些分析可以得出这些东西。这是最简单的，如果说我说一个例子，在交易者的脑子里马上就反映出来，中国现在做期货的人可

以加强训练，等做期货的时候这些概念就在你脑子里了，你只要叫出一个策略，我马上就知道在什么情况下用，大家就用共同语言了，做长了自然就有了。

美国农产品期权确实是非常重要的，尽管并不是很多农民都在交易期权，但是从概念上来说，或者从整个价格的制定方面，机制当中，期权起了一个非常重要的因素。期权在美国第一次金融危机，跟我们今天的情况差不多，因为1929年的金融危机之后所有人都认为期权是操控市场的产品。1936年的时候美国就把期权禁止掉了，市场里面不准做期权。1973年我们推出期权，建立期权交易所，做了一件为以后期权发展的一个根本性的工作，能够把期权这种合约转移到期货市场来，什么意思呢？应用期货交易的概念把期权的概念给你引进了交易所，变成可以交易的产品，我们今天说的就是标准化的，交易所监管的。这些风险制度，参照期权市场，把期货这个市场创造出来，拉到股市里。一开始到期权，然后美国证监会说不许交易了，国会责成证监会做一个完整的调查，就是说期权市场对整个标的市场和股市有什么影响，调查出来的结果，可以适当减少波动率，对价格也没有影响，为经济也创造了大量的费用。美国的股票期货就开始恢复了，然后1984年的时候，美国的CFTC就通过，其实是里根签了一个法令，叫《期货交易法》，允许期权交易放进去了，当时是试点，六个交易所做了两个。

这样的农产品期权，或者说商品期权就推出来了。有了期权交易以后，到1990年的时候，其实从1984年的证监会出了一个报告，对期权和期货对社会经济的影响做了一个非常详细的分析。从此之后再也没有人对期权期货，会对标的市场产生什么负面影响，基本上没有拿期权和期货说事了。然后产品慢慢推出来，到了1990年的美国参议院责成美国农业部说你要出一个法，政府出钱，你找试点，是有规定的，不能超过300个县，不能超过25个州，规定一定的价格，这个保证金是政府补的。1996年的时候美国的农业整个翻了一番，到2002年以前政府继续要推进期权法，推到2000年以后就没有了。政府在2000年出了1500万，在1996年的大概出了900万，用来为政府服务这个。到这个法停止了以后，其实这个概念是留下了。美国农民都是贷款，有一个卖保险的地方，保险机构是政府的，是农业部下面的机构，有各种各样的保险，有产量和价格的保险，你一定要买，不买的话不贷款给你，所以80%到90%的农民都要买保险。二月份的时候看期货价，保你最低价格，根本就不看现货，所以我们说期货市场美国的农业发展起了重要的作用。如果是十月份的期货价格低于二月份的期货价格，他就要付钱。长期来说农业保险公司是赚很多钱，大部分情况下大部分人不用保。这个概念基本上还是从期权这个概念来的，但是他考虑到大部分农民是没有能力炒期权这个一条的，他请政府出面来做这个事情，有点像中国给你弄个最低价格的。这个事情如果是政府推

了几十年，这个事情很多学术界就做了很多研究，期权因为把风险和回报剥离开来，也有人指出在农产品当中用期权至少比用期货一样多，一样普遍。作为玉米和大豆，特别是谷物定价的时候用期权。现在大概是15%到20%的农民用期权。有人做过调查报告，其实我们现在讲起来不叫投机，应该说是投资，他虽然手里面现货，但他是为了承担风险进去的，我们通常来说叫投机，当然有一半人是为了增加收益的。他们做的分析下来，用规避风险这种方法，实际最后的结果，比那些只是为了增加收益的要好。

农产品的期权比较有说头，因为确实有人下力气研究这个事情。期权交易和期货交易有点不一样，期权交易是农产品的和约，交割的也是农产品合伙，有个不一样就是所有的标的特征必须一个根据你懂得期货特征，才能懂得期权特征。不像股指我都可以知道，那么你必须每一样都得去了解标的，你要做期权和期货有不一样的，期货不要考虑波动率的影响，不要考虑时间价值，在做期权当中你就一定要考虑，因为期权本身的价值很大部分是取决于波动率的影响。在期权当中要付成本的，就像有了房子到底要不要买保险，我的房子没有出过事，我不愿意花这一万块钱，也有人这样干，你还要考虑保险的竞争。但在期货当中就没有这个问题。这个还是回到期货合约的市场都是一个相对独立的市场，其实是对经纪商提出的挑战，交易的人可以只要交易大的。

近两年期权的灵活性显示出来了，我用了期权的话可以不用保证金，你在市场高度波动的时候确实付了一些权利金，你对买家来讲知道你的风险是多少。不像期货进去以后，你每天晚上睡不着觉，不知道这个市场怎么走。一般期货停了，期权是继续交易的。在期货当中没有这一条，而且期权可以看到保证金是由政府决定的。最有趣的一条，现在人讨论的很多，期权在农业当中不但可以规避价格风险，而且可以规避产量风险。假定你种一百亩大豆，一般情况下农民的收入有一个自动的互保的情况，如果产量低，价格肯定高，农民互相之间有一个互保的问题。如果是期货，你把价格锁死了，因为你是估计多少量，如果是今年欠收，价格是高，但是你锁死掉了。你如果价格低了，如果产量高了，那么产量高可能把价格弥补，但如果产量低就没有盈利了。但在期权方面，可以把这个分解开，产量和价格这方面的因素可以分解。所以在农产品这方面之所以讲这么多，是很多人对农产品的期权到底应该怎么做，包括CBOT当年为了吸引大量人做政府投资期权交易，所以他们也有一些研究在那儿。

我不知道在中国的情况会不会特殊，所有的期权产品要成功必须是标的合约，要有流动性。你流动性是成功的一个工具，再有你要是期权的一种工具，你这个工具要真正成为金融体系的一部分，首先要有合理的规则，让它保险一些，期权能够提供不同产品。很多人提出创新，其实至少从美国和欧洲的情况来看，如果市场不发达，证券市场再创新是空话。如果

说用定价公式，一般都是正态分布的，在美国的大部分的农民做期权，几乎没有人是直接做期权的，不会说我开一个帐号在交易所做期权，几乎没有，都是通过咨询的人做的。可能卖保险的也同时做期货和期权，有专业人士帮他们做的，不是自己做的，这是美国商品在2004年的。为了避免2008年市场波动的不准确性，这个是2004年以前的交易量，包括原油和债券，都是属于比较好的商品期权。当然说了可可豆和铜，在2004年前铜的期权合约不是很多，像玉米、棉花、大豆、小麦都是比较活跃的一些产品。一个产品如果做活跃了大部分人就会在里面有了深度，这样投机的人就会经常性的进去，有一个大家承认的平台。流动性确实是衍生品的生命，你设计一个产品成功不成功很大部分来自于流动性，根据美国的经验来看，即使再成功的产品如果流动性走掉这个市场就死掉了。像我们100的股指期权，几乎都是欧式交割的，到期才可以行权，这样比较有根据。八几年的时候个体投资比较多，所以那时候是美式合约，那么都不敢动，同样的合约是欧式合约，这个美式的不敢碰，因为美国这个地方金融产品很多，不一定非要做你这个。

有一点在美国多少年跑下来，他们说中国最早引进来的，大部分最主要的功能是发行价格。其实有规避风险这一条，因为有买卖的，这个是属于生产商和使用商来说的，很多人进来为了规避风险也会用这种互相关系和其他金融资产的相关性，规避风险基本上就是发现价格和锁定价格。从中国很多企业来说，很多市场来说，发现价格是期权市场最主要的一个功能，特别是对中国的农民来说，这是很重要的因素。下来的因素就是我们上面说的，期权交易不可能直接减少，这个是整体的市场波动，但是使用期权的这一部分人可以在你的投资组合里面减少你的波动，期权生产不会波动农产品的价格。确实期货市场能够帮助吸收更充分的市场信息，在美国经验当中可以预测农产品今年的价格。期权市场介入的人多了，可以打破大企业价格的垄断，特别是原油在美国的市场当中非常明显。期权可以为农业决策者提供反馈，到底政府采取什么样的补贴方式，怎么样减少农民的经济困难。美国农民即使有了保险，他还是使用期权，他在上一个价位再买一个价位，他就锁定这一段盈利。包括策略也好，工具也好，没有像金融产品当中那么复杂，对系统的要求也没有像金融产品那么高。