

PDF-CASE2016015

泛亚交易模式及“日金宝”流动性挤兑危机案¹

案例正文：

摘要：泛亚有色金属交易所（简称“泛亚”）推出的金融创新产品“日金宝”，在2015年出现流动性挤兑危机，并引起了广泛关注。本案例介绍了泛亚交易所交易的基本知识点，详细讲解并对比了泛亚的三类交易模式，并在此基础上解读“日金宝”产品在其中所起到的作用。最后，本案例以时间顺序，从泛亚、“日金宝”投资者、云南省政府、媒体等角色主体角度梳理了挤兑危机发生的全过程。

关键词：泛亚交易模式；“日金宝”；流动性挤兑危机

0 引言

22万投资账户、400多亿元资金血本无归！又是一个投资的惊天大骗局？还是一场围猎资本的游戏？从2015年初开始，昆明泛亚有色金属交易所（简称“泛亚”），一个全球最大的稀有金属交易所，由于一款“日金宝”的理财产品，吸引了全国投资者惊异的目光。2015年底，昆明市政府通报：泛亚涉嫌非法吸收公众存款罪，已被公安机关立案侦查。

2015年，泛亚都经历了什么？它究竟是一个什么机构？“日金宝”又是一款什么产品？为何会出现挤兑危机？

“年化收益率13%”，“零风险”、“保本息”！这是泛亚推出“日金宝”理财

-
1. 本案例由中央财经大学金融学院方意撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效

产品时，给予投资者的承诺。除固定收益外，泛亚还承诺，资金随进随出，每日结息，实时到账。被认为是政府担保的高收益理财，一时间，各路资本不断涌向泛亚，泛亚从交易平台变身为一个融资平台。

然而，泛亚模式不久便被质疑“刀尖起舞”。泛亚还一度被曝恶意操纵价格，集资风险一触即发。2015年1月，泛亚正式取消卖出申报业务。2015年4月开始，“日金宝”投资者开始感受到流动性压力——泛亚修改交易规则、限制出金、变更业务、强行锁仓，最终出现400多亿元资金无法赎回的局面。

400多亿莫名“失踪”，钱去哪儿了？按泛亚的说法，所有资金变成了稀有金属货物，其中最主要产品铟3600多吨库存，据投资者称，这些货物目前总价值在100多亿元。也就是说，投资者的400多亿元经过泛亚多年的投资变成了100多亿元的货物。而更令投资者心惊的是，这些货物是否都真实存在还是个问号。

流动性挤兑危机爆发之后，至少300余家与泛亚有关的授权服务机构被关闭，80%与泛亚进行合作的企业被神秘“剔除”，“日金宝”官方网站则已关闭，外界与泛亚管理层的沟通渠道也被完全切断。

“屋漏偏逢连夜雨”，泛亚的流动性挤兑危机问题一经曝光，便被有关媒体渲染为“庞氏骗局”，并因此导致泛亚有关投资者进行大规模的维权行动。例如，2015年8月至9月期间，全国多地的泛亚投资者纷纷赶赴云南昆明进行“信访”、“静坐”、“报警”等多种形式的维权行动。2015年9月21日，大批泛亚投资者甚至聚集到证监会门前进行请愿活动。

为缓解投资者的愤怒情绪，2015年9月23日，泛亚在其官网发布了《关于委托受托业务债权债务重组征求意见的公告》，拟对部分稀有金属交易品种进行退市清理以及债务重组。然而，大部分投资者并不接受该措施。目前，关于泛亚流动性挤兑危机的相关事件仍然处于调查阶段。

1 泛亚成立背景

1.1 稀有金属具有战略价值

稀有金属又称为小金属。稀有金属的“稀有”，有两层含义：其储藏量较为稀有；其使用较为稀有，又称为金属“维生素”，作为添加剂能够很好地改善金

属特性。稀有金属是国民经济发展的重要基础材料，铟、锗、钨、铋、镓、钴等稀有金属，被称为电子金属，生命攸关金属。稀有金属储量稀缺，在高科技、新能源、新材料、现代航空、现代军事等领域具有广泛应用价值，成为世界各大经济体争夺的战略资源。

1.2 稀有金属产业窘境

中国稀有金属行业面临如下窘境（图 1）：稀有原材料储藏丰富，稀有金属产成品市场需求较大，但稀有金属加工制造产业落后。这种行业格局导致我国稀有金属原材料处于大量出口，而稀有金属产成品却呈现出大量进口的态势。

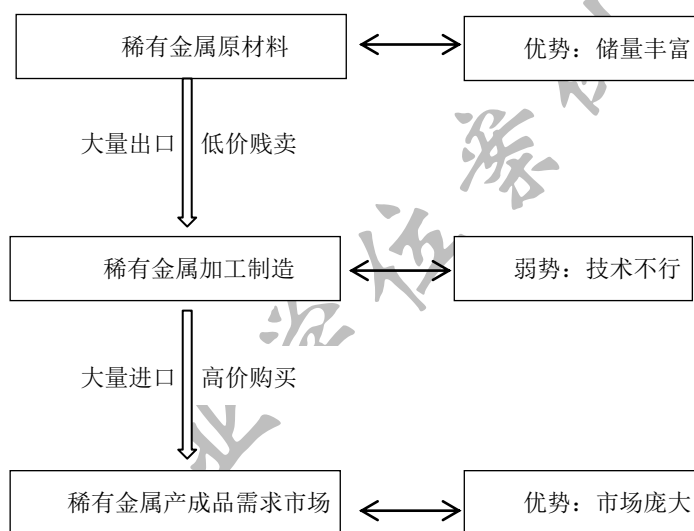


图 1 我国稀有金属产业总体概况

以铟为例（表 1），2011 年全球精铟产量达到 640 吨，中国产量则占 50%。从储量来看，中国精铟储量占全球储量达到 72.7%，可见我国铟的产量和储量都是世界最大。再从全国各省分布看，我国铟的分布在 15 个省区，主要集中在云南（占全国铟总储量的 40%）、广西（31.4%）、内蒙古（8.2%）、青海（7.8%）、广东（7%）等。

从铟的加工制造来看，由于铟锭的光渗透性和导电性强，主要用于生产 ITO 靶材（用于生产液晶显示器和平板屏幕）（70%）、电子半导体领域（12%）、焊料和合金领域（12%）等。对于中国企业而言，高纯铟、ITO 靶材、含铟半导体材料等高技术含量、高附加值的铟加工产品，一直没能形成市场竞争力。为此，我国铟主要用于出口，而不是供国内企业进一步加工使用。例如，泛亚（2014）指

出我国钢的供给超过 500 吨，而中国自身的工业用量不超过 50 吨。从钢产成品市场需求看，中国对平板显示器、电脑芯片、铜铟镓硒薄膜太阳能电池的需求高速增长。从全球其它国家钢的供应看，2008 年以后，由于世界各国加强对稀有金属资源的保护，美国、日本、韩国等国家通过国家战略储备钢等稀有金属而从中国等国家进口大量钢。以上三个方面均表明，中国稀有金属的出口需求特别旺盛。

表 1 精钢的产量和储量

国家	产量（吨）		储量 （吨）
	2010	2011	
美国			280
比利时	30	30	
巴西	5	5	
加拿大	67	65	150
中国	340	340	8000
日本	70	70	
韩国	70	100	
俄罗斯			80
其它国家	27	30	1800
全球	609	640	11000

数据来源：钟奇、施毅和刘博（2012）

尽管我国稀有金属原材料生产量较大，但却分散于各个小企业。这种产业格局导致我国稀有金属原材料往往以低价贱卖给国外厂商。原因在于，企业数量众多，价格竞争非常激烈，为了最大化自身的利益，厂商有低价出售稀有金属原材料占领市场的动机。另一方面，国外厂商在国家战略收储的政策下，对我国分散的小企业采取“各个击破”策略，尽力压价，从而我国稀有金属原材料大量流失于国外。这种种结果均离不开我国稀有金属原材料交易市场不发达，稀有金属定价权旁落于国外有关。

2 泛亚交易所简介

泛亚有色金属交易所是全球最大的稀有金属交易所，也是中国客户资产管理规模最大的现货交易所。泛亚交易所的主要目的是利用中国独有的稀有金属资源优势，通过先进的电子商务模式改造传统产业，提升中国稀有金属产业链价值，在中国形成具有全球影响力的稀有金属国际定价中心，通过交易模式为企业提供

购销和供应链融资服务，为投资者提供便捷高效的稀有金属投资服务。

2011年4月21日，泛亚交易所正式开市交易，已上市品种包括铟、锗、钴、钨、铋、镓、白银、钒、锑、碲、硒、铈、镝、铽等14个品种，其中铟、锗、钨、铋、镓等品种的交易量、交收量、库存量均为全球第一。经过四年多的发展，铟、锗、钨、铋、镓等金属已经取得了一定的国际话语权。截至2015年7月底，泛亚交易所累计成交额超过3263亿元人民币，全国各地交易商总数超过23万个，稀有金属贸易总量超过44万吨，其创新性金融业务为稀有金属行业融资超过367亿元。

泛亚的模式可以概括为：通过挂牌实物交易方式为稀有金属企业提供购销和融资服务，通过信息透明、交易公开的定价机制实现中国稀有金属产业的资源聚合；通过便捷高效的服务为投资者提供投资稀有金属、分享资源增值收益的渠道。

3 泛亚交易基础知识

3.1 现货电子交易系统与交易者

泛亚主要经营稀有金属现货交易，其交易的核心设施是其现货电子交易系统（图2）。现货电子交易系统是指交易所为会员提供的电子商务平台。它可提供上市交易品种买入贸易或卖出贸易的价格申报、价格申报成功后生成电子合同功能，以及提供交割申报、交割配对，划转货款、商品融通和信息等市场管理服务。

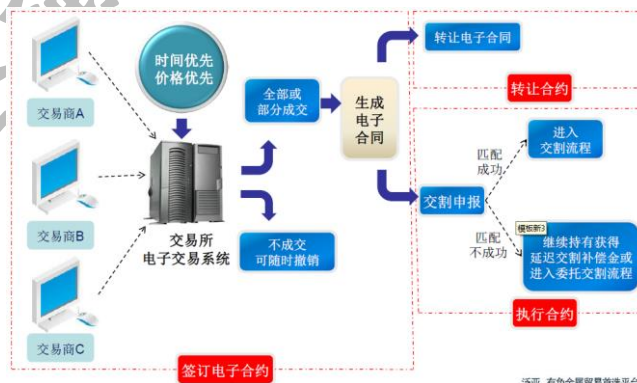


图2 泛亚交易所的交易和交割系统

资料来源：泛亚（2013a）

泛亚的交易类型主要包含两类：交易和交割。其中，交易主要用来形成电子合同（买卖双方形成的买卖合同）、达成买与卖的交易意向，而交割（又称交收）

则主要来执行电子合同。电子合同的交割（排除后面的委托交割）意味着合同的终结。

根据《管理办法》规定，电子合同的主要条款包括：合同名称、交易品种、商品代码、交易单位、计价单位、最小变动价位、每日涨跌幅限制、交易时间、交割申报时间、交割品级、交割地点、最小交割单位、最低合同订金、交易手续费、交割手续费、交割方式、延迟交割补偿金费率等以及电子合同附件。电子合同附件与电子合同具有同等法律效力。

参与电子合同交易的有三类交易者：交易商、生产商和批发商，它们都必须具备交易所的会员资格。其中，《管理办法》规定，交易商会员是在现货电子交易系统中开设交易商会员账户的投资者；生产商会员是在现货电子交易系统中开设交生产商会员账户的企业法人；批发商会员是在现货电子交易系统中开设批发商会员账户，并在一定范围内为交易商会员提供合理买卖机会、提高市场流动性，并因此而获得收益并承担风险的法人投资者。根据上述定义，可以对这几类交易者进行总结如表 2 所示。交易商可以由个人投资者组成（本案例的主角“日金宝”即是此类角色）。交易商和批发商主要交易已经在市场上流通的有色金属（“二级市场”），但是它们参与目的不同，交易商主要是为了投资（如“全额预定保值增值模式”以及“受托申报固定收益模式”）和投机（如“双向杠杆交易模式”）获利。批发商主要是为了提高稀有金属市场流动性，通过做市获取价差收益。生产商只能由稀有金属生产企业组成，其参与有色金属交易主要是为了销售其货物，因此生产商的交易类似于“一级市场”的 IPO（首次公开发行）。需要注意的是，泛亚交易所稀有金属存货的增加完全来源于生产商在泛亚交易所的销售。

表 2 泛亚交易所的几类交易者

	交易商	生产商	批发商
参与者	企业；个人	稀有金属生产企业	企业
参与目的	投机、投资	卖出稀有金属	做市
参与市场	二级市场	一级市场	二级市场

3.2 交易与交割

现货电子交易系统中的交易有两种方式：挂牌交易和现货委托受托业务。挂牌交易是在交易所采用挂牌交易的方式进行各类商品交易，包括卖方挂牌交易和

买方挂牌交易两种。买方挂牌交易指的是买方在交易系统中挂牌申报希望买入的商品价格和数量等信息。对于买方挂牌而言,卖方可以在交易系统中进行点价(也叫“摘牌”),并按照此价格卖出相应数量。双方达成交易协议后,如果一方要求交割,另一方要么接受,要么赔偿违约金,此违约金又叫滞纳金或延迟交割补偿金,这是“日金宝”收益的根本来源。在签订交易合同时,买方和卖方均需缴纳20%的保证金。交易达成后,如果交易者同意交割,则卖方向买方交付货物(也叫注册仓单)并收回货款,买方向卖方交付货款,拿到注册仓单。此时,卖方收回其20%的保证金,而买方则在20%的保证金基础上补足80%的余款。需要注意的是,双方签订交易电子合同后,双方都有权利进行转让,也即将合同转让给第三方。合同转让类似于股票市场的二级市场中的股票买卖转让,是未交割电子合同被转移至第三方。

关于买方挂牌交易,有以下要点需要强调:

- (1) 卖方点价申报数量多于买方挂牌申报数量未成交部分的申报失效;
- (2) 卖方在同一价位进行点价申报按照时间优先原则处理;
- (3) 买方挂牌交易只允许对所挂出的最高买价进行点价。

对于卖方挂牌交易与买方挂牌交易相反(具体可以参考《管理办法》)。

表3对电子合同的交易和交割进行了深入的对比。交易有两种形式,分别是订立合同交易和转让合同交易,这两种形式都表明该电子合同还在存续期。委托交割是介于交易和交割之间的一种形式,委托交割下的电子合同仍然在存续期,交割则意味着合同的终结(这里指的是交割成功)。

从合同方的意愿看:订立交易是交易合同签订初始时期,双方都有交割的意愿,但未交割;转让交易则是交易的一方并不想持有该交易合同,从而转让给其他交易者;委托交割则是交易的一方急于交割,而另一方并不急于交割,从而交割的一方与第三方(受托方)进行交割;交割则指双方都有交割的意愿,且已经成功执行交割。

从保证金的征收看,订立交易合同双方都会征收20%的保证金,转让之后的交易双方需要征收20%的保证金,委托交割则只对原有合同中未交割的一方征收保证金,交割则不会征收保证金。从交易时间看,订立交易和转让交易的交易时间段为20:30-00:30、9:00-11:30和13:30-16:00,委托交割的交易时间段为

16:15-16:29，而交割的时间段为 16:00-16:14。

另外，根据泛亚官方规定，为提升交割率，对于委托交割业务，要求受托方与交易对手方必须在 180 日之内履行交割，否则交易所将对其代为处置。（泛亚，2011b）。

表 3 交易和交割的对比

比较对象	交易		委托交割	交割（交收）
	订立	转让		
合同存在状态	未执行	未执行	未执行	已执行
合同方的意愿	交易双方（A 与 B）刚签订买卖合同，双方都有交割的意愿，但还未交割。	交易双方（A 与 B）签订买卖合同已经有一段时间，其中一方（A）不想再持有该交易合同，更不想交割，从而其主动将电子合同转让给另一方（C）。本质上变为被转让方（C）与交易对手方（B）的交易合同。	交易双方（A 与 B）签订买卖合同已经有一段时间，其中一方（A）想交割，而另一方不想交割（B），为此，想交割的一方（委托方，A）找一个受托方（C）来交割。本质上转化为受托方（C）与交易对手方（B）的交易合同	交易双方（A 与 B）签订的买卖合同已终结，交易双方（A 与 B）都有交割的意愿，且买方和卖方均同意交割。
是否有保证金	A 与 B 均需缴纳 20% 的保证金	A 与 C 均需缴纳 20% 的保证金，B 收回其保证金	仅 B 缴纳 20% 保证金	均不用缴纳保证金
交易时间（北京时间）	20:30-00:30； 9:00-11:30； 13:30-16:00	20:30-00:30； 9:00-11:30； 13:30-16:00	16:15-16:29	16:00-16:14

3.3 交易方向及交易之后操作

根据上述描述和《管理办法》中的有关文件，可对泛亚交易进行总结（表 4）。为阐述方便起见，下文均以交易商来表示。

当交易商想签订买入的电子合同的话，其有两种方式，一种方式是自己挂买单，等待其他交易商来购买；另一种方式则是在卖方挂牌下点价买入。交易商签订买入合同后，并不一定要马上交割。但是，根据《管理办法》只要签订协议的一方有交割需求，另一方则承担与其交割的义务，否则违约的一方必须缴纳延迟交割补偿金。延迟交割补偿金按日征收，且正常的延迟交割补偿金率为交易合同总价值的 5%（表 6 中显示延迟交割补偿金率会变化）。设计此机制的目的在于促使交易被真正的履行，这与期货市场交易有巨大的不同：泛亚交易所是现货市场，鼓励交易最终交割；期货市场中绝大部分交易都不交割，而被中途平仓。由于未交割的交易要征收补偿金，这在一定程度上降低了泛亚交易所的投机气氛。

签订买入合同后，交易商有三种选择：（1）持有暂不交割；（2）持有一段时

间转让给其他交易商；(3) 当日交割。对于前两种而言，如果在持有期间，其交易对手方有交割需求，则该交易商必须给予对手方延迟交割补偿金。如果交易商选择交割，其有两种可能性：交割成功和交割不成功。对于交割成功而言，交易商补充 80% 的余款，并获得货物仓单即可；当交割不成功的时候，可有两种选择：

(1) 委托交割；(2) 等待交割，获得延迟交割补偿金。对于委托交割而言，交易商本质上是从受托者买入货物，并将货款以及电子合同转让给受托者，受托者获得延迟交割补偿金。此情形下的延迟交割补偿金，有一个新名词叫：委托日金。

对于卖出交易，具体的内容介绍与上述基本类似。这里只强调在交割不成功下的委托交割。对于卖出交易委托交割而言，交易商是将货物仓单转让给受托者，受托者交出 100% 的货款，并获得受托日金，“日金宝”业务主要针对此种情形。

表 4 泛亚交易所的交易总结

	买入交易	卖出交易
交易方式	(1) 挂牌买入 (20% 保证金)； (2) 在卖方挂牌下点价买入 (20% 保证金)	(1) 挂牌卖出 (20% 保证金)； (2) 在买方挂牌下点价卖出 (20% 保证金)
下步操作	(1) 持有不交割 (如果交易对手方交割，需缴纳延迟交割补偿金)； (2) 持有一段时间转让给其他交易者 (在持有期间交易对手方交割，则需缴纳延迟交割补偿金)； (3) 当日交割 (补足 80% 余款) (i) 交割成功，从卖方那获得货物 (ii) 交割不成功 (a) 委托交割，从受托方买入货物，受托方从交易对手方获取延迟交割补偿金—— 货物受托 ； (b) 从交易对手方获取延迟交割补偿金	(1) 持有不交割 (如果交易对手方交割，需缴纳延迟交割补偿金)； (2) 持有一段时间转让给其他交易者 (在持有期间交易对手方交割，则需缴纳延迟交割补偿金)； (3) 当日交割 (i) 交割成功，从卖方那获得货款，并收回 20% 保证金 (ii) 交割不成功 (a) 委托交割，将货物仓单转让给受托者，收回 20% 保证金，并获得货款，受托方从交易对手方获取延迟交割补偿金—— 资金受托 (“日金宝” 业务) (b) 从交易对手方获取延迟交割补偿金

3.4 交易保障

为了保障交易商、生产商和批发商在泛亚交易平台 (也即现货电子交易系统) 中的交易安全，泛亚从人员保障、货物保障、资金保障和风险保障等多个方面全面保障交易的安全执行。

表 5 是从其官方资料《管理办法》中整理出来的交易保障措施。从人员保障方面，主要有交易会员的严格准入制度以及对泛亚交易所员工的自律制度；从货物保障方面，主要有货物质检、货物仓储、货物质保、第三方质量检验和全额投保制度；从资金保障方面，主要有第三方银行结算制度；从风险保障方面，主要有异常情况处理、风险警示、风险准备金和风险控制管理制度等。对于风险控制

管理制度，“泛亚”提出了多种管理办法（见表7），如保证金、代为转让、涨（跌）停板、订货限额、大户报告、官方指导价格披露和延迟交割补偿金费率联动机制等制度。

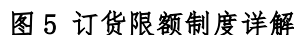
表5 泛亚交易所采取的多重交易保障

人员保障	会员准入制度	对生产商会员和批发商会员采取资格评定、品牌准入审核、产品原厂认证、货物质保等一系列措施进行货物质量风险控制。
	人员自律制度	提高员工职业操守，加强员工职业道德教育，严格内部审计，防范职业道德风险。
货物保障	货物质检	交易所指定第三方质检机构，该机构对进入指定交收仓库的货物进行质量检验，并对其出具的检验报告负责。货物经指定质检机构进行质量检验且合格后，在入库（见下文的货物仓储）之后生成注册仓单。会员在交易过程中产生质量纠纷，可以选择指定的第三方质检机构出具检验报告，作为认定是否发生交收违约的依据。
	货物仓储	交收的货物须存放于指定交收仓库内。该仓库由交易所指定，为会员提供仓储服务及货物交收的第三方仓储企业。
	货物质保	实行货物质保制度。生产商会员和供货批发商会员对交易所指定交收仓库未出库的交收货物（注册仓单）承担质量保证。
	第三方质量检验	交易所指定质检机构对进入指定交收仓库的货物进行独立的第三方质量检验，指定检验机构须对其出具的检验报告负责。
	全额投保	交易所选取专业保险机构合作，统一为会员的仓储货物足额投保。
资金保障	第三方银行结算	交易所须在指定的结算银行开设专用结算账户，会员须开立银行结算账户，交易所与会员之间资金划转通过交易所专用结算账户和会员银行结算账户办理。
风险保障	异常情况处理	交易出现异常情况时，交易所可以宣布市场交易进入异常情况并采取紧急措施化解风险。
	风险警示	交易所认为必要时可以分别采取或同时采取要求会员报告情况、谈话提醒、书面警示、公开谴责、发布风险警示公告等措施中的一种或多种，以警示和控制风险。
	风险准备金	按比例提取风险准备金以防范风险。
	风险控制管理	在交易制度建设方面不断完善风险控制细则，有效防范现货交易制度风险。

资料来源：泛亚（2011a）

表6 泛亚交易所采取的风险控制管理办法

保证金	1.会员在订立现货电子合同（即上文的买入交易或卖出交易）时缴纳一定比例资金作为其履行合同的保证金。2.保证金比例为商品合约价值的20%，且买卖双方都需要缴纳保证金。3.交易所可根据市场情况按规定调整保证金。
代为转让	当会员出现下列情况之一时，交易所将实行代为转让交易合同：1.该会员交易资金不足，且未能在下一交易日上午10:00前补足的；2.订货量超出其限额规定的（详见订货限额制度）；3.该会员存在交易所认定的违规行为的；4.根据交易所的紧急措施应予代为转让的；5.其他应予代为转让的。

资料来源：泛亚（2011c）

4 泛亚宣传的三种交易模式

11

4.1 双向杠杆交易模式

双向杠杆交易模式，类似于期货投资，本质上属于“订立交易—转让交易”模式。“双向”有两层含义：（1）操作手段双向，要么“先买后卖”，要么“先卖后买”；（2）操作市场预期双向，如果交易商预期稀有金属价格看涨，则会做“先买后卖”操作；如果交易商预期稀有金属价格看跌，则会做“先卖后买”操作。这与期货交易中的多头操作、空头操作类似。“杠杆”指的是交易过程带有杠杆，由于保证金是 20%，从而此种交易方式有 5 倍杠杆。

4.1.1 操作示例

（1）“先买后卖”操作

图 6 和图 7 分别给出了泛亚现货电子交易系统的操作画面。图 6 的含义是交易者通过买入订立交易签订了买入合同，且买入价格为 385 元/手，买入数量为 200。在买入的时候，交易者不需要全额付出购买货物的资金，只需缴纳 20% 的保证金即可。当交易者预期稀有金属价格已经涨到预期目标时，其会通过卖出转让交易进行“平仓”。

举例：假设某交易商预期铟的价格³在近期会上涨，因此在某日的交易时段，其以含税价 400 元“买入订立”100 手铟（税率为 17%），等到价格上涨到含税价 450 元后再采取“卖出转让”操作。该订单的合同金额为：400 元×100 手=40000 元，由于订立合同只需要 20% 的保证金，因此交易商投入的本金是 40000×20%=8000 元。由于交易商是以 450 元的价格卖出，因此其毛利润为（450 元-400 元）×100 手=5000 元。交易商的毛利润率为毛利润/投入本金=5000 元/8000 元=62.5%。如果不采取杠杆操作，则投资的毛收益率只有 5000 元/40000 元=12.5%。从而，杠杆操作下的杠杆倍数为 5 倍。

图 6 “铟”的买入订立交易

图 7 “铟”的卖出转让交易

图 8 “铟”的卖出订立交易

图 9 “铟”的买入转让交易

对于先卖后买操作，交易者的操作与“先买后卖”操作相反，交易者先订立

³ 此价格是泛亚现货电子交易系统中的交易价格，但其与其他市场的交易价格有较大差距。

卖出交易合同（图 8），等到交易者认为稀有金属价格已经降到足够低的时候，其再执行一次买入转让交易，从而锁定利润。

在双向杠杆交易模式下，净利润需要考虑税收、泛亚征收的手续费、仓储费以及保险费等（这些都是一次性缴纳）。更重要的是，在持有订单的过程中，如果交易对手方有交割需求，交易者还要缴纳延迟交割补偿金，且延迟交割补偿金与持有订单时间成正比，这是交易者必须考虑的交易成本。

4.2 全额预定保值增值模式

如果说双向杠杆交易模式类似于期货投资，那么全额预定保值增值模式则类似于股票投资，它本质上是一种不带杠杆的投资交易。全额预定保值增值模式分为看涨全额预定保值增值模式和看跌全额预定保值增值模式。

当交易者预期未来较长一段时间稀有金属价格上涨时，它可以采取看涨全额预定保值增值模式。这种模式具体的操作如下：（1）在交易时间段进行买入订立操作，并交纳 20% 的保证金（图 10）；（2）在当天的交割时间段（16:00–16:14）进行买方交割申报，并准备 80% 的余款（图 11）。需要注意的是“交易”是立即的，而“交割”则未必能立即成交，交易对手方可能会延迟交割；（3）在交割时，交易者应该查询交割是否成功（交割配对情况）（图 12）。为了能立即交割，交易者可以同时选择买方委托交割以提高交割的成功概率。当交割成功时，交易者会拿到稀有金属注册仓单，并将其长期持有。（4）持有一段时间之后，当投资者预期该稀有金属价格上涨空间不大时，交易者可以在交易时间段进行卖出订立操作，并交纳 20% 的保证金（图 13）；（5）在交割时间段进行卖方交割申报（图 14）。（6）由于交割未必成功，交易者应该查询卖方交割申报情况（图 15）。如果不成功，则应该下一期继续提交交割申请。另外，交易者也可以同时提交卖方委托交割，以提高交割成功概率。

关于全额预定保值增值模式的例子可以参照不带杠杆的情形。对于看跌全额预定保值增值模式，按完全相反的方向操作即可。

图 10 “钢”的买入订立交易

图 11 “钢”的买方交割申报

未成交查询	成交查询	订转查询	委托查询	撤单查询	资金查询	预备指令	交割申报查询	仓单查询
申请类型	申请编号	品种代码	数量	成交数量	委托交割成交数量	保证金	委托单状态	是否愿意委托交割
买方交割申报	00000020	钢	200	200	0	66300 全部配对	是	2011-11-15

图 12 “钢”的买方交割申报查询

品种	IF	申报类型	买方交割申报	可申报量	0	数量	200	立即成交
正常委托 预备指令 条件委托 市价委托 交割申报								
系统回单 (F5键清除)								

图 14 “钢”的卖方交割申报

图 13 “钢”的卖出订立

未成交查询	成交查询	订货查询	转让查询	委托查询	撤单查询	资金查询	预备指令	条件指令	交割申报查询	仓单查询
申报类型	申报编号	品种代码	数量	成交数量	委托交割成交数量	保证金	委托单状态	是否愿意委托交割	日期	
卖方交割申报	00000018	IF	200	0	200	0	全部配对	是	2011-11-15	

图 15 “钢”的卖方交割申报查询

4.3 固定收益模式

与上述两大类交易都暴露于稀有金属价格波动的市场风险不同，所有的固定收益模式至少从设计角度而言，“几乎”与稀有金属价格波动无关。固定收益模式的收益主要来源于交易对手方的延迟交割补偿金。固定收益模式，也分成两大类：全额预定固定收益和受托申报固定收益。

4.3.1 全额预定固定收益

全额预定固定收益模式是通过买入订立卖出订立零差价，并进行立即交割而从延迟交割的交易对手方获取稳定的延迟交割补偿金的交易模式。

具体而言，交易者在交易时间段同时进行价格、交易数量相同的“买入订立”电子合同和“卖出订立”电子合同。在交割时间段，再同时进行“买入交割”和“卖出交割”的电子合同。需要注意的是，为了避免“买入交割”没有配对成功、“卖出交割”配对成功，交易商手中却没有注册仓单的情形发生，交易商可以通过同时提交“买入委托交割”和“买入交割”的申请以提高买入交割成功的概率。

由图 16 可知，在全额预定固定收益交易模式，交易者需要拿出电子合同交易 $100\%+20\%=120\%$ 的本金进行交易，需要投入的本金非常高。但是由于所有操作均由交易者自身完成，因此此种模式交易费率较低（大约为 $0.05\%/日$ ，只需征收交易服务费、交割申报费、报销费和仓储费等）。

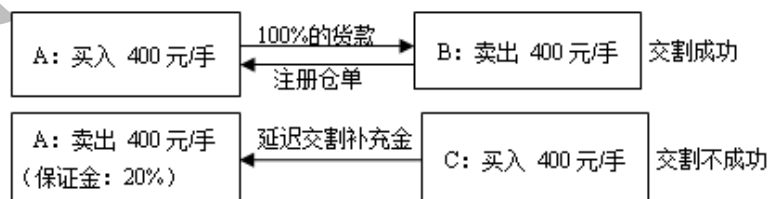


图 16 全额预定固定收益交易模式

4.3.2 受托申报固定收益

全额预定固定收益模式是同时做方向相反的两操作，而受托申报固定收益则只做一次操作。受托申报固定收益模式，又分为货物受托和资金受托两种模式。

4.3.2.1 货物受托申报固定收益

货物受托对应着买入委托交割（图 17）。当买方（A）想交割，而卖方（B）却想延迟交割时，买方可以通过买入委托进行交割，作为受托方 C 此时可以把自己库存的注册仓单转交给 A。由于 B 违约，B 的延迟交割补充金从 A 转至 C，由于此时存在委托受托业务，因此延迟交割补偿金会扣除受托方综合管理费（大约 0.125%/日，不再收取保险费，仓储费），扣除后的补充金叫做受托日金。正常的受托日金费率为 0.375%/日（0.525%/日-0.125%/日=0.375%/日）。因此，全额预定固定收益的收益率要高于受托申报固定收益。

货物受托固定收益模式（图 17）主要适用于生产商，原因在于生产商自身有注册仓单不需要在泛亚交易平台购买。生产商采取此种受托模式的原因在于，盘活稀有金属存货，让其“生息”，这也是泛亚为稀有金属产业提供的创新型金融服务之一。另外，广义来讲，全额预定固定收益与货物受托固定收益模式，本质相同，只是全额预定固定收益的适用范围更广（对于所有会员都可以），因为其可以通过购买注册仓单实现货物受托。

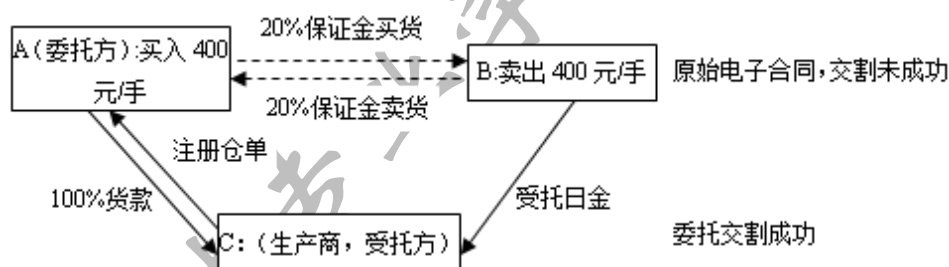


图 17 货物受托固定收益交易模式

4.3.2.2 资金受托申报固定收益

资金受托对应着卖出委托交割（图 18）。当卖方（A）想交割，而买方（B）却想延迟交割时，卖方可以通过卖出委托进行交割，作为受托方 C 此时可以拿出资金购买稀有金属货物，A 把注册仓单交由 C 保管。由于 B 违约，B 的延迟交割补充金从 A 转至 C，C 收到 B 给付的受托日金。正常的受托日金费率为 0.375%/日。

4.3.2.3 “日金宝”

资金受托固定收益本质是有“资金”交易商进行的固定收益类投资模式。此模式有一定的局限性，原因在于门槛较高（资金门槛与会员资格门槛）。为降低

门槛，泛亚交易所将这种资金受托业务做成类似于银行理财的“资金池”业务，即为“日金宝”业务。“日金宝”作为资金受托方，其面向全体公众吸收投资资金，并将吸收的资金与大量的卖出委托交割进行资金受托业务，同时拿到注册仓单，并接受由这些委托交割的电子合同交易对手方付出的受托日金（延迟交割补偿金扣除受托方综合管理费），日金宝投资者则得到受托日金费。与资金受托申报固定收益相同，日金费率为 0.375%/日。

在具体设计“日金宝”产品时，有两种模式：（1）日金和本金可以当天取出；（2）结构化产品，即日金当日到账，本金则在 180 天封闭期结束后到账。这两种模式的区别有点类似于活期存款和定期存款的区别。截至 2014 年 12 月，“日金宝”产品有 50% 的受托资金都是结构化产品（孙琦子和冯建岚，2015）。

由此可见，“日金宝”是一种特殊的资金受托固定收益交易模式。

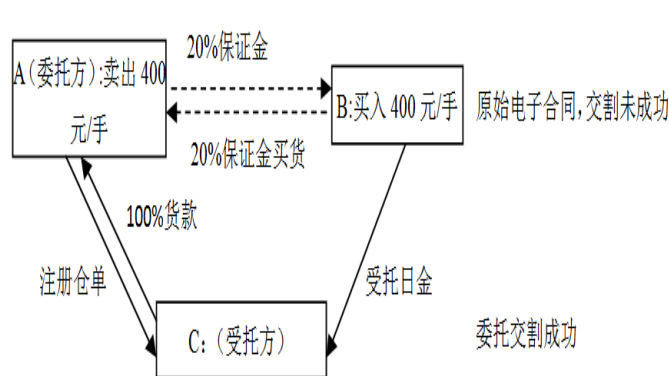


图 18 资金受托固定收益交易模式

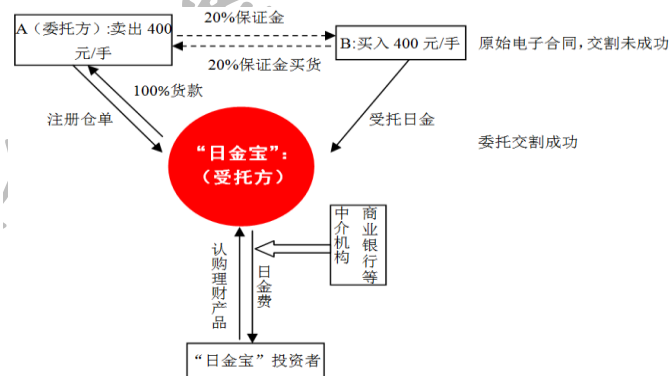


图 19 纳入“日金宝”产品的交易模式

4.4 模式对比与总结

由于泛亚的交易比较复杂且种类多，这里进一步从各个角度对这几类交易模式进行对比，详细的对比结果见表 7。需要指出的是，货物受托特别类似于另类的“正回购”。传统的正回购是付出“证券”得到“资金”，到期收回“证券”而付出“资金”，货物受托也是受托时付出“货物”得到“资金”，受托结束之后收回“货物”而付出“资金”。但是，正回购方是付出利息的一方，而货物受托则是得到利息的一方。资金受托（包含“日金宝”）非常类似于逆回购。逆回购是付出“资金”得到“证券”，到期返还“证券”而得到“资金”，资金受托也是受托时付出“资金”得到“货物”，到期返还“货物”而得到“资金”。这里，逆回购与资金受托都是得到利息的一方。

表 7 泛亚交易模式对比

比较对象	双向杠杆交易模式		全额预定保值增值模式		固定收益模式		
	先买后卖	先卖后买	看涨	看跌	全额预定	货物受托	资金受托（含“日金宝”）
类似于那种市场投资	期货市场多头投资	期货市场空头投资	股票市场做多投资	股票市场做空投资	——	另类的“正回购”	逆回购
收益是否与稀有金属价格相关	正相关	负相关	正相关	负相关	几乎无关	几乎无关	几乎无关
风险点	稀有金属市场风险	稀有金属市场风险	稀有金属市场风险	稀有金属市场风险	违约风险	违约风险	违约风险、流动性风险
风险大小	极大	极大	较大	较大	较小	较小	较小
注意事项	关注稀有金属价格短期变化，短线操作	关注稀有金属价格短期变化，短线操作	关注稀有金属价格长期变化，长线操作	关注稀有金属价格长期变化，长线操作	保证在较长时间内有足够的闲余资金	保证在较长时间内能持有货物	保证在较长时间内有足够的闲余资金

5 “日金宝”挤兑危机事件梳理

泛亚的交易模式多且复杂。从制度和交易规则看，“日金宝”产品作为一个基于稀有金属委托受托业务的理财产品，享受着较高的固定收益，且收益来源于交易对手方违约带来的延迟交割补偿金。理论而言，“日金宝”产品不存在较大的风险，但现实情况却远比上面介绍的（“理想”或“理论”）交易模式要复杂得多。为此，案例正文附录附表 3 从时间顺序对泛亚“日金宝”流动性挤兑危机事件进行了梳理。

由于上述事件梳理内容较多，表 8 对上述梳理进行进一步总结。

表 8 泛亚与媒体、“日金宝”投资者的“斗智斗勇”

	泛亚	媒体、“日金宝”投资者
“日金宝”产品的解读	<ul style="list-style-type: none"> 为政府战略收储，提高稀有金属定价权 为稀有金属生产企业提供供应链融资 <ul style="list-style-type: none"> 为投资者提供高收益的投资渠道 产品是资金受托业务，以稀有金属注册仓单为抵押，在流动性挤兑情形下，可以用稀有金属来偿还本金 	<ul style="list-style-type: none"> 以“战略收储”为名进行“忽悠”，并利用政府对其发行“日金宝”产品背书 泛亚为稀有金属生产企业谋取利益，许多稀有金属生产企业是“皮包公司” “日金宝”是“庞氏骗局”

		<ul style="list-style-type: none"> 产品类似于银行理财产品，无风险，还本付息
“日金宝”产品流动性挤兑危机原因	<ul style="list-style-type: none"> 全球大宗商品价格急剧下跌 交易模式由 T+1 改为 T+5 交易、彻底实名制、取消卖出申报业务 2014 年底股市的火爆以及 2015 年 6 月的“股灾”所产生的负向传染 媒体的恶意炒作 	泛亚以高于市场价格收储，且必须保障市场价格每年上涨 20% 以上，整个泛亚交易平台只有稀有金属“入库”，而没有“出库”
“日金宝”产品流动性挤兑危机采取的行动措施	“剔除”合作服务机构；“合并”合作的稀有金属生产企业；将危机事件转嫁给云南省、昆明市政府；对恶意宣传泛亚危机的媒体提出警告；不断地发布、修改危机有关的报告	不断地进行维权行动 不断地挖掘“内幕”消息
“日金宝”产品流动性挤兑危机解决方案	引入战略投资者；进行债务重组；转入“泛融网”；不断地让稀有金属生产企业回购注册仓单；不断延长锁定日期；按照合同规定，以资金的 120% 直接提货；将 T+5 改回为 T+1	按照签订的协议还本付息 部分投资者接受转入“泛融网”

5.1 泛亚与媒体、“日金宝”投资者“斗智斗勇”

具体来说，他们对“日金宝”产品的解读、流动性挤兑危机原因、危机事件采取的行动措施以及解决方案等方面基本上是“针锋相对”的。

5.1.1 对“日金宝”产品的解读

从对“日金宝”产品的解读看，泛亚认为其利用金融创新为“国家战略收储”，并与国外争夺稀有金属定价权，利用供应链融资为稀有金属生产企业提供资金进行产业升级，为投资者提供投资稀有金属产业的渠道，且其在进行产品设计时，“日金宝”定位为资金受托业务，其以稀有金属注册仓单为抵押品；媒体和“日金宝”投资者的看法则完全相反，其认为泛亚以为政府“战略收储”的名义让政府对其发行“日金宝”产品进行“行骗”背书，其设计这款产品主要是让“日金宝”投资者为一些与泛亚有各种利益关联的稀有金属生产企业（一些稀有金属生产企业甚至是泛亚高管开设的“皮包”公司）“输血”。在销售“日金宝”时，投资者认为泛亚宣扬“日金宝”是固定收益率类产品，完全无风险，且每天均“出金”（“收益每日结算”、“收益每日到账”、“随进随出”）。

5.1.2 对流动性挤兑危机原因的解读

泛亚认为流动性挤兑危机主要源于：

（1）全球大宗商品价格急剧下跌，以铟为代表的稀有金属价格亦未能幸免。由于商品价格下跌，在泛亚交易平台购买稀有金属价格的交易商数量急剧下降，

从而延迟交割补偿金下降。

(2) 在监管当局的要求下，泛亚交易平台的交易规则由 T+1 改为 T+5，并施行实名制，泛亚交易量急剧下降⁴，延迟交割补偿金下降。

(3) 受监管当局要求，取消卖出申报业务。在卖出申报取消前，原本 400 多亿客户资产中，50%为具有 180 天封闭期的结构化资产，另外 50%为流动资产。在卖出申报取消后，结构化资产全部变成了可流动资产。这加剧了“日金宝”产品的流动性风险（孙琦子和冯建岚，2015）。

(4) 2014 年底的股票市场价格大涨吸引“日金宝”投资者变现，导致“日金宝”流动性紧张；2015 年 6 月份的“股灾”导致投资者恐慌心理，并进一步挤兑“日金宝”。

(5) 媒体对“日金宝”流动性挤兑事件的过度解读，从而加剧了投资者的恐慌，并形成了“预期自我实现”。

媒体和投资者则完全从“庞氏骗局”对其挤兑原因进行解读：

(1) 泛亚以远高于其他现货市场的价格吸引稀有金属生产企业在泛亚交易，从而保证其为“国家收储”，并导致泛亚交易平台只有“入库”，而没有“出库”。该企业在卖出稀有金属时，需要同时开出相同数量的“买入”交易合同。由于“买入”交易需要 20%的保证金，因此稀有金属生产企业卖出其货物只能拿到 80%的货款。泛亚为了保证稀有金属生产企业的利益，其平台价格要高于其他市场价格 25%至 30%。

(2) 泛亚保证稀有金属每年上涨 20%以上，从而能保证稀有金属生产企业永远不平仓，并为其付出延迟交割补偿金。由于 1 年延迟交割补偿金需要 18.25%，只要稀有金属价格每年能上涨超过 18.25%，稀有金属生产企业不需要再投入资金，即可一直维持“买入”交易且不平仓（如云南天浩公司有非常多的 2011 年 6 月入库至今却依旧未赎回的货物）。

(3) 整个交易过程中，稀有金属生产企业以远高于其它市场的价格卖出其货物，这个市场溢价完全来源于投资者投入的资金。由于稀有金属生产企业卖价高于其它市场，从而其有动机卖出稀有金属货物，最终导致泛亚有大量的稀有金

⁴ 根据泛亚提供的数据，T+1改为T+5之后，交易量从每周平均5000多吨下降到每周500至700吨，2015年4至5月则降至每周200至400吨（孙琦子和冯建岚，2015）。

属库存。

(4) 投资者是整个交易平台亏损的一方，其“利息”来源于后进入投资者投入的资金，为了保障泛亚模式能持续下去，需要吸引越来越多的投资者投资“日金宝”。

5.1.3 对兑付危机采取的行动措施

从对兑付危机采取的行动措施看，泛亚有以下举动：

(1) 删除其合作服务机构和合作生产商（稀有金属生产企业）。“日金宝”流动性挤兑危机事件爆发后，泛亚将其合作的 400 多家的服务机构剔除至 41 家，将其 54 家合作的生产商“剔除”至 12 家。

(2) 泛亚宣称其经营完全符合云南省、昆明市政府的监管条例，并且这些政府也发表了支持其运营，并证实其合规的公告。在危机的中后期，政府还接管了其运营的官方网站，并代替泛亚与公众沟通。

(3) 泛亚认为媒体的报道有违事实，并将诉诸法律手段来维护自身的合法权益；

(4) 针对媒体以及投资者的强势攻势，泛亚不断地修改危机有关的公告。

媒体则利用各种渠道对其交易漏洞、利益输送以及投资者“亲身经历”等各个方面进行挖掘，而维权的投资者则对泛亚及其服务机构、昆明市政府、云南省政府、银监局、公安局、证监会和中纪委等地进行维权。

5.1.4 对兑付危机采取的解决方案

从对兑付危机采取的解决方案看，泛亚有以下举动：

(1) 将“日金宝”投资者投入的资金转移至“泛融”⁵的平台上，本金结算期为 180 天、360 天、15 个月或者 18 个月，利息为日付月结或者半年结，另外稀有金属生产企业根据自身可承受的额度回购货物。

(2) “日金宝”投资者可继续保留在泛亚平台上，并同原委托方签订补充协议，在 24 个月内委托方还款收货，受托方则可提前提货自卖。在持有期间，利息按年支付，24 个月到期还本。

(3) 客户代持的注册仓单转成自持仓单，仓单可以自行交易。

⁵ “泛融网”全称为泛融（深圳）互联网金融服务股份有限公司，为泛亚在深圳开设的投资于稀有金属的互联网金融企业。

(4) 24 个月之内按年支付利息，24 个月后客户提走货物。

(5) 投资者以其投入资金的 120%直接提货。

(6) 引入战略投资者注资泛亚交易所。

(7) 将 T+5 交易规则改回 T+1，泛亚已报备政府，2015 年 9 月 1 日上线新的交易系统。

绝大部分投资者并不认可泛亚的解决方案，只有 130 亿元资金愿意转到“泛融”网（孙琦子和冯建岚，2015），其它投资者仍然通过各种维权行为向泛亚索取其投入的本金。

5.2 “日金宝”流动性挤兑危机事件核心要素

1、政府背书：泛亚利用其为“国家战略收储”，尤其是为云南当地的稀有金属生产企业服务，从而获得了云南省政府、昆明市政府的大力支持，有政府的信用背书。

2、银行背书：“日金宝”产品的销售太多由商业银行帮助其完成。泛亚与相关银行签订有联合推广协议、银商转账协议、银企合作协议、交易结算资金存管服务协议、第三方存管服务协议、电子商务支付服务合作协议、总对总协议、银商通协议等。然后，银行对相关高端客户进行定点销售，并且其宣扬“日金宝”理财产品零风险、随用随取、年化利率 13%等（孙斌，2015c）。

3、经济学名人背书：泛亚聘请了郎咸平、宋鸿兵等经济学名人进行专题讲座，为泛亚销售“日金宝”产品摇旗呐喊。

4、投资者追求高收益、迷信权威、忽视风险：投资者在购买产品时，并不详细去了解其资金投向，只看重政府背景、银行销售以及相关经济学名人宣传，即认定其安全。在高收益的驱使下，将其大部分财富投入“日金宝”（投资者投入“日金宝”的资金占其自身的财富比值非常高），这与一般的资产配置投资完全不同。

5、稀有金属生产企业在利润的驱使下，盲目扩大产能，稀有金属产业严重产能过剩：泛亚的生产商客户由于能高价出售其稀有金属库存，不顾现有的需求，

大肆兴建厂房扩大生产，甚至从国外进口稀有金属⁶。国内稀有金属的生产加上泛亚交易平台的库存远高于中国每年的真实需求。例如，泛亚囤积了全球 95% 的铟（约 3500 吨），但实际上中国一年仅使用铟 20 吨。

6、对泛亚及其交易模式的评价有两个极端：“金融创新”与“庞氏骗局”，至今仍未有定论。泛亚、昆明市政府和云南省政府站在泛亚的交易模式是一种金融创新，这种金融创新实现了争夺稀有金属定价权、为国家战略收储以及改善稀有金属产业环境等，而投资者以及媒体则基本上从“庞氏骗局”角度看待其交易模式。

（案例正文字数：16674 字）

参考文献：

泛亚有色金属交易所（泛亚），2011a，《昆明泛亚有色金属交易所现货电子交易管理办法（暂行）》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/7f00ba1e964bcf84b9d57b56.html?from=search>

泛亚有色金属交易所（泛亚），2011b，《泛亚“知识百科”》，来源于百度文库，链接：<http://wenku.baidu.com/view/b4bfbc5998fcc22bcd10df9.html?from=search>

泛亚有色金属交易所（泛亚），2011c，《昆明泛亚有色金属交易所风险控制管理办法（暂行）》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/195c0e0402020740be1e9b86.html?from=search>。

泛亚有色金属交易所（泛亚），2011d，《风险控制管理办法介绍》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/b27358f6f90f76c661371aae.html?from=search>。

泛亚有色金属交易所（泛亚），2012，《崛起的泛亚——交易所基本情况概述》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/195fa41ac281e53a5802ff13.html?from=search>。

泛亚有色金属交易所（泛亚），2013a，《交易客户端操作说明》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/23146457ad02de80d4d84060.html?from=search>。

泛亚有色金属交易所（泛亚），2013b，《泛亚日金宝操作指南（介绍）》，来源于百度文库，链接：

<http://wenku.baidu.com/view/4087ec89195f312b3169a5ff.html?from=search>。

黄杰，2015，《多家银行充当“日金宝”销售渠道监管机制待完善》，《中国经营报》，2015 年 9 月 7 日。

6. 中国稀有金属原本大量出口（生产量远大于需求量），泛亚成立后，泛亚生产商会员（稀有金属生产企业）在利润的驱使下，以低价从其他厂商乃至从国外进口，然后在泛亚交易平台高价销售。

孔令超、郦彬、朱俊春和王佳骏，2015，《泛亚事件有利于资金回归正规渠道》，国信证券研究所研究报告。

雷士武和黄杰，2015，《泛亚恶意收购导致钢产业全线崩塌》，《中国经营报》，2015年8月31日。

李茜，2015，《泛亚事件敲响投资“警钟”》，《上海金融报》，2015年10月9日。

栗泽宇和包酒，2015，《泛亚黑洞》，《华夏时报》，2015年9月24日。

孙斌，2015a，《“泛亚”：围猎资本的游戏》，《期货日报》，2015年8月14日。

孙斌，2015b，《“泛亚”真相再调查》，《期货日报》，2015年9月18日。

孙斌，2015c，《泛亚骗局露底裤：要挟政府还是在转嫁矛盾》，《期货日报》，2015年12月17日。

孙琦子和冯建岚，2015，《泛亚兑付危机迷局》，《经济观察报》，2015-07-19。

吴清和王金龙，2015，《泛亚400亿兑付之殇》，《中国经营报》，2015年7月27日。

钟奇、施毅和刘博，2012，《小金属投资框架——行业内最全面的小金属投资指南（包含12种小金属品种）》，海通证券研究所研究报告。

附录1 泛亚交易所的对外宣传⁷

为了吸引投资者购买“日金宝”理财产品，泛亚从以下方面对其自身进行了广泛的宣传：（1）品牌和影响力宣传，体现为从其获得的荣誉、举办大型活动、参与峰会论坛历程、参与社会公益活动历程、权威媒体报道等方的宣传；（2）监管和法律合规宣传。附表1对泛亚的品牌和影响力宣传进行了总结。

附表1 泛亚交易所的品牌和影响力宣传

获得荣誉	2011年5月中国有色金属工业协会将泛亚评为《中国有色金属》理事会副理事长单位。 2011年6月10日，泛亚荣获2011中国最具投资潜质创新企业称号。
举办大型活动	2011年7月3日，“2011投资风向标”宁夏卫视·第一财经·泛亚交易所全国巡回投资报告会正式在杭州启动。 2011年7月16日，泛亚与兴业银行在上海签署战略合作协议，确定总对总合作关系。 2011年12月16日，泛亚发起主办了金属硅行业标准研讨会。 2011年12月15日-12月17日，泛亚作为协办单位支持2011（第二届）滇池泛亚股权投资高峰会，并主办了以“促进有色金属产业发展推动战略性要素市场建设”为主题的圆桌会议。 2012年3月24日，泛亚联合山西省天津商会共同举办了2012泛亚财富论坛。
参与峰会论坛历程	2011年11月11日—11月14日，泛亚总裁作为中国企业家代表团成员，在美国参加了2011APEC工商领导人峰会。 2012年4月1日至4月3日，泛亚董事长作为中国企业家代表团成员参加了2012博

⁷本部分主要资料来源于泛亚（2012）。

	<p>暨亚洲论坛。</p> <p>2012 年 4 月 11 日，交易所领导应邀出席了 2012 年国际铜、锗论坛。</p>
参与社会公益活动历程	<p>2011 年 8 月，泛亚向中国光华科技基金会绿舟工程捐赠 200 万元人民币，并筹备专门的慈善基金，为云南贫困地区的基础教育、民生保障等方面提供公益援助。</p> <p>2011 年 9 月泛亚组织其全体员工集体义务献血。</p> <p>2012 年 3 月 20 日、21 日泛亚为云南省元谋县灾民们捐赠抗旱应急物资。</p> <p>2012 年 4 月交易所参加了由昆明市五华区经贸局组织的抗旱爱心捐赠活动。</p> <p>2012 年 5 月交易所联合云南省黄埔军校同学会、云南省归国华侨联合会发起并组织开展的大型“忠魂归国”公益活动，并捐资 60 万元。</p>
权威媒体报道	<p>2011 年 4 月 21 日，泛亚正式开市交易，中央电视台新闻频道、财经频道、云南电视台等权威媒体对交易所进行了专题报道。</p> <p>2012 年 1 月 11 日，中央电视台经济频道《经济信息联播》栏目对泛亚进行了“泛亚有色现货电子贸易兴起”专访。</p> <p>2012 年 3 月 24 日，中央电视综合频道对泛亚新上市品种金属硅进行了报道，据称，我国是世界上最大的金属硅出口国，但缺失定价权，泛亚金属硅现货合约上市后有利于解决整个行业上下游之间资金信任、价格不透明等问题。</p> <p>Metal-Pages（英国金属网）对泛亚相关新闻进行持续报道；London Metal Bulletin（伦敦金属导报）已经将泛亚的铜交易价格作为现货参考价格定期向全球发布。</p>

除此之外，泛亚还通过各种官方资料宣传其受到政府管理部门的严格监管，且其交易规则符合当前的各种金融监管规定。根据泛亚官方宣传资料，泛亚是由昆明市委办公室和云南省金融局主管，并由上述两部门和云南省工商局、云南省商务局、云南省税务局等多家行政管理部门组建针对泛亚的监督管理委员会，此委员会对交易所和市场参与者以及交易所内的商品交易活动进行规范、监督和指导。《昆明泛亚有色金属交易所现货电子交易管理办法（暂行）》（简称《管理办法》）（泛亚，2011a）则进一步指出，其交易规定完全遵守：（1）国务院颁布的《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》（国发〔2011〕38 号）；（2）国务院办公厅关于清理整顿各类交易场所的实施意见》（国办发〔2012〕37 号）；（3）云南省人民政府办公厅颁布的《云南省人民政府办公厅关于印发清理整顿各类交易场所工作方案的通知》（云政办发〔2011〕256 号）；（4）昆明市人民政府颁布的《昆明泛亚有色金属交易所交易市场监督管理暂行办法》（昆政发〔2010〕110 号）。

除此之外，泛亚宣称其有“五大创新”和“五大功能”。其中“五大创新”为：

（1）制度创新。泛亚是首家在政府监督指导下运营的股份制有色金属交易所。泛亚协同各类市场参与者共同发起有色金属现货电子交易行业协会。泛亚邀

请国内外著名经济专家和学者、有色金属行业专家、金融行业专家、企业家和相关政府官员成立有色金属现货电子交易专家顾问委员会。

(2) 交易模式创新。泛亚采用现货电子交易创新交易模式进行交易。

(3) 商品融通创新。泛亚与各大银行开展供应链融资合作，为买卖双方融资提供充足的资金保障。

(4) 价格形成机制创新。泛亚吸收国外交易所做市商和撮合交易混合机制的先进经验，独创批发商协助成交或有义务制度。

(5) 服务模式创新。泛亚采用授权服务中心推广的新模式，为市场各类参与者进行商品服务。

“五大功能”如下：

(1) 有色金属现货贸易与流通功能。泛亚每天三个交易时间段进行交易，买卖双方每天都可以申报交割。

(2) 供应链融资功能。泛亚利用交割模式和银行仓单质押的方式，拓宽了生产商、批发商和交易商的融资渠道。

(3) 信息传导功能。泛亚通过电子商务平台的运用，使得信息传递更加快速、便捷、透明。

(4) 商品投资和保值功能。泛亚实现了高效的资金利用、实用的买卖双向交易、可选择延期交割等各种交易功能。

(5) 商品定价功能。泛亚现货电子交易平台具有极强的定价功能，企业能更好地把握商品价格走势。

为了宣传“日金宝”，泛亚在宣传广告里面有以下多种阐述（附表 2、附图 1、附图 2）——总结而言，日金宝是高流动性、高收益性且非常安全的“理财产品”。



附图 1 “日金宝”官方宣传



附图 2 “日金宝”官方宣传

资料来源：泛亚（2013b）

资料来源：孔令超等（2015）

附表2 “日金宝”官方宣传特征总结

高流动性	(1) 收益每日到账, 日结; (2) 资金 T+1 模式 (T+5 政策出来之前), 今日了结, 明日取出
高收益性	(1) 日息万分之 3 或 3.75, 年化可达 13.68%; (2) 利息日结, 可做复利, 收益最大化。
高安全性	(1) 银行第三方托管账户; (2) 资金对应仓单, 仓单对应货物, 货物有第三方质检机构质; (3) 三大保险公司全额承保; (4) 生产商连带责任; (5) 第三方专业化仓储物流

附录2 泛亚危机事件梳理

附表3 泛亚“日金宝”流动性挤兑危机的重要事件时间表

时间	事件
2013 年 5 月	《经济观察报》以《泛亚交易规则被质疑离职员工曝其操纵价格》为题, 揭露泛亚更像是个“击鼓传花”的“疯狂市场”。该报道披露, 泛亚存在价格操纵行为, 泛亚交易平台中钢的价格是“人为控制的结果”, 泛亚模式正在“刀尖上起舞”。由于泛亚控制着卖货交割的节奏, 泛亚仓库里的货物会越积越多, 各路资金也源源不断地涌向泛亚。泛亚成了一个汇集资金的资金池, 由于“集资款”的投资范围是“定向”的, 短时间内这种集资风险可能不会爆发, 但时间长了, 总有一天会有人反应过来。
2014 年 1 月 3 日	云南省昆明市相关部门组成的验收检查小组发布了《关于昆明泛亚有色金属交易所整改现场检查验收情况和西双版纳金融资产商品交易所有关事项的报告》。报告指出: 未发现泛亚在其交易模式和交易机制中采用集合竞价、连续竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易; 未发现其违反国发〔2011〕38号、国办发〔2012〕37号文的相关规定; 未发现其开展的委托受托业务违反现行相关法律法规和有关规定。验收结果通过。
2014 年 11 月 19 日	云南省证监局官网刊出《云南省政府召开专题会议加快推进清理整顿收尾》“工作动态”, 内容为: 云南省证监局局长王广幼在汇报时指出, 特别是泛亚风险巨大, 积极应对和处理相关风险刻不容缓。段琪副省长指出, 云南交易场所清理整顿工作形势极为被动, 不能一拖再拖。他要求有关单位要按照“谁审批、谁负责”的原则, 立即行动, 严控风险, 牢牢守住不发生区域性风险的底线。
2014 年 12 月	泛亚按照证监会、云南省清整办、昆明市清整办、云南证监局等监管部门要求施行T+5交易、彻底实名制以及取消卖出申报业务。
2015 年 1 月	泛亚正式取消了卖出申报的交易模式。原本400多亿元客户资产中, 50%具有180天封闭期的结构化资产, 另外50%为流动资产, 其中还有20%以上的风险处置金。卖出申报取消后, 400多亿元客户资产变为100%可流动资产, 流动性风险难以管理。
2015 年 4 月	A股市场快速上涨, “日金宝”投资者和有色金属企业纷纷从泛亚撤资转投A股, “日金宝”投资者开始感受到流动性压力——泛亚修改交易规则, 限制出金、变更业务、强行锁仓。
2015 年 6 月 24 日	部分“日金宝”投资者去新疆银监局上访, 该监管当局通知中国工商银行、中国银行新疆分行主要领导带队前往自治区政府处理。

2015 年 7 月 12 日	泛亚再次发布公告称强制锁仓24个月。
2015 年 7 月 13 日	投资人前往泛亚交易所了解情况，泛亚董事长单九良和云南省昆明市金融办领导与6名投资者代表进行会谈沟通。
2015 年 7 月 14 日	微博账号“华夏大地的黄昏2015”爆料：泛亚7月13日晚被来自全国各地的800多位心急如焚的投资者包围。原因在于泛亚交易所资金链断裂，涉及全国20个省份，22万投资者，总金额达400亿元。此微博的发出使得泛亚流动性挤兑危机彻底暴露，并成为热点事件。
2015 年 7 月 15 日	泛亚公告称，交易所委托受托交易商近日出现资金赎回困难，部分受托资金出现了集中赎回情况。
2015 年 7 月 15 日	泛亚公告称，针对T+5实施以来导致交易盘面不活跃、市场功能失灵的现状，交易所报备政府，自9月1日上线新交易系统。
2015 年 7 月 20 日	300多位泛亚投资者聚集在云南省政府的大门前请愿。
2015 年 7 月 22 日	《期货日报》刊发的《资金链断裂风口上的“泛亚”》一文，被多家网站转载，报道指出泛亚“恶意操纵现货商品价格”、“恶意申请，强行逼空方‘割肉’”、“交易所规则不公开、不公平、不公正”、“生产企业与交易所勾结操控市场”等内容。
2015 年 7 月至 8 月	《中国经营报》、《经济观察报》、《第一财经频道》、《英国金融时报》、《英国金属导报》、《凤凰财经》等海内外知名财经媒体纷纷报道泛亚日金宝流动性挤兑危机事件。
2015 年 8 月 3 日	泛亚“交易所公告”发布了2700多字的《有关泛亚交易所供应链金融业务法律关系的说明》（下称《说明》）以及数千字的附件——《北京市中伦律师事务所关于昆明泛亚有色金属交易所相关业务的法律意见书》（下称《法律意见书》）。让后者为“泛亚模式”、“合法合规”背书，以打压投资者和曝光泛亚的媒体。对此，各界炮轰这是“此地无银三百两”。泛亚急忙将其撤下。
2015 年 8 月 5 日	“日金宝”投资者向《期货日报》记者说明泛亚不信守承诺、规则多变：（1）2015年4月，泛亚出现兑付危机，泛亚说5月份一定会好转，投资者相信了；（2）2015年6月，泛亚说7月份生产商企业回购就能“出金”；（3）2015年7月，泛亚宣布停止理财产品“日金宝”此前承诺的“收益每日结算”、“收益每日到账”、“随进随出”等一系列承诺；（4）与此同时，泛亚强行将“日金宝”投资者改为交易商，把资金出借强制改为购买现货的注册仓单，违背了泛亚自定的“资金受托”投资模式；（5）泛亚建议投资者转入深圳“泛融平台”，不再刚性兑付；（6）2015年8月3日的“交易所公告”中“日金”投资者变成稀有金属货物所有者；（7）2015年8月5日泛亚通知两年内“日金宝”彻底不能“出金”。
2015 年 8 月	（1）投资者不定时拉着横幅聚集在云南省金融办紧闭的大门前；（2）投资者频繁地到当地政府、泛亚昆明总部“讨说法”；（3）上海泛亚、北京泛亚及泛亚在江苏等地开设的服务机构，被维权投资者围观和占领；（4）泛亚昆明总部的会议室，成了维权者做饭、睡觉、维权的场所；（5）“日金宝”投资者代表到北京向中纪委、证监会等有关部门举报。
2015 年 8 月	泛亚流动性挤兑危机事件传染至银行部门，并产生区域性系统影响。新疆等地的投资者，向销售泛亚理财产品不能兑付现金的银行不断抗议，要求还钱。
2015 年 8 月 8 日	（1）上海、北京等地投资者不断反映泛亚服务机构跑路，包括泛亚相关单位人去楼空；（2）泛亚渠道管理中心当天发出《服务机构进行整合的通知》进行安抚，将投资者说的“跑路”换了种说法叫机构“整合”为41家。也就是说，泛亚的400多家机构中至少300多家将不复存在。

2015 年 8 月 10 日	(1) 泛亚的一些直属机构人去楼空；(2) 泛亚官网关于《昆明泛亚有色金属交易所授权服务机构介绍》已删除；(3) 泛亚发布《交易商提货出库流程》，日金宝投资者回应：泛亚彻底抛弃了其“理财客户资金本息安全，绝对不让大家拿货回家”的承诺，泛亚管理层近年来一直宣称为国家收储战略金属，夺取定价权，如今让约占全世界存量90%，约8万吨有毒有色稀有金属，混乱无序流入民间，制造市场混乱，是何居心？
2015 年 8 月 11 日	泛亚在大门口贴出公告并以电子屏滚动播报说：个别利益集团恶意造谣污蔑，组织煽动部分客户非法维权、暴力维权，造成形势恶化升级。鉴于上述情况严重影响到交易所的日常运营，泛亚决定自即日起暂停接待客户，以待恢复正常办公和接待秩序。
2015 年 8 月	(1) 泛亚董事长单九良及夫人副总裁张子诺等，被限制出境；(2) 泛亚交易所向《期货日报》展示《关于请求撤销对泛亚交易所相关人员不当限制出境的请示》。《请示》申诉：(i) 不准出境的限制措施会造成严重的不良后果。限制出境的消息一旦被扩散或被竞争对手利用，都可能引起客户不解甚至大面积恐慌，都可能会被极度负面、扩大化解释，进而被无限放大并进而导致资金流动性风险；(ii) 不准出境的限制措施会造成业务的严重阻碍。不准出境的限制措施会严重阻碍交易所的业务发展，被禁止出境的消息扩散，则会在国际上造成更难以估计的舆论影响。
2015 年 8 月	数位早期“日金宝”投资者，对泛亚模式及其流动性挤兑危机事件进行了以下归纳： (1) 泛亚一直在宣传其帮助中国收储了珍贵的稀有资源，但是其用的是22万“日金宝”投资者的资金在收储。泛亚并无在银行发行理财产品的资质，所谓的“受托业务”，实质是给泛亚交易平台中的投机交易者垫付货款；(2) 投资者是被“日金宝”高达13.68%的年化收益率吸引而进行投资的，投资者并不知道其投入的资金是拿来收储这些稀有金属的。投资者与银行签署的银商通协议，实质是一个转账协议，即投资者的资金被以“第三方托管”的名义误导，实际上资金已通过银行完全进入了泛亚的交易账户，这亦是泛亚利用投资者投入的大量资金铸就钢高库存的根本原因；(3) 国家或企业收储时都会咨询很多现货供应商，以比现货价格还要相对低廉的价格收储，而泛亚是按其交易平台交割收储，而泛亚交易平台的价格比其他市场现货价格高30%；(4) 泛亚的交易行情完全偏离其他现货市场。
2015 年 9 月 14 日	泛亚将其54家可以交货的生产商进行“剔除”，只剩下12家。投资者调查发现，被泛亚“剔除”的企业，多是皮包公司，或与泛亚高层高度关联并涉及利益输送，或一些企业根本就不存在。泛亚通过“剔除”等手段，泛亚正在刻意掩盖“左手倒右手”的收储游戏真相。
2015 年 9 月	投资者在上海飞平物流有限公司昆明仓库（泛亚最大的仓储基地）发现云南天浩公司（泛亚钢产品的最大生产商）有非常多的2011年6月入库至今却依旧未赎回的货物（根据“日金宝”产品设计规则，180日为最长委托交割日期）。
2015 年 9 月 21 日	上千名“日金宝”投资者聚集到证监会门口维权被广泛曝光。在这些维权投资者眼中，昆明地方政府在处理泛亚流动性挤兑危机时已经失信。“日金宝”投资人中有部分人与维权人士意见相左，他们冀望泛亚可以重组，并希望有人来扮演“接盘侠”。
2015 年 9 月 23 日	泛亚在官网发布了《关于委托受托业务债权债务重组征求意见的公告》，提出为化解目前流动性危机，拟采取两个措施：一是部分品种退市了结，二是债务重组。
2015 年 9 月 23 日	“日金宝”的维权投资者代表与公安部有关负责人会面，但公安部相关负责人并未当场对是否立案予以回复。
2015 年 9 月 24 日	泛亚连发两个公告：(1) 对不实报道的媒体，泛亚将诉诸法律，坚决维护自身及广大客户的权益；(2) “兼驳部分媒体的不实报道”——幕后势力一直在通过不良媒体丑化泛亚、妖魔化泛亚，把复杂的危机简单化、脸谱化。

2015 年 9 月 26 日	“泛融”（泛亚与2015年1月成立的互联网金融公司）投资者在深圳举行抗议活动，呼吁监管当局不要让昆明泛亚的灾难在深圳延续，并强烈要求取缔违法“泛融”。
2015 年 9 月 28 日	（1）昆明市政府发布通报：将监督泛亚全面、准确地统计投资人的相关信息，及时向社会公开，同时将督促泛亚与投资人直接沟通，保障投资人合法有序地表达利益诉求；（2）云南省政府、昆明市政府接连发通报，表示政府会与投资者密切沟通，对投资者反映集中和热点问题，会及时向社会通报。
2015 年 11 月	昆明市政府接管泛亚官网的信息被曝光。但泛亚官网从此瘫痪。与此同时，云南省、昆明市两级政府的通报也销声匿迹。
2015 年 12 月 12 日	曾经为泛亚作为宣传的经济学名人郎咸平、宋鸿兵分别在上海、太原被泛亚投资者围堵乃至围攻。
2015 年 12 月 22 日	昆明市政府通报：泛亚涉嫌犯罪（非法吸收公众存款罪），已由公安机关立案侦查。

资料来源：黄杰（2015）、雷士武和黄杰（2015）、李茜（2015）、栗泽宇和包酒（2015）和孙斌（2015a，2015b）

Case Study: The Transaction Models of FYME and the Liquidity Run Crisis of “Ri Jin Bao”

Abstract: The financial innovation production called “Ri Jin Bao”, which was launched by FANYA Metal Exchange (FYME), has encountered liquidity run crisis in 2015. The crisis has attracted serious concern of the public. This case presents some fundamental knowledge of the transaction of FYME, and then analyzes the three classes of transaction models detailed to understand what's the “Ri Jin Bao”. Finally, This case describes the crisis process thoroughly from the perspective of major character of the crisis such as FYME, the investors of “Ri Jin Bao”, the government of Yunnan Province and the medias in chronological order.

Key Words: Transaction Models of FYME; “Ri Jin Bao”; Liquidity Run Crisis