

中国期货市场

分析与研究

□ 朱国华 著

ZHONGGUOQIHUOSHICHANG
FENXIYUYANJIU

中国商业出版社

中国期货市场 分析与研究

朱国华 著

中国商业出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场分析与研究/朱国华著. —北京: 中国商业出版社,
1999. 10

ISBN 7-5044-3969-X

I. 中… II. 朱… III. 期货交易—金融市场—研究—中国
IV. F723

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 62308 号

责任编辑: 夏贤明

中国商业出版社出版发行

(100053 北京广安门内报国寺1号)

新华书店总店北京发行所经销

北京北商印刷厂印刷

*

850×1168毫米 32开 10.375印张 268千字

1999年10月第1版 1999年10月第1次印刷

定价: 26.00元

* * * *

(如有印装质量问题可更换)

前 言

现代意义的期货交易诞生于1848年美国芝加哥，距今已逾150年。经过一个半世纪的发展，它已成为现代市场经济不可或缺的一部分，发挥着无可替代的作用。我国自20世纪90年代初组建期货市场以来，不到十年时间就走完了西方国家上百年的发展历程，发展速度之快，影响之巨大，令世人瞻目，它在完善我国社会主义市场经济体系中的作用日益显示出来。然而，由于期货市场运作的特殊性，特别是我国期货上市品种不合理，市场参与者不成熟，期货法规建设滞后，市场监管不完善，造成市场垄断、价格操纵事件屡有发生。虽然也诞生了铜、铝这样相当成功的品种，但更多的是其所带来的问题，严重地损害了市场形象，至使期货市场在我国仍颇具争议。

笔者自20世纪80年代中期开始研究期货理论，并参与我国期货市场的建设与运作。在教学研究、交易实践过程中，深切地感受到，除上述因素外，期货理论研究的滞后是造成这一局面的重要原因之一。书市上充斥的是简单介绍期货市场和如何在期货交易中获利的书，而从经济学角度来分析期货交易，针对我国期货交易中出现的问题进行规范实证研究的论著却寥寥无几。而理论分析和实证研究恰恰对我国期货市场的规范发展具有极为深远的意义。故笔者在为研究生讲课及承接有关部门课题时，有意识地在这方面做些系统的研究探索，并编成此书。为使读者对我国期货市场发展有个总体了解，理解笔者为何要作这些方面的研究，本书最后部分也编入了笔者撰写的新中国期货市场发展史。需要说明的是，中国期货市场发展变化很快，特别是近几年在市场建设、规范管理、法规制定

方面有了长足的进步，而本书的研究完成是分时间段的，故本书有些问题的研究，如关于交易所数量问题，在现实中已有所改进，但笔者仍未作改动地编入此书，一则是想让读者了解笔者原来的研究思路，二则是认为这些研究对进一步规范中国期货市场发展可能还有其实际参考价值。由于本书所涉及的不少问题是中国期货市场发展过程中所特有的，所以在研究结论和观点中必然存在着不足甚至错误，希望读者不吝指正。

在研究写作过程中，孙枝来、余宙、方向等同志给了我极大的支持和帮助，在此表示衷心的感谢。我也对我校统计系主任徐国祥教授的无私帮助深表谢意。同时我还要感谢上海市证管办、原上海商品交易所、上海粮油交易所、上海金属交易所等部门对我研究工作的大力支持，特别要感谢原上海商品交易所总裁钟福棠先生的支持与鼓励，没有他和原上海商品交易所法规部经理程金洪先生的帮助，有些课题的研究是无法完成的。

上海财经大学 朱国华

1999年8月

目 录

第一章 期货市场风险管理研究	(1)
第一节 期货市场的风险和特征.....	(1)
第二节 期货市场风险管理.....	(6)
第三节 期货市场主体的自我管理.....	(14)
第四节 我国期货市场风险管理的现状及对策.....	(24)
第二章 期货市场套期保值研究	(40)
第一节 套期保值是期货市场最基本的功能.....	(40)
第二节 发挥套期保值功能的前提条件.....	(53)
第三节 套期保值战略.....	(64)
第四节 我国期市套期保值状况研究.....	(72)
第三章 期货市场的市场操纵问题研究	(88)
第一节 商品期货市场操纵行为的经济学分析.....	(88)
第二节 关于我国期货市场操纵问题的思考.....	(111)
第四章 期货交易所数量的研究	(120)
第一节 期货交易所数量问题其实就是个交易成本问题.....	(121)
第二节 期货交易所最优数量的确定.....	(124)
第三节 对我国交易所数量问题的思考.....	(135)
第五章 期货交易所会员制制度研究	(142)
第一节 会员制定义研究.....	(143)
第二节 上海期货交易所会员制改造取得的成绩和存在的问题.....	(156)
第三节 完善和改进我国交易所会员制的几点构想.....	(162)
第六章 期货市场保证金及涨跌停板制度研究	(168)

第一节	我国期货交易保证金与涨跌停板制度的现状·····	(169)
第二节	国外期货市场制度保证金和涨跌停板制度的 原则·····	(172)
第三节	对我国现存保证金及涨跌停板缺席现状的实证分析 (1)·····(以上海商品交易所胶合板期货为例)·····	(175)
第四节	对我国期货交易保证金及涨跌停板制度的进一步 思考·····	(185)
第五节	关于防止期货市场风险的进一步建议·····	(192)
第七章	期货市场做市商制度研究·····	(197)
第一节	做市商制度研究·····	(197)
第二节	做市商制度的经济学分析·····	(208)
第三节	做市商的权利、义务及监管·····	(217)
第四节	我国期货市场实行做市商制度的设想·····	(221)
附 录	中国期货市场发展历程·····	(228)
(84)	·····	章三第
(88)	·····	章一第
(111)	·····	章二第
(121)	·····	章四第
(121)	·····	章一第
(121)	·····	章二第
(121)	·····	章三第
(121)	·····	章五第
(121)	·····	章一第
(121)	·····	章二第
(121)	·····	章三第
(121)	·····	章六第

第一章 期货市场风险管理研究

第一节 期货市场的风险和特征

一、期货市场风险的涵义

对期货市场风险的定义，众说纷纭，有人把它理解为期货交易的风险，或交易所的风险，结算所的风险。笔者以为这些理解仅仅是从某一角度来加以说明，不能反映和概括期货市场风险的本质涵义。从风险的一般涵义出发，我们可以这样定义期货市场风险，即指造成期货市场不能正常运行的不确定性，这种不确定性或者说风险性的大小，可以通过分析实际运作结果与预期运行目标及运作状态，如期货交易活跃，结算、履约不存在任何问题等，这时我们说期货市场是没有什么风险的，反之，期货市场运行状态严重偏离预期目标，如交易不活跃，投机过度，会员单位履约出现困难，财务完整性难以保证等，这时我们说期货市场存在极大的风险。期货市场风险总是与变化的经济条件相联系，同时它具有盈利和受损两种可能性。因此，它既属是动态风险，也是投机性风险。

对期货市场风险可从不同角度进行分类。

从风险发生的主体来看，可分为期货交易者风险、经纪公司的风险、交易所的风险、结算所的风险和政府主管部门的政策风险等，因为期货市场是一个由期货交易主体，期货交易所、结算所、经纪人和政府部门组成的复杂系统，组成该系统的每一个要素，均是风险源。从风险的性质来看，可分为价格波动风险、信用风险、结算风险等；从风险产生的原因看，可分为价格波动风险、杠杆作用风

险、操作失误风险、不正当竞争风险等。

二、期货市场风险的特点

要对期货市场风险进行有效管理，我们必须研究市场风险的特点及其变化规律，与其他市场风险相比，期货市场期货风险具有如下特点：

1. 期货市场风险的客观必然性。期货市场的重要功能之一是实现套期保值、回避价格风险，但价格风险不是在期货市场上消失了，而是在不同的市场主体之间发生了转移，在这个价格风险的不断转移过程中，如果管理不当、控制不严，就可能衍生出各种类型的风险。因此，期货市场始终是一个风险高度集中的场所，与高风险相对应的则是有可能带来高回报，正是由于期货市场上有高风险和高回报率双重特征，才使得期货市场能吸引众多以高风险换取高回报的投机资本，从而为套期保值者转移风险创造了条件，使期货市场回避风险，发现价格的两大功能得以实现。可以说，没有高风险性，期货市场也就失去了魅力，失去了存在的基础。因此，期货市场风险无论在我国还是在高度发达的西方国家都是客观存在的，并随时可能发生。

2. 期货市场风险来源的广泛性和种类的多样性。在期货市场上，既有现货市场转移过来的风险，又有期货交易自身产生的风险；既有源于期货投资者的风险、经纪公司的风险，又有源于交易所、结算所的风险，还有源于政府管理者的风险；既有源于国内市场的风险，又有源于国际市场的风险；既有合法交易的风险，又有非法交易的风险等。

3. 期货市场风险的放大性及连锁性期货交易实行保证金制度，以小博大，投机性强，因此风险面扩大，风险度加剧；同时从期货市场本身构成的层次性来看，不同层次的期货市场风险彼此相互作用，相互影响，风险传导迅速。例如，期货投资者的投资风险，极有可能转化为自身的履约风险，并进一步造成经纪公司的信用风险，

而经纪公司的信用风险则会导致交易所的结算风险。可见，期货市场风险具有放大性和连锁性。

4. 期货市场风险的可测性。期货市场风险既存在不确定性因素，但又是可测定的。它的产生和发展，存在着自身的运行规律和变化趋势，可以通过对历史资料、统计数据的变化过程进行预先测定、掌握其征兆和可能产生的后果，进行预定防范，达到回避、分散、弱化风险的目的。

三、现阶段我国期货市场风险成因分析

在我国，期货市场的建设和发展是随着经济体制改革的逐步深入而提出的，在短短数年时间内我们走过了其他发达国家百余年的历程，这一发展充分体现了我国期货市场发展的巨大潜力，但同时也明显暴露出经济体制转轨过程中这一市场发育的不成熟性。这种不成熟伴随着期货市场建设的较快发展，也出现了一些难以避免的问题。从某种意义上说，市场发育的不成熟性是当前中国期货市场的根本特征，它构成我国期货市场风险的重要成因。因此，对我国期货市场初始发展过程中所存在的不成熟性及其形成原因，必须有一个较为准确的认识和把握。

1. 我国期货市场发育的不成熟性，首先表现在政府管理方面的不适应。由于长期受计划经济观念束缚，政府部门对市场经济管理和运行层面的一些方面问题还明显存在着不适应。对在现货市场实物交易基础上成长起来的以金融业务为主的现代期货市场的运作特征及其功能不甚了解，因此在有如期货市场与现货市场价格关系等问题上难以正确认识和把握。期货市场作为一种信息市场，可以通过大量市场参与者的不同判断发现出较为真实体现市场趋势的远期价格，但是，当期货市场给出的价格明显背离现货市场的时候，由于政府部门对其功能并不十分了解，因而未能及时把握这种信号给出的信息、并以此作为参考相应调整有关宏观经济政策。相反的是，人们往往还简单地将市场物价的上涨和通货膨胀归结于此，这显然

在认识上违背了这些市场所特有的功能，也与期货市场、证券市场客观上对相当部分企业及社会上的游离资金发挥着吸纳作用，从而减轻了通货膨胀、物价上涨压力的事实不相符合。

政府管理方面的不适应，在方法上还表现出过多的行政干预。由于习惯于长期计划经济体制下所形成的工作方式和手段，因此容易出现用计划经济的手段来管理现代市场经济的一些情况和问题，造成市场组织形式无法真正依市场原则规范运作。以我国现有期货市场交易所的设立为例，几乎大部分交易所都是依靠浓厚的行政背景和行政原则来设立的。这使得在交易所的运作和管理上也很难真正体现市场原则。

2. 在交易所管理方面，其发育的不成熟性也表现得十分突出。交易所作为期货市场运行的最基本环节，首先就涉及到开办交易所的宗旨和目标。交易所不仅仅是人们从事交易的场所，更重要的是一种会员自律性组织。因此，交易所的管理从本质上讲是为期货参与者提供安全有效服务的机构，但在实践中许多交易所却把目标放在对利润的追求上，这极可能因忽视风险控制而给交易所的生存留下巨大隐患。期货交易本身是一种风险交易，因此能否坚持规范化操作、保证市场安全可靠运行，是市场能否生存发展的根本。从目前交易所的运作看，尽管在 14 家期货交易所试点单位基础上又收缩为 3 家，期货交易所盲目发展的势头得以扼制，但有的交易所在运作上仍存在诸多不规范之处，最突出的是内幕交易，大户操纵，致使广大中小客户的利益得不到充分保护。特别是一些关系到国计民生的具有战略意义的重要商品，由于交易所运作不规范，风险控制不力，再加上这些商品在现货市场上本来供求就不平衡，期货价格严重背离现货价格，致使期货市场应有的规避风险、发现价格的功能得不到体现。

尽管一些交易所管理者能在观念上承认交易所的安全运行和风险控制是交易所根本任务，但由于对期货市场的本质及其运作规律、

功能等在认识上存在差异，也使一些交易所在管理上存在着明显的不适应。除了某些来自外部政策环境因素外，就交易所自身管理而言，其突出表现是对市场中出现的巨大风险变化不够敏感，对交易所风险管理制度建设及其措施重视不够，在基本制度建设尚不完善的情况下，交易所往往被迫出台一些临时性措施，有时造成不应有的消极后果。

期货交易手段也与期货市场的风险管理控制紧密相关，目前采用的计算机系统，如果具有根据期货交易的特点所设置，并可以对交易全过程各环节风险实现自动控制的功能，那么这个系统对交易所的安全运行是有效的，否则会给予期货市场的运行带来巨大风险。

3. 期货经纪公司管理的成熟性表现得更为突出。我国有许多经纪公司是从境外期货交易转为代理境内期货交易业务的，在长期境外代理业务中形成的非规范作业在实际操作中未完全消除。在期货经纪公司的规范化管理的基本制度建设上，普遍显得比较薄弱。一些以自营业务为基础发展起来的期货兼营机构，也普遍存在着基本制度不健全和实践中违规操作的问题。目前我国期货经纪公司数量仍然过多，各经纪公司之间的扩大代理规模、争夺市场份额、甚至为了公司的自下而上生存而展开的激烈竞争，为吸引客户而各显神通，其最常用的手法便是降低对客户的资信和保证金要求，甚至非法给客户透支，致使大量资信不好的企业和个人进入期货市场，大大增加了违约的可能性。而一旦价格波动较大，违约现象就会产生，过低的保证金又无法弥补违约的损失，当这种情况严重发生时，一些经纪公司就要破产而无法向期货交易所履约，于是期货市场就会产生巨大风险。

4. 从市场参与者方面看，其不成熟则主要表现在投资管理及交易技巧这两方面。有相当一些市场参与者在期货投资管理、权限划分上并不十分清楚，从而常常会出现一些企业因管理权限划分不明，所派操作人员越权操作等造成公司财产巨大损失，给市场运作

也带来消极影响，就交易技巧来讲，广大市场参与者普遍面临着一个学习的过程，一些市场参与者往往将其在现货市场交易中形成的风险、行为方式和习惯带入期货市场，从而造成一些不应有的损失。

以上，我们分别从政策管理、交易所、期货经纪公司、市场参与者几个方面讨论了我国期货市场发育的不成熟性，而现阶段这种不成熟性正是期货市场风险性产生的根源之所在。

第二节 期货市场风险管理

期货市场充满风险，实施对期货市场的有效管理和控制，是期货市场永恒不变的主题。

一、期货市场风险管理的内涵及特点

期货市场风险管理是指期货市场所有管理者和参与者通过各种手段对期货市场存在的各种风险进行自觉地控制和处理，以合理的成本保证期货市场的公平竞争和高效运行。

期货市场风险管理具有以下几个特点：

1. 管理目标具有确定性。期货市场的风险管理主旨鲜明，就是要控制住风险，防止垄断和操纵，保证市场公平、公开、公正和高效率运行。

2. 管理手段具有多样化。期货市场风险种类繁多，性质各异，关系复杂，需要各种手段配合作用才能实行最有效的管理。管理手段的多样性表现在，既有法制管理，又有行政管理，还有市场主体的自我管理。

3. 管理主体和客体具有广泛性。管理主体，是指实施管理行为的人，不仅包括政府行政管理部门和商品交易所、结算所，还包括经纪公司和大众投资者，是一种名副其实的全员管理。管理客体，即指管理对象，不是指某一种或几种风险，而是期货市场存在的所有影响市场运行的风险，包括政策风险、交易风险、交割风险等。

二、期货市场风险管理的必要性

1. 有效的风险管理是期货市场充分发挥功能的前提和基础。只有实行有效的风险管理，才能吸引大批的套期保值者和投机者参与交易，增强市场的流动性；才能避免市场垄断和操纵使期货市场开成的价格真正反映供求状况，起着发现价格的功能；才能使期货市场存在并且不断发展、完善。

2. 有效的风险管理是减缓和消除期货市场对社会经济生活不良冲击的需要。期货市场与现货商品市场、金融市场具有极强的相关性，由于期货市场管理不善而产生扭曲供需，失真价格，会给现货市场带来极大的混乱；期货市场的激烈动荡，将影响证券市场的正常运行，给社会经济秩序的稳定带来巨大的冲击。

3. 有效的风险管理是适应世界经济自由化和国际化发展的需要。期货市场的公开竞争性使得市场透明度提高，交易者可以迅速、安全地完成交易，并能获得大量市场信息，解决了交易者进入某一地区交易的困难，消除了区域信息障碍，使得期货市场跨越了国界，成为国际交易中心。如芝加哥商品交易所集中了世界绝大部分的农产品期货交易，所形成的价格成为国际农产品市场的基准价格；LME 金属价格也成为全球金属市场的参考价格。期货市场在促进经济国际化进程中的作用愈来愈被更多的国家所认识。各国政府通过发展期货市场，不仅掌握了一种新的理财避险和管理国民经济的手段和工具，带动相关产业的发展，创造了新的就业机会，更重要的是可以吸引大批经济建设资金，促进本国经济、贸易、金融的形成和发展，向经济自由化和国际化的目标迈进。

三、期货市场风险管理体系的历史进程

期货市场在其一百多年的历史发展过程中逐渐形成了政府宏观管理，行业协会的自律管理以及期货市场主体的自我管理的分级风险管理体系，通过这种体制，期货市场风险被层层分担，保证了期货市场的有序运行。但从历史发展过程来看，这种体系的形成也经

历了由简单到复杂，由低级向高级，由零散到体系化的过程。由于美国的期货市场发展最完备，最为典型，在此以美国为例，阐述期货市场风险管理的简单历程。

(一) 期货市场风险管理的初创阶段

1848年芝加哥期货交易所成立，是期货市场发展的开端，在此阶段，芝加哥交易所仅仅是为促进芝加哥工商业发展而自然形成的一个商会，这时国家政府对此并没有过多的引导和控制，此时的风险管理仅限于合同的制定和实施简单的规则，完全是初始的自我管理。1865年，CBOT根据远期交易的客观要求，制定了第一个具有历史意义的交易规则，这个规则规定实行保证金制度，并对合同规格进一步标准化（包括等级、质量、交货月份、违约处罚等）。1883年实施“环形结算法”，1891年明尼阿波利斯建立第一个完整的结算系统。这几件事极大地促进了期货市场的发展，而风险管理在此时也初具形态。

(二) 政府参与及管理法制化阶段

20世纪初，一大批新的交易所不断涌现，大大推动了美国期货交易的发展，联邦政府也开始重视并积极参与期货市场风险管理，建立了相应的期货市场管理机构和交易法规：1936年由美国农业部牵头，会同各期货交易所、司法部、商业部等有关政府部门联合制定并颁布了美国第一部期货交易法规——《期货交易所法》。依照该法，美国成立了代表政府的期货市场管理部门——商品交易所委员会，该委员会负责行使对期货交易所的最高管理权。1974年，联邦政府经过一系列听证会，通过了一项新的法规——《商品期货交易委员会法》，成立了商品交易委员会（CFTC），于1975年4月21日正式开始对全国的商品期货市场行使联邦管理权职责。

(三) 风险管理范围的扩大，完备的风险管理体系形成

进入20世纪70年代中期以后，随着金融市场的动荡和风险的加大，美国金融期货和期权交易迅速发展起来，期货市场的风险管

理范围亦随之扩大。1978年新修订的期货交易法规定,从1981年起,商品交易委员会将金融期货纳入管理范围。1984年,其管理权限进一步扩大至农产品的期权交易。1982年10月1日,美国期货行业协会正式开始工作,它是惟一的行业间的自我监管组织。至此,在美国期货市场风险管理史上形成了政府管理、行业自律管理和交易所的自我管理的三位一体完备的管理体系。

(四) 风险管理的国际化阶段

近几年来,随着美国期货市场的国际化发展,美国期货市场的风险管理也越来越呈国际化趋势。美国期货交易所通过与国外交易所联网,延长交易时间,在境外宣传期货知识,开设招揽业务的办事处,以及根据国际市场的发展趋势适当增加所交易合约种类等措施,吸引越来越多的境外投资商和期货业务活动。与之相适应,期货市场风险管理亦扩展到国外。1984年,芝加哥商业交易所首次与新加坡国际货币交易所联网,交易者可以利用两个交易之间的联网系统在两地买进、卖出同一合约。期货市场风险管理发展到国际化层次,同时也产生了新的问题,对管理者提出了新的要求。

四、期货市场风险管理体系

美国的期货市场在经历了一百多年的发展后形成了政府宏观管理、行业协会自律及期货市场主体自我管理的风险管理体系。因此,我们在分析中国期货市场风险管理之前,主要介绍美国的风险管理体系,并以此作为目标模式。

(一) 政府对期货市场的风险管理

政府的宏观管理主要集中于防止垄断和虚假行为,增强竞争机制,保护期货合约买卖,审查期货交易人员的合法性,为期货市场风险管理创造一个有法可依,有纪可守,有章可循的有利环境为目的。具体说来,其主要职责有以下几点:

1. 制定期货交易法规,颁布管理条例

制定期货交易法规,颁布管理条例是政府对期货市场管理的首

要任务和重要手段。期货交易法规条例明确规定管理机构的设置办法，管理权限范围，管理人员的任命程序等。根据立法，设置一个专门的政府管理机构负责期货市场管理，它具有相对的独立性，只对政府最高商业部门负责，如美国的联邦期货交易委员会。同时规定其管理权限和范围，做到职责分明。政府在制定期货交易法规的同时，还应完善配套的法规和管理条例。

2. 管理和监督期货交易所的行为准则

政府管理、监督期货交易所的行为准则，审查其业务活动，使交易所的业务活动在政府监管下沿规范化的轨道运行。

(1) 政府主管部门审核批准交易所的设立。期货交易的设立主要依照严格的程序由政府主管部门审核、批准，期货交易所的解散或合并也需其核准。期货交易所严重违反期货交易法规及有关规定或因不符合交易所设立条件的，政府主管部门有权责令停业甚至解散。

(2) 政府主管部门审核批准交易所的章程及主要业务规则。

(3) 政府主管部门负责审批新合约的上市。交易所根据实践及自身发展的需要不断研究开发新的期货合约，它不能自行决定，必须报请政府主管部门批准，政府主管部门在审批上市合约时，要确定以下几个要求：①新合约是否符合公众利益；②新合约是否能起套期保值作用；③新合约是否对整个经济发展起促进作用或能确保达到某个经济目的。审查通过后，政府主管部门还将对进行现货交割的交货地点进行管理，并有权在必要时要求交易所增加或改变某一商品的交割地点。

(4) 审查交易所批准的会员资格。交易所批准的会员，政府主管部门有权对其资格进行否决。政府主管部门将审查会员的有关资料，发现不合格会员将予以撤消，并对有关人员进行惩罚。

(5) 审查交易所作出的裁决。政府主管部门有权审查交易所作出的裁决，并有权批准、修改或取消交易所作出的裁决。交易所对