

◎ 经济管理研究丛书 ◎

QI HUO YE FAN LONG DUAN YU JING ZHENG ZHENG CE YAN JIU

期货业反垄断与竞争政策研究



朱国华 张青 主编



上海财经大学出版社

经济管理研究丛书

上海财经大学 211 项目第三期成果

上海财经大学反垄断系列研究

期货业反垄断与竞争政策研究

朱国华 张 青 主 编



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

期货业反垄断与竞争政策研究/朱国华,张青主编. —上海:上海财经大学出版社,2010.4

(经济管理研究丛书)

ISBN 978-7-5642-0728-1/F·0728

I. ①期… II. ①朱…②张… III. ①期货市场-研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)051246 号

☐ 责任编辑 王 刚

☐ 封面设计  游 麒

QI HOU YE FAN LONG DUAN YU JING ZHENG ZHENG CE YAN JIU
期 货 业 反 垄 断 与 竞 争 政 策 研 究

朱国华 张 青 主 编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址: <http://www.sufep.com>
电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷
上海市宝山区周巷印刷厂装订
2010 年 4 月第 1 版 2010 年 4 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 13.25 印张 274 千字
定价: 28.00 元

序 言

2008年8月1日,我国开始正式实施《中华人民共和国反垄断法》(简称《反垄断法》),由此拉开了完善我国市场经济建设的又一序幕。目前我国《反垄断法》实施的主要焦点是在实体经济领域,但实际上我国虚拟经济领域也广泛存在着垄断问题。以我国期货业为例,由于规制过度以及期货业本身发展处于初级阶段,期货业的垄断问题是比较突出与尖锐的。随着我国衍生品市场改革的逐步深化,以及全球衍生品市场竞争的不断加剧,期货业的反垄断问题被提上日程。

综合来看,我国期货业的垄断问题主要表现在三个层面:其一,行政性垄断。其二,交易所的垄断行为,即交易所凭借优势地位,侵占下游经纪公司的利益。其三,经纪公司的垄断行为,具体又可分为经纪公司间的横向价格协议以及市场操纵行为。上述垄断问题之所以存在,根源既在于政府规制过度与规制失当所致的期货市场欠发达,又在于我国期货业尚未渡过导入期,诸多不确定性因素令垄断有隙可乘。总之,期货业的垄断问题已极大地阻碍了我国期货业的进一步发展,因此,我们必须加快反垄断的进程。

欧美发达国家期货业的反垄断经历了一个相当长的时期,为我们提供了大量的研究素材与经验借鉴,如反垄断的动机、发展趋势以及各国反垄断的基本内容和手段等。深入挖掘、研究、分析,乃至吸收国外期货业反垄断的经验和教训,能够为我国期货业反垄断进程的实施提供很多有益启示。然而,中国期货业的发展历程有其特殊性,这注定了我们要走出一条与西方发达国家迥然不同的道路,这决定了我们不可能完全照搬照抄国外现成经验。另外,期货业相比于一般竞争性行业也存在诸多特殊性,这决定了我们更不可能照搬、照抄国内其他行业的反垄断经验,而是要因地、因时制宜。

期货业反垄断进程的推进,面临的首要问题就是反垄断实施主体的构建。不同于一般竞争性行业,期货业是受监管的特殊行业,因此其反垄断实施主体的构建也具有特殊性。我国现行《反垄断法》规定,我国反垄断实施主体采用“反垄断委员会”和“反垄断执法机构”的“双层架构”模式。这种双层架构的模式实质上确立了我国反垄断执法机构的多头格局:国家工商行政管理总局、商务部、发改委以及受规制行业的

监管部门,都在各自权限内拥有反垄断的执法权。这也进一步决定了我国期货业的反垄断职能主要赋予了行业监管机构。因此,行业监管机构本身设置是否合理、监管理念是否先进、决策机制是否高效等因素,也就相应地决定了期货业反垄断进程是否能够顺利的推进。但是,将期货业反垄断的管辖权赋予行业监管机构即证监会,并不意味着其独享期货领域内的反垄断权利。倘若证监会完全排除工商行政管理部门、商务部、发改委对期货业的反垄断权利,那么期货业就很有可能会因为部门利益以及规制者被规制者俘获等原因,导致反垄断的执行效果大打折扣,甚至根本无法实施。因此,为了保证《反垄断法》的顺利实施,必须赋予《反垄断法》执法机构对期货业拥有一定的监管权,建立两种机构之间共同管辖的权利配置模式,只有充分加强两者之间的协调与配合,才能构建出有效的期货业反垄断实施主体。

从产业组织理论的角度来看,期货业可进一步细分为期货交易所与期货经纪两个子行业。期货业反垄断进程的推进,必须要在两个子行业内同时推进,二者相得益彰,相辅相成,不可厚此薄彼。对于交易所行业,重塑微观主体、进行公司化改革是其反垄断进程推进的重要环节。目前我国各大期货交易所不具有真正的独立性,实际上是作为证监会的一个下属机构而存在,这是中国交易所市场行政性垄断的基础。因此,要打破行政性垄断,提高交易所行业的效率,首要步骤就是对交易所进行公司化改革,重塑期货交易所行业的微观主体。除此之外,加强交易所行业的内部竞争,积极引入替代竞争,并通过逐步放开国内市场引入潜在竞争,不仅可以进一步促进“政企分开”,打破行政性垄断的基础,更可以促进交易所行业竞争性市场结构的形成,减少交易所相对于下游期货公司的市场势力,遏制其对经纪公司的利益侵占行为。而在当前我国期货市场业务比较单一的情况下,整个行业表现出一种明显的无序状况。期货公司为了生存陷入了恶性竞争的泥潭,由此导致横向价格协议、市场操纵等垄断行为屡见不鲜。因此,期货经纪行业反垄断的核心内容是放松政府规制,允许期货公司经营多种业务。只有实现了期货公司经营模式的转型,才能满足投资者日益增强的综合资产管理的需要,增强期货公司的核心竞争力,并且只有在满足这种需要的基础上,才能避免期货公司之间低层次恶性的竞争,完善我国的投融资体系,充分发挥期货市场在提高资源配置方面的重要作用。另一方面,为了有效遏制期货公司的市场操纵行为,监管机构必须要强化相应的制度建设与法制建设,并加强国际间的合作。

反垄断政策的实施,其目的是为了充分发挥竞争机制对资源的优化配置作用,但这并不意味着就可以有效提高行业的国际竞争力。根据产业组织理论,一个产业竞争力的来源可以归结为竞争活力与规模经济两方面。竞争活力来源于反垄断政策的实施,而行业规模效应的发挥,则需通过行业整合才能实现。从国际期货业发展来看,近几年掀起了行业内大规模的并购狂潮,行业整合已成为大势所趋。随着我国期货业对外开放的步伐不断加快,将与国际期货业巨头针锋相对,直接竞争,由此我国

期货业实施行业整合,做大做强就显得尤为重要。另外,从反垄断的角度来看,以芝加哥学派为代表的现代反垄断理论,焦点是垄断行为,而不是市场结构、鼓励企业做大做强。因此,在实施期货业反垄断政策的同时,我们应适时推动行业整合,注重行业规模经济效益的发挥,促进有效竞争格局的形成,以此来提升中国期货业的国际竞争力。

全书由朱国华、张青设计整体结构框架及各章写作要求,并总纂、定稿。参加书稿撰写的有朱国华、张青、方毅、崔明、王艳辉、留青、黄乐意、翁茂翰、秦源。另外,刘鹏、刘凡毅、崔彬彬、徐东亚、汪萍、李文婧等人参与了文字的校对工作。由于我们水平有限,书中难免存在疏漏和错误,恳请读者批评指正。

朱国华

2009年10月

目 录

序言/1

第一章 现代期货业概述/1

第一节 现代期货业的基本内涵与特征/1

- 一、现代期货业的形成/1
- 二、现代期货业的基本特征/4
- 三、现代期货市场的功能/6

第二节 现代期货业的产业组织/7

- 一、现代期货业的买者和卖者/7
- 二、现代期货业产业组织的基本框架/11

第二章 反垄断理论述评和借鉴/14

第一节 传统反垄断理论综述/14

- 一、自由竞争时期的反垄断理论/14
- 二、哈佛学派的反垄断理论/15

第二节 现代反垄断理论综述/17

- 一、芝加哥学派的反垄断理论/17
- 二、可竞争市场学派的反垄断理论/19
- 三、新奥地利学派的反垄断理论/21
- 四、反垄断理论的总结、比较及发展趋势/23

第三节 反行政性垄断分析/24

- 一、行政性垄断的内涵与表现/24
- 二、行政性垄断的形成原因/25
- 三、行政性垄断的危害/27
- 四、反行政性垄断的对策研究/28

第三章 国外期货业的反垄断实践研究/29

第一节 国外期货业反垄断的动机、特殊性与趋势/29

- 一、国外期货业反垄断的动机/29

二、国外期货业反垄断的特殊性/30

三、国际期货业反垄断的趋势/31

第二节 国外期货业反垄断的基本内容及手段/35

一、《反垄断法》执法机构期货业反垄断的基本内容——控制企业合并/35

二、期货业监管机构管辖的期货业反垄断的基本内容——禁止滥用市场势力/40

第三节 国外期货业反垄断经验对我国的启示/48

一、期货业反垄断应该以维护本国利益、提高我国期货业竞争力为出发点/48

二、反垄断执行过程中应协调好反垄断执法机构和期货监管机构的关系/49

三、反垄断过程中既要体现市场竞争要求,又要体现规模经济要求/49

四、反垄断政策要保持稳定性和动态性的统一/50

第四章 中国期货业的垄断表现、成因及反垄断的基本思路/51

第一节 中国期货业的垄断表现/51

一、行政性垄断/51

二、期货交易所滥用市场势力,侵占期货经纪公司的利益/54

三、横向定价协议/56

四、市场操纵行为/57

第二节 中国期货业的垄断成因/57

一、政府规制过度是中国期货业垄断的主要原因/57

二、政府规制过度的根源/60

第三节 中国期货业反垄断的基本思路/64

一、明确期货业反垄断的价值取向/64

二、构建高效的期货业反垄断实施主体/65

三、推动期货业法律建设的进程,使反垄断有法可依/65

四、期货业反垄断应是一个系统工程/67

五、期货业反垄断过程应注重行业规模经济的发挥/69

第五章 政府规制下的期货业反垄断实施主体构建/70

第一节 期货业政府规制的原因分析/70

一、期货市场风险的显著负外部性/71

二、期货市场交易过程中的显著信息不对称/73

三、期货交易所的自然垄断性/75

第二节 政府规制与反垄断的关系/80

一、反垄断与政府规制两者的主要区别/80

二、政府规制与反垄断的联系/83

第三节 期货业反垄断实施主体的构建/84

- 一、期货业反垄断管辖权的归属问题/84
- 二、我国当前期货业反垄断实施主体的主要构成/85
- 三、我国当前期货业反垄断实施主体存在的主要问题/87
- 四、构建我国期货业反垄断实施主体的主要对策/90

第四节 加强政府规制与反垄断的配合与协调/95

- 一、期货业监管机构在其法律、法规建设中,应向反垄断机构征求意见/95
- 二、期货业监管机构应协助《反垄断法》执法机构的工作/95
- 三、充分发挥反垄断委员会的协调作用/96

第六章 期货交易所的反垄断与竞争政策/97

第一节 重塑期货交易所行业的微观主体——公司化改革/97

- 一、国外期货交易所组织结构发展的特点与趋势/97
- 二、国外期货交易所组织结构变化的成因分析/99
- 三、期货交易所实行会员制非营利性组织的局限性/101
- 四、公司制:中国期货交易所改革的方向/103

第二节 加强交易所行业的内部竞争/104

- 一、中国期货交易所市场寡占格局的形成历程/104
- 二、寡占格局下期货交易所的市场行为/109
- 三、加强交易所行业内部竞争的主要措施/116

第三节 积极引入替代竞争/118

- 一、替代竞争的主要内涵/118
- 二、期货交易所替代竞争的主要来源/119
- 三、引入替代竞争的主要措施/124

第四节 逐步放开国内市场,引入潜在竞争/126

- 一、中国交易所行业的主要潜在竞争力量:国外同行/126
- 二、电子化交易与中国期货交易所市场的潜在竞争力量/128
- 三、政府规制改革与中国期货交易所市场的潜在竞争力量/129
- 四、引入潜在竞争的主要措施:逐步放开国内市场/130

第七章 期货经纪业的反垄断与竞争政策/133

第一节 放松政府规制,允许期货公司经营多种业务/133

- 一、允许期货公司经营综合性业务的原因分析/133
- 二、国外期货公司的业务模式/138
- 三、主要对策/140

第二节 完善期货经纪公司的内部控制与风险管理/142

- 一、我国期货公司内部控制状况/142
- 二、完善我国期货公司的内部控制/147
- 三、我国期货公司风险管理状况/148
- 四、完善我国期货公司的风险管理/151

第三节 防止与控制期货经纪公司的垄断行为/152

- 一、明确限制乃至消除期货经纪公司的横向定价协议/152
- 二、防范市场操纵行为/153

第四节 打破行政性进入壁垒,允许非银行金融机构和外资进入/154

- 一、中国期货经纪业的进入状况/154
- 二、中国期货经纪业的进入壁垒/156
- 三、逐步消除期货业的进入壁垒,完善各种配套措施/161

第五节 完善退出壁垒,建立竞争性的退出机制/162

- 一、中国期货经纪业的退出状况/162
- 二、我国期货公司退出机制存在的问题/163
- 三、建立健全期货公司退出机制的政策建议/165

第八章 推动行业整合,提升中国期货业的国际竞争力/167

第一节 行业整合与反垄断的关系/167

- 一、行业整合的定义和方式/167
- 二、反垄断法对企业合并的界定/168
- 三、企业合并的社会经济价值/169

第二节 国外期货业行业整合的现状与发展趋势/171

- 一、全球期货交易所进入整合时代/171
- 二、期货经纪公司的并购狂潮/176

第三节 行业整合对提升中国期货业国际竞争力的主要作用/180

- 一、有利于规范市场竞争/180
- 二、有利于发挥规模经济效益/180
- 三、有利于技术进步与创新/183
- 四、有利于增强国际定价权/185

第四节 推动中国期货业行业整合的对策研究/187

- 一、期货交易所的行业整合对策/187
- 二、期货经纪业的行业整合对策/193

参考文献/197

第一章 现代期货业概述

自 1848 年芝加哥期货交易所(CBOT)成立以来,现代期货业的历史迄今已有 150 余年。期货业的发展不仅是现代经济进步的重要标志,而且更是优化资源配置不可缺少的、也是不可替代的重要途径。在我国社会主义市场经济发展过程中,期货业已经取得了初步的发展,期货市场作为金融中介的重要功能已得到初步显现。

第一节 现代期货业的基本内涵与特征

一、现代期货业的形成

所谓“期货”,是指由买卖双方通过交易所签订合同进行交易并指定在未来的某一特定时期交割的货物。一般而言,期货交易并不涉及实际货物所有权的转移,所转移的只是与这种所有权有关的、由商品价格变动带来的风险。这是期货与现货的主要区别。

需要说明的是,期货市场往往会被片面地等同于期货交易所,认为期货市场就是进行期货合约买卖的场所。如《现代英汉期货和期权词典》认为,期货市场是买卖标准化合约的市场,它的交易是由生产经营者和风险投资者(又称投机者)在商品交易所内依法公平竞争而进行的,并有保证金制度为其交易作保障。对生产经营者来说,其目的是通过套期保值交易来转移价格风险,这是期货市场的基本功能之一;对风险投资者来说,其目的是通过套利交易来赚取风险利润。两者相结合,保证了一个稳定而灵活的期货市场的持续存在。而《经济大辞典》则干脆将期货市场定义为:“按照一定规则买卖代表一定数量商品的期货合同的场所。现代商品交易所,尤其是美国的商品交易所,除个别外,绝大多数是买卖期货合约的场所。故以期货市场作为商品交

易所的代称。”^①这种看法有一定的道理,但严格来说不够全面,只看到了事物的表面。从深层意义上讲,期货市场是市场经济发展过程中围绕期货合约交易而形成的一种特殊的经济关系,是一种特殊的交易活动,这种交易活动必须按照特定的规则和程序,在特定的场所内集中进行。因此,它应该包括期货交易所、期货结算机构、期货经纪公司和期货交易者。

(一)CBOT 的成立及现代期货业的演变

19 世纪 30~40 年代,随着美国中西部的大规模开发,芝加哥因毗邻中西部平原和密歇根湖,从一个名不见经传的小村落发展成为重要的粮食集散地。中西部的粮食都汇聚于此,然后再从这里运往东部消费区。由于粮食生产的季节性,加上当时芝加哥的运输和仓储条件较差,短期内集中上市的谷物价格因此一跌再跌,无人问津。但是,来年春天却因粮食短缺,造成价格飞涨,消费者深受其害,加工企业也是困难重重。在这样一种供求矛盾的反复冲击下,粮食商率先在交通要道旁边修建仓库,收获季节从农场主那里购买粮食,来年发往外地,从而部分缓解了粮食供求的季节性矛盾。但粮食商也因此承担了非常大的风险,一旦来年价格下跌,其利润就会减少,甚至亏本。在长期的经营活动中,粮食商摸索出了一套远期交易的方式,在购进谷物后立即到芝加哥,与那里的粮食加工商、销售商签订第二年的供货合同,事先确定销售价格,进而确保利润。

1848 年,芝加哥的 82 位商人发起组建了芝加哥期货交易所(CBOT)。不过,当时的芝加哥期货交易所主要的工作是改进运输和储存条件,为会员提供价格信息等服务,促成买卖双方达成交易。直到 1851 年,芝加哥期货交易所才引进了远期合同。1851 年 3 月 13 日签订了第一份玉米远期合同:交易数量为 3000 蒲式耳,交易期为当年 6 月份,价格为每蒲式耳低于 3 月 13 日当地玉米市价 1 美分。应该说,农场主可利用这种远期合同保护自己的利益,避免粮食运到芝加哥时因价格下跌或需求不足等原因而造成损失;加工商和出口商也可以利用远期合同减少因各种原因引起的加工费用上涨的风险,保护自身利益。

但是,这种远期合同在实际操作过程中,也遇到了一系列的问题,如商品品质、等级、价格、交货时间、交货地点等都是根据双方的具体情况而定,一旦双方情况或市场价格发生变化,需要转让已签订的合同时就非常困难了。另外,远期交易靠的是交易双方的信誉,但对对方信誉的全面调查成本很高,难以进行,从而增加了交易风险。有鉴于此,芝加哥期货交易所于 1865 年推出了标准化合约,同时实行了保证金制度,向签约双方收取不超过合约价值 15% 的保证金。这标志着真正意义上的期货交易诞生了。1882 年,交易所允许以对冲的方式免除履约责任,这促进了投机者的加入,加大了期货市场的流动性。而现代意义的结算机构,则一直到 1925 年芝加哥期货交

① 于光远主编:《经济大辞典》,上海辞书出版社 1992 年版,第 2259 页。

易所结算公司(BOTCC)成立以后才初具雏形。

自芝加哥期货交易所成立以后,其他期货交易所也陆续建立。如芝加哥商业交易所于1919年由芝加哥黄油和鸡蛋交易委员会更名而成,伦敦金属交易所(LME)也于1876年正式创建。随着世界各地期货交易所的相继成立,其他谷物类、畜产类、经济作物类、林产品、纤维类、金属和能源等大宗商品期货都相继推出,商品期货在经济发达国家得到迅速发展。

20世纪70年代,国际经济形势发生了剧烈变化,布雷顿森林体系解体,固定汇率被浮动汇率替代,利率规制等金融规制的取消,以及汇率和利率的剧烈波动,使得金融期货应运而生。1972年,芝加哥商业交易所(CME)率先推出英镑、加拿大元、西德马克、法国法郎、日元和瑞士法郎等外汇期货合约;1975年10月,芝加哥期货交易所上市了第一个利率期货合约——国民抵押协会债券期货合约;1982年2月,美国的KCBT开发了价值线综合指数期货合约,从而使股票也成为了期货交易的对象。至此,外汇期货、利率期货和股指期货这三大金融期货均实现上市交易。

(二)期货市场形成的基本原因

从CBOT的创立过程以及现代期货市场的发展来看,期货市场形成的基本原因有二:

1. 现货生产商或经营商通过套期保值来规避风险,降低交易成本。所谓套期保值,是指在期货市场买进或卖出与现货数量相等但交易方向相反的期货合约,以期在未来某一时间通过卖出或买进期货合约而补偿因现货市场价格不利而带来的损失。例如,一金融机构准备在4个月后卖出其拥有的部分债券,然而该机构预测今后4个月内利率将会上升,这将使债券价格下跌。为了规避风险,这家金融机构可以在期货市场上建立相应的国库券期货合约空头头寸。如果4个月后债券价格下跌,该机构仍可按原计划在现货市场卖出债券,同时在期货市场买回国库券期货合约进行对冲平仓。这样该机构就可以在在一定程度上弥补现货市场上的亏损。

当然,如果该机构预测债券价格会上升,它也可以在现货市场上交易来获利,但是与此相关的一个问题是,在现货市场上可能很难较快地找到一家买者。搜寻买者是要花费很高的成本的,相反,具有较好流动性的期货市场却能提供几乎是瞬时的交易^①,从而降低相关的交易成本。

2. 投机者进行投机,赚取价差利润。如果一个投机者认为价格会下跌,而另一个投机者认为价格会上升,那么他们就很可能利用期货市场。期货市场产生了一个反映该市场的参与者的信念的价格,即期货市场可被看作预测基于众人不同的信息集的价格。众人信息的不对称也造就了不同时间、不同地点的买卖价差,从而给投

^① Dennis W. Calton: "Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures" *The Journal of Futures Markets* (pre-1986); Fall 1984; 4, 3; ABI/INFORM Global, p. 237.

机者留有获利的空间。

可以说,套期保值与投机在期货市场是息息相关的。虽然从期货市场的发展初期来看,期货市场的产生更多的是出于套期保值的目的,但发展到现在的期货市场,套期保值与投机是缺一不可的。“套期保值有赖于投机”。^①

二、现代期货业的基本特征

现代期货业的基本特征主要有三:

1. 期货市场是衍生市场。期货市场的存在是因为存在相应的现货市场。当一既定的资产在现货市场上交易时,期货市场的客体就是交易基于这种资产的合约。例如,大豆现货市场和以大豆为交易对象的大连商品交易所。当初几个比较活跃的现货市场,如美国长期国债市场、纽约证券交易所权益市场和欧洲美元市场,如今都设立了期货市场,如CBOT交易美国30年国债期货合约,CME交易S&P500指数期货合约,CME交易欧洲美元期货合约。很明显,越来越多的期货市场就是这样产生的。

由于期货市场交易的是低成本和高度流动性的标准化合约,这种衍生市场是价格形成的最佳场合。因此,期货市场通常在价格发现方面会引导现货市场。

2. 并非每种现货市场都相应地存在期货市场。例如,到目前为止还不存在针对汽车、房地产或家电产品的期货市场。通常,当存在具有波动价格的强竞争性现货市场时,期货市场才会发展起来。也就是说,要在期货市场交易,该种现货商品必须具有一些重要的特征。弄清楚了这些重要的特征,我们就可以更好地理解为什么期货交易在一些现货商品市场能够良好发展,而在另一些市场却不能。我们将这些重要特征归纳如下:

(1) 现货市场的价格不确定性。现货市场的价格不确定性有助于期货市场的成立。例如,在布雷顿森林体系下,各国货币都是以盯住美元的固定汇率来换算,而美元又是以每盎司黄金35美元的比率兑换美国政府的黄金储备。从20世纪50年代早期到60年代末期,这一体系确实消除了汇率的不确定性。到1971年8月15日美国宣布不承担黄金兑美元的义务后,汇率就开始变成浮动的了,随之一个期货市场就在CME产生了,即国际货币市场,从而便于分散与日俱增的汇率波动所引致的风险。

(2) 差别化程度较小的产品价格之间存在相关性。以商品期货为例,其期货合约是针对在级别和生产地点都已标准化的商品而言的,然而实物商品在规格和生产地点方面却是存在差异的。当不同规格和生产地点的产品之间的价格高度相关时,期

^① 转引自罗杰·格雷(R. Gray),“套期保值在期货交易中的重要性及期货套期保值交易的有效性”。载安妮·派克编:《贸易界的呼唤》,芝加哥期货交易所,1978年。

货市场就是非常有价值的^①。当然,增加一个期货市场以转移风险和预测价格所得到的好处,依赖于已有使用其他商品的期货市场转移风险和预测价格的能力。例如,那些储存大麦的人可以利用小麦期货来做大麦的套期保值,因为大麦和小麦的价格是相关的。如果一种商品的价格不确定性非常类似于另一种商品的价格不确定性,在多数情况下就不会出现两个独立的期货市场。

(3)交易价值较大。毫无疑问,如果所有其他条件不变的话,全部产品销售的价值越大,降低风险的价值也就越大。可以假定,当风险越大时,风险规避型的人们就越想进行套期保值,想进行投机的人也就越多。因为当交易价值较大时,人们会有更大的动力投资于预测。当许多人都在做自己的预测时,他们就越可能感觉到他们拥有在期货市场上大赚一把的知识,因而期货市场就更容易发展起来。

(4)价格自由确定且不受控制。如果市场价格受到政府规制,或被某一企业所控制,那么设立期货市场的可能性就会降低。在前一种情况下,价格不易变化;在后一种情况下,价格设定者则能够利用其市场优势操纵价格,从而导致巨大的市场风险。在这两种情况下,期货市场显然都不易建立。

3. 期货市场具有高度的组织性和很强的流动性。期货交易的合约及交易规则都是非常具体的。不仅如此,期货交易通常包括大量的竞争性交易者,他们在组织好的交易所的交易池内交易,每笔交易都由交易所的结算机构担保。期货交易既可针对基础工具做方向相反的未来交易,也可针对已有的期货合约做反向交易,即套利交易。而在现货市场上,交易通常是没有组织的,是通过私下谈判签订合约的,并无固定的、规范的交易所,可以在办公室、会议室,甚或咖啡屋。另外,现货市场也缺乏流动性。这种流动性的一个极端例子就是,在1987年10月美国证券市场崩溃期间,纽约证券交易所的那些专业人士因为大部分证券的买卖订单的极大不平衡,从而被迫中断了他们的交易。不过,现货市场上的这种非流动性并没有渗入到期货市场。在CBOT交易的主要市场指数期货合约,即使在崩溃期间仍然保持积极的交易。

需要特别强调的是,期货交易市场与远期合约市场是有本质区别的。期货交易是由远期合约(forward contract)交易演化而来。远期交易是指买卖双方签订远期合约,规定在未来某一时间进行实物商品交收的一种交易方式。因此,期货合约与远期合约都可以说是在未来时间交易某种商品的契约。美国经济学家杜菲认为,“远期合约,像期货合约一样,是两个交易商之间在未来某一特定日期做某种特定商品交易的协议”^②。赫尔也认为,“像远期合约一样,期货合约是两个对手之间签订的一个在确定的将来时间按确定的价格购买或出售某项资产的协议”,因此,“远期或期货合约

① 即存在非常小的基差风险。基差是期货价格与现货价格的差。如果基差不随时间而变化,那么期货市场就提供了完全的套期保值。

② 达瑞尔·杜菲著,段庚清译:《美国期货市场》,山西经济出版社1995年版,第138页。

(都)包括在将来某一特定的时间以某一特定的价格买入或卖出一项资产的义务”。^①

不过,与期货交易不同的是,远期交易进行的是未来生产出来的、尚未出现在市场上的商品,因此从这个意义上来说,远期交易在本质上属于现货交易,是现货交易在时间上的延伸。而且,远期合约不像期货合约,它是参与双方之间的非标准化协议,协议双方很难转换角色。

三、现代期货市场的功能

现代期货市场的功能主要有三:

(一)规避风险

在市场经济中,商品生产经营者在生产经营过程中不可避免地会遇到各种各样的风险,如信用风险、经营风险、价格风险等,其中经常面临的风险就是价格波动的风险。无论价格如何变化,上升或是下降,都会给一部分生产经营者带来损失。生产企业、加工企业或其他任何拥有打算出售的商品的企业及个人都会面临商品价格下跌的风险,在持有商品期间,如果市场价格下跌,商品售价就可能低于预期售价,从而使利润下降,甚至还会出现亏损。同理,任何需要不断购进原材料和某种商品的企业及个人都可能因价格的上涨而遭受损失。因此,产品能否以预期的价格出售或原材料能否以预期的价格购进就成为经常困扰生产经营企业的难题,而由此引致的生产经营风险也需要规避、分散的渠道。期货市场的作用,正是为生产者、经营者规避、分散或转移风险提供良好的途径。

期货市场之所以能为生产经营者转移价格风险,原因主要是:对于同一种商品来说,在现货市场和期货市场同时存在的情况下,商品价格在两个市场上的走势基本上是相同的,这样的话,商品生产者或经营者就可以在这两个市场上采取相反的操作(如在现货市场卖出的同时在期货市场买进)。假定在两个市场买卖的商品数量相同,且其差在前后两个时间内保持不变,那么交易者就可以在这两个市场上建立一种对冲机制,从而无论价格怎样变动,都能取得在一个市场上亏损的同时,在另一个市场上盈利,并且亏损额和盈利额大致相等。两相冲抵,就不会受到价格变动的损失了,也就把价格波动的风险转移出去了。

(二)发现价格

价格是反映市场供求状况的指标。价格上升,说明市场对该商品的需求增加了,商品供不应求;价格下跌,说明市场上该商品供过于求。因此,生产经营者可以此为依据,判断市场供求状况,从而更好地组织生产经营行为。期货市场发现价格的功能,是指在期货市场通过公正、公开、高效、竞争的期货交易运行机制,形成具有真实性、预期性、连续性和权威性价格的过程。期货市场之所以具有发现价格的功能,主

^① 约翰·赫著,张陶伟译:《期权、期货和衍生证券》,华夏出版社1997年版,第17页。

要是因为：

1. 期货交易的众多参与者聚集在一起进行竞争,通过场内出示代表,把自己所掌握的对某种商品的供求关系及其变动趋势的信息集中到交易场内。而且,所有期货合约的买卖都是在交易所的交易场内通过公开竞价的方式进行,不允许场外交易。这些交易者除了交易所会员外,还有他们所代表的众多的商品生产者、销售者、加工者、进出口商以及投机者等。这些交易者大多熟悉某种商品行情,有着丰富的经营知识和广泛的信息渠道以及一套科学的分析方法、预测方法。这样形成的期货价格实际上反映了大多数人的预测,因此能够比较接近地反映供求变动趋势。

2. 期货交易比较透明,其竞争是公开的、公平的,这样有助于形成公正的价格。期货市场的交易集中在期货交易所,自由报价,公开竞争,避免了现货交易中一对一的交易方式所产生的欺诈和垄断行为。因此,期货交易发现的价格具有较高的权威性。

(三)降低交易成本

根据交易成本理论,市场参与者的任何活动都是有交易成本的。任何一个买者或卖者都不可能无成本地获得作出最优决策所需要的全部价格信息。由于获取关于所买卖商品的价格信息是需要付出代价的,因此,关于其他买者和卖者的价格信息只能被有限地获得。

降低交易成本的方法有很多,而期货交易就是一种降低现货交易所存在的交易成本的途径。各种标准的设立(如谷物等级标准)、标准化的合约、集中的交易场所、最低保证金制度、信息不对称的降低等都有助于降低交易成本。

第二节 现代期货业的产业组织

从经验分析的角度来说,某个产业的产业组织所揭示的是该产业内企业之间、企业与消费者之间以及消费者之间的相互关系。对现代期货业来说,其产业组织自然也不例外。

一、现代期货业的买者和卖者

一般而言,现代期货业是由交易所、经纪公司、结算机构和交易者四方组成的。其中,交易所是交易服务的卖者;经纪公司既是交易服务的买者,又是经纪业务的卖者;结算机构(或结算公司)是结算服务的卖者;交易者是交易服务的买者。

(一)交易者

本书所称的交易者,是指期货合约的买者和卖者。由于期货交易通常需要由经纪公司提供经纪服务并在指定交易所内进行,因此严格说来,交易者指的是委托经纪公司进行期货合约买卖的个人(包括自然人和法人)。