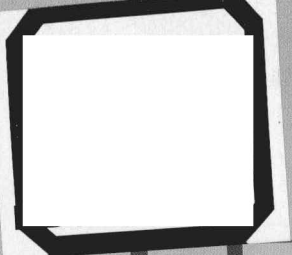


中国期货市场 发展的思考

—— 肖成博士期货论文集（2003—2012年）

肖 成◎著



中国期货市场 发展的思考

—— 肖成博士期货论文集（2003—2012年）

肖 成◎著



 中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场发展的思考：肖成博士期货论文集：2003～2012 年 / 肖成著. —北京：中国财政经济出版社，2012. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4105 - 0

I. ①中… II. ①肖… III. ①期货市场 - 研究 - 中国 - 文集 IV. ①F832. 5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 266474 号

责任编辑：王 丽 翁晓红

责任校对：黄亚青

封面设计：陈 瑶

版式设计：陈 瑶

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 32.25 印张 432 000 字

2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月北京第 1 次印刷

定价：70.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4105 - 0/F · 3326

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

序

期货市场是市场经济的产物，也是资本市场发展的产物。中国在计划价格运行了30年、双轨制价格运行了15年后，直到党的十四大才确立建设“社会主义市场经济体制”的目标。中国期货市场就产生在由双轨制走向市场定价的20世纪90年代初期。期货市场成立至今，行业发展大致经历了三个阶段：1990年底至1993年的初创阶段；1993年底至2000年的规范整顿阶段；2001年至今的规范发展阶段。近几年，期货市场更是迎来新的发展机遇，2003年10月召开的党的十六届三中全会将“稳步发展期货市场”写入《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，这是首次在党的会议决议中确定期货市场的发展方针。“十一五”时期以来，我国期货市场更是发展迅猛，尤其是股指期货的推出，标志着期货市场迈入新的里程。与此同时，期货法规制度不断健全，期货产品种类日益丰富，市场规模稳步扩大，风险防范机制基本形成，市场公信力明显增强，期货市场对经济运行的辅助作用日益明显。

随着我国期货法规的进一步完善，期货市场逐步规范，我国期货业将进入一个快速发展的新阶段，目前正呈现出四大发展趋势：高标准、稳起步的金融衍生品逐渐成为市场亮点；市场投资主体变化与参与者结构进一步优化；期货交易所新品种上市步伐加快；农产品期货发展力度加大。展望未来，虽然中国期货市场还处在初级阶段，在制度建设、市场监管、品种创新、对外开放和提高机构投资者比重等方面，还有许多事情要做，但可以确信的是，随着中国期货市场的快速成长，对内整合、对外开放的程度将不断加深，中国在全球商品定价、采购方面将拥有更

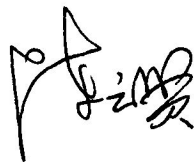
多的话语权，中国期货市场的国际地位和影响将逐步提高，中国期货市场的发展前景是不可限量的。

肖成博士是我在广发证券主持工作期间的同事。翻阅着这本论文集，我不由得想起我们共同开拓进取的时光。1994年，肖成博士在南开大学经济学博士毕业后进入广发证券工作，历任广发证券上海营业部总经理、广发基金常务副总经理、广发证券发展研究中心总经理、证券培训中心总经理。在不同的岗位上，他都勤勉工作，认真思考，专心研究，展现出扎实的理论功底和较强的工作能力。现在，肖成博士作为中国大型期货公司的掌舵人，并兼任广东省政协委员、中国期货业协会副会长、广东省证券期货业协会副会长、大连商品交易所理事等多个职务，在繁忙的工作之余还能坚持研究创作，这是他个人敬业与执着精神的体现，也是他坚持不懈品质的最好诠释。

我欣喜地看到肖成博士对中国的期货市场作了较深入的思考并将自己的心得结集出版以飨读者。本书对国内期货市场和期货公司发展的前沿问题进行了较全面的研究，也通过与境外成熟期货市场进行对比分析提出了许多建设性的政策建议，并跟踪研究了股指期货这一标志性产品诞生的过程与影响。本文集既是肖成博士对十年期货生涯的回顾与思考，又是对中国期货市场十年快速发展历程的诠释和见证。目前，国内期货市场正处于加速发展阶段，国债期货、原油期货、期权、资产管理业务及境外代理业务等重要创新品种和业务都呼之欲出，我们更需要一种战略智慧对其理性看待，认真研究，积极应对。

肖成博士有着行业高管与专业学者的双重身份，对期货市场的具体运作和相关理论前沿发展熟稔于心，这样十年如一日潜心研究的精神实属难能可贵，而正是这十余载的静心思考确立了本书的价值。我想这本论文集既能为业界同行提供企业经营管理理念的经验借鉴，也能满足监管部门对来自业界的第一手资料以及专家专业建议的迫切需要。

展望中国期货市场的发展，前途一片光明，但改革的道路历来充满艰辛，期货市场呼唤更多的理论家与实践者齐心协力，共同创造更加美好的明天！



2012 年 11 月

前 言

肖成博士的文章包括五个部分：第一部分反映期货市场现状及其发展；第二部分阐述股指期货推出后给期货市场带来的新格局；第三部分则从期货公司的角度出发，分析其发展战略；第四部分是对期货市场作深入研究的专项课题；第五部分是对美国期货市场进行实地考察后的心得与体会。

第一部分包括四个方面的内容：一是期货市场的现状；二是期货市场的核心竞争力；三是期货市场的制度安排；四是期货市场发展的外在环境。

在谈及期货市场现状之时，肖成博士分析了期货市场现阶段的困难与主要矛盾，并提出应对办法。肖成博士认为，期货市场的主要矛盾是对中国期货市场的巨大风险管理需求与市场本身满足这种需求的能力相对狭小的矛盾，为了解决矛盾，必须经过量变到质变的发展过程。对于期货公司而言，新形势导致竞争模式、管理模式以及服务模式出现新特点和新变化。面对期货市场的困难局面，肖成博士认为要从监管层面、市场层面、公司层面进行创新。监管层面要改变市场的法律环境，出台期货公司的分类标准，加速实现对客户保证金的安全管理；市场层面要革新期货品种上市机制，推出投资者保障基金，逐步实现境内外的跨市场运作；公司层面要对公司内部制度、公司经营结构、公司业务进行创新。

在论及核心竞争力问题时，肖成博士有独到的见解。肖成博士将适用于微观个体的核心竞争力概念引申到市场层面，他认为，资本市场的

核心竞争力表现为该市场所具有的充分的投资价值，独特的、可持续发展的市场竞争力，它是决定该市场生存和发展的关键因素的总和。市场核心竞争力是一个多层次的能力体系，可以划分为三个层次：最外层是该市场的价值层面，主要指该市场在市场体系中的地位；中间层是专业层，主要指支持该市场运行的核心功能；最内层是市场的文化，是市场各个主体通过共同的价值理念而形成的市场凝聚力，它是市场核心竞争力的基础，决定了该市场核心竞争力的可持续性。

在期货市场的制度安排方面，肖成博士研究了制度变迁及投资者保护制度。在期货市场发展初期，中国政府采取强制性变迁推动期货市场发展，这一点具有历史必然性，而且发挥了重要作用。但随着期货市场的逐步发展，强制性制度变迁的低效因素可能成为制度创新的阻力。对此，肖成博士认为政府应该不断增强诱致性变迁，形成较大的外部效应，推动自愿性的制度创新。另外，如何保护投资者一直是期货市场发展的重要问题。肖成博士在仔细研究海外投资者保护基金的基础上，结合中国期货市场的实际特点，提出完备的中国投资者保护基金体系，为监管层的决策提供了重要依据。

最后，除了关注期货市场本身的发展，肖成博士还关注影响期货市场发展的外在环境。特别是在 2008 年金融危机之后，为何会产生这种危机，价值规律如何演变，国家干预和市场机制关系如何发展，对于上述问题，肖成博士均进行了深层次思考。

第二部分包括三个方面的内容：一是股指期货对现货市场的影响；二是股指期货对金融市场格局的影响；三是股指期货推出及发展的制度性障碍。

关于股指期货对现货市场的影响，肖成博士的主要观点包括：第一，现货市场暴涨暴跌的可能性不大。因为股指期货推出之时，沪深 300 指数并没有明显高估或低估的迹象。第二，引导资金向龙头股、蓝筹股集中。

股指期货推出后，资本市场的优化配置能力无疑将大幅提升，市场系统风险将降低，而个股分化局面将加大，资源会向蓝筹股、龙头股集中。第三，有利于现货定价机制。由于指数期货和现货指数之间存在确定的关系，一旦两者之间出现价格失衡，且偏离程度超过交易成本，就会产生套利机会，因此，指数期货将成为引导现货指数走势的风向标。

谈及股指期货对金融市场格局的影响，肖成博士的主要观点如下：第一，改善期货市场投资者主体结构。股指期货推出后，将改变市场投资主体的结构和参与程度，形成主体结构的多元化。第二，促进交易所改革，促使交易所由会员制向公司制方向转变。第三，影响期货公司的竞争行为。期货公司在产品创新、技术开发及营销方面的水平将会提升，进而推进期货公司提高集中度。第四，改变监管者理念。原有的分业监管会有所突破，期货市场的监管权力将得到加强，同时，政府监管的部分职能将让渡给规则与市场。

在股指期货推出及发展的制度性障碍方面，肖成博士关注两个问题：第一，特别结算会员缺位是否影响股指期货推出。肖成博士认为，特别结算会员不是股指期货推出的必要条件，没有特别结算会员，无碍股指期货的平稳推出。第二，在股指期货推出后，证券期货等金融机构如何参与金融期货。肖成博士建议，证券公司可以作为自营会员参与股指交易，而代理交易则通过期货公司进行。

第三部分包括五个方面的内容：一是对现代金融企业的思考；二是期货公司的发展战略；三是期货公司发展的阶段性特点；四是外国期货公司发展的启示；五是利用自身优势发展期货公司。

关于对现代金融企业的思考，肖成博士认为，现代金融企业规范基础的内涵至少包括以下几个方面：合理的公司治理结构；高效的组织管理体制；科学的决策体系；明晰的发展战略；有效的人才激励和约束机制；完善的风险控制系统及富有特色的企业文化等等。这些是构建现代

金融企业的系统工程，每一个系统都具有深刻的内涵。其中，完善的法人治理结构是现代金融企业规范基础的根本。企业的公司治理结构的内容，从原来的以货币资本为基础，主要是对货币资本所有者与经营者的关系进行界定，转向了以货币资本与人力资本为基础，对货币资本与人力资本关系的界定为主要内容的新的治理结构。

谈及期货公司的发展战略，肖成博士认为，我国期货公司可以采取如下策略：第一，明确公司定位，确立公司发展方向。期货公司并非都需要做大做强，也可以做优做强。第二，建立诚信文化，加强内控机制。期货公司要想做优做强，关键在于诚信建设，而这需要内在的完善风险控制机制所支持。第三，顺势而为，改变股东结构，提高公司实力。期货公司只有实实在在地稳固自己的资本实力，才能正常地持续经营。第四，重视人才的引进和培养，最大限度地调动人才的积极性。第五，利用股指期货推出的时机促进发展。发展策略可以归纳为十六个字，即“因势利导，厚积薄发，出奇制胜，强本固基”。第六，逐渐由佣金制向收费制转变。

关于期货公司发展的阶段性特点，肖成博士认为，我国的期货公司从初创到目前的规模，大致需经历低水平竞争、规范性扩张以及品牌效应发展三个阶段。前两个阶段中，期货公司以经纪代理服务为主，竞争主要靠技术与咨询。到第三阶段又增加了两大发展基础：一是靠品牌，包括公司的良好信誉、在业界较好的口碑以及较强的市场拓展能力；二是企业文化，它不仅是业务发展的需要，也是员工人性化提升的需要。品牌的身后是文化，企业品牌是护身符，而企业文化是企业发展的基石。

论及外国期货公司发展的启示，肖成博士分析了欧美期货市场发展的主要历史阶段，重点考察了外部环境变化对期货公司发展的影响。在此基础上，总结典型期货公司的成功经验，进一步思考如何将期货公司做大做强。

在利用自身优势发展期货公司方面，肖成博士主要阐述两点：第一，

利用在香港设立分支机构的机会促进发展,采取“两步走”的发展和竞争策略。第二,利用券商系期货公司的优势进行发展。券商系期货公司首先要成为大型金融集团内部的专业化的服务机构,以为集团提供专业化的风险管理服务为主,同时为所对应的资本市场和期货市场的其他机构投资者提供风险管理工具。

第四部分是由期货专题研究组成,包括《期证银合作及相关法律问题研究》、《期货公司退出机制研究》、《境外期货公司发展历程调查》、《机构投资者与期货市场发展关系研究》、《中国期货市场投资者结构分析与完善研究》五个课题。这些课题针对中国期货市场发展的突出问题进行研究,具有很强的现实意义及决策参考作用。

在《期证银合作及相关法律问题研究》课题中,作者认为期银证合作关系的深入发展有待相关法律法规的完善,而且需要新的监管思路来进行管理。在这种合作关系中,期证合作模式分为直接模式和间接模式;期银合作可分为浅层次和深层次。依据国际金融市场监管的演进历史与我国金融市场现状,该课题建议设立新的监管模式,对期货交易的各个主体实行有效监管,同时设立有效的监管机构,成立期货监管委员会、国家金融监管委员会。

在《期货公司退出机制研究》课题中,作者首先研究发达国家防范金融机构退出风险的经验,然后从预警机制、退出标准、路径安排、配套措施等几个主要方面对期货公司的退出机制问题进行了分析。通过比较研究,作者发现国外期货公司的有效退出机制主要包括:一是必须要有完善的法规和合理的退出程序设计;二是在涉及金融机构退出上有多种选择;三是确立风险预警指标体系;四是建立中小投资者保护机制。在借鉴国外经验的基础上,该课题设计出预警指标体系,然后根据预警体系和退出标准,结合我国期货业现状,提出整体撤销、接管重组、存量调整、业态转换和局部机构五种类型的退出方式。在配套措施中,着

重研究如何建立我国中小投资者保护制度。

在《境外期货公司发展历程调查》课题中，作者调查了发达国家和地区期货公司发展历程，提出发展我国期货公司的建议。调查发现，良好的外部环境是期货公司发展必不可少的条件，而良好的外部环境表现为期货市场品种必须完善和具备足够的规模，监管制度既要有序又要适当放松。通过对境外期货公司发展历程及经典案例的研究，该课题提出发展我国期货公司的七条建议，包括加快收购兼并速度、完善风险控制制度、提高公司资金实力、做好市场定位、提供专业化与个性化服务、完善电子技术及建立良好激励制度。

在《机构投资者与期货市场发展关系研究》课题中，作者研究了机构投资者与期货市场发展之间的关系，然后探讨如何培育机构投资者。该课题通过计量模型深入分析机构投资者与期货市场发展之间的关系，结果发现：大力发展机构投资者特别是套期保值者确实能起到稳定市场的作用；一个期货品种的成功与否，交易量的维系至关重要；成交活跃的品种，机构投资者持仓占比高，成交占比低，换手率低。与此同时，该课题认为需要从四个方面着手发展机构投资者：针对品种差异采取不同策略发展机构投资者；扩大业务范围，培育综合性期货公司；期货基金应逐步阳光化，鼓励优质期货公司设立期货投资基金；有序推进期货市场的对外开放。

在《中国期货市场投资者结构分析与完善研究》课题中，作者借鉴境外国家或地区期货市场投资者结构的经验，从理论研究、实证分析、历史比较、横向对比等多角度探讨了投资者与期货市场的关系，并对期货市场发展提出建议。通过对中国期货市场的实证研究，结果表明大力发展机构投资者特别是套期保值者确实能起到稳定市场的作用。而对境外期货市场的研究发现，商品期货过度金融化可能会影响市场功能的发挥。该课题进一步研究了中国期货市场及期货公司的发展，并提出建议：现阶段期货市场应积极发展产业投资者、拓展期货公司业务范围、扩大

期货交易主体范围与完善期货交易机制；着眼于未来，应大力培育专业机构投资者、增加期货交易新品种及加强期货业对外开放。

第五部分是肖成博士赴美考察的心得与体会。2012年7月30日至9月14日，中国期货业协会组织了由国内期货公司的高管以及期货交易所和保证金监控中心参加的一行48人的考察团赴美国芝加哥和纽约进行了学习、考察和交流。广发期货总经理肖成博士作为考察团成员，在美国期间与其他学员一道，边看、边学、边思考，并结合中国期货市场的实践，形成了自己的心得体会。其中，既有对美国期货经营机构和监管体系的分析，也有对美国衍生品交易场内外市场的研究与借鉴；既有对美国期货市场创新业务和机制的阐述，也有对中国期货市场如何应对国际化的思考。

在美国期货经营机构的发展创新与监管环境方面，肖成博士将美国期货经营机构按股东性质的不同将其划分为：具有现货背景的期货公司、具有商业银行背景的期货经营机构、传统的期货公司、具有投资银行背景的期货经营机构、具有综合金融背景的期货经营机构和行使做市商功能的自营交易公司六大类，并概括出美国期货经营机构的特点和优势：第一，具有创新的动力，是市场的创新主体之一；第二，美国的衍生品经营机构依托美国市场化经济的优势，业务触角涵盖全球各主要衍生品交易市场；第三，衍生工具众多及专业化程度较高；第四，技术系统日新月异；第五，风险管理，尤其是量化的风险管理手段盛行。通过分析借鉴美国期货监管和经营机构的发展历程、现状及趋势，建议中国的期货市场应该顺应中国金融市场改革开放的发展趋势，大力推进期货市场的“市场化、法制化和国际化”，包括进一步明确期货经营机构在现货企业集团和金融集团中间的定位，充分发挥为实体经济和金融资产进行风险管理的功能；放松管制，逐步释放期货经营机构的市场主体的创新能力；大力发展机构和专业机构投资者，为期货监管走向市场化打下良好

的基础；积极推进期货交易所的公司化和股份化；允许期货公司积极走出去参与国际衍生品市场的竞争，积极鼓励中国的期货公司在境外进行收购兼并；大力发展期货的 OTC 市场。

在美国金融衍生品场内外市场对中国的启示方面，肖成博士认为：与美国的 OTC 市场相比，我国场外市场发展不足，体现在市场创新滞后、投资者不成熟、基础设施不完善等方面，建议中国场外市场发展考虑从开展金融机构的掉期业务起步，充分理解场外交易的风险特点并有效地加以控制；中国金融期货交易所加快推出外汇期货和利率期货；期货公司尝试利用掉期业务设计创新产品为场内市场作贡献，先行推进场外交易市场的统一清算制度和机构设立。鉴于美国期货衍生品交易所依靠市场化的内在竞争机制、电子化技术手段的应用普及和场外衍生产品发展迅速推动场内交易所创新三大动力在全球保持领先地位，肖成博士建议我国期货交易所在以下几方面进行借鉴：第一，推进期货交易所的公司化并力争在境内与境外上市，提升期货交易的综合实力，使之成为更加规范并在国际上有影响力的公众公司；第二，积极推进期货交易所的股份制试点，从制度上改善期货经营机构与交易所的长期利益关系，形成期货各市场主体风险共担，利益共享的统一体；第三，由国内期货交易所加上期货保证金监控中心共同出资建立中国期货市场统一的技术服务中心；第四，配合中国期货市场发展期权交易。

在美国期货市场的业务与机制创新方面，肖成博士重点分析了美国期权交易中的做市商制度和电子信息技术的应用与发展。期权市场的做市商可以增强市场流动性，有助于提高价格稳定性。美国的做市商制度包括垄断做市商和多元做市商两种，分别有严格的市场准入条件。美国市场还形成了自营交易商这一特殊的做市商群体，其责任和权利清晰，是国内推出期权做市商的一个很好的借鉴。电子信息技术的引入使市场交易彻底突破了传统市场模式中时间、空间、个体意识的限制，为美国期货行业的发展带来了革命性的变化。电子化交易显著地提升了美国期

货市场的运行速度和运行效率，推动了美国期货市场成交量的快速增长和全球化进程，还带来了新的投资盈利模式，但同时也加大了期货市场风险管理的难度。随着美国各大交易所的电子交易平台和 IT 技术的飞速发展，量化技术作为期货市场的一项重大改革与创新，已经被越来越多的交易者所接受和使用。为了防范与控制期货交易过程中可能存在的风险，美国期货经营机构研发出了一系列行之有效的量化风险管理技术，并形成了从交易所到期货公司的自上而下的量化风险管理体系。肖成博士建议我国期货交易所可以完善电子化交易指令体系，适时放开交易系统的速度限制，推动程序化交易发展，提高量化风险管理技术水平和加强系统安全建设。期货公司则可以依托专业技术打造服务品牌，完善量化风险管理体系，共同协商制定行业技术标准，重点防范电子技术带来的操作风险。

在中国市场如何应对国际化方面，肖成博士通过分析美国期货业务全球布局的利弊以及中国期货业国际化及市场有效性的现状，认为我国期货市场国际化已成为一种趋势，原油及其他大宗商品和金融期货的上市与期货市场的国际化必然要求国内期货公司走上国际化的道路。在商品期货领域，中国期货的国际化可从商品交易所改制、以原油期货为先导的其他成熟的大宗商品全球交易标准的推出和期货公司的国际化三方面进行，逐步在中国建立起具有大宗商品定价能力的国际期货交易中心。

1



75	股指期货试水
80	系统风险降低 良性循环形成
82	股指期货有利于优化定价机制
84	股指期货有利于改变投资结构
86	股指期货推出后的市场格局及对投资策略的影响
93	特别结算会员缺位无碍股指期货平稳推出
95	第3部分 期货公司发展策略思考
97	期货公司的发展战略分析
102	构建现代金融企业的规范基础
110	不在竞争中发展 就在竞争中消亡
117	借香港市场提升国际竞争力
121	借助股指期货东风, 实施“蓝海”经营竞争策略
133	期货公司在未来金融市场的定位及业务发展模式

