

金融发展理论框架下的 中国期货市场

· 杨继 著 ·

Financial Development Theory
ON CHINA
FUTURE MARKET

金融发展理论框架下的 中国期货市场

· 杨继 著 ·



 中国金融出版社

责任编辑：李 融

责任校对：潘 洁

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展理论框架下的中国期货市场 (Jinrong Fazhan Lilun Kuangji Xia de Zhongguo Qihuo Shichang) / 杨继著. —北京: 中国金融出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5723 - 8

I. ①金… II. ①杨… III. ①期货市场—研究—中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 215063 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14. 25

字数 200 千

版次 2010 年 12 月第 1 版

印次 2010 年 12 月第 1 次印刷

定价 32. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5723 - 8/F. 5283

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

—

2010年4月16日，沪深300股指期货合约正式上市交易，这是我国期货发展史上的大事。股指期货的上市，标志着我国金融期货市场正式面世，也是我国期货市场发展史中极具纪念意义的一页，对资本市场的发展影响深远。

19世纪中期，全球第一个期货品种玉米期货第一次出现在人们的视野当中。时至今日，期货以及期货衍生品已经成为公认的最具创新性的金融产品，特别是金融期货品种，其交易的活跃和规模的不断增长，成为全球投资高度关注的对象，是当之无愧的时代弄潮儿。当前，全球GDP排名前20位的所有国家都已经上市了包括金融期货在内的各种期货品种，其经济体的发达程度与期货市场发展程度相呼应，让我们不由地想问，这是一种历史的偶然，还是一种必然的趋势？从各国发展期货市场的情况看，期货市场与经济发展之间蕴含着某种必然的关联。

二

美国是期货的发源地，也是当今期货市场最发达的国家之

一。从最初的农产品期货到美元危机时期的原油期货，再到布雷顿森林体系解体和利率自由化过程中出现的金融期货，可以说，在美国经济的每一次变化中，都有着期货这一金融衍生产品的身影。在成功地实现经济转型和产业升级时，期货市场也经历着诞生、蜕变、推陈出新和自我完善的过程，并获得了快速发展。经济的增长带动了期货的发展，反过来，期货对美国经济的高速增长也起到了不可磨灭的重要作用。

在位于美国中部的芝加哥，建立了最早的期货市场，这也是金融期货市场的发源地，芝加哥商业交易所（含芝加哥期货交易所）、芝加哥期权交易所等衍生品交易所在全球期货市场呼风唤雨，吸引了大量资金进入美国市场，芝加哥成为新的国际金融中心，在 20 世纪 70 年代后的新竞争形势下，在巩固美国金融中心地位和保持经济强国影响方面发挥了极大的功效。

在欧洲，期货产品同样受到青睐。铜、锡等金属期货为英国成为全球世界工厂和全球金融中心立下了不容忽略的功劳。第二次世界大战后，伦敦的金融业开始萧条冷清，逐步丧失了曾经作为金融中心的影响力。1982 年，伦敦国际金融期货交易所成立，1986 年，撒切尔政府开始了一场金融业的“大爆炸”，逐步放松金融管制，期货市场重新得到长足发展，利率期货和股指期货得以推出。其后德国、法国、荷兰、丹麦等地纷纷开设期货交易所。整个 90 年代，欧洲市场吸引了广大投资者的注意力，经过合并，欧洲最终形成了两大交易所，即欧洲期货交易所和泛欧交易所，以股指期货和利率期货为代表的期货产品成为这两大交易所的核心产品，交易规模一度超过美国，排名世界第一。与期货市场蓬勃发展相一致的是欧盟统一大市场的建立、欧元区的整合以及欧洲经济的逐步复苏。跨地区期货市场的形成在推动欧洲经济体一体化和经济复苏的进程中起到了积极作用，极大地提高了

欧洲的综合实力与国际竞争力。

如果说美欧等国利用期货市场增进竞争优势是一种市场自发行为，很多新兴国家在期货市场的发展上则更多地显现出一种政府推动的倾向。例如韩国为了推出股指期货，在上市前一年颁布《期货交易法》，为期货市场的发展提供充分的法律保障。在国内还没有期货交易所的时候，允许股指期货可以在证券交易所上市。韩国期货交易所正式成立后，韩国政府又把股指期货从证券交易所转移到期货交易所。政府的积极介入和恰当的措施使得韩国的期货市场发展非常迅速。1997年亚洲金融风暴后，泰国、日本的经济仍在持续低迷当中，韩国经济却在短短几年间获得了复苏。1997年，KOSPI 200指数跌到了376.31点的低位，2002年就已经达到了700多点，外汇储备也由1997年73亿美元迅速增加到2001年底的1028亿美元。KOSPI 200指数期权是目前交易最活跃的期货品种，交易量连续几年居全球第一。除韩国之外，近年来印度、墨西哥、巴西、俄罗斯、阿联酋等新兴市场也把期货市场作为推动资本市场发展、吸引外部资金的重要突破口，均取得了不俗的成绩。

三

期货市场的发展历程显示出它对一国经济的重要程度。那么，为什么期货市场能够起到增强一国竞争力的作用？

从表面上看，期货交易是一种零和博弈，一方所得即为另一方所失，然而这只是内部的盈亏关系。当我们超越这个微观层面，把目光放得长远一些，期货市场的作用就一目了然了。

期货的基本功能是规避风险与价格发现。规避风险的作用，确保了市场参与者能够通过期货市场和现货市场的双向操作，有

效防止价格波动风险，获取稳定的收益，减少不确定性带来的损失；价格发现的作用，反映了投资者对宏观经济和现货市场未来走势的预期，能够成为政府制定宏观经济政策的参考指标。两个基础性的功能成为期货市场规模大、流动性高的根本立足点。

通过期货市场的两个基本功能，我们进一步探析蕴藏着的更为深刻的作用——期货市场的外部效应，从整个经济体的大背景下发掘其对宏观经济的衍生作用。

期货产品对市场风险的有效规避，在某种程度上是对市场信心的维护。例如“9·11”恐怖事件后的一周内，股指期货等金融期货的交易量突然大增。在当年年底，预言美国经济会出现大面积衰退的局面也并未出现，美国经济维持了一个较为平稳的增长态势，有效地规避了突发事件可能造成的不利后果。S&P 指数期货交易规模超常的扩大，事实上是一种人们在极端情况下对风险管理工具的强烈需求的体现。澳大利亚也显示出类似的情况，“9·11”恐怖事件后，唯一还保持活跃交易的市场就是国债期货市场。股指期货等期货产品作为证券市场狂跌狂涨的缓冲机制，成为维护人们对资本市场投资信任度的有力保证。

再如美国长达 30 年的经济稳步增长源于高科技浪潮。高科技企业的兴起，依托于风险投资的盛行。而期货产品对金融市场系统性风险的有效规避，也在无形中提高了闲置资金参与到金融资金配置体系中的积极性，这为高科技企业通过资本市场顺利获得融资提供了保障。如果没有一个机制完善的资本市场，高科技企业很难获取足够的资金；同样的，如果没有一个功能显效的期货市场，大量资金或许早已止步于风险投资的高风险性面前，流向资本市场的可能性被大大削弱。期货市场成为扩大资本市场规模、提高直接融资比重、增加有效资本供给的坚实后盾，推动了资本创造实体经济的进程。

期货市场的价格发现作用，把期货价格纳入了市场经济价格体系当中。原油、金属的期货价格早已成为全球商品价格变动的风向标，利率期货对资金价格——利率变动的超前反映，成为资金在金融领域内流向的重要指导，也成为实体投资的重要参考，客观上起到优化资源配置、提高资金使用效率的作用。市场经济优于计划经济的突出一点就在于效率，价格杠杆是提高效率的有效手段，期货市场对价格的揭示作用同样提高了资金的使用效率。

不仅如此，期货市场还是一座桥梁，打通金融市场的桥梁。经济全球化已成一股不可逆转的趋势，资金在全球流动的速度不断加快，并将在更广阔的空间驰骋。相应地，在共同因素的作用下，金融市场将越来越多地相互影响，出现一种联动的局面，一个市场出现的风险不可避免地会波及到其他市场，必须寻找有效的化解途径。外汇市场、债券市场、股票市场、货币市场、期货市场这五大金融市场的通道相互衔接，无形中拓宽了资本活动的空间，金融市场实现了更好的融合。诚然，这种融合可能会加快风险传导的速度，但我们更应该看到，市场的联动是一种不可避免的趋势，金融市场通道的打通有益于在一个更广阔的空间内快速化解和稀释风险。金融期货的创始人梅拉梅德曾经反驳过巴菲特关于衍生品创造连锁反应风险的观点，认为衍生品有着严密的程序和机制，能够降低一个或多个金融体系崩溃的可能性，从而使“金融世界变得更为安全”。1998年的中国香港，正是利用了金融市场的联动，同时参与股指期货、股票和外汇交易，击退了国际游资的进攻，维护了自身的金融安全。

四

从中国期货市场的发展情况看，我们经历过各地纷纷推出期

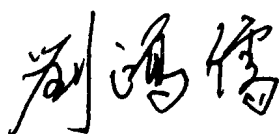
货交易所的热潮期，也经历过清理整顿的低谷期，更在经历着不断丰富期货品种、不断扩大期货市场影响力的成长期。金融海啸后，我国的经济发展基础更加坚实，步伐更加稳定，与此相应，我国更需要尽快发掘风险管理工具，建立有效的避险机制，确保经济的平稳起飞和高速运转。

然而，是不是有了期货市场就有了一切？是不是不断推出期货品种就能保证经济自发地实现平稳增长？期货市场的成功经验表明，完善的制度设计和严密的风险控制机制才能帮助期货市场发挥积极作用，而要达到这些要求，必须给予它足够大的发展空间和足够长的完善时间，逐步地、耐心地、爱护地帮助它不断成长不断完善。由此可以预言的是，中国期货市场的发展和功能的发挥也需要不断摸索出路，不断改进机制，不断防范风险。其中最重要的一点，是先给它一个自我展示和健康成长的机会，它才能在发展的过程中实现飞跃。

五

作为参与我国资本市场发展的一员，我一直关心着期货市场的发展，也花了很多经历研究它的成功经验和失败教训，在近几年里，我先后出版了《突破》、《股指期货热点问答》、《金融期货》等著作，都不同程度地对我国期货市场的发展进行了研究与阐述。杨继是我在上海期货交易所指导的博士后，一直跟随我从事期货市场的研究，《金融发展理论框架下的中国期货市场》一书，是她在博士后期间对期货场所研究的成果体现，同时也是她加入中国金融期货交易所以来工作心得的感悟，为此，她倾注了极大的热情和心血，也多次向我进行讨教和交流。这本书的选题非常具有独创性，是宏观经济与微观市场的结合，在国内期货

市场领域的研究中较为少见。而书中对宏观经济学模型、期货市场实证检验、期货产品设计的研究，显示出宏观经济与微观市场上的融合。我非常乐意看到她的研究成果正式出版，非常乐意她的研究观点与研究方法与广大关心与爱护中国期货市场的读者共享，我更乐意看到我国经济的不断强劲增长和期货市场创纪录的蓬勃发展，为此，我希望更多的人喜欢她的研究心血，更多的人关爱我们的期货市场，更多的人享受到经济增长所带来的社会福利。

A handwritten signature in black ink, reading '刘鸿伟' (Liu Hongwei). The characters are written in a fluid, cursive style.

2010 年 11 月 23 日

第一章 导 言

第二章 文献综述

第一节	经济增长理论	008
第二节	金融对经济增长的作用——金融发展理论	010
第三节	期货市场在金融发展中的作用研究	015
第四节	期货市场中的风险理论	018

第三章 期货市场的历史变迁

第一节	期货市场的起源	024
第二节	商品期货的大发展	027
第三节	金融期货的异军突起	034
第四节	期货市场的发展特点	046
第五节	期货市场与风险的关系	052
第六节	期货制度的变迁与经济增长的关系	067

第四章 金融发展理论框架下的期货市场作用研究

第一节	基于外部效应的期货市场作用研究	072
第二节	基于交易成本理论的期货市场作用研究	080

第三节	基于宏观经济政策的期货市场作用研究	086
第四节	基于开放性的期货市场作用研究	090
第五节	金融期货市场对经济增长作用方式研究	094
第六节	期货市场作用于经济增长的途径	105

第五章 期货市场作用于经济增长的模型构架

第一节	期货市场作用于经济增长的微观基础	108
第二节	内含风险配置功能的经济增长模型	112

第六章 金融发展视角下期货市场功能的实证研究

第一节	期货市场的发展与全球经济增长	123
第二节	期货市场作用于经济增长的实证研究 ——以美国为例	125

第七章 金融发展框架下的中国期货市场作用研究

第一节	市场经济的探索者：中国期货市场的历史变迁	141
第二节	中国期货市场对经济增长的实证分析	149
第三节	期货市场缺失的不利影响	161

第八章 关于完善期货市场促进经济增长的思索

第一节	完善期货制度	168
第二节	扩大市场规模	173
第三节	培养期货投资基金	176
第四节	增加上市品种	184

参考文献	209
------------	-----

后记	216
----------	-----

第一章 导言

一、研究背景和意义

2010年4月16日，自清理整顿以来的我国第一个金融期货品种——沪深300股指期货正式推出，揭开了我国期货市场发展史上的新的一幕。回顾中国期货市场的发展历程，我们看到了其中的曲折：建立初期的辉煌，随后发展的艰辛，规范整顿的漫长路，恢复性增长的来之不易。尽管有曲折和动荡，期货市场已经崛起于中国大地，覆盖了几几乎所有的省、自治区、直辖市和大中城市，渗透到国民经济和社会生活的各个层面，这是中国改革开放过程中最令人惊异、最令人振奋的经济现象之一。

对于期货市场，国内外学者进行了一系列的研究。从国内看，这些研究主要包括对目前期货市场功能的探讨（吴冲锋，1998；华仁海，2002）、期货市场风险控制、期货市场有效性研究（徐剑刚，1995；吴冲锋，1996；商如斌，2000）、期货市场运行状况分析（华仁海，2003）等。国内的研究主要是通过规范的金融学方法，对我国期货市场的发展予以了一定程度的肯定，也发现了若干问题，对期货市场的长远发展，特别是金融期货的建立不无裨益。但上述文献主要是从微观角度进行研究，目前从

宏观角度探讨期货市场的作用，特别是对经济增长、产业结构调整、国家经济安全等涉及国计民生的领域的作用的文献很少，而发掘期货市场对宏观经济的作用，对于更加深入地认识期货市场的功能，加快发展期货市场，并在此基础上顺利推出更多的期货品种具有极强的现实意义，因此，本书的选题与研究具有广阔的理论空间和紧迫的现实意义。

自1973年麦金农和肖建立金融深化分析框架后，金融发展理论得到逐步完善，并引起理论界的高度关注，特别是在亚洲金融危机之后，出现了大量文献探讨发展中国家如何在摆脱金融抑制与加强金融监管之间权衡以更好地发挥金融体系的作用，以及研究发达国家股票市场对经济增长的贡献，金融发展理论已经逐步得到主流经济学的认可。^①然而，金融发展理论虽然在深入分析金融中介与金融市场对宏观经济的作用方面颇有建树，但它却几乎没有涉及期货市场的作用。其主要原因在于期货市场不能像银行和股票市场那样，通过筹资功能的发挥可以作为虚拟资本向实体资本转化的桥梁，因而不能直接提高资本产出率和经济增长率。事实上，期货市场作为商品市场与金融市场的连接，作为金融市场的高级形式，也是联系虚拟资本和实体资本的纽带，能够通过自身独特的功能对两个市场都发生积极的作用，并以此影响宏观经济的各个方面，从直接和间接两个方面推动经济增长。可以说，宏观经济的发展离不开期货市场的发展，金融发展同样也包含期货市场的壮大。缺乏从金融发展的角度对期货市场贡献的研究，无论对于期货市场研究还是对于金融发展理论来说都是欠缺的。就金融期货市场而言，它是期货市场的一个组成部分，是期货市场与金融市场的连接，由于所对应的现货市场不是真实存

^① 戴维·罗默著，王根蓓译：《高级宏观经济学》，上海，上海财经大学出版社，2009。金融发展水平被作为解释各国之间收入差别的变量。该书是美国高校经济学博士学位课程普遍采用的权威教科书之一。

在的商品市场，而是同样具有虚拟性的金融市场，对国民经济作用的方式与商品期货相比也具自身的特色，因而，需要从金融发展理论出发，研究期货市场对国民经济作用的途径、方式以及程度。

因此，本书以金融发展理论作为研究的主要方法和切入点，构建一个理论分析框架，以独特的视角分析期货市场对经济增长的作用，并在此基础上进行实证分析，作为对金融发展理论的补充与完善。这使得本书的研究不仅具有较高的理论价值，而且具有较强的实践意义。

(1) 本书系统探讨基于金融发展理论的期货市场宏观功能，特别是期货市场对经济增长的作用，具有理论研究价值。

(2) 本书试图运用规范的经济增长理论，建立包含期货市场的内生增长模型，不仅可以作为金融发展理论的一个补充，也可以对经济增长理论作出一定的补充，具有理论深化和推进的意义。

(3) 着重研究金融期货市场作用于经济增长的独特途径和方式，并在理论上予以阐明，有利于充分认识金融期货的宏观作用，创造条件发挥其积极作用。

(4) 通过实证研究以美国为代表的发达国家期货市场对经济增长的作用以及在金融发展过程中的地位，可以全面了解期货市场的发展历程和功能，作为今后理论研究和期货发展的参照，具有借鉴意义，有利于加快我国期货市场向国际化的接轨进程。

(5) 实证研究表明我国期货市场在金融发展中的历程与地位，以及期货市场在我国经济增长中的作用，具有强烈的现实紧迫性，对于深刻认识期货市场的发展、总结其经验和教训，为加快新产品上市交易提供有益的理论基础等方面，都是必不可少的。

二、研究内容与研究方法

（一）研究内容

本书的研究遵循由理论到实证的研究思路，分为三大部分。在理论部分，首先研究在金融发展过程中期货市场的发展历程，探讨不同时期期货市场的不同功能，找出制度变迁中期货市场对经济增长的作用；其次通过不同视角，运用经济理论和构建增长模型阐述金融发展中期货市场对经济增长的重要作用。实证部分则试图将上述具体作用量化，首先研究以美国为代表的发达国家期货市场发展情况及其对经济增长的直接作用和间接作用。其次实证分析我国期货市场在金融发展中的历史变迁，并对其作用于宏观经济的具体功能分别作实证检验。最后，在应用部分根据理论与实证研究的结果，本书将基于金融发展框架，借鉴国际市场的成熟经验，对我国期货市场进一步成长提供对策建议。本书的具体安排与内在脉络，如图1-1所示。

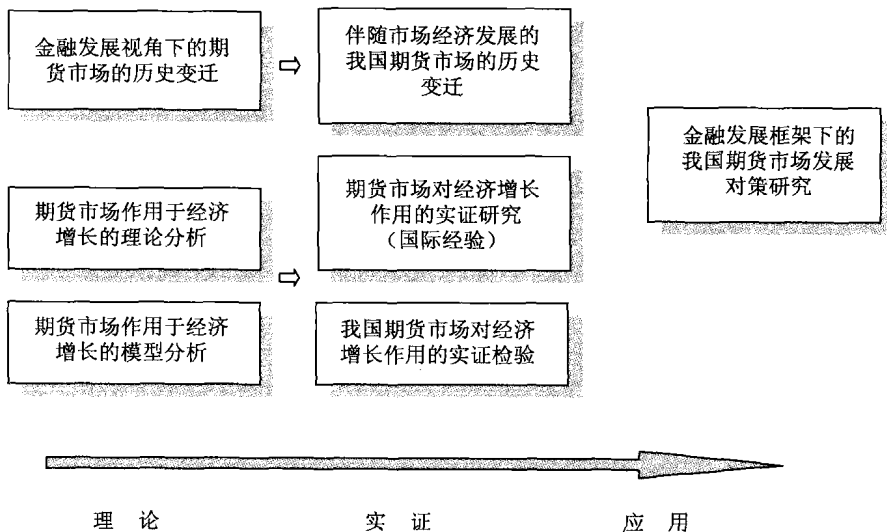


图1-1 本书内在脉络

（二）研究方法

本书采用严格的经济学方法和数量统计方法展开研究，具体而言，研究方法如下：

（1）制度变迁方法。运用制度经济学的研究方法，探求期货市场的发展路径和其中伴随着经济增长而呈现的发展规律。

（2）金融发展方法。运用金融发展理论的分析思路，研究金融变量和宏观经济的关系，以期货市场的若干指标作为考核对象，探讨这些指标对宏观经济指标（例如经济增长率、消费、投资和社会福利等变量）的影响。

（3）内生增长理论。运用规范的经济增长理论与模型，分析存在具有风险规避功能的期货市场的条件下，经济增长路径与经济增长率的变化，把期货市场的功能内生于经济增长，研究它们对经济增长率、资本产出率等经济增长指标的影响。

（4）计量经济学方法。采用时间序列分析、截面分析等多种数量统计方法，进行多元回归和假设检验，通过计量验证理论得出的结论。

三、主要观点

（1）期货品种的层出不穷和期货市场功能的逐步拓展，与经济发展的各个阶段相一致，其发展轨迹当中，蕴涵了经济发展在各个阶段的相应需求，显示出服务于经济增长的明显特征。

（2）期货市场对经济增长的作用表现在以下几个方面：规避风险发挥外溢效应；发现价格降低交易成本；传导宏观信号提高政策有效性；国际定价权维护经济安全。

（3）按照金融发展理论，期货市场通过上述四个作用提高了储蓄率和资本产出率以及实现技术创新，由此推动经济增长。

（4）金融期货市场对经济增长的主要作用是通过规避金融风