

中国期货市场的 规范与发展

CHINA FUTURES MARKET STANDARDIZATION
AND DEVELOPMENT

祝合良 等◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

中国期货市场的 规范与发展

CHINA FUTURES MARKET STANDARDIZATION
AND DEVELOPMENT

祝合良 等◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国期货市场的规范与发展 / 祝合良等著. — 北京:
社会科学文献出版社, 2012. 11
ISBN 978 - 7 - 5097 - 3756 - 9

I. ①中… II. ①祝… 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 (2012) 第 218552 号

中国期货市场的规范与发展

著 者 / 祝合良 等

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 杨 云

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 杨 云

责任校对 / 王海荣 牛立明

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京鹏润伟业印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2012 年 11 月第 1 版

印 次 / 2012 年 11 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 3756 - 9

定 价 / 69.00 元

印 张 / 29.75

字 数 / 499 千字

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

前 言

本书是在国家自然科学基金应急项目“中国期货市场的规范与发展”最终研究成果的基础上修改而成的。该项目的研究是在全国人大常委会原副委员长成思危先生的倡议和支持下完成的，并得到了国家自然科学基金委、上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的共同资助。该项目的研究集中了国内期货界著名的专家学者和交易所的研究力量，他们分别来自国务院发展研究中心、商务部、华中科技大学、同济大学、上海财经大学、首都经济贸易大学、浙江财经大学、南京财经大学和上述三大交易所。

全书共分4篇，分别对中国期货市场在国民经济发展中的地位与功能、中国期货市场的运行特征、中国期货市场的规范和中国期货市场的发展进行了深入系统的研究。

第一篇主要论述中国期货市场在国民经济发展中的地位与功能。其中第一章从理论与历史相结合的角度对中国期货市场在国民经济发展中的地位进行了深入分析。同时，以农产品期货市场为例，对期货市场在国民经济发展中的地位进行了案例分析。第二章从理论与实证相结合的角度对中国期货市场的套期保值功能进行了深入研究。重点分析了中国期货市场套期保值的有效性和套期保值的比率与效绩的关系。第三章从理论与实证相结合的角度对中国期货市场的价格发现功能进行了深入研究。

第二篇主要论述中国期货市场的运行特征。第四章通过对上海期货交易所的铜、铝、橡胶和螺纹钢，大连商品交易所的大豆，中国金融期货交易所的股指期货价格波动特征分析发现，不同的期货品种国内、国际期货价格之间的关联度存在着明显差异。

第三篇主要论述如何规范中国期货市场。第五章主要研究中国期货市场操纵的防范与监管问题，以期通过防范与监管市场操纵来规范中国期货市场。第六章主要研究中国期货市场风险预警问题。该章提出可以建立 5 个等级的 A 通道风险预警系统和评估期货市场综合风险值的 B 通道风险预警系统。通过建立“双通道”风险预警系统，可以有效加强中国商品期货市场的风险管理。第七章侧重研究期货交易违法犯罪行为及其规制问题。对期货市场违法犯罪行为进行了归类，并且提出了一系列规制措施。第八章研究开放条件下的中国期货市场监管体制构建问题。

第四篇主要论述中国期货市场的发展问题。第九章主要论述中国经济增长进入新阶段中国期货市场的发展战略问题，提出随着中国经济增长进入新阶段，发展期货市场更加重要。为此，要消除制约中国期货市场发展的不利因素，政府要采取措施，促进中国期货市场的发展。第十章从国际竞争力的角度研究如何发展中国的期货市场。从 8 个方面对中国与美国、英国、日本等国家的期货市场的国际竞争力进行了比较分析，进而提出提高中国期货市场国际竞争力的对策建议。

本书的主要特点：第一，研究视野开阔。不仅对期货市场在中国经济发展的地位、功能和前景进行了全方位的分析，而且对中国期货市场的运行特征、如何规范和发展都做了深入的研究；第二，研究方法多样。既有定性分析，更有定量分析和案例分析。很多数据的处理都采用了最先进的数据处理方法；第三，资料来源可靠。各种数据直接来源于国内三大期货交易所；第四，研究力量强大。本书写作集中体现了国内期货理论界一流研究水平，课题部分研究成果在杂志上发表后在业内均引起很大反响；第五，章节体系完整。全书 4 篇 10 章紧密相连。从不同角度对规范和发展中国期货市场进行了切实有效的分析，所提出的建议可以广泛运用于期货实践界和政府部门。

本书是课题组成员集体研究的结果，由本人负责统筹，各章主要执笔人员如下：第一章，国务院发展研究中心廖英敏、郑州商品交易所魏

振祥、北京工商大学高扬；第二章，华中科技大学张宗成；第三章，首都经济贸易大学祝合良；第四章，南京财经大学华仁海；第五章，同济大学马卫锋；第六章，浙江财经大学韩德宗；第七章，上海财经大学张国炎；第八章，上海期货交易所鲍建平；第九章，国务院发展研究中心廖英敏、郑州商品交易所魏振祥、国家发改委赵怀勇；第十章，商务部林学贵。在研究和撰写本书过程中，吸收了前人的研究成果，我们尽可能在注脚和参考文献中做了说明，在此对有关专家学者表示衷心感谢。

在本书修改的过程中，得到了冠通期货经纪有限公司副总经理曾益红女士及其研究团队的大力支持。本书的出版，得到了首都经济贸易大学学术著作出版资助基金和产业经济学学科建设资金的大力支持。在此，对上述各单位的大力支持和研究人员的辛勤劳动一并表示诚挚的感谢。

祝合良
于首都经济贸易大学
2012年8月28日

第三章 中国期货市场价格发现功能	/ 116
第一节 期货市场价格发现功能的基本分析	/ 116
第二节 中国期货市场价格发现功能的实证研究与案例分析	/ 125
第三节 进一步发挥中国期货市场价格发现功能的对策建议	/ 172

第二篇 中国期货市场运行特征

第四章 中国期货市场价格波动特征分析	/ 176
第一节 期货价格波动的基本统计特征	/ 177
第二节 期货价格收益及波动方差的周日历效应	/ 187
第三节 期货价格收益及波动方差的分形特征	/ 190
第四节 交易量和空盘量的变动对期货价格波动的影响	/ 196
第五节 期货价格与现货价格之间的相互影响	/ 206
第六节 国内、国际期货市场的关联分析	/ 222

第三篇 中国期货市场的规范

第五章 期货市场操纵的防范与监管	/ 249
第一节 期货市场操纵历史的简要回顾与分析	/ 250
第二节 期货市场操纵的界定	/ 256
第三节 期货市场操纵的认定与判断	/ 259
第四节 期货市场操纵的应对：案例分析	/ 268
第五节 潜在的问题及防范市场操纵的建议	/ 280

第六章 中国商品期货风险预警与控制	/ 292
第一节 引言	/ 292
第二节 期货市场风险预警的理论框架	/ 293
第三节 单指标预警模型：期货市场 VaR 的度量	/ 297
第四节 综合指标预警模型：基于 ISM 的期货市场风险指标体系	/ 312
第五节 风险指标体系的模糊 AHP 分析	/ 320
第六节 “双通道”风险预警系统与预控机制	/ 328
 第七章 期货交易违法犯罪行为及其规制	 / 333
第一节 期货市场违法犯罪法律梳理	/ 333
第二节 期货违法犯罪交易行为个论	/ 339
第三节 规制加强与规制缓和	
——相关立法建议	/ 358

第四篇 中国期货市场的发展

第八章 构建开放条件下的中国期货市场监管新体制	/ 369
第一节 国外期货市场监管体制的基本模式及特点分析	/ 369
第二节 近年来国外期货监管体制的新变化及原因分析	/ 377
第三节 中国期货市场监管体制的演变及现状	/ 382
第四节 建设中国期货市场监管新体制	/ 389
第五节 完善期货市场监管机制，增强中国期货市场竞争力	/ 395

第九章 中国经济增长新阶段期货市场的发展战略	/ 402
第一节 中国经济增长进入新的发展阶段	/ 402
第二节 经济增长新阶段对中国期货市场发展提出新的要求	/ 412
第三节 经济增长新阶段背景下中国期货市场的发展战略	/ 415
第四节 制约期货市场发展因素分析及对策研究	/ 424
 第十章 提升中国期货市场国际竞争力	 / 428
第一节 引言	/ 428
第二节 研究文献回顾	/ 430
第三节 研究的目的、内容和方法	/ 432
第四节 期货市场国际竞争力的含义及评价指标体系	/ 433
第五节 中国期货市场国际竞争力分析	/ 437
第六节 提高中国期货市场国际竞争力的途径	/ 456
 主要参考文献	 / 463

第一篇

中国期货市场的地位和功能

第一章

中国期货市场的地位

第一节 期货市场发展理论研究

一 期货市场基本经济功能的理论界定

对期货市场功能的认识是一个历史发展过程。随着市场经济发展对期货市场不断提出新的需求，期货市场相应发展与期货交易制度逐步完善，人们对期货市场功能的认识逐步深化。到目前为止，理论界对于期货市场基本经济功能形成了比较统一的认识，即价格发现功能和风险转移功能是期货市场的基本经济功能。

（一）期货市场价格发现功能

1. 期货市场价格发现功能的理论界定

对期货市场价格发现功能的理解和界定在理论界有多种表述，最具代表性的有以下几种：一是期货市场的价格发现是指期货价格对期货合约到期日的现货价格的条件期望^①；二是期货市场的价格发现功能是指期货价格能够提前反

^① 保罗·萨缪尔森、威廉·诺德豪斯：《经济学》（第十六版），华夏出版社，2002。

映出现货价格未来的变动趋势^①；三是价格发现机制特指期货场所具有的通过公开竞价而形成的能够表明现货市场未来价格变动趋势的功能与机制；四是价格发现功能是指使用期货价格为现货价格定价^②。

从以上定义看，尽管对期货市场价格发现功能的表述形式各有不同，但可以看到，4个定义中都强调了期货价格对现货价格的预期性，强调了价格发现与期货价格能够充分反映相关信息之间的关系。因此可以将价格发现功能综合表述为：价格发现功能是建立在期货价格能够充分反映相关供求信息，逐渐形成接近于未来某一特定时间的现货均衡价格的过程，也就是说期货价格对未来现货价格的走势进行预测的过程，因而期货价格的预测性是价格发现概念的核心，期货市场具有价格发现的优势，价格发现功能是市场有效性的一种表现。

2. 期货市场具有价格发现优势的原因

期货市场具有价格发现的优势，是与其特有的微观市场组织结构相关联的，主要体现在：

(1) 期货交易是公开集中竞价交易，透明度高，所有交易者能够迅速获取交易相关信息并及时做出交易决策，使得相关信息能够及时、准确、充分地反映到价格中。

(2) 期货交易具有卖空特点。这种机制有两个优点：①卖空机制可以增加交易量和流动性，吸引交易者的参与，有利于信息快速融入到价格中。②与买空形成对称的力量，便于交易者表达对未来价格下降的预测，因而对于利空信息在期货价格上的反映提供了制度上的便利。

(3) 期货交易采取保证金制度。低交易成本可以吸引大量投资者加入，一方面可以汇集更多的供求变动信息，另一方面可以增加市场的流动性，一旦新的供求信息出现并可能影响未来的价格走势，交易者能够非常容易地找到交易对手，将新的信息反映到期货价格上。

① Hoffman, G. Wright, *Future Trading Upon Organized Commodity Markets in the United States* (Philadelphia: University of Pennsylvania, 1932).

② Working, Holbrook, "Theory of the Inverse Carrying Charge in Futures Markets," *Journal of Farm Economics* 30 (Feb. 1948); Wiese, Virgil, "Use of Commodity Exchanges by Local Grain Marketing Organization," in A. Peck (ed.), *Views from the Trade* (Chicago: Board of Trade of the City of Chicago, 1978); Lake, Fred, "The Miller's Use of the Commodity Exchange," in A. Peck (ed.), *Views from the Trade* (Chicago: Board of Trade of the City of Chicago, 1978).

(4) 期货交易具有对冲机制。这可以避免现货交易中需要进行实物交割的情况,对于参与期货交易的投资者来说也是一个巨大的吸引力。他们可以利用所收集的信息对价格的未来走势进行判断,通过买入或卖出而将相关信息快速反映到期货价格中,而不必担心其期货合约在到期日要买卖现货。

(5) 期货交易具有高度的组织化和专业化。期货交易所、期货经纪公司、结算所、信息咨询公司等各司其职,相互依存,形成高度组织化和专业化的期货市场组织体系。期货市场的这一特点有利于降低整个期货市场的运行成本,提高市场的运行效率,专业的期货从业人士也会在某种程度上增加参与期货交易的理性程度,这些因素都会促进相关信息在期货价格上的反应速度和程度,从而有利于期货市场的价格发现。

(二) 期货市场的风险转移功能

1. 传统的套期保值概念及其原理

传统的套期保值是指生产经营者在现货市场上买进或者卖出一定量的现货商品的同时,在期货市场上卖出或者买进与现货品种相同、数量相等、方向相反的期货合约,并且在交割日之前,将期货合约对冲平仓,从而在期货市场、现货市场之间建立一种冲抵机制,以一个市场的盈利弥补另一个市场的亏损,以达到规避价格波动风险的目的。

套期保值操作的原理在于:

(1) 同种商品的期货价格和现货价格走势一致。现货市场和期货市场虽然两个独立的市场,但由于同种商品的期货价格和现货价格在同一时空内受到相同经济因素的影响,因而在一般情况下两个市场的价格变动趋势相同。套期保值交易正是利用两个市场的这种价格关系,在期货市场和现货市场作方向相反的买卖,取得在一个市场上出现亏损的同时在另一个市场上盈利的结果,以达到锁定生产成本的目的。

(2) 期货价格和现货价格随着期货合约到期日的来临,两者呈现趋同性。期货市场实物交割制度的存在,从内在制度约束上保证了在期货合约到期日临近时,期货价格和现货价格趋向一致。一旦两种价格之间出现偏差,就可能出现无风险情况下的套利机会。套利交易这种外在获利机会的存在,最终使得期货价格和现货价格趋于一致。

(3) 套期保值是以较小的基差风险取代较大的现货价格波动风险。上述两

个条件的存在,使得期货价格与现货价格的变动从方向上来说是基本一致的,但其变动幅度并非一致,即基差(期货价格与现货价格之间的价差)并不是恒定的。基差的变动使得现货套期保值者并没有将风险完全转移出去,只不过是避免了现货市场价格变动这一较大的风险,接受了期货市场基差变动这一较小的风险。

2. 套期保值与风险转移功能

按照传统的套期保值观点,套期保值操作是和转移风险目的相关联的,风险转移是进行套期保值的唯一原因。萨缪尔森指出,期货市场是一种能够很便利地将价格风险从一个群体转移至另一个群体的机制,其中风险转移者是套期保值者,而期货市场的投机者是承担了套期保值者所转移的风险。^①

3. 套期保值理论的发展和期货市场的风险管理功能

霍尔布鲁克·沃金(Holbrook Working)在20世纪60年代对传统的套期保值和期货市场功能提出了反对意见。他认为在经济活动中承担风险是获取利润的主要来源,因此套期保值是为了一个或是更多的原因,而不只是为回避风险。他认为套期保值者是预期期货市场和现货市场的相对价格发生有利的变动,可以获得预期的回报才进行套期保值交易。交易者并不是对其既定数量的存货来进行套期保值,而是将两个市场的头寸视为一种“套利”形式。“在经济讨论中,大多数商业性的套期保值的回避风险的角色被过度的强调。”^②,因为套期保值者并不仅仅是回避风险的动机,因此根据期货价格和现货价格是否平行运动作为判断套期保值效果的标准也是误导。约翰森(Johnson)通过对纽约咖啡期货交易20家公司进行的调查研究结果表明,有些套期保值者确实如霍尔布鲁克·沃金(Holbrook Working)所说,是根据现货和期货相对价格运动的预期来进行交易的,并同时调整现货持仓和期货持仓。并且,被调查的交易者不仅关注相对价格趋势的预期,而且关注绝对价格的预期。如果交易者预期、现货价格上升,他们会取消套期保值,同时增加持有的存货。有时候他们会在期货和现货市场同时多头持仓来进行更明显的投机性冒险。如果预期价格下跌,他们增加的期货空头持仓会超过套期保值需要的空盘量。套期保值活动

① P. A. Samuelson: 经济学(第四版),纽约,1958。

② “Futures Trading and Hedging”, *American Economic Review* XLIII (June 1953): 325.

与投机性的操作紧密结合在一起。^①

二 交易成本、制度创新理论与期货市场发展规律

交易成本的概念最早是由罗纳德·哈里·科斯（Ronald H. Coase）于1937年提出的，他否定了传统学派市场无摩擦的假说，认为市场机制运行是有成本的。交易成本主要包括契约成本（含搜索成本、磋商成本和控制成本）、信息成本（含信息收集、加工和扩散等成本）和风险成本（含毁约、价格波动等风险成本）。在现实经济活动中，交易成本是普遍存在的。当交易成本过大时，会阻止交易的达成，由此降低经济活动水平和经济运行效率。

交易成本的存在，促使经济主体进行各种制度创新，以降低交易成本，提高经济效益。制度创新概念最早由美籍奥地利经济学家 J. A. 熊彼得（J. A. Schumpeter）提出。在众多制度主义学派经济学家的发展下形成制度创新理论。它主要从制度供给和制度需求方面研究制度创新产生机制，认为制度创新包括两种：需求诱致型制度创新和供给主导型（强制型）制度创新。前者是指当事人为了寻求自身利益自发反应进行的制度创新，这是制度创新的动力，是一种自下而上的制度创新。后者是指当外部环境变化产生对新制度的需求时，由于种种因素制约制度创新的主体不能提供新的制度，就会出现制度供给不足或制度供不应求的情况。在这种情况下，就会产生自上而下的制度创新，称为供给主导型（强制型）制度创新。创新形式的选择是根据成本与收益的比较来确定，与所处环境相关。

从期货市场的萌芽、产生和发展历程来看，它是一个不断降低交易成本，提高交易效率的制度创新过程。具体表现在：

（1）期货市场形成的特有的交易机制是交易者不断追求降低交易成本的产物。

最早的期货交易所——芝加哥期货交易所的发展历程，它的每一步交易制度上的创新都带来交易成本的降低，提高了市场的运行效率。1848年芝加哥的82位商人发起建立芝加哥期货交易所，其性质为商会组织，为会员提供价格信息服务，降低交易者的搜索成本和信息成本，促进交易达成；1851年，引入远

^① “Hedging Reconsidered,” *Journal of Farm Economics* XXXV (November 1953): 547–549.

期合同，使交易者能事先将未来的交易价格确定下来，降低了风险成本；1865年，推出标准化合约同时实行保证金制度，前者节省了交易者一对一的磋商成本，后者则降低了契约的控制成本，降低毁约风险；1925年，成立芝加哥期货交易所结算公司，实行统一结算制度，保证合约履约，提高结算效率。此外，期货交易的公开竞价方式提高市场透明度，有利于降低价格信息成本和搜索成本。期货市场有效的交易制度为套期保值者提供低成本的避险方式，也为投机者提供具有吸引力的投资工具。

(2) 交易所制定的交易制度、行业协会的自律准则和监管部门的监管法规等是交易有效运行的制度保障。

期货市场的有效运行有赖于各种规范交易行为的制度。这种制度保障包括三个方面：一是交易所制定的用以规范所有交易者行为、控制市场风险的各种交易规则，包括保证金制度、每日结算制度、大户报告制度、涨跌停板制度等，并通过交易所的专门机构来监督合约的实施；二是由自律组织——期货行业协会制定的业内人员和机构的职业道德准则，规范业内人士和机构的行为，并通过调节、仲裁机构协调有关主体利益，保障交易秩序；三是监管部门通过制定相关法律对期货市场实施监管，防止市场垄断、价格操纵、内幕交易、欺诈行为等，保证交易公开、公平、公正。这三级制度结合起来，可以有效地维持市场秩序，保证交易效率，降低交易风险和不确定性。

(3) 电子通讯技术在期货市场的普遍应用，提高了信息传递速度，节约了信息成本，扩展了交易的时间和空间，交易效率达到极大提高。

电子交易自20世纪80年代中期问世以来，越来越多的期货交易所引入电子化交易方式。这种方式打破了信息传递的时空限制，提高信息传递速度，节约信息成本，极大提高交易效率。

(4) 从世界各国期货市场的产生发展实践来看，期货市场的产生既有需求诱致型，也有供给主导型，但毋庸置疑的是，政府是发展和完善期货市场的重要的制度供给方。

三 虚拟经济、实体经济之间的关系与期货市场发展规律

虚拟经济最本质的内涵是资本价值形态的独立运动。虚拟经济是在实体经济的基础上发展起来的，实体经济的发展状况、速度、规模等决定着虚拟经济

的发展状况、速度、规模。虚拟经济是一把双刃剑，它既是适应实体经济的需求而产生，可以促进实体经济的发展，也可能对实体经济带来较大的负面影响或损害。

1. 期货市场是从现货市场中派生出来的，它与现货市场存在着天然的不可分割的关系

(1) 期货合约标的物的存在，使得期货市场与其标的物的现货市场存在必然内在的联系。当期货合约到期时要进行实物交割，这是连接期货价格与现货价格关系的一个纽带。

(2) 期货价格与现货价格本身存在持仓费的理论关系，当发生较大的偏离的时候，套利活动可以在一定程度上削弱这种偏离的程度。

因此，期货价格的形成本身要受到现货价格形成的各种因素的制约，在很大程度上期货价格也要受到和现货价格相同的供求因素的影响。同时，期货市场本身还属于金融市场的范畴，期货市场的虚拟性特点，使得期货价格要受到金融市场上资产定价因素的种种影响。期货合约是标准化的，交易者购买的已经不是远期的“物”，而是合约本身，合约实际上变成了代表一定数量商品的符号，在投机者反复的建仓、平仓中，期货合约的“虚拟性”就表现尤为突出。期货市场的合约就像货币市场的货币一样，有高度的流通性和可交换性。货币流动，放入银行可以生息，增加了社会的实际收入；期货也一样，大多数期货合约并不进行真正的实物交割，这样就降低了交易费用，增加了社会利益。

2. 期货市场对实体经济促进作用的主要表现

(1) 期货市场能够稳定整个价格体系，稳定生产经营环境。

Danthine、Grossman、Bray 提出，期货市场的价格发现功能能够为经济主体提供和传递有关的商品供求信息，生产者和经营者能根据这些信息做出正确的决策，从而避免生产和经营的不确定性，也防止现货价格大的波动。

Cox 的实证研究表明期货市场能够降低现货价格的波动性。在需求发生大幅度变化时，期货市场降低了现货市场长期平均市场价格的 29%，降低价格波动幅度 5.8%。Telser、Higinbotham 和 Carlton 认为价格的不确定性和总的期货交易量的积极联系，期货的交易量越大，整个市场价格的确定性就越强。