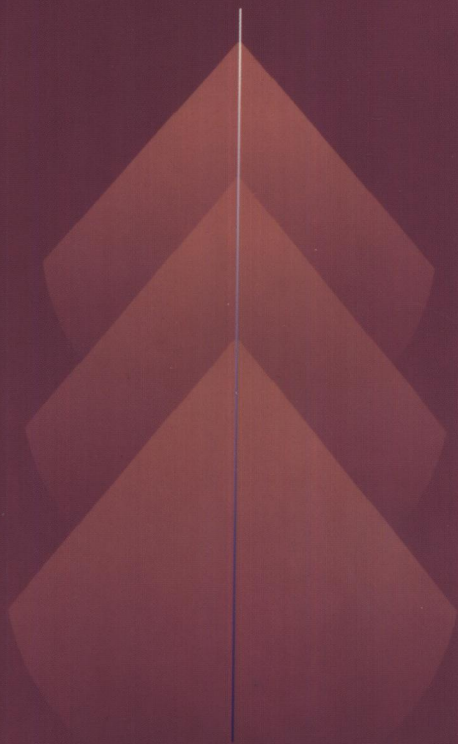


中国 期货市场的 理论与实践

李 强 著



中国财政经济出版社

ZHONGGUO QIHUO SHICHANG DE LILUN YU SHIJIAN

F724.5
L33

227

中 国

期货市场的理论与实践

李 强 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场的理论与实践/李强著. —北京: 中国财政经济出版社, 1999.5

ISBN 7-5005-4100-7

I. 中… II. 李… III. 期货交易—中国 IV. F723

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 04660 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cfec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.625 印张 249 000 字

1999 年 9 月第 1 版 1999 年 9 月北京第 1 次印刷

定价: 20.00 元

ISBN 7-5005-4100-7/F·3726

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

第一章

中国期货市场的总体回顾

中国期货市场建立至今已有八年时间。目前，全国有调整合并后保留的交易所 3 家，经中国证监会和国家工商总局重新注册和登记的期货经纪公司近 300 家。全国各家交易所共有期货交易品种 12 个，涉及粮食、油料、有色金属、建材、热带植物等门类。回顾中国期货市场自组建到发展的历程，可以看出：中国期货市场的基本框架已经形成，期货业作为一个新兴的产业已初具规模。中国期货市场在短短的八年时间内走过了发达国家近百年的路程，取得了令世人瞩目的成就。但是，任何新生事物的成长都是艰难曲折的。作为市场经济高级组织形式的期货市场，是在中国市场体系尚不发达和完善的基础上建立起来的。法规建设的滞后和行业的高速扩张必然引发大量的事端，市场组织者

管理经验的缺乏和期货自身的复杂特性不可避免地会出现诸多问题。世界金融衍生品市场风险迭起的多事之秋也难免影响管理层对市场推进的决心和信心。期货市场一度成为社会舆论关注的中心,各种批评与指责纷沓而至,使期货市场成为中国市场经济框架中问题最多和争议最大的市场。因此,要从理论和实践的結合上对中国期货市场的现状进行研究,进而提出改进与完善的对策,首先必须客观评价中国期货市场建设过程中的成就和问题。

1.1

中国期货市场发展的历程

中国期货市场的成长是市场经济发展的内在要求。随着中国经济市场化进程的推进,中国期货市场的发展经历了以下三个重要阶段:

一、中国期货市场的理论准备与初步试验阶段(1988—1991)

1984年十二届三中全会通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》,中国经济体制改革全面启动。进入1988年,中国经济体制运行中发生了席卷全国、震惊世界的“抢购风潮”,初步昭示了中国市场经济发展与市场体制构造间的内在矛盾。政府和经济理论专家开始深刻反思持续多年的“棉花大战”、“粮食大战”等市场价格剧烈波动的深层次根源。并逐步认识到:没有期货市场的经济运行机制是欠缺的,是难以发挥其科学配置资源的基础性作用的。为适应市场经济协调发展的客观需要,1988年5月,国务院领导作出“研究国外期货市场并结合中国实际制定试点方案”的重要指示。随后,由国务院发展研究中心和国家体改

委联合组建的中国期货市场研究小组在京成立。研究小组经过认真的考察、研究，充分论证了在中国建立期货市场的必要性与可行性，并向政府提交了详尽的可行性研究报告。这一研究成果得到了国务院的充分肯定，并进一步要求结合中国国情制定试点方案。这种试验首先以建立大宗商品批发市场为开端。1990年10月12日原商业部和河南省政府在郑州联合开办中国第一家引进期货机制的全国性粮食批发市场——中国郑州粮食批发市场。1991年6月10日深圳建立起中国第一家以标准期货合约为主要交易对象的有色金属交易所。

二、中国期货市场的试点发展阶段（1992—1994.4）

1992年1月18日，深圳有色金属交易所正式营业。这标志着中国期货市场正式进入试点发展阶段。1992年5月28日上海金属交易所经过长期的准备工作也正式开业，开业仅仅三个月，共交易6种有色金属和生铁29262笔，2924万吨，交易金额高达488.4亿元。随后，苏州物资交易所、南京石油交易所也相继宣告成立。伴随着期货市场的成长与发展，中国期货经纪业迅速崛起。1992年12月22日中国第一家期货经纪公司广东万通期货经纪公司在广州正式开业，同年12月28日，由原物资部、商业部等联合组建的中国国际期货经纪公司也在北京宣告成立。截至1993年底，我国共建成期货交易所数十家，期货经纪公司数百家。在地方利益驱动与缺乏有效监管机制的双重作用下，中国期货市场盲目扩张。截止1994年底，我国共建成期货交易所50余家，拥有会员单位3000余家，开发了近50个可以进行期货交易的上市品种，共有1000余家期货经纪机构相继成立。

三、中国期货市场的规范与调整阶段（1994.5—现在）

期货市场的无序扩张与无节制扩充，导致期货市场违规事件频频发生。为抑制期货市场的盲目发展与过度投机，国务院于1994年5月16日发出了《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》。中国证监会按照国务院关于“规范起步，加强立法，一切经过实验和从严控制”的原则与国务院有关部委组成联席会议，对中国期货市场进行规范。首先，清理整顿期货交易所。将50余家期货交易所缩减为15家。逐一审核交易所的章程和交易规则，指导交易所建立一系列规章制度；清理缩减期货上市交易品种，只批准铜、铝、胶合板、绿豆、橡胶等9个品种在交易所挂牌交易，同时允许少数品种试运行交易。要求期货交易所进行会员制改造，将由部门、地方政府或少数企业出资兴办的期货交易所改造为会员共同出资、共担风险、实行自律管理的非营利性组织。其次，暂停一批品种的期货交易。为配合国家宏观调控和稳定市场政策，1994年以来国家先后暂停了钢材、白糖、煤炭、线米、石油和国债等19个品种的期货交易，制止以中远期合同交易为名的期货交易。最后，清除境外期货交易和外汇按金交易。经国务院批准，中国证监会停止了期货经纪公司开展的境外期货代理业务，停止了各期货经纪公司、非银行金融机构和各类咨询公司开展的外汇期货和外汇按金交易。对期货经纪业务实行许可证制度，一方面停止审批新的期货经纪公司，取消了51家中外合资期货经纪公司的期货业务资格。另一方面对原有的1300多家期货经纪机构重新进行审核，合格者颁发许可证并监督其规范操作，不合格者取消其期货经纪业务资格。1996年，中国证监会遵循“法律、监管、自律、规范”的方针，进一步强化期货市场监管。1996年2月初，中国证监会发出《关于严格

限制期货交易所开设异地同步交易点的通知》，严格限制期货交易所盲目发展异地交易。同年2月23日国务院批转证监会《关于进一步加强期货市场监管工作请示的通知》，规定国有企业参与期货市场只能从事与其生产经营相关品种的套期保值交易，并且要求出具上级主管部门或董事会批准文件。各类金融机构一律不得从事商品期货的自营和代理业务。1996年4月上旬，国务院证券委员会第六次全体会议在京召开，确定1996年期货工作的首要任务是认真贯彻落实国务院批转证券委、证监会《关于进一步加强期货市场监管工作请示的通知》，切实整顿期货市场，进一步遏制过度投机、规范试点。1996年10月初，国务院办公厅批转国务院证券委1996年证券期货工作的安排意见：对于期货市场应进一步明确清理整顿的指导思想，加强对期货市场法规执行情况的检查，地方监管部门及交易所要落实稽查制度，继续搞好对地方监管部门的授权工作，进一步加强期货交易所建设。在1997年继续加强监管的基础上，国务院于1998年9月下发了“关于进一步整顿和规范期货市场”的通知，决定在1998年底以前将全国14个期货交易所撤并为上海、郑州、大连3家，将目前上市运行的商品期货合约减少为铜、铝、天然胶、胶合板、籼米、大豆、豆粕、啤酒大麦、绿豆、小麦、花生仁、红小豆等12个品种；整顿期货经纪机构，一律取消兼营机构的代理资格，适当扶持资信良好，运作规范的大型期货经纪公司；调整期货监管体制，各地地方政府的证券期货监管部门和交易所以中国证监会领导为主；要求进一步加强期货市场的法制建设，尽快出台相应的期货交易管理条例。从这些举措可以看出，中国期货市场的格局在面临又一次重大的调整变化。经过进一步整顿的中国期货市场，将走向规范发展的新阶段。

中国期货市场演进历程表明：中国期货市场的成长具有明显

的超常规发展特征。从时间跨度来看，在不足十年的时间里，中国期货市场跨越西方期货市场百年发展历程，呈现出跳跃式发展态势，以致于芝加哥期货交易所的期货专家威廉·D·格罗斯曼在评价中国期货市场时不得不使用这样的语言：“今天，几乎每一周中国期货业都有重大进展，以致于我们的评论赶不上它匆匆的步伐。”从期货市场成长的起始点考察，中国期货市场的发展与国际期货市场演进的一般规律有些背离，不是从传统的农产品，而是从非农产品的生产资料交易开始的。虽然先期建立的郑州粮食批发市场引进期货交易机制，但是最先按照期货市场交易规则运行的，则是有色金属交易。期货市场的超常规发展一方面迅速弥补了我国传统经济体制的缺陷，并可利用“后发优势”进行跳跃式发展，另一方面也为我国期货市场的规范发展带来隐患。

政府推动是我国期货市场成长与发展的又一显著特征。与美国和其他国家由现货交易商和行业协会自发组织建立期货交易所的模式不同，中国期货市场的建立是国家高层管理机构从建立市场经济体制和解决经济运行过程所存在的实际问题出发，由上至下推动期货市场的组建与发展的。政府出面组建期货市场，有助于节约组织成本，但也极易助长政府对期货市场不应有的行政干预，从而使中国期货市场呈现较强的行政性特征。

中国期货市场的发展在许多方面均体现出自己的独特性，这是由我国的国情所决定的。我国期货市场的发展固然要认真借鉴国际期货市场成长与发展的成功经验，但是也要充分考虑我国的现实国情，否则，我国期货市场的发展必然会受到挫折，必然付出高昂的代价。

1.2

中国期货市场的成就及其积极作用

中国期货市场经过近年来的治理与整顿,逐步进入规范、有序的发展阶段,取得了令人瞩目的成就。主要表现为:

第一,期货市场自律管理与风险控制相应增强。经过了八年的实践,全国多数期货交易所均建立起一套行之有效的自律管理体系,为投资者提供更加稳定的交易环境。同时,期货交易所普遍实行交易头寸限额制、大户报告制、价格涨跌停板制、保证金制、当日结算制、逐日盯市制等,形成了一套贯穿交易全过程的风险管理系统。1995年以后,期货市场的风险管理进一步得到加强,交易保证金的相对提高和风险基金的相对加收,“T+0”交易制度的取消以及对交割仓库的严格管理等,均有效地强化了期货市场的风险管理,进而保证了期货市场的健康、稳定发展。此外,随着中国证监会先后对期货交易所的章程、交易规则和上市品种进行严格的重新审批,期货交易所的有关规章得到进一步完善,增强了期货交易所组织、规则方面的协调性、统一性,进一步促进了期货市场风险控制机制的发展与完善。

第二,期货市场硬件设施实现了现代化。14家期货交易所均装配了先进的计算机和通讯设施,实现了无纸化交易,由计算机系统按价格优先和时间优先的原则,自动撮合成交。交易所实现了行情信息通过卫星和光纤通信网等资信系统及图文电视进行同步传输,同时与路透社、美联社等国际性通讯组织签定了信息发布协议,向全世界发布期货交易信息。有些交易所还利用卫星通讯设备,开展异地远程同步交易。

第三，期货市场软件设施日趋完善。在期货法制建设方面，中国自1993年初开始从事《期货交易法》的起草工作。全国人大财经委于1993年7月成立了《期货交易法》起草小组，先后到美国、香港、英国等国家和地区考察期货立法与期货管理体制，同时召开了多次国际、国内的《期货交易法》研讨会，广泛听取国内专家、期货从业人员的意见和建议，使中国的期货立法工作得以顺利进行。1994年8月，写出《期货交易法（草案）》（第二稿）；1995年9月，写出《期货交易法（草案）》（第三稿），目前期货立法起草工作已进入最后阶段，不久的将来，中国期货市场的基本法——《期货交易法》将颁布实施，中国期货市场制度化、法制化将得以实现。在期货监管机构建设方面，中国期货市场最高监管部门为中国证券监督管理委员会。中国证监会为国务院直属事业单位，下设期货部负责对期货市场进行监督与管理。与此同时，中国期货市场积极寻求国际间的监管与合作。1995年7月4日，中国证监会与香港证监会在北京签订了《有关期货事宜的合作备忘录》，这是中国与大陆外监管机构签署的有关期货市场的第一个协议性文件。在期货行业自律方面，中国于1994年7月成立了“中国期货业协会筹备组”，期货业协会是对期货行业实行自我管理、维护会员合法权益的自律性社团法人组织，其主要任务是宣传、贯彻国家有关法律、法规、政策，沟通期货行业与政府的联系，协调行业内部的各种关系，保障期货交易的公开、公平、公正进行，维护期货业的正常、合法权益，促进期货业的健康发展。

在中国期货市场组织机制日趋完善的基础上，中国期货市场的功能亦得以充分发挥。

一、期货市场促进了中国市场体系的发育与完善

在我国经济体制改革进程中，由于新旧体制的碰撞、摩擦，在体制转换过程中存在许多制度障碍，使得市场化进程的代价高昂，以致市场化不能顺利推进。因此，在依靠市场机制引导市场主体生产、经营和投资行为过程中，建立新型的市场价格形成机制，产生真实、统一、权威的价格信号，使之成为指导企业行为的新的“协调者”，将是体制转换的核心内容。期货市场的功能就在于通过对大量市场信息的摄取和加工，形成具有统一性、超前性、真实性的价格信号。这种信号融合了影响供求关系变化的各种因素，从而能够引导市场主体根据市场变化调整自己的投资决策行为。因此，发展期货市场在中国经济改革的过程中具有重要的现实意义。由于传统的计划经济体制已经瓦解，新的市场经济体制正在构建之中，期货市场的建立与完善，有利于改变新旧体制转换过程中价格形成的混乱和无序状态，促进全国统一的市场体系的形成，加速市场经济体制的建立。

市场体系是具有内在联系的经济体系所组成的一个多要素、多层次的经济系统。期货交易作为一种远期的标准合约的交易，它拓展市场的时间范围，克服了现货市场交易的时间约束。同时，通过价格辐射拓宽了市场的空间范围，弥补了现货市场空间不足的缺陷，使市场交易在广阔的时空范围进行，克服了现货市场时空约束。此外，期货交易创造了一个集中的信息市场，并对市场信息进行汇集、加工、整理，弥补了中国现货市场信息不对称，市场不完全性和价格瞬间均衡的缺陷。因此，期货市场的发育与完善是市场体系培育与发展的内在要求，它使中国市场体系趋于完备和成熟，形成现货市场与期货市场相互匹配，商品市场、生产要素市场、期货市场协调发展的新市场格局。

在市场体系的培育与发展过程中，塑造真正的市场主体已成为中国市场体系建立与完善的关键。企业作为市场体系的构成细胞，必须根据市场信息的变化进行经营决策，才能成为自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展的市场主体。因此，在市场经济条件下企业经营活动需要接受市场信号，但其并不是从单分散的企业交易活动中去收集信息，而是主要依据能够集中反映市场供求关系及其趋势的权威价格。期货市场在公开、公正、公平的基础上通过集中大量的供求信息竞价产生的权威价格能够满足企业这一内在需求，并且最大限度地降低了交易成本。此外，市场体系的相对稳定是保障市场经济高效运作的前提。作为提高市场运作效率，回避市场风险的避险工具和手段，期货市场以其分散、转移风险的功能，对平抑市场波动、稳定市场运行、创新市场制度具有良好的示范效应，为市场主体规避价格风险、稳定生产经营创造良好的避险条件，进而促进中国市场体系的发育与完善。

在经济体制的转型过程中，市场制度的建设是市场机制发挥其对资源配置基础性作用的重要保障。期货市场是一个高度制度化、规范化的市场，其运行的保障体系相当严密。期货市场所建立的保证金制度、风险分层次控制制度、无负债清算制度、违规惩处制度等一系列市场制度，对中国市场体系中的制度建设有重要的启示作用和示范作用，有助于推动中国市场体系的构建和完善。

二、期货市场有助于国家对经济运行实施有效的宏观调控

政府为实现国民经济发展战略目标，必须拥有健全的市场体系。期货市场作为现代市场体系的重要组成部分，有助于国家对经济运行实施有效的宏观调控。具体体现在以下三个方面：一是

期货市场对现货市场有指导作用，为政府宏观调控和政策的制订提供了一定的参考依据。期货市场对现货市场最直接的作用是期货市场形成的超前性、真实性和权威性价格可以使商品生产者和经营者及时调整生产经营策略，防止生产商盲目生产和销售商盲目购进，从而促进生产要素的合理流动与科学配置。事实上期货市场已为国家宏观经济政策制订提供了一定的参考依据。1995年国家指令性有色金属分配计划中的2万吨“待定价”铜就是由中国有色金属工业总公司按上海金属交易所1995年4月份第一星期实物交割价的加权平均价下浮10个百分点来予以计算的。

二是期货市场可以有效地调节市场供求，有助于国家抑制物价非正常波动。在我国传统的单一的市场条件下，由于现货价格调节的滞后性，现货市场商品价格和产量经常出现周期性波动。政府对于市场因供求突发性的逆转而引起价格的巨大波动，往往只能采取直接控制商品价格，甚至通过配给手段来限制市场供求等办法来进行调控。实践证明，运用配给和管制手段调控经济运行，经常导致资源配置效率损失。在市场经济体制下，价格波动频繁，政府难以承担起价格变动所造成的巨额风险，必须通过健全的市场体系来分散、规避风险。期货市场对未来市场价格具有真实、准确的超前预测，通过对市场供求的均衡调节，可以有效抑制价格非正常波动。具体地说，当期货价格发生变化时，生产者可根据期货价格提供的关于下一生产周期市场供求情况的预测，决定下一生产周期的生产规模和产品结构。当供给调整期结束后，生产者在市场上增加或减少的供给量就会与现货市场现实需求量大致相同，从而使市场供求基本平衡，抑制市场价格超常波动。我国期货市场虽然刚刚起步，但是政府已开始考虑通过期货市场对我国经济运行实施宏观调控。1994年2月底，由于食糖减产、储备不足、国际市场糖价变化等因素的影响，国内食糖现

价持续上涨,到3月初突破每吨3600元的历史最高价位。政府为平抑食糖价格,一方面组织产区的生产商和经营部门在期货市场上抛盘压价,一方面在产销区增设实物交割定点仓库,让更多的套期保值者参与市场,抑制市场的过度投机。仅短短半个月,食糖期货价格平均每吨下滑500元,现货价格从每吨3600元降到3450元,到3月下旬已回落至3300元,从而保持了市场的稳定。据测算,在相同食糖市场条件下,为达到平抑市场物价的目的,在现货市场和期货市场投入资金的比例是8:1到12:1,即在现货市场需要投入8—12元的资金和商品,而通过期货市场只需投入1元即可达到预期目标。由此可见,通过期货市场的超前调节,可以有效地克服现货市场价格失真、滞后调节引起的问题,使得未来市场上的供求在期货市场的调节下大致处于均衡,从而有效地平抑价格非正常波动,并在一定程度上降低政府宏观调控成本。三是期货市场可以对宏观经济运行进行超前预警,有效克服政府宏观调控的滞后性。期货市场具有反映宏观经济运行状况的功能,它能敏锐地对影响经济运行的各种要素的变化以价格形式加以反映,具有对国民经济运行的超前预警作用。由于期货交易是通过对大量信息进行加工,进而对远期价格进行预测的一种竞争性经济行为,因此其形成的未来价格信号实质是反映多种生产要素在某一时期的变化趋势。一方面它是目前生产要素变化状态的表现,另一方面它又是经济运行的超前指标。政府可以依据期货市场的信号来确定和调整宏观经济政策,从而改变单一现货市场价格信号不准确所造成宏观调控政策的滞后性。在传统的计划经济体制下,在只有现货市场而无期货市场的完善的市场体系中,现货市场价格是政府赖以调节供求的唯一决策依据,但由于现货市场价格所反映的是现在某一时点上的市场供求情况,据此作出的决策用来指导未来的生产经营或产业结构调整,

难免会造成下一阶段市场供求的失衡。这种宏观调控的滞后性使一些商品的供求不断失衡,价格不断背离价值而上下波动,从而带来社会生产的盲目扩张或收缩,造成社会资源的极大浪费。我国在80年代末出现的“粮食大战”与政府宏观调控滞后密切相关,导致社会资源的虚置与浪费,给国民经济运行造成难以估计的巨额损失。期货市场集中了现实和未来的市场信息,形成了真实、准确而权威的市场价格,这种价格不仅从微观上影响企业的决策,也必然会成为政府实施宏观调控的重要参考。

三、期货市场的价格发现与套期保值功能得到了尝试性发挥

郑州粮食批发市场自1991年3月22日第一笔1000吨小麦远期合同诞生以来,远期交易已占其交易总额的1/3以上,郑州期市价格已开始对全国某些粮食价格起影响作用。上海金属交易所形成的中、远期报价,已作为“权威价格”取代了以往的国家定价,在中国生产资料市场显示出较强的市场导向功能。世界各国的金属生产商、贸易商亦十分关注上海交易所有色金属价格,认为上海有可能继伦敦和纽约之后,成为远东第三大金属期货交易中心。同时,期货市场的套期保值功能亦得到了较好的发挥。期货市场电解铜、重熔铝、胶合板、天然胶、大豆、绿豆、豆粕、小麦、玉米等期货交易品种,市场成交量不断扩大,市场流动性增强,为诸多相关企业提供了回避风险的良好市场条件和交易环境。

四、期货市场推动了中国经济体制的制度创新,提高了市场运营效率

西方经济学认为:任何市场组织制度的变迁,均取决于对市场运营效率的改进程度,而交易成本则是决定市场运行效率的关

键因素，新型交易方式和市场组织制度创新，有助于降低交易成本。1937年英国经济学家科斯在《企业性质》一文中，首创交易成本理论。科斯否认传统学派市场无成本摩擦假说，认为市场运行是有成本的。交易成本理论将交易成本概括为在不完全市场条件下，经济制度的运行成本或经济运行中的摩擦成本，主要包括谈判、签约、监督执行和维护交易协约的费用，这些费用可具体归纳为三项成本，即契约成本、信息成本和风险成本。期货交易作为商品交易的高级组织形式，其独特的制度安排，有助于降低交易成本，提高市场运行效率。

首先，期货交易可以降低契约成本。期货交易是一种集中交易，可以降低现货市场分散的一对一交易寻求交易对象所产生的收搜成本。期货交易是标准化交易，从而减少个别谈判中的磋商成本。期货交易的统一结算和交割制度，更进一步减少了履约的控制成本，进而节约了契约成本。

其次，期货交易可以降低信息成本。期货市场形成的价格囊括了过去、现在和将来的各种信息，具有综合性和权威性。期货市场这种价格发现功能使期货价格成为高度浓缩的市场信息，其价格形成所耗费的成本很低。在信息传递方面，期货价格信息通过公共媒体广为传递，具有公益性和时效性，其信息传递成本很低，从而节约了信息成本。

再次，期货交易还可以降低风险成本。期货市场具有规避风险功能，是风险转移和风险再分配市场，可以降低经济运行中的风险成本，促进市场经济的稳定发展。

理论分析表明，期货市场的创建，有助于推动中国经济制度创新，相应节约经济运行进程中的交易成本，从而对中国经济发展作贡献。中国期货市场的运作实践也证明了这一点。