

Practice and Probe
on Futures Market

期货市场

的实践与探索

主 编：何国庆 钟福棠 汤庆荣
副主编：乐秀涛 胡 政 程金洪 滕家伟

学林出版社

主 编：何国庆 钟福棠 汤庆荣
副主编：乐秀涛 胡 政 程金彪 廖家伟

期货市场 的实践与探索

学林出版社



期货市场的实践与探索

主 编——何国庆 钟福棠 汤庆荣

副 主 编——乐秀涛 胡 政 程金洪 滕家伟

责任编辑——李晓梅

封面设计——周剑峰

出 版——学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)

电话:64515005 传真:64515005

发 行——新华书店上海发行所

学林图书发行部(文庙路 120 号)

电话:63779027 传真:63768540

印 刷——上海天华印刷厂

开 本——850×1168 1/32

印 张——9.75

字 数——250000

版 次——1998 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

印 数——2000

书 号——ISBN7—80616—593—2/D·17

定 价——18 元

不辱使命 上下求索

(代序)

“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索”，这句中华民族精英古老的呐喊，强烈地震撼着一代又一代有抱负的中国人的心灵，驱使着多少志士仁人为之奋斗终生，中华民族之所以生生不息、自强不息，是因为她的优秀儿女不甘落后，一心为中华崛起而求索。

我国正在进行着前无古人的现代化建设和体制改革的伟大事业，尤其是建立社会主义市场经济新体制，无现成的经验可以照搬，处处需要借鉴、研究、创新。伟大的革命先行者孙中山先生当年深谋远虑，出于民主革命，建立市场经济国家的需要，首倡在上海建立证券、物品交易所，开我国期货市场之先河，后因二次大战而夭折。改革开放之后，国务院从建立社会主义市场经济新体制，促进经济现代化的高度出发，决定进行期货市场试点，期货市场与现货市场共同组成一个完整的市场，期货市场由于有形成价格的功能而成为市场经济体制运行的核心，又由于现代金融衍生工具的迅速发展而成为跨世纪的国家民族竞争的一个重点。体制改革，我们要构筑新体制的基本框架，必须尽快建立一个良好的价格形成机制，健全期货市场；对外开放，我们必须抢占 21 世纪的制高点，把我国建成世界上第三个期货交易中心，把我国的交易所建成世界性的价格形成中心，才能与下一个世纪使我国成为世界经济强国的地位相称，要出色地完成这些历史使命，需要几代人的艰苦探索。

中国的期货市场是在双轨制的条件下艰难起步的，它出生的环境一方面有生存发展的沃土，即随着市场经济的份额逐渐扩大，条件越

来越宽松,生长发展有无限的空间;另一方面有旧体制的重重制约,使之举步维艰,每前进一步都要克服旧体制的“条件”困难。但她从出生那天开始,就是改革发展的产物,她不仅有着顽强的生存能力,而且从8年的实践来看,有着行业自我发展、自我完善的特点。

期货市场之所以有自我发展完善的特点,是因为:(1)她是一个自我监管为主的行业,与其它行业不同,她有自己行业规则和业内惯例,随着市场的发展,这些规则经过实践会逐渐补充、完善;(2)期货业的组织构造与其它行业不同,她由会员制的交易所、期货经纪公司、交易者为主体组成,是个金字塔构造,每一个环节都是风险管理和自律的环节,它的构造和组成部分的行为决定了她在发展中会不断自我完善;(3)期货市场有公开性、公平性、公正性,集中竞价交易,若有一些发展中的问题,会突出地表现出来,容易有错必纠,且不能拖延;(4)从业人员是众多行业中平均学历、智商较高的行业,吸纳了众多知识分子精英,人员素质决定了容易使该行业有自我完善的能力。以上几个原因,归结起来,就是该行业每前进一步都会自我反省,自我检讨,业内研究之风盛行,使期货业有着旺盛的生命力。

《期货市场的实践与探索》一书就是这样的一个范例。该书的作者理论结合实际,站在一定的理论高度,运用丰富的实践经验,有针对性地结合我国试点中出现的一些问题,进行了深入探讨,是一本开卷有益,读后回味无穷的好书。作为一个早期的期货理论研究者,掩卷感慨不已:有探讨,才会有进步;有研究,才会不断完善自己;理论与实践结合,才能有的放矢,不浮不空;理论先行,勤于探索,才会使期货业真正地繁荣昌盛。

兴奋之余,写一点感想,是为序。

常 清

一九九八年九月三日于北京金融街

前 言

期货市场是现代市场经济的不可缺少的组成部分。中国的期货市场自建立以来特别是经过近几年的规范整顿,已经在不同的程度上发挥了它的作用。它的不可替代的功能也为越来越多的人所认识。但从总体上看,由于目前我国的经济和法律环境还很不理想。期货市场各方面的参与者还相当不成熟,管理缺乏知识、经验和手段,因而,处于试点阶段的我国期货市场出现过不少问题,甚至是比较严重的问题。对此,我们只能面对现实,采取堵和疏相结合的清理整顿和积极利用的方针。有鉴于此,我们深感在经历了勇于探索,敢于实践之后的今天,需要业内人士勤于思考,善于总结这几年所遇到的问题,并提出解决这些问题的办法。《期货市场的实践与探索》一书就大家共同关心的许多理论和实践问题进行比较全面、深入的研讨,以寻求中国期货业健康发展的道路。同时,也为中国期货市场建设的历史留下一点开拓者的痕迹,这也是规划编撰本书的目的所在。

本书由三大部分内容即综合理论、专题理论和实务研究组成,共收集文章 31 篇,课题报告 6 篇,均为我国部分期货业人士近几年的实践和探索所得。其中综合理论主要是探讨中国期货市场发展中的一些重大理论问题;专题理论基本上是研究期货市场中的—些专门理论和课题,而实务研究则从另一侧面探索期货市场的运行和操作。

当然,由于作者的认识程度不同,期货市场在发展的同时也不断提出新课题,本书收辑的文章也存在一些粗糙之处。但瑕不掩

玉,从本书许多文章中,我们仍不难时时发现一些灿烂的思想火花,其中一些观点、建议和课题已引起有关方面的关注或接受。这正是我们编者感到欣慰的地方,也是我们大力推荐本书的理由所在。

编者

一九九八年九月

目 录

序	常 清 1
前言	1
论国家经济安全与期货市场的关系	钟福棠 1
抓住有利时机,规范发展中国期货市场	何国庆 8
试论中国期货市场的规范与重组	汤庆荣 陈振平 13
中国期货业面临的问题与对策	滕家伟 22
简论我国交易所会员制组织形式及如何建立与完善	乐秀涛 程金洪 29
规范管理是商品期货交易所生存发展的关键	汤庆荣 程金洪 35
上海期货交易所的发展回顾及完善建议	金人杰 39
期货市场是政府调控粮食流通的好场所	何国庆 48
我国金融衍生市场发展前景展望	王柏松 52
世界期权市场及期权价格理论的发展	陈振平 57
试论产业组织理论在期货业中的运用	焦必方 顾忠国 68
浅议期货业的社会经济效益与社会经济成本	李 辉 77
试论期货市场的价格决定	殷晓峰 84
论动态套期保值	陈振平 94
套期保值理论在天然橡胶行业的应用	周文俊 滕家伟 102
漫谈期货市场风险控制的规律	胡 政 110
保证金——控制期市风险的最佳参数	周大成 117
完善交易规则是控制市场风险的首要途径	谢 莎 123

国产胶合板进入期货市场的问题研究及方案设计

.....	乐秀涛 陈易良	129
关于 $\phi 6.5$ 毫米线材重新进入期货市场的思考	程晓鸣	138
建立新型期货交易编码管理体系的探讨 ...	黄 玉 曾祥龙	143
仓单转让交易的分析与研究	高强华	155
对抵押充抵保证金的思考和议	朱 薇	160
试论资金快速汇划在期货交易中的作用及方法		
.....	张振兴 华国强 莫依华	167
期货交易信息管理办法研究	杨润中	173
异地交易模式的方案比较	龙英平	180
关于建立交易所卫星通信主站的考虑及建议	龙英平	186
关于期货交易中若干问题的法律思考	王德华	190
期货市场的发展呼唤法律保护	陆 丰	199
稳定的投资公司和投资资金是证券期货市场稳定的基础		
.....	杨润中	203
对期货经纪人的地位和作用的认识	高强华	209

课题报告:

期货交易所会员制制度研究	朱国华等人	215
上海期货结算机构问题研究	胡 政等人	235
期货市场做市商制度研究	朱国华等人	248
期货市场风险监控指标体系研究	褚珏海等人	273
在商品期货交易所恢复国债期货试点研究	沈建新等人	282
关于上海进行股票指数期货交易试点研究	沈重英等人	295

论国家经济安全与 期货市场的关系

钟福棠

当今世界,由于全球经济一体化进程的加快,影响国家安全的因素,已呈现超越军事对抗的特点。随着知识经济浪潮席卷而来,掠夺他国财富的方式,已由过去飞机加大炮式的战争侵略,演变成电脑屏前的几个琴键操作,其隐蔽性、破坏性更强,东南亚诸国积蓄了 10 多年的 2 万多亿美元财富在金融风暴中丧失殆尽,就是典型一例。尤其亟待关注的是,包括日本、印尼、泰国在内,因一国经济的剧烈震荡而引发政坛事变、人事更迭已有多起。因而在开放经济的条件和环境下,一国的经济发展如何保障其安全性,则更显其重要性。

笔者认为,国家安全不是抽象的,而是体现在一系列市场机制建设和多种国际、国内经济关系中。本文拟就国家经济安全与期货市场两者之间关系作一番探讨,以期抛砖引玉。

经济安全是国家安全的前提与核心

苏联东欧剧变后,世界格局发生重大变化,经济因素在国际关系中日益发挥主导作用,争夺 21 世纪经济资源已成为各国发展战略的首选目标。在影响国家安全的因素中,经济安全性已成为国家安全的首要前提与核心。早在多年前,我国领导人就高瞻远瞩地指出“落后就要挨打”,具体地阐明了发展经济与国家安全的密切关

系。

所谓经济安全,主要是指冷战结束后,一国的国民经济运行秩序处于良好状态,既能保持一定的速率增长,又能够经受起自然灾害、通货膨胀以及周期性经济起伏的影响。

从地域界线来划分,经济安全可分为国内经济安全与国际经济安全两部分,国内经济安全是指国民经济发展具有抗风险能力,其运行始终处于稳定、均衡和可持续发展的正常状态;国际经济安全则是指一国经济发展所依赖的国外资源和国外市场的稳定,应避免他国供给中断或价格剧烈波动而产生对本国市场、本国企业的突然打击。

从经济主体来看,笔者认为,经济安全又可分为金融市场安全、商品市场安全以及人力资源市场安全等。

1. 金融市场安全。金融是现代经济的核心,亦是商品经济的最高表现形式,事关国家经济命脉。在现代经济中,资本往来与投资已成为国与国之间关系的重要纽带。据世界银行统计,每天有9万亿美元参与国际金融及其衍生品交易,其中80%资金为国际游资,对一个外汇可自由兑换的国度而言,加强金融市场监管及风险监控,已成为各类经济活动的重中之重。

2. 商品市场安全。参与国际贸易是国家对外关系的表现形式之一,由于经济资源的分布不均,造成国与国之间的综合国力亦不尽相同,如何通过价格这一形式来保护本国资源不受侵犯及资源优化利用,亦成为世界各国经济学家们的共同话题。

3. 人力资源市场安全。劳动力是一种商品,如何满足充分就业,保持薪水的持续增长,避免因劳资纠纷而引发的社会动荡对一国经济的破坏性影响,保持社会稳定,是一国经济安全得以实现的前提。

市场机制建设是国家经济安全的“基石”

江泽民同志在《什么是社会主义市场经济》一书序言中指出：改革的实践告诉人们一个真理，一旦脱离以往的计划经济体制，在国家的宏观调控下，真正发挥市场机制在资源配置中的基础作用，社会主义经济就能焕发出新的生机和活力。

毫无疑问，中国经济运行的安全性，亦必然要体现在较为完备的市场机制建设上，以充分发挥“基石”的作用。

改革开放 20 年来，中国的市场机制建设取得了举世瞩目的成绩：

1. 金融市场方面。我国先后组建了中国外汇交易中心、资金拆借市场、证券市场、保险市场以及央行再贴现中心等多种类型的资本市场。

2. 商品市场方面。从郑州第一个粮食现货批发市场算起，全国已建立几千家生产资料市场和消费品市场。

此外，我国还开办了信息市场、专利市场以及劳动力市场等。

毋庸讳言，正因为金融市场的确立，使得政府在加强宏观调控时，避免了计划经济时代所通常采用的行政干预的办法，而能够从容地运用财政政策和货币政策影响经济运行方向，达到政府预期目的。

在开放经济条件下，如何使涉及国计民生的重要资源配置达到最优化？笔者认为，政府在运用经济政策干预的同时，更要擅长运用市场机制来调节，通过期货市场的设立，为企业提供规避风险的场所，从而达到国家经济稳定运行的目的。

众所周知，在现货市场上，由于价格信息传导功能的作用，生产者和经营者在判断信息上有一个不可避免的“时滞”。当某种商品的价格上升时，生产者一般会增加这一商品的生产，并吸引更多

人加入这一生产领域,这就会扩大这一商品的社会供应量,由于供过于求又导致价格下跌,造成从事这一行业的生产经营者亏损,促使这部分生产者从中分离出去,此后,这一商品的价格又恢复原先的弹性。这一价格现象就是著名的“蛛网理论”,其产生的根本原因,诚如诺贝尔经济学奖获得者萨缪尔森在他著名的《经济学》专著中指出的那样:“商业活动充满了风险和不确定性”。萨氏认为“经济生活中存在着种种不确定因素,因而,商品价格在不同时期就呈现不同弹性”。

在现实生活中,由于经济运行中的“不确定性”或叫“不可预期性”,我们又付出了怎样的代价呢?以粮食为例,据有关部门统计,从1980年至1990年10年间,由于我国粮食产量和价格剧烈波动,给国民经济带来巨大的资源配置效率损失,其中小麦的效率损失额为212.65亿元,玉米为181.46亿元,大米为867.17亿元,三个主要粮食品种效率损失总额达1261.28亿元。专家测算,中国粮价如减少5%的价格波动,则全社会每年可增加社会总产值370亿元。这是一个多么惊人的数字呀!

由于受需求和供给两大因素影响,在开放经济条件下,商品价格不可能一成不变,价格运行一旦向不利方向发展,企业及其经营者当然需要一个规避价格风险的场所,这是现货交易发展到高级阶段时的必然要求。这种市场形式在国外早已有了成功经营的范例,亦即通过期货来规避价格风险。

期货市场本身就是知识经济的产物

任何商品价格的运行,只要在市场经济下,都摆脱不了“蛛网效应”的影响,国内商品价格是这样,国外商品也是这样。例如,三年前,由欧佩克组织提供的每桶石油价格是30多美元,这一行市刺激了石油供应商,导致过量开采。由于供过于求,时至今日,每桶

石油只值 11 美元左右,使得中东国家的地下石油储备贬值了 70%。所幸的是,由于在纽约和新加坡等地开设了原油期货交易,这一价格急剧贬值的风险,最终花了三年的时间,被分散到了世界各地大大小小的油商身上。倘若没有期货交易这一交易机制作保障,中东国家或企业经营组织,无论如何也受不了石油价格的如此打击。再比如 10 年前,世界黄金价格每盎司为 700 美元左右,而按照 1998 年 8 月 7 日纽约市场报价只有 286.6 美元一盎司,其间的价差风险,亦正是通过黄金期货交易市场,转嫁到了世界各地的“金商”身上。

据了解,为了应对瞬息万变的世界风云,目前国际社会已设立了若干个期货交易中心,如美国芝加哥是全世界农产品期货交易中心,伦敦是世界金属交易中心,纽约则是世界石油及其制品的交易中心。不仅如此,世界金融交易及其衍生品交易更是如火如荼。每天的交易额已达到 9 万多亿美元,随着知识经济时代的到来,多种金融工具的创新与运用已层出不穷。

笔者认为,期货市场的出现,本身就是知识经济的产物,它说明人类对价格的认识,已由必然王国走向自由王国。

著名期货专家格罗斯曼认为,近十多年,西方国家的某些重要商品如铜、石油等资源价格之所以能在暴涨暴跌的情况下,经济运行始终处于均衡状态,这与期货交易的市场机制有关。由于人们的价格心理预期作用,促使“不确定性”引起的价格振幅反而趋小,因而经济震荡亦得以趋缓。

80 年代后期,随着改革开放不断深化,计划经济逐步解体,分散决策的生产体制与传统的商业流通体制发生尖锐矛盾,商品多时卖难、少时买难,供求关系扭曲,价格波动剧烈,各种商品大战此起彼伏,涨多跌少的循环反复出现。为了解决价格调控的滞后性问题,满足供求双方在组织生产和销售时对远期价格信息的需要,各

地筹建期货市场呼声甚高。

我国从 1992 年正式开始筹建和运作期货市场,如今全国已有 14 家期货交易所,作为市场经济的表现形式之一,期货交易作为金融市场的重要组成部分,正在我国的经济生活中,逐步发挥其应有的积极作用。随着我国期货市场重组和兼并浪潮的推进,笔者相信,中国的期货业发展,其市场规模以及品种数量,都将面临一个质的飞跃。

“有用性”是中国期货市场的生存基础

从上海金属交易所推出中国第一个标准合约算起,期市已历经六七年的发展,作为一种金融行业,每年以将近 10 万亿元成交额的业绩,独立地成长起来。但与证券市场相比,众所周知,它的脆弱性也显而易见,以致国家前几年不得不忍痛“暂停”国债期货。

要探索期货市场在中国市场生存和发展的真谛,其关键是,既要顺应期货交易本身的特点,按期货交易内在规律办事,同时,亦要结合中国的国情。

笔者认为,要显现期货交易“价格发现”和“套期保值”的两大功能,就首先必须要实现期市及期市品种的“有用性”功能。这一论点的提出,将较好地解释中国期市目前所面临的种种难题。

期市的“有用性”主要表现在:

第一、期市的设置,应着眼于维护国家经济安全,一切有碍经济秩序稳定的市场交易行为,当在禁止之列;

第二、期市品种必须是涉及国计民生的重要资源,在市场经济条件下,其品种是政府确需“价格信号”来作为宏观决策依据的,对维护经济安全有帮助;

第三、“价格信号”得到政府及社会公众认可,包括该品种所涉及到的行业认可;其次,“价格信号”能为经济安全运行提供服

务,如较好地配置资源等。

笔者认为,强大的经济实力是国家权力和军事力量的保障。经济是否发展、综合国力是否增强本身就是国家是否安全的一部分。因此我们要大力发展社会主义市场经济,通过各种市场机制的建立和建设,为经济发展提供配套服务。就此而言,期货市场建设与国家经济安全的关系密不可分,期货市场作为“价格保险”市场,在人类的经济生活中,将越来越显现其重要性。

(一九九八年八月)

抓住有利时机，规范 发展中国期货市场

何国庆

党中央、国务院对经济体制改革的重大决策，为迈向 21 世纪的中国指明了前进的方向，也为中国期货市场的长期规范与发展创造了有利的时机。这里，我想结合中国期货市场的发展现状，谈几点体会及看法。

一、当前中国期货市场规范与发展的有利时机

党的十五大的报告，尽管没有直接提到期货市场的规范和发展问题，但经济体制改革的许多方面是与期货市场密切相关的，这也在客观上为中国期货市场的发展创造了一定的有利条件。

1、生存权有了保障。

“建立比较完善的社会主义市场经济，保持国民经济持续快速健康发展，是必须解决好的两大课题。”期货市场是市场经济体系的有机组成部分和高级形式，建立比较完善的社会主义市场经济体系，同样必定包含了期货市场这一市场组织形式。我国迈向 21 世纪的经济发展模式的确立，使中国期货市场的生存权有了保障。

2、充分发挥期货市场的功能有了有利的环境。在加强国民经济市场化进程中强调继续发展各类市场，着重发展资本、劳动力、技术等生产要素市场，完善生产要素价格形成机制。期货市场本身既是要素市场的重要组成部分，也是发现价格的场所。要进一步发