

常清◎著

中国期货市场理论奠基人之一
中国早期期货交易所设计者之一

2004年搜狐网首届「中国期货市场十大风云人物」排名榜首

常清教授创新力作

期货市场

前沿理论探讨

Futures Market



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



| 常清◎著

期货市场 前沿理论 | 探讨

Futures Market



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书以探讨中国期货市场的发展规律为主线,集中讨论了几个事关中国期货市场命运的理论和现实问题,提出了“中国定价中心论”,探讨了中国期货市场成为与欧美并驾齐驱的定价中心的现实道路;从我国理论界一些对期货市场发展影响重大的理论误区入手,全面展开对这些问题的讨论,力求从指导思想上为我国期货市场的发展扫清障碍;对我国期货市场的现实运行和管理体制进行了具体化的研究,深刻剖析了当前存在的体制性弊端,并开出了处方;讨论了我国上市金融期货的现实选择。本书是一本关于中国期货理论与前沿问题的宏观著作。

图书在版编目(CIP)数据

期货市场前沿理论探讨/常清著. —北京:机械工业出版社, 2005. 8

ISBN 7-111-17183-7

I. 期… II. 常… III. 期货市场—研究—中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 092186 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑:郎世溟 责任校对:肖新民

封面设计:黑启栋 责任印制:陶湛

北京铭成印刷有限公司印刷

2005 年 8 月第 1 版·第 1 次印刷

1000mm×1400mm B5·5.5 印张·1 插页·150 千字

定价:19.80 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68326294

封面无防伪标均为盗版

前言

期货，这个经济学术语已是人们耳熟能详的了。然而，人们大多是“横看成岭侧成峰”，笔者也走过了同样的道路，从不同的角度看则会有不同的认识。最初从价格改革、企业改革的角度看，它有着形成价格、套期保值的功能；后来从确立市场经济体制、国民经济总体运行的角度看，认为它可以形成公正价格、合理配置资源，并能分散化解国民经济运行中的系统性风险；如今从经济国际化、中国正在成为经济强国的角度看，将我国建成一个世界性的期货交易中心还有另外的作用，那就是作为发展中国家的大宗商品定价中心，将会真正地反映“中国因素”，改变 20 世纪形成的殖民价格体系，对于中国走向经济强国之路是不可或缺的，也可以说，中国如果不能成为世界性的定价中心，将永远是一个低端的来料加工工厂，永远只能出卖廉价劳动力，而高附加价值的贸易和金融领域也永远和我国无缘。

从 21 世纪初开始，我国的经济增长开始成为世界经济增长的动力之一，国际上先是“一枝独秀论”，后来又出笼了“饿虎论”。国际市场上将“中国因素”炒得沸沸扬扬，只要是我国进口的产品，其价格都“创历史最高纪录”，并且最后一单都是中国人在买，如石油，价格在 10 美元时，邻国日本大量买入保值，我国三大石油公司则是想办法出口换汇；到了 50 美元以上，则大量进口，“保证国民经济运行”将全世界经济增长的能源成本几乎都给付了。可我国出口的产品，大多在“竞争性降价”，加工利润微薄得可怜。



在金融市场上情形也差不了多少，我们还没有这方面竞争的经验，如好不容易外汇储备赚了 6 500 多亿美元，可美元又贬了 30%，又用其购买了美国国债，市场价也下降了近 20%，真实财富的相当一部分灰飞烟灭了。又如国内办了证券市场，可不设股指等大众的价格形成类产品，倒是国外纷纷开设中国股指交易，慢慢地将演绎出中国的大宗产品在国外市场上定价的格局。

时不我待，忧心如焚。作为我国期货市场的创始人之一，笔者无时无刻不感到历史使命的沉重；同时作为一名学者，近几年来也在不断地追踪研究以下几方面的问题。

首先，笔者不断完善自己 20 世纪 90 年代中期提出的中国应成为国际定价中心的理论，从中国成为国际期货交易中心的意义到如何建设以及其中的理论基础进行了探索。

其次，就期货市场发展中的一些重大理论问题的争论，涉及到如何发展市场的指导思想问题，笔者有针对性地进行了研究。

第三，笔者对期货市场发展中的一些普遍性、规律性的问题进行了探讨，并侧重于期货市场本身的体制和结构。

第四，关于金融期货问题的研究，侧重其必然性和当前研究中的一些重大误区。由于我国尚未上市此类品种，在试点时期只有国债一个品种，因此，未涉及其运行规律的研究。

简单勾勒几笔，算是提供一个笔者研究问题的线索，希望会有更多的同行一起深入探讨这些问题。

常 清

目 录

前 言

第一部分	中国的国际定价中心论	1
·	一场新的世界经济大战	3
·	亚洲的时代与中国期货市场的建设	9
·	中国期货市场发展的战略目标、步骤和措施	15
·	正确理解品种分工和时区分工的理论	29
第二部分	期货市场运行规律探讨	33
·	期货市场的运行规律与中国特色	35
·	期货市场发展亟需走出的几个理论误区	47
·	关于期货市场几个理论问题的探讨	61
·	期货市场的经济学定位	69
·	期货市场的风险控制	75
第三部分	期货市场发展研究	81
·	发展是主线规范是手段 ——试析我国期货市场规范与发展的关系	83
·	2004 年中国期货市场回顾与展望	87
·	机构投资者入市提高市场运行质量	95
·	要从体制改革的大背景评判巨量交割	99
·	中国期货市场进入创新发展的新时期	103



·	中国期货经纪业该向何处去	111
·	呼唤真正的期货经纪公司	119
·	粮改市场化与发展期货市场、健全宏观调控	121
·	美国棉花期货市场考察报告	127
第四部分	金融期货问题研究	135
·	金融革命时代的来临与我们的现实选择	137
·	发展期货市场将终结庄家时代	147
·	关于股指期货研究的十个理论问题	155
后 记	江湖之远	167

--	--	--	--	--	--	--	--	--

A black and white photograph showing a dense urban street scene. In the foreground, there is a park area with a low stone wall and some trees. The middle ground is filled with tall, multi-story buildings, likely apartment complexes or commercial buildings, with many windows. The background shows more buildings, including a tall, slender skyscraper. The overall atmosphere is that of a busy city environment.

一场新的世界经济大战

加入 WTO 之后，我国的对外经济依存度提高到 60% 左右，作为一个新型的“世界工厂”，每年大量进口能源、原材料和输出商品，因此，受国际商品价格的变动和重要货币价格的变动影响非常大。从近些年的情况看，由于我国的一些经济主管部门和国有大型企业不适应国际化的市场变动，在金融和贸易领域的损失触目惊心。认真学习胡总书记关于“居安思危”的论断，有必要从战略的高度来研究这些新的经济现象。

目前，我国的外汇储备绝对额已达 6 500 亿美元，由于美元价格的变动已贬值 30% 左右，同时，我国的外汇大部分用于购买美国国债保值增值，而美国国债的价格又下降了 20% 左右，按市值计算，我国的外汇储备损失已经过半。2001 ~ 2002 年，当美国大豆进口价格在每吨 1800 ~ 1900 元左右时，我国限制大豆进口；到了 2003 年，大豆价格达每吨 4 000 元时，我国大量进口，国内榨油厂在美国大豆价格最高时大量买入。据国内专家测算，2003 ~ 2004 这两年，仅在大豆贸易上的损失按均价算，每吨多支付 1 500 元左右，年进口 2 000 多万吨，直接损失就达 300 亿元人民币。石油价格长期在每桶十几美元徘徊之时，我们的进出口垄断企业并没有进行中长期买



人保值；据了解，日本的大企业都在 12 美元左右买入大量的中长期期货和期权，也就是说，日本人至今用的是十几美元一桶的原油。据《全球财经观察》2004 年 12 月 3 日报道，2004 年 1~9 月份，我国为国际原油价格上涨多付出 130 亿美元。再如有色金属，由于我国某单位在铜每吨 1.8 万元时向市场抛出了库存，在国内价格每吨 2.6 万元时买入补库，这一行为被国际炒家利用，形成一个国际市场上的突发性的需求，拉动了国际国内价格上涨，价格飙升至每吨 3.2 万元，仅此一项，我国每年进口 180 万吨铜，每吨至少多付 500~700 美元，估计损失达 100 多亿元人民币。

为什么伴随着我国对外开放而出现如此大的损失呢？许多文章将许多的投机资本妖魔化，什么“金融大鳄狩猎中国买家”、什么“对冲基金制造梦幻陷阱引中国人入市”等，表面上有些许道理，在市场上我们亏损的钱也的确被他们挣去了，因为我国买家往往在价格的最高处买入。接下来的是国外基金和跨国公司的头寸，其对手都是外国大机构，钱被人家赚走了。但是，任何外国基金都没有违背市场经济的法规去操纵市场，而是在有秩序的自由竞争中获得了合法利润。因此，我们应该从我们自身找出更为深刻的原因。我认为以下几个原因是值得我们重视的：

第一，我们从指导思想上并没有重视贸易金融衍生领域的竞争。由于我国对外开放长期以来将重点放在引进外资上项目和发展实物商品的出口领域，而没有去考虑“十几年创造的财富被一夜之间拿走了”（马哈蒂尔亚洲金融危机后所讲）这样一个高端竞争的领域。这从我们加入 WTO 的谈判就可以看出来，对于期货领域基本上没有涉及。在加入 WTO 的过渡期内，也没有任何措施和政策来提高贸易金融定价权领域的竞争力，这方面基本上是空白，遇到了问题也是茫然不知所措。最近关于石油问题有些专家开始悟出了一定的道理：石油涨价，OPEC 赚小钱，石化加工等高端产业赚中钱，期货贸易领域美国垄断资本赚大钱，而我国这样的发展中大国全部买单付款。

第二，国家的主管经济部门制定经济政策还没有完全面向国际市场。我国的经济主管部门还没有完全从市场经济的高度、从国际市场竞争的角度来制定经济政策，也没有及时面对国际市场商品价格的变化。许多政策仍然没有从国民经济对外开放的角度予以考虑。如大豆的历史低价位限制



一场新的世界经济大战

进口政策的出台等。

第三，我国的垄断性企业体制官僚倾向化严重，不适应在国际市场上竞争。我国的金融企业和外贸大企业，都仍然是官僚化体制，而且都是高度垄断化的，这些企业典型的是“吃官饭”，其经营机制不是市场化的，因为仅仅国内市场上的垄断利润足以让其生存，它们没有动力也没有机制去国际市场上竞争，所谓“内战内行，外战外行”，其利润的来源主要是垄断利润和财政补贴。高层经营人员不是以企业家的标准要求自已，而是以官员的标准要求自己，以不犯错误为基本原则，谁也不去高端领域竞争。这种机制就会造成石油 10 美元一桶时不在期货市场上大量买入保值，而到了 50 美元一桶时照样进口盈利完成任务向中央报喜的怪现象；也会导致买入美国国债时会计科目上以原值计算市值亏损，不去计算外汇储备宁可受巨额损失而不去保值的“掩耳盗铃”的问题。

第四，我国缺乏在国际市场上有定价发言权的专业巨型基金。在国际市场上，尤其是在大宗商品和金融商品的定价市场（期货市场），美、欧、日等发达国家都有一些巨型基金公司、跨国贸易公司参与其中，有专业的研发团队和操作团队，根据市场供求变化，特别是远期的供求预测，来进行中长期的保值和投资。因此，这些机构牢牢地把握了世界主要大宗商品和金融产品的定价权，在国际市场的竞争中显得游刃有余，无论市场如何变化，它们都能获得高端利润。我国只有少数外贸公司出于业务的需要，业务在领导有些魄力的条件下，做一点保值，但在定价方面却毫无发言权。这就出现了近两年“中国因素”主导世界市场的价格，可中国的企业只能被动地接受国际炒家既定高价的滑稽局面。

以上的分析说明，世界正在发生巨大的变化。我国的改革开放正面临一个新的时期，一场新的经济大战已经打响，我们应该迅速崛起，不能再继续引进高污染、高耗能、低科技含量的加工工业，而要建设一个经济强国，必须抢占世界经济的制高点，在贸易金融的定价权领域开展竞争。

工业革命以来，从经济学的角度可以将国家和民族之间的经济竞争划分为三个大的阶段，即初级资源的竞争、产品市场的竞争、贸易金融定价权的竞争。在工业化初期，掌握技术的国家缺乏资源，又没有世界性的商品市场，于是便出现了强国掠夺弱国的殖民贸易战争，建立了殖民贸易体



系。第二次世界大战后，世界各国纷纷独立，都开始走工业化的道路，初级资源的产品市场逐步形成了畸形的带有殖民价格痕迹的国际市场。对工业制造大国而言，依靠国际市场很容易获得廉价原材料，关键是获得产成品销售市场，于是，它们便开始走经济一体化、国际化的道路，利用制造强国的地位，有效地占领世界市场。进入 21 世纪，世界经济格局发生了深刻的变化，一些发展中国家利用比较优势逐步成为制造业大国，发达国家又开始向新的高端产业发展，出现了美国的新经济、高科技、强金融的新的生长点。国家之间的竞争已不在制造业领域，而转向了贸易金融领域，尤其是金融衍生品领域，即世界商品定价权领域。

加入 WTO 的过渡期即将结束，我们不仅要考虑国际市场的竞争问题，还要考虑金融业的开放问题。我们应从战略上占领期货领域这一制高点，“学人以渔”、“师夷之长以制夷”，以确保国家的金融安全。具体方法有：

第一，国家应高度重视国际贸易金融衍生领域的竞争，以打赢这场看不见硝烟的战争为目标，应设立一个经济安全的综合协调机构，来确定竞争战略，协调国家各部门的相关经济政策，确保国内市场大开放中的国家经济安全。

第二，大力发展国内的期货市场，完善风险管理体系，提升国内企业的竞争力。

21 世纪初期，国际形势复杂多变。“9·11”恐怖袭击、伊拉克战争等给美国经济带来重大考验，但美国金融期货市场确实有效地维护了美国的经济和金融安全。以期货为核心的金融衍生品市场在维护美国金融安全、经济安全方面发挥了至关重要的作用。美联储主席格林斯潘指出：“美国在过去的几年，虽然股票市场的财富缩水 8 万亿美元，资本投资也出现了严重紧缩，还经历了‘9·11’事件，但美国的经济挺过来了，美国主要的金融机构都没有被迫拖欠债务。金融衍生品市场的风险对冲功不可没。在过去的 15 年间，金融衍生品以超乎寻常的速度发展，期货以及其他复杂衍生产品的概念得以深化，加上计算机和通信网络的进步，对冲风险的成本显著降低，机会也大大增加，金融系统也因此发展得比 20 多年前更灵活、有效和富有弹性，世界经济也因此变得更富弹性。”

我国企业的市场化程度低，应尽快在国内市场上练兵提高其竞争力，



一场新的世界经济大战

并且在竞争中不断兼并、重组，才能有市场化的巨型企业参与国际竞争而立于不败之地。但我国的有关部门在发展期货市场问题上迄今仍没有从深化市场体制的改革、提高国民经济竞争力的角度去认识。因此，期货市场发展了十几年，仍然被管制得畸形，无法成长，不能适应国民经济发展的客观要求。

第三，支持有竞争力的民企，组建一些大型专业和综合类基金进入国际市场，争取有定价的发言权。

我国有一些民企很早就进入了国际期货市场，而且在国际期货市场的竞争中掌握了丰富的经验，这些机构的运行机制是纯市场化的，能够适应国际市场的风云变化和激烈竞争，国家可以给予政策支持，准其发行基金，做专业的商品或综合类投资。这些机构可同时为国内大的垄断国企开展套保业务，以弥补其企业机制上的缺陷。



亚洲的时代与中国期货市场的建设

纵观期货市场发展的历史，不难发现期货市场的产生和发展与经济的发展步伐一致，并且密不可分。在当今世界，经济的市场化和国际化客观上不断地促进期货市场迅猛发展，而期货市场的迅速发展又反过来促进经济的市场化和国际化。

在什么地方形成世界性期货交易中心，主要是由该地区的经济发展水平所决定的。20 世纪 70 年代之后，世界经济格局发生了重大变化，其中亚洲经济的崛起是其明显的标志，可以预言，在 21 世纪，亚洲经济发展所决定的亚洲期货市场将异军突起，会使期货的历史写上“亚洲的时代”这样一页。21 世纪已经到来，我国期货界应从长远发展的角度探讨我国期货市场的建设。

期货贸易中心的形成发展有着明显的规律性。一般来说，要成为世界性的期货贸易中心的地区基本具备如下条件：

第一，地区本身是区域性的金融中心和贸易中心。20 世纪 70 年代之前，期货市场的产生主要是在重要的大宗商品集散地，如芝加哥是美国中部的区域性贸易中心，也是农产品产区的商品集散地；伦敦则是欧洲工业



化时期的工业原材料集散地和交易中心。70 年代之后，这些地区有的成为区域性或世界性的金融中心，金融商品迅速发展起来。

第二，这种大宗商品的半径不断扩大，市场供求的不确定性越来越复杂，市场价格随着该商品交易范围的扩大波动幅度加大，不可控因素增加。伦敦的金属交易最早只有英国商人参加交易，只是供给有不确定性，如船运不能及时到达等等，后来交易范围扩大到欧美，20 世纪 70 年代之后扩大到亚洲，需求的复杂性决定了市场价格波动的复杂性，在更大的范围内形成该商品的价格，只有靠集中型的交易。正是这一原因，使期货这一贸易方式得以突飞猛进地发展。

第三，交易所规范化和市场有较强的流动性。由于现代通信事业的发展，交易的空间距离发生了很大变化，有些重要的商品可以摆脱其区域性要求，同时，信息技术的发展使异地交易成为可能。因此，世界性期货交易中心的形成必须以一个规范化的、具有自我监管能力的交易所为基础。该交易所市场流动性强，使交易者的进入方便、快速和安全。

第四，时间区域的条件。20 世纪 70 年代之后，金融的国际化使期货市场进入 24 小时交易的阶段，风险随时都可能发生，期货尤其是金融商品必须随时保值，所以同一种商品在不同的时区要求有相应的交易所存在。

从历史上看，期货市场的重大变化时期都是由经济发展的巨大变化造成的。一般有如下规律可循：

第一，经济的迅速发展时期一般是期货市场快速发展时期。无论从期货市场的产生还是发展来看，经济的迅速发展时期是生产力的巨大能量的释放时期，必然使贸易、金融手段发生剧变。当初芝加哥和伦敦建立交易所，就是美国南北战争后中西部农业生产力飞速发展、欧洲工业革命后工业化进程加快所致。每一次生产力的巨大变化都使期货有很大发展，最早是农产品期货和工业原材料期货，后来汽车工业的兴起和石油工业的发展导致了石油期货的产生和发展。

第二，贸易、金融的大改革时期，一般是期货市场的大发展时期。期货市场的飞速发展时期是 20 世纪 70 年代之后，从著名的“尼克松冲击事件”开始，美元与黄金脱钩、“布雷顿森林体制”解体，使外汇汇率进入了一个剧烈变动的时代，因而外汇商品期货这一工具就被普遍利用，成交