



期货市场研究丛书

# 期货市场效率评价

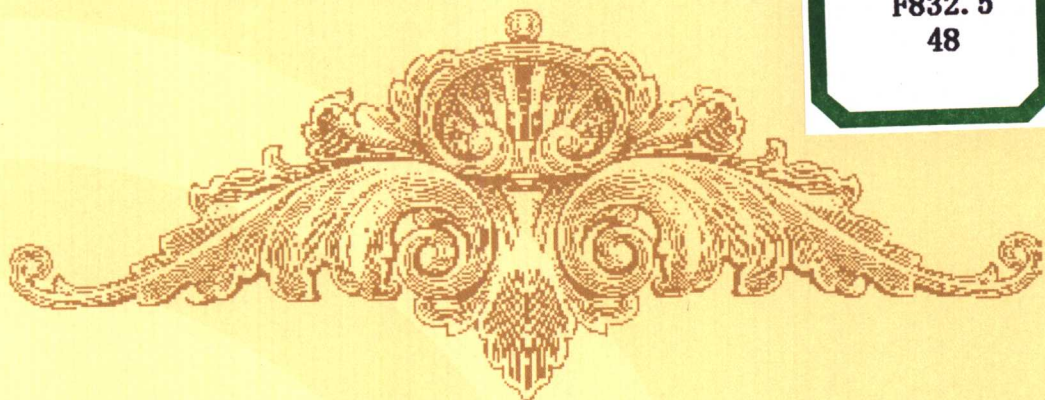
中国期货市场发展历程分析

党剑 著



中国财政经济出版社

F832.5  
48



# 期货市场效率评价

## 中国期货市场发展历程分析

党剑 著

北方工业大学图书馆



00587681

R13M93/04

中国财政经济出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

期货市场效率评价：中国期货市场发展历程分析/党剑著. —北京：中国财政经济出版社，2004.12

(期货市场研究丛书)

ISBN 7 - 5005 - 7741 - 9

I. 期… II. 党… III. 期货市场 - 经济发展 - 研究 - 中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 120769 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 16.75 印张 249 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—2000 定价：35.00 元

ISBN 7 - 5005 - 7741 - 9 / F·6792

(图书出现印装问题，本社负责调换)





## 党 剑

经济学博士、中国国际期货经纪有限公司副总裁兼上海中期期货经纪有限公司总经理、中国期货业协会理事、郑州商品交易所理事。

参与“期货市场结算制度”、“期货电子化交易”（中国证监会）、“期货市场中长期发展规划”（中国期货业协会）、“期货公司核心竞争力研究”、“期货公司作为期货市场做市商的研究”（中期协联合研究计划第一、二期）、“我国金融市场的安全与稳定及其对金融衍生品的需求”（上海期货交易所）、“交易所衍生品市场发展的国际经验及中国的路径和策略选择研究”（上海证券交易所）等重大课题研究，曾主编或合著《股指期货与股票期货投资指南》、《期货经纪公司内部控制制度》等书籍。

RBM93/04

# 出版说明

中国郑州商品交易所（CZCE）是我国最早开展期货交易的综合性交易所，几年来，以其规范的运作、优质的服务蜚声海内外。中国郑州商品交易所根据中国国情在注重总结期货运行实践经验的同时，更愿与国内外有志于期货研究的志士仁人共同探索中国期货市场发展、创新之路。

由中国郑州商品交易所资助出版的“期货市场研究丛书”，旨在鼓励有志于期货市场研究的专家、学者多出书，出好书，以推动我国期货市场稳步健康发展，发挥期货市场在国民经济中的积极作用。

期货市场研究丛书编纂委员会

1997年6月

# 序 言

---

---

---

---

---

---

---

---

董辅弼

---

---

中国期货市场的建立为时不过几年，但发展迅速。全国一些大中城市相继成立了几十家期货交易所、几百家期货经纪公司（以后经过调整数量减少），参与期货市场的套期保值或投机以及二者兼而为之的企业更为数众多，还有许多从事期货交易的个人。期货市场的固有功能已有所发挥。

但是，我国期货市场发展的历史（不计解放前的历史）毕竟太短，同国际期货市场的距离仍很大。我国目前的期货交易还限于为数不多的实物商品期货交易（曾经有过一点金融商品期货交易，如国债期货），而国外70年代以来，新的金融商品期货合约不断推出，其交易额和作用远远超过实物商品期货交易。在此过程中，期货交易的理论在发展，期货管理的规则也在变化和进一步完善。这些都表明，国际期货市场正处于迅速创新之中。目前，我国期货市场的发展还受到各种限制，还无法跟上国际期货市场的发展，但它作为现代市场经济不可缺少的部分，必定会随着中国市场经济体制的建立和完善而发展。在我国经济与国际经济相融合的过程中，我国的期货市场也一定会与国际期货市场相融合，跟上国际期货市场的发展步伐。

虽然我国仍是一个发展中国家，经济还相当落后，但我国毕竟是一个大国，经济总量巨大，不少产品的生产量和消费量都相当大，在不太远的将来，其经济总量将居于世界前列，我国期货市场的价格和交易迟早会对国际期货市场的价格和交易产生较大的影响。我们必须看到我国期货市场发展的这种前景，并为把这种前景逐渐变为现实作好准备。在各种准备中，为期货市场的发展在理论和人才方面作好准备是最重要的准备。一些有识之士和机构已经认识到这一点。

中国郑州商品交易所是我国最早开展期货交易的综合性的交易所，其理事长李经谋先生则是我国最早从事期货交易的高层管理者之一。中国郑州商品交易所和李经谋先生为我国期货市场的创立和发展做出了许多贡献。他们认识到，为了促进我国期货市场在未来的大发展和与国际期货市场的融合，必须加强对期货市场的研究，既要研究我国期货市场的实践经验，也要研究国际期货市场的实践经验及其近来的创新和发展，还要介绍和研究国际期货市场的理论。这些研究会提高我国从事期货交易的各方面人士对期货市场的功能、运行、操作和管理及其发展趋势的认识和理论水平，将会对我国期货市场的未来发展起到难以估量的作用。有鉴于此，中国郑州商品交易所决定资助出版期货市场研究丛书，由李经谋先生任丛书编纂委员会主任。该丛书既包括我国研究者自己的研究成果，也有译自国外的著作；丛书的作者既可以是我国的专家，也可以是外国的专家。这是一件大有益于我国期货市场发展的盛举，一定会受到我国广大期货从业人士以及关注期货市场发展的各方面人士的欢迎和支持。我们期望会有许多优秀著作列入这个丛书出版，以飨广大读者。

1997年6月

# 期货市场需要 有价值的增长

序 一

汪建熙\*

在过去的 20 年里，中国经济实现了持续高速增长。其持续时间之久使得我们很多人尤其是一些中青年人对改革开放以来的惊人成就习以为常，并想当然地认为中国经济的车轮会毫无悬念地如此平稳而快速地运行下去。无独有偶，自我参与期货市场监管的 4 年来，期货市场的规模成倍增长，尤其是 2004 年以来 3 个新品种陆续上市，从业人员数量几乎翻番，高素质的年轻才俊进入期货行业。他们是否正在为期货市场规模的高增长欢呼雀跃？是否庆幸自己走上了一条寻觅和积累财富的坦途？借为党剑同志新书作序的机会，谈谈我个人的一点看法。

伴随着中国市场经济体制的不断完善，期货市场经过治理整顿和规范发展，现已成为中国市场经济体系中不可或缺的重要组成部分。过去的十余年间，我国期货业发展历经曲折，某些时期、某些机构曾经出现过一些问题。经过相当长一段时间的治理整顿，全行业基本进入了规范化运作的轨道。自 2001 年以来，在客户开户量和交易量均大幅增加的情况下，期货市场

\* 汪建熙博士是中国证监会主席助理。



并未出现大量违法违规的恶性事件。这表明我国期货行业已经具备了稳步发展的基础，监管部门遵循市场化、法制化、国际化的监管思路也取得了一定的成效。

然而我们应当强调的是，期货市场建立的目的是服务于国民经济，更具体地说，主要是服务于现货市场。芝加哥商业交易所1990年以中文编纂的《谁以及如何要使用期货市场》一书中写到：“对于农民和其他原料生产商来说，期货市场是活跃的、竞争激烈和持续的市场。它不仅能使交易安全、持续地进行，而且为其提供了回避风险的手段。对于消费者而言，假如没有期货市场，加工制造商就要承担原料价格突涨的风险，制造商就会将增加的成本转嫁给消费者，而期货市场的存在，能使加工制造商锁住原料成本，进而使物价平稳。”日本宝石社1990年出版、由日本全国交易员协会联合会编辑的《期货市场入门》指出，期货市场有8个显著的作用：“一是形成公正的价格；二是对交易提供基准参考价格；三是提供经济的先行指标；四是回避因价格波动而带来的商业风险；五是调节供求；六是减缓价格波动；七是有效利用投机资本；八是资金运用机能。”中国期货市场筹备和诞生阶段所借鉴的这些著作，至今仍不应该被我们期货市场的从业和监管人员忘却。衡量期货市场成功与否的标志，观察期货市场运行质量的高低，主要不在于其规模的大小、品种的多寡甚至是否成为所谓定价的中心，而在于它是否弥补了现货市场的不足，是否为现货生产和消费企业提供了避险的工具，是否成为降低整个金融体系系统性风险不可或缺的一环。

截至2003年6月，衍生工具场外交易（OTC）与场内交易名义本金之和已经超过200万亿美元，而1986年这个数字只有6000亿美元。据中国社科院经济研究所的研究人员测算<sup>①</sup>，如果

<sup>①</sup> 张晓晶：“衍生工具：交叉花园的小径”，《中国证券报》，2004年7月9日。

将衍生工具规模的增长与全球 GDP 的增长进行对比，1986—2003 年，衍生工具规模增长了 333 倍，与此同时全球 GDP 仅增长了 4.4 倍。1987 年，衍生工具规模不足全球 GDP 的 8%；90 年代中期，二者基本持平；而 2003 年，衍生工具规模已经达到全球 GDP 的近六倍。我们再来看一组数字，国外一项根据 48 个国家 7292 家非金融企业 2000—2001 年的年报所作的统计研究发现，有将近 60% 的企业都在不同程度地使用衍生工具。而 90 年代中期针对 3022 家企业的一项研究显示，非金融企业衍生工具的使用率只有 25.5%。而且，最近的研究表明，在衍生工具使用方面，发达国家的比例要明显高于发展中国家，其中 OECD 国家非金融企业的衍生工具使用率达到 63.6%，而非 OECD 国家这个比率只有 39.9%。以上两组数据的对比说明，在衍生工具市场高速发展的同时，企业使用衍生工具的广度和深度也都在提高；也可以说，正是因为企业（包括金融和非金融企业）风险管理的需求，使得衍生工具市场高速发展，规模不断扩大。

因此，面对中国期货市场的成交金额一次次地创出历史新高，我也不时地在自问，我们的套期保值企业是否在持续不断地使用期货市场？我们市场的交易和交割成本是否在不断降低？我们新品种的上市是否给处于市场经济弱势地位的农民兄弟和农业企业带来福音？我们市场规模的扩大是否是一种“不创造价值的增长”，或者“没有效益的增长”？根据证监会期货部有关同志的研究<sup>①</sup>，2002 年如果全国大豆和铜行业的所有生产和消费企业均进入期货市场进行套期保值，则大豆行业可以减少 43.6 亿元的价格波动损失，铜行业可以减少 3.7 亿元的价格波动损失。由于套期保值企业均为生产和直接消费者，同时也是社会财富的创造者，因而可以确定这 47.3 亿元是期货市场为中国经济 GDP 增长的直

<sup>①</sup> 冉华：《衍生品市场对经济增长的作用》，中国社会科学院博士学位论文，打印稿。

接贡献，而且这个贡献值尚不包括对于产业链上下游产品价格稳定所带来的价值。如果进行更深层次的探讨，2002年我们上海期货交易所和大连商品交易所铜和大豆的成交金额分别为9188亿元和19255亿元，合计为28443亿元，按交易所和经纪公司2.5‰的手续费收取比率，市场的直接交易成本为7.1亿元，也即期货市场花费7.1亿元的直接成本换来了对GDP中47.3亿元的效益，成本收益比率约为15%。以这个成本收益比率对比看上市公司的平均成本收益比率，无疑是十分优秀的。但市场毕竟不同于企业，况且我们期货市场7.1亿元直接成本的计算并没有包括套期保值企业和投资者在市场中亏损的“沉没成本”。因此，从个人观点而言，以7.1亿元的付出得到47.3亿元GDP增加值的回报，这个成本支出并不显得小。

因此，在我们认可期货市场可以为国民经济发展提供可以计量的增加价值的同时，需要期货市场规模的增加能够服务于国民经济的增长，并且是有价值的增长和效率型增长。期货市场的核心应该是市场效率的提高，使期货交易的边际收益高于边际成本。惟其如此，期货市场才有存在的价值。党剑同志的这本新著正是从期货市场效率的角度分析期货市场是否处于完全竞争或相对完全竞争的均衡状态并产出价格，是否按照帕累托效率有效配置了资源，是否在各种外生和内生变量的作用下保持良好的运行效率，并且完成其分配和转移风险的作用。党剑同志作为中国期货业协会的年轻理事，长期在期货市场的第一线工作，他的观点和论述尽管有可商榷之处，但中国期货市场如何能够不断地为现货市场和现货企业提供服务，如何使市场规模的扩展更有价值，是摆在所有期货从业和监管人员面前不可回避的课题。

因此，我愿意向广大读者和资本市场的研究者推荐这本兼顾理论和实际的期货市场专著，并期待有更多、更丰富的研究成果来支持我们日益发展的期货市场。

# 期货市场产生 社会经济效益

序 二

田 源\*

同其他行业一样，期货市场作为一国国民经济体系的组成部分，应具有自身的社会经济效益和社会经济成本。期货市场所创造的社会经济效益，是指期货行业作为国民经济体系中的一个产业，对国民经济总体所做出的经济贡献。

长期以来，一个流行的命题是：由于期货市场的游戏规则是零和博弈，因而它不创造经济效益。这个命题不仅是错误的，而且是有害的。它忽视了期货市场的实质是风险管理和价格发现，忽视了期货市场投机功能的研究和发挥，同时也忽视了期货市场机构投资者的培育和进入，最主要的，是忽视了期货市场的价值创造功能和产生社会经济效益的本质。零和博弈只是投资学中投资模型的一种，如果将其扩大为对期货市场实质的认识，则遗祸无穷。

期货市场的“零和游戏”假说只是把目光置于期货市场内部，从分析盈亏双方的数量关系的角度来判断期货市场能否创造财富。事实上，正是期货市场中保值者向投资者支付风险报

\* 田源博士是中国期货业协会会长，中国国际期货经纪有限公司董事长。

酬形成分散风险的机制，正是社会化大分工引致期货市场的产生并提高现货交易的效率，从而创造更多的社会财富；更因为期货市场大大降低了全社会风险管理的成本，从而节约了社会总成本的支出。

在经济运行的实例方面，我国曾经而且目前仍然在外汇储备、石油进口方面蒙受由于美元贬值和原油价格上涨所带来的损失；在粮食进出口和棉花进出口贸易中高买低卖，既没有参与套期保值的机制，也没有争夺大宗商品国际定价权的意识，中国的国际贸易被国外经济界称为“输入通胀，输出通缩”。就具体行业而言，由于国内航空公司不能参与燃油的套期保值，2000—2002年，由于国内外原油价格的上涨，民航业年年亏损，而国外的航空公司却能够利用原油期货交易规避原油价格上涨带来的成本增加。相反，我国有色金属行业利用期货市场实现了全行业的零库存，节余了大量的库存费用，大大降低了生产成本。以期货价格作为生产和消费的指导性价格，参与期货市场的套期保值活动，俨然成为有色金属行业的共识。所以，研究期货市场的零和博弈时，不能仅仅停留在期货市场内部的盈亏关系上。由于期货市场是社会分工的产物，应该把期货市场放在全社会的背景下来研究期货市场的社会经济效益。

非零和选择是生物界和人类社会的普遍规律。美国社会学家罗伯特·怀特首先阐明了这一自然和社会规律：任何生物和社会系统的演化都是由非零和选择规律决定的；而从长期的发展趋势看，非零和选择的结果一定是正向的；它使有机界和演化活动最终表现为进化，而这一非零和正向选择必定通过系统内个体的多样性、动能的增加、组织机构和运行机制的复杂化表现出来。

在自然界有机系统的非零和演化中，“变异”起着主要的作用。导致正向非零和选择的“变异”称为“创新”，它决定了物竞天择的方向。在人类社会发展的进程中，作为“创新”的



“变异”得到保护并转变为新“规范”的遗传基因，是人类社会得以发展的标志，也是实现向新质跃迁的基础。在中国期货市场的发展过程中，我本人以及数以万计的期货市场从业人员和投资者，无不感知着系统生存环境的变化。可以让我们感到安慰的是，中国的期货市场正是一个不断发生变异并实现创新的“物种”，其生命力之顽强远非我当年介绍和描述中国期货市场蓝图时所能想到。

期货业是知识密集型产业，金融创新是知识产品创造的一个重要领域。在知识经济时代，生产知识产品的劳动包含着更大的价值创造力。虽然这种价值创造力不取决于实际的活劳动投入量，但是取决于所创造的知识产品应用所引致的社会总劳动节约的量，而且无论这种应用是在物质资料的生产过程中还是在社会资源的优化配置过程中。显然，可以论证期货市场对社会总产品的价值增值和对社会总成本的节约，还必需认可期货业者的劳动是社会资源优化的必然环节，这种劳动属于价值创造中的“社会必要劳动”的范畴，是价值创造的源泉。

因此，在期货市场总体运行中有巨大的社会经济效益产生，而期货市场这种价值创造是传统的经济学理论中没有阐明的；期货市场作为正向的非零和系统，其创新是期货市场生命力之所在；规范是创新过程中的伴生现象，其目的在于把符合正向非零和选择中的“变异”规范为新质的基因；从事物发展进化论的角度看，创新是第一位的，规范服务于创新。所以，作为中国期货市场理论的奠基者，我不赞成以规范的名义扼杀创新，更担心期货市场某个品种或某个利益集团的问题引致再一次经年的“治理整顿”。期货市场的管理阶层和金融人才在社会价值创造中所起到的作用，意味着他们应当像银行业、保险业等金融领域的专业人士一样，得到全社会的认可和尊重。

党剑同志作为多年从事期货经纪业务的公司高管，勤于思

考，笔耕不辍。源于其博士论文的本书，将期货市场纳入资本市场和金融体系的范畴，用资本市场效率研究的分类方法，将期货市场的结构效率、资源配置效率、运行效率和动态效率并列出来，以实证分析和比较分析的角度，对期货市场效率提高的途径进行了深入研究。作者的视角和立论都颇有新意，而且结构严谨，逻辑缜密，对于期货的本质和期货市场的功能进行了较为全面的剖析。我本人认为这是一本期货行业近年来较出色的理论专著。

自1987年以来，国内经济界对于期货市场理论问题的研究集中在以下几个方面：第一，介绍国外期货交易机制，结合我国实际，对建立中国期货市场的可行性方案进行探讨；第二，运用微观经济学的市场理论和价格理论，研究期货市场的价格形成机理和套期保值功效，用以指导中国期货市场的实践；第三，运用制度经济学的已有成果，针对期货市场自身结构的制度性特征，强调制度创新对中国期货市场发展的指导作用；第四，针对期货市场既具有防范和化解基础市场风险的功能，同时又可能产生风险，对期货市场的风险控制进行专题研究，建立中国期货市场的风险控制体系。

这些研究对于促进我国期货市场的产生和发展起到了积极的作用。但同时我们也应该看到，由于中国期货市场诞生仅十几年，理论研究仍处于起步阶段，实证性的研究几乎是一片空白。从已有成果来看，实用性分析多于理论性分析，静态分析多于动态分析，甚至断章取义地引用国外期货市场理论成果。因此，迄今为止，我国并未形成规范性的理论体系，所以也无法对处于规范发展中的期货市场进行理论指导。从这个意义上讲，党剑同志的这本著作从效率角度探讨期货市场功能的发挥问题，用金融效率的帕累托条件衡量期货市场资源的最优配置，具备一定的理论水平和实际应用价值，因此，我乐于为此书作序。

# 目 录

摘 要	( 1 )
前 言	( 6 )
一、问题的提出	( 6 )
二、本书的理论创新	( 7 )
三、基本思路和研究方法	( 10 )
<b>第一章 中国期货市场的简要回顾</b>	<b>( 13 )</b>
一、中国期货市场产生的经济背景	( 14 )
二、中国期货市场的产生、治理与规范	( 18 )
三、中国期货市场的内生性	( 30 )
四、中国期货市场的现状	( 33 )
<b>第二章 中国期货市场与发达期货市场的差距</b>	<b>( 40 )</b>
一、期货市场发展与宏观经济背景	( 41 )
二、与发达期货市场的结构性差距	( 46 )
三、与发达期货市场的规模性差距	( 49 )
四、与发达期货市场的市场运用便利性差距	( 54 )
五、与发达期货市场的价格形成和应用上的差距	( 58 )
<b>第三章 期货市场的金融性</b>	<b>( 62 )</b>
一、商品期货与金融期货回顾	( 62 )

二、期货与衍生市场的发展趋势 .....	(66)
三、期货市场与期货交易 .....	(70)
四、西方期货市场的理论研究 .....	(74)
五、我国期货市场理论研究的现状 .....	(79)
六、关于期货市场功能的几种观点 .....	(81)
七、期货市场的首要功能是风险管理 .....	(84)
<b>第四章 期货市场效率总论 .....</b>	<b>(89)</b>
一、效率分析的一般涵义 .....	(89)
二、金融效率 .....	(91)
三、资本市场及其效率 .....	(97)
四、国内外学者关于资本市场效率的理论与实证分析 .....	(102)
五、期货市场效率的内涵 .....	(106)
<b>第五章 期货市场的结构效率 .....</b>	<b>(110)</b>
一、期货市场的合约研究 .....	(110)
二、市场结构和组织结构研究 .....	(122)
三、期货市场的规模效率 .....	(136)
<b>第六章 期货市场的资源配置效率 .....</b>	<b>(141)</b>
一、期货市场定价和传导机制研究 .....	(142)
二、我国期货市场定价状况 .....	(148)
三、期货市场价格的有效性 .....	(153)
四、期货市场的风险转移效率 .....	(160)
<b>第七章 期货市场的运行效率 .....</b>	<b>(165)</b>
一、交易成本的探讨 .....	(166)
二、期货市场的流动性理论 .....	(175)
三、中外期货市场实物交割率的定量研究 .....	(179)
四、中外期货市场流动性定量和定性研究 .....	(185)