

中国期货业协会 编

中国 期货业发展创新 与风险管理研究 ④

China

Futures Industry Development Innovation
& Risk Management Research

中国期货业协会联合研究计划（第六期）研究报告集



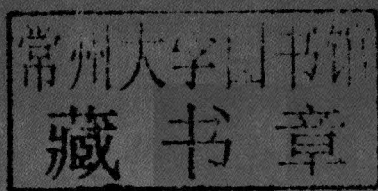
中国财政经济出版社

中国期货业协会 编

中国 期货业发展创新 与风险管理研究 ④

China

Futures Industry Development Innovation
& Risk Management Research



中国期货业协会联合会研究计划（第六期）研究报告集



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货业发展创新与风险管理研究: 中国期货业协会联合研究计划 (第六期) 研究报告集/中国期货业协会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 10

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3149 - 5

I. ①中… II. ①中… III. ①期货市场 - 经济发展 - 研究 - 中国②期货市场 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 195554 号

责任编辑: 耿 伟

责任校对: 胡永立

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: 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: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 21.75 印张 485 000 字

2011 年 10 月第 1 版 2011 年 10 月北京第 1 次印刷

定价: 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 3149 - 5/F · 2668

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

编委会

责任编辑

刘涛 黄剑

执行主编

李强

委员

侯苏庆 彭刚 李强 李晓燕

总编

刘志超

中期协联合研究计划（第六期） 专家评审委员会成员

（按姓氏笔画排序）

- 马险峰 中国证监会研究中心处长
- 马龙龙 中国人民大学商学院贸易系主任、博士生导师
- 王永进 南开大学商学院副院长、博士生导师
- 冉 华 中国证监会期货一部副主任
- 冯 博 中国证监会期货二部副主任
- 曲立峰 大连商品交易所副理事长
- 刘 涛 中国期货业协会研究部主任
- 张宜生 中国期货业协会研究发展委员会主任
- 张 维 国家自然科学基金管理科学部主任、天津大学教授
- 贺 强 全国政协委员、中央财经大学金融学院教授
- 胡俞越 北京工商大学证券期货研究所所长
- 廖英敏 国务院发展研究中心市场经济研究所副所长

QIANYAN

前言

中国期货业协会会长 刘志超

经过20多年的探索实践，我国期货市场在完善商品市场定价机制、优化产业资源配置、为企业提供风险对冲工具方面已经取得了显著的成绩，期货市场服务国民经济发展的能力不断提升。但是由于我国期货市场发展时间仍然较短，期货市场的运行机制、交易制度、市场结构仍不十分完善，加上受现货产业市场化程度、企业及社会公众的认识不充分等客观因素的限制，我国期货市场功能发挥仍不充分，还难以满足国民经济稳定健康发展的需要，同时也面临着许多深层次的问题需要研究和解决。

与欧美等现代期货市场已经发展了160多年，市场体系和运行机制已经非常成熟的情况不同，我国期货市场无论是在市场发展环境，还是在运行机制、市场文化等方面都有很大的不同，都带有很强烈的“新兴加转轨”市场的特征。因此，我国期货市场的发展既要充分学习借鉴国外先进的理念、制度和经验，也要充分考虑中国国情，培育发展符合中国国情的期货市场。

不断加强期货市场的基础理论研究，积极探索适合我国国情的期货市场发展途径，努力解决市场发展中的困难和问题，是促进期货市场稳步发展和有效发挥功能作用的重要保障。同时，也是在国内经济金融形势日益复杂的大背景下，引导社会各界更加客观、深入地了解 and 认识期货市场的功能作用，为期货市场健康发展创造更加有利舆论环境的重要手段。

回顾我国期货市场的历史，由于受思想认识、经济实力、人才资源等客观因素的限制，期货市场的研究工作，特别是基础性研究一直没有得到足够的重视。但是，近年来，随着我国期货市场的平稳快速发展和功能作用的日益显现，各个市场主体以及社会科研机构也都日益重视和加强了期货研究工作，并取得了一批有价值的研究成果。

中国期货业协会（简称中期协）作为全国性的期货行业自律组织，其重要职责之一就是组织开展期货市场的研究，推动市场的创新发展。因此，中国期货业协会于2003年正式启动了“中期协联合研究计划”，并以此为依托，开展了多种形式、内容丰富的期货研究工作。“中期协联合研究计划”以促进期货市场的稳步发展为根本目标，旨在通过联合行业和社会力量，共同推动期货市场理论和实践研究工作。

为了提高研究成果的质量和实用价值，在开展研究工作时，我们坚持实用原则，有针对性地就期货市场基础理论、制度建设以及行业发展中需要解决的问题等开展系统的研究。自“中期协联合研究计划”实施以来，受到行业各方和社会研究机构的广泛关注，参与申报的单位达到了200多家，前六期项目形成课题成果67份。

本书正是第六期“中期协联合研究计划”研究成果的结晶，共包括7篇研究报告，其中公开招标课题5篇，特别委托课题2篇，内容涵盖期货市场功能发挥、期货公司创新发展及风险管理研究等方面。这些研究报告都是在各课题组研究人员的辛勤努力下，经过近一年的认真研究和严格的专家评审才呈现在读者面前的。同时，由于我们科研管理经验和行业研究水平所限，不足之处在所难免，敬请读者批评、斧正。在此，我也要对中国期货业协会专家评审委员会的各位专家、各课题组研究人员以及协会的工作人员致以衷心的感谢！

当前，我国期货市场正处于快速发展的新时期，新情况、新问题不断涌现，不断开展扎实系统的研究，深入分析问题产生的根源，努力探索市场发展的规律，使理论为期货市场的实践提供更为有力的支持，这是我国期货行业研究人员的责任和使命。中国期货业协会将切实履行责任，进一步加强对期货行业研究工作的支持力度和组织工作。我衷心地希望，在行业各方的努力下，在社会各界的关注和支持下，我国期货市场的研究工作将取得更丰硕的成果，为业内同仁提供更多的视角和启迪，为行业建设奉献更多、更具有建设性的建议，为期货市场创新发展提供更加有力的理论支持。

2011年8月

MU LU

目 录

期货市场在经济发展方式转变中的作用研究	
.....	南开大学经济学院 (1)
期货市场与有色金属产业发展变革研究	
.....	中国期货业协会课题组 (67)
期货公司的现代金融企业内涵、特征及发展定位研究	
.....	中国人民大学中国财政金融政策研究中心 (113)
证券公司期货中间介绍业务的发展与规范研究	
.....	光大期货有限公司 (163)
股指期货市场的机构投资者风险管理机制研究	
.....	北京工商大学 (215)
期货公司客户风险评估与管理信息系统研究	
.....	新湖期货有限公司 上海中期经纪有限公司 (272)
期货公司客户风险管理系统设计与开发研究	
.....	上海交通大学 (318)

中期协联合研究计划（第六期）项目

期货市场在经济发展方式 转变中的作用研究

课题负责单位：南开大学经济学院

课题合作单位：一德期货经纪有限公司

课题负责人：陈瑞华

课题组成员：段文斌 常志武 薛智胜 刘惠杰 黄治斌
温 剑 杨 昕

一、导 言

在后危机时代，我国为应对国际经济形势的新变化，保持国内经济持续、健康、稳定发展，大力推进经济发展方式的转变，促进产业结构升级。经济发展方式的转变，不仅要求经济增长模式的转变和产业结构的升级，而且要求经济发展的可持续，避免经济增长的大起大落，实现“流线型”的稳定增长。当今发达国家无一例外地将金融工具作为保证经济可持续发展的推进器和有效保障，尤其运用成熟的期货市场来对冲经济波动产生的系统性风险。随着全球经济一体化和中国跃升为世界第二经济大国，我国更有必要进一步大力发展期货市场，有效利用期货投资工具，为国民经济和相关产业的又好又快发展保驾护航。

本课题以金融深化理论为逻辑起点，探讨期货市场作为虚拟经济和实体经济的纽带，如何对商品市场和金融市场产生积极作用，从期货市场的外部效应（风险规避）、内在机制（价格发现）、宏观经济

政策导向（市场传导）、开放条件下的市场竞争（国际定价）等不同角度深入阐述期货市场的功能，并以此四项功能为核心，结合国际期货市场的发展和产业的风险内置需求，建立期货市场作用于经济发展的理论模型，揭示期货市场和实体经济共同发展的辩证关系。本课题还以历史和现实的维度，从正反两方面对中国经济可持续发展与期货市场发展的内在逻辑联系做出理论诠释和实证。

本课题从理论和实证两个不同角度，分析期货市场对经济可持续发展的作用。在理论层面，首先，从金融深化理论出发，结合期货市场的发展历程，阐释在不同经济发展阶段期货市场的功能发挥，揭示在制度变迁和金融深化过程中期货市场对经济发展的作用；其次，对经济发展方式转变和产业结构升级的内涵和外延做出界定，将期货市场的功能变量和经济发展的结果变量引入经济增长模型，揭示期货市场和经济发展两者之间内在逻辑联系。在实证层面，通过国内外不同期货市场（成熟市场和发展中市场）和经济发展的历史变迁和数据分析，对期货市场作用于经济发展的功能进行实证检验，并对未来作出预判。最后，本课题在理论和实证研究的基础上，对我国期货市场的进一步发展和经济发展方式转变提供对策建议。

在研究中，本课题分别运用金融深化理论、内生增长理论、制度变迁理论、静态和动态比较分析方法、规范分析和实证分析方法、计量经济学方法等理论和方法来对其中的相关论题作有针对性的深入分析。例如，运用金融深化理论框架，研究期货市场的相关变量与宏观经济发展之间的关系，探讨期货市场的相关经济指标对宏观经济指标的影响。运用内生增长理论模型，分析在具有风险规避功能的期货市场条件下经济增长路径和经济增长率的变化，将期货市场的功能内生于经济增长，研究期货市场对经济增长方式、经济增长率等指标的影响。运用时间序列、面板数据等多种数量统计方法，进行多元回归和假设检验，对分析结论进行验证。

关于发展期货市场与转变经济发展方式之间内在逻辑联系的研究文献，随着期货市场的发展和深化而层出不穷。由于本课题以金融深化理论为逻辑起点，因此只对金融深化理论诞生以来的理论文献作一综述。

麦金农（Mckinnon，1973）和肖（Shaw，1973）运用发展经济学的研究方法和视角对发展中国家的金融深化问题作了深入研究，提出金融深化理论，认为发展中国家应该取消金融抑制政策，通过恢复金融体系集聚金融资源的能力，达到金融深化的目的。后来经过金（King）、莱文（Levine）等人的完善，一般金融发展理论得以建立，研究得出所有国家金融发展的共性，建立起金融市场作用于实体经济的内生增长模型。

早在金融深化理论诞生之前，约翰逊（Johnson，1959）阐述了期货市场的套期保值功能和套利机会，施泰因（Stein，1961）分析了期货市场的价格发现功能，Working（1962）认为期货市场降低了交易成本，增加了流动性。在金融深化理论诞生之后，关于期货市场的研究开始更加关注于其市场功能的研究。Grossman（1977）、Brannen和Ulveling（1984）发现期货市场有良好的信息外部性，有利于实现套保和价格发现。Williams（1986）认为期货市场是一种隐性借贷市场，能够规避信用风险。Miller（1986）还论述了20世纪70年代至90年代金融创新中金融期货的作用。Hieronymus（1993）认为期货市场是最接近完全竞争的市场，具有确定投机价格、提供风险转移机

制和建立公平的融资渠道等功能。

在研究方法上，经济学家们主要是用金融功能计量等不同的计量方法和不同的样本数据来分析和检验金融市场（包括期货市场）在经济增长中的作用，包括时间序列方法、工具变量方法，面板数据、行业数据和公司数据等。大量的理论和实证分析表明，在金融发展和经济增长之间存在着正的一阶关系。

遗憾的是，经济学家们或者单纯探讨期货市场套期保值、价格发现功能，或者笼统地解释期货市场与经济增长之间的关系，鲜见能够将两者结合起来，从不同的功能出发，设立相应变量关系，来探讨期货市场和经济增长之间的内在联系。

国内在这方面的研究成果也非常丰富。吴冲锋（1998）、常清（1999）、陈述云（2001）和华仁海（2002）分别对我国期货市场的功能作了实证研究，并提出了宏观经济研究的主要研究方向。姜洋（2005）认为期货市场还具有确立大宗商品定价权，加强和改善宏观调控等功能。田源（2005）指出期货市场不仅能在全球资源配置中发挥重要作用，而且还能化解价格波动风险，促进经济增长，维护国家利益。马文胜（2005）从宏观和微观角度阐述了期货市场的作用。曹和平（2005）认为期货市场产品的需求和供给价格弹性决定了期货市场能够成为宏观经济的稳定剂。此外，张灿（2004）、曾丽瑛（2005）、朱玉辰（2007）等人从不同角度对期货市场作用于经济增长、产业和企业发展进行了相应的研究。

国内的上述研究同样存在着“两分法”的缺陷。这些研究大多以理论阐述为主，未能采用有效的经济学方法予以更深层次的研究，未能有效地将期货市场与金融发展、经济发展的有关理论联系起来，分析期货市场在经济增长中的作用，更很少涉及期货市场在经济发展方式转变中的重要性。

本课题的研究意义主要体现在以下几个方面：

第一，从宏观角度分析期货市场的功能。分别从期货市场的外部效应（风险规避）、内在机制（价格发现）、宏观经济政策导向（市场传导）、开放条件下的市场竞争（国际定价）等角度，系统探讨期货市场对经济增长的作用，拓宽期货市场功能的外延，深化对期货市场发展的认识。

第二，以金融深化理论作为分析期货市场功能的逻辑起点。从金融深化角度来分析期货市场发展与经济发展的内在关系，避免了当前在期货市场功能研究和经济发展方式转变研究方面“各说各话”的尴尬局面，既是对金融深化理论发展的有益补充，又从理论层面为期货市场的功能发挥做出了解释。

第三，构建引入期货市场后的内生经济增长模型，在对期货市场发展和经济发展进行制度变迁分析的基础上，分析具有风险规避、价格发现、市场传导、国际定价等功能的期货市场对宏观经济变量的影响，为期货市场对经济发展的作用进行因果论证。

第四，从国际和中国的经验看，研究期货市场的发展对经济发展和宏观变量的影响，尤其是期货市场金融创新对经济发展的内在动力，为期货市场的功能发挥提供实践检验。

第五，为我国循序渐进地发展期货市场，转变经济发展方式提供政策建议。

二、经济发展方式转变与期货市场角色定位

“十二五”时期，是我国全面建设小康社会的关键时期，也是我国深化改革开放，加快转变经济发展方式的攻坚时期。深刻理解经济发展方式转变的内涵及要求，清楚认识期货市场在其中所应该承担的角色，对于我国期货市场的平稳、健康、持续发展，对于我国金融市场的不断深化、完善，对于我国经济发展方式的成功转变，都非常必要。邓小平同志曾讲过：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。”^①在现代市场经济体系中，没有一个完善发达的期货市场，搞好金融就是一句空话，实现经济发展方式的根本转变更是无从谈起。从这个意义上讲，包括期货市场在内的金融市场的不断深化发展对我国成功实现经济发展方式转变的影响重大而深远。

（一）我国经济发展方式转变的内涵

自从党的十七大明确提出“转变经济发展方式”以来，国内理论界就不断深入探索研究“经济发展方式转变”的内涵。从研究成果上看，理论界普遍认为，经济发展方式转变的内涵比经济增长方式转变更加丰富，对实现全面建设小康社会奋斗目标的新要求更具有战略意义，是全面贯彻落实科学发展观的重要内容，并且其内涵随着国内外经济社会发展而不断延伸发展和完善。

总体而言，我国经济发展方式转变的基本内涵应该是，在经济发展的过程中，坚持以科学发展观为指导，紧紧围绕“以人为本”的核心理念，切实做到全面协调可持续发展、统筹城乡发展、区域发展、经济社会发展、人与自然和谐发展、国内发展和对外开放，使经济发展朝着有利于人和社会全面协调可持续发展的目标前进。

具体来看，我国经济发展方式转变的内涵至少应该包含“量”和“质”上的两层含义：在量上，要求我们转变经济增长方式，即经济增长要由粗放型向集约型、由外延增长向内涵增长转变，其关键是提高要素投入产出效率和全要素生产率；在质上，要求我们调整经济结构，缩小收入差距，提高人民消费水平及科技教育水平，改善生态环境，提高人民生存及生活的质量水平，其实质在于全面追求和实现经济社会更高的发展质量和整体协调。

（二）我国经济发展方式转变的具体要求

在党的十七大上，党中央将加快转变经济发展方式作为关系到国民经济全局紧迫而重大的战略任务，明确提出了要实现“促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依

^① 邓小平：《视察上海时的谈话》（1991年1月28日~2月18日），载《邓小平文选》第3卷，人民出版社1993年版，第366页。

靠消费、投资、出口协调拉动转变，由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变，由主要依靠增加物质资源消耗向主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新转变”^①的要求。

党的十七大之后，党中央一直把转变经济发展方式放在十分重要的位置，多次就深入贯彻落实科学发展观，加快实现经济发展方式转变提出更加具体的要求。

在2007年年底的中央经济工作会议上，胡锦涛总书记明确提出，转变经济发展方式在工作中要突出把握好几个重大问题：“必须坚持创新驱动，为转变发展方式、推动产业结构优化升级提供有力和持久的技术支撑，加快从工业大国向工业强国转变的历史进程；必须坚持城乡统筹，形成城乡经济社会发展一体化的格局，努力实现城乡共同繁荣；必须坚持节约资源、保护环境，把推进现代化与建设生态文明有机统一起来，把建设资源节约型、环境友好型社会放在工业化、现代化发展战略的突出位置；必须坚持内外协调，统筹利用好国内国际两个市场、两种资源，努力促进我国发展和各国共同发展的良性互动；必须坚持以人为本，更加注重改善民生，切实实现好、维护好、发展好最广大人民的根本利益。”^②这“五个必须”是在新的历史条件下，贯彻落实科学发展观的重要保障，也是我国进行经济发展方式转变的内在要求。

2008年2月召开的党的十七届二中全会进一步要求，在转变经济发展方式过程中，要努力做到“速度质量效益相协调、消费投资出口相协调、人口资源环境相协调、改革发展稳定相协调。”^③把“四个协调”放在一起突出强调，更加深刻地反映了转变经济发展方式的更高要求。

全球金融危机以来，针对国际国内不断出现的新形势，党中央对推动经济发展方式转变多次进行安排部署。

2010年2月，胡锦涛总书记在省部级主要领导干部深入贯彻落实科学发展观加快经济发展方式转变专题研讨班开班式上发表重要讲话，提出要加快推进经济结构调整，加快推进产业结构调整，加快推进自主创新，加快推进农业发展方式转变，加快推进生态文明建设，加快推进经济社会协调发展，加快发展文化产业，加快推进对外经济发展方式转变。这“八个加快”各有侧重，相互依存，互为补充，是党中央在后金融危机时代对我国实现经济发展方式转变要求的具体化和明确化。

2010年10月，在党的十七届五中全会上，党中央进一步明确指出，制定“十二五”规划，要“以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，深化改革开放，保障和改善民生，巩固和扩大应对国际金融危机冲击成果，促进经济长期平稳较快发展和社会和谐稳定，为全面建成小康社会打下具有决定性意义的基础。”^④由此来看，加

^① 胡锦涛：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为夺取全面建设小康社会新胜利而奋斗——在中国共产党第十七次全国代表大会上的报告》，2007年10月15日。

^② 胡锦涛：《在2007年中央经济工作会议上的讲话》，载《人民日报》，2007年12月6日第1版。

^③ 《中国共产党第十七届中央委员会第二次全体会议公报》（2008年2月27日中国共产党第十七届中央委员会第二次全体会议通过）。

^④ 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》（2010年10月18日中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议通过）。

快经济发展方式转变，已经成为我国“十二五”期间经济社会发展的一条明确主线。经济发展方式的成功转变对于我国在后金融危机时代实现国内和谐发展，稳步提升国际地位具有重大的战略意义。

（三）我国经济发展方式转变中期货市场的角色定位

对于我国期货市场而言，经济发展方式的转变是一次严峻挑战，更是一次难得的发展机遇。这就需要期货市场深刻认识把握我国经济发展方式转变的内涵及要求，及时认清自身的角色，找准定位，为促进我国经济发展方式转变发挥出积极的作用。简单来说，在我国经济发展方式转变过程中，期货市场要在以下两个方面发挥重要作用。

首先，期货市场要在“促发展”中承担重要角色。我国进行的经济发展方式转变，不是要转变不要发展，而是要以发展带转变，以转变推发展，在经济发展的过程中逐步实现经济结构调整、产业结构调整等一系列重大转变。在这个过程中，保持一定的发展速度是重要而且必要的。期货市场要充分发挥自身独特的功能，承担起促进我国经济又好又快发展的重要角色。

从微观的角度看，期货市场可以通过价格发现与风险规避两大基本功能辅助实现资源的优化配置，降低企业成本，间接提高社会生产效率，为市场经济条件下的经济发展奠定微观基础。从宏观的角度看，期货市场通过促进三次产业的发展，间接推动经济增长。在农业发展方面，期货市场可以引导相关产业的发展，保障相关产业的发展质量，促进农业生产现代化；在工业发展方面，企业可以通过期货市场转移风险，提前锁定利润，有利于企业的长期稳定发展，提高工业生产的整体发展水平；在服务业发展方面，期货市场提供了金融产品的交易平台，推动了现代金融市场的发展，有利于提高金融市场的竞争能力，直接促进金融业的快速发展。另外，期货产业本身作为高端服务业的一种，在带动信息、物流等一系列服务业快速发展的同时，自身的快速发展就有带动经济发展的直接作用。

其次，期货市场要在“促转变”中发挥重要作用。我国经济发展方式的转变，不但强调发展，更要强调转变。没有转变的发展是对原有发展道路的简单延续，其负面影响已经在我国的经济实践中逐步显现。所以，我国的经济发展方式一定要转变，而且要向着以科学发展观为指导的方向加快转变。但是，我国在现阶段面临着极其复杂的国内外环境这一现实决定了经济发展方式转变的过程中蕴含着极大的风险。如果没有合理有效的风险管理工具，实现经济发展方式的成功转变不容乐观。期货市场独特的风险管理能力注定其在促进经济发展方式转变过程中大有用武之地。

从企业发展的角度看，在经济发展方式的转变过程中，企业面临着很大的市场风险，需要被合理管理与化解。期货市场作为一个理想的风险管理工具，可以被企业利用来进行风险管理，提高市场化管理水平，营造一个相对平稳的发展环境，逐步实现转型升级。从产业发展的角度看，期货市场价格发现功能的发挥，可以引导相关产业发展方向，优化产业结构，避免产业盲目发展的风险。风险规避功能的发挥，可以克服产业链上下游价格波动带来的风险，增强产业发展稳定性。从国家发展的角度看，期货市场的风险管理能力更为重要。期货市场既能够对国家宏观调控政策的制定提供重要的信息参

考，又能为国家实施宏观调控政策措施充当有力工具。在开放市场经济条件下，期货市场还要承担起保护国家经济安全的任务，在大宗商品定价和金融安全领域发挥重要作用，保证在我国经济发展方式转变的过程中国家的经济安全，化解外部负面影响冲击带来的风险。

三、期货市场服务经济发展的国际经验

随着世界经济发展和科技进步，在全球金融市场不断深化创新的背景下，国际期货市场经历了一个突飞猛进的发展过程。自诞生以来的150多年里，国际期货市场为世界经济发展和稳定发挥了至关重要的作用，得到广泛认可，其中的宝贵经验更值得我国学习和借鉴。

（一）金融深化背景下的国际期货市场发展演变

1. 农产品期货市场的产生与发展

农产品期货交易的思想可以向前追溯很久。在两千多年以前，为了确保收成，我国的稻米种植者在栽种之前就会和下游商家敲定收割后销售数量和价格。上述交易行为已经隐现期货市场的核心思想，但由于其交易没有组织，没有形成标准化合约和制度，因此还不能被称为完整意义上的期货交易。17世纪前后，随着商品经济的迅速发展，期货市场开始萌芽，荷兰发明并推出了期权交易。日本在1697年就有大米期货交易的记载。18世纪，英国利物浦的棉花交易商开始使用期货交易，茶叶期货和橡胶期货在当时也较为盛行。

现代意义上的期货交易是以1848年美国芝加哥期货交易所（CBOT）的建立为标志的。19世纪中期，优越的地理环境使得芝加哥成为美国最大的谷物集散地。由于农产品需求的持续性和供给的季节性之间的矛盾日益加剧，价格时常大起大落，众多的农场主、农产品贸易商和加工商产生强烈的避险需求，美国芝加哥期货交易所应运而生。标准化期货合约、履约保证金制度、涨跌停板制度、大户报告制度、交易清算制度等一系列期货交易制度相继形成。在芝加哥期货交易所获得成功的带动下，美国芝加哥商业交易所（CME）、堪萨斯期货交易所（KCBT）等一系列农产品交易所先后成立，期货交易方式逐步扩散到世界各地。

2. 工业化进程与金融深化催生金属能源期货

最早的金属期货交易产生于英国。一方面，作为工业革命的发源地和领头羊，十九世纪的英国成为世界经济史上首个“世界工厂”。一方面，英国对有色金属的巨大进口需求导致市场对远期交易需求的与日俱增；另一方面，英国发达的金融市场与金融深化创新能力为英国出现金属期货交易提供了技术支持。1876年12月，伦敦金属交易所（LME）正式成立，1877年1月，铜、锡等主要金属期货开始交易。美国的金属期货交

易晚于英国。1933年，纽约商品交易所（COMEX）正式成立，交易品种涵盖黄金、白银、铜、铝等金属期货。

能源期货产生较晚。1973年之前，国际油价长期处于平稳状态，能源期货无用武之地。1973年及1978年的两次石油危机导致以石油为代表的能源价格出现大幅剧烈波动，加快了石油等能源期货的推出步伐。1974年，纽约商业交易所（NYMEX）尝试推出燃油期货，1978年又推出了取暖油期货。之后，1981年伦敦国际石油交易所（IPE）成立推出柴油期货合约；1999年东京商品交易所（TOCOM）推出汽油期货合约。

金属和能源加入期货市场后，期货交易开始向全世界蔓延，新的交易所在世界各地如雨后春笋般兴起，极大地推动了现代期货市场的发展。同时，期货制度日趋完善，期货市场的性质、功能和运作方式等都得到质的飞跃。特别是以石油为代表的能源期货的出现和发展，不仅导致能源市场本身结构的改变，而且还推动了金融市场的繁荣。大量闲置的金融资本将投资热情转移到具有战略意义的石油上，以石油期货作为投资工具，在期货市场和现货市场从事大量的套利活动。

3. 金融期货的兴起与繁荣

作为金融深化的成果，金融期货的产生和发展是由金融市场的发展本身来决定的。金融期货的产生完全来自于金融市场的内在需求，这些需求因素主要有三个：一是布雷顿森林体系瓦解之后金融市场规避风险、锁定收益的需求；二是在金融市场不稳定的环境下，投资者为了防止自有资本惨遭吞噬而产生的提高金融资本流动性的需求；三是投资者逃避政府金融管制的需求。当然，金融期货市场的形成也是金融市场发展的结果，金融理论的发展和IT技术的进步是金融衍生工具产生的客观基础，而放松金融管制推动了新型金融工具的创新和新型金融服务的兴起。在此历史背景下，商品期货元素和金融市场得以结合，金融期货终于破茧而出。

金融期货是按照外汇期货—利率期货—股指期货的顺序产生和发展的。20世纪70年代初，布雷顿森林体系崩溃，浮动汇率制正式取代固定汇率制，世界各国立刻面临着巨大的外汇风险规避需求。芝加哥商业交易所敏锐地察觉到这种需求，果断设立了国际货币市场分部（IMM），于1972年首次推出包括英镑、加元、日元等在内的7种外汇期货合约。也就在这一时期，严重的经济滞胀局面使得各国相继放松利率管制，把利率作为一个调控经济、干预汇率的重要工具。利率管制的取消使得利率波动日益频繁而剧烈，利率风险成为各经济主体、尤其是各金融机构所面临的一个最重要的金融风险。1975年，芝加哥期货交易所推出国民抵押协会债券期货合约，标志着第一个利率期货诞生。此后，美国国库券期货合约、美国长期国债期货合约等利率期货相继推出。

在外汇以及利率投资者拥有上述两大避险工具的同时，如何创造出一种能够适合股市的避险工具，成为金融市场深化创新的首要任务。1982年2月，美国堪萨斯期货交易所开发了价值线综合指数期货合约。同年4月，芝加哥商业交易所推出标普500指数期货。5月，纽约期货交易所（NYBOT）推出纽约证券交易所综合指数期货。这些股指期货的成功推出引发了全球性的股指期货交易热潮。与此同时，股票期货与期权等新的金融期货也逐步产生并发展壮大。到2000年，全球期权交易的总量首次超过了期货交易总量。

随着商品期货和金融期货的不断深化和发展,人们对期货市场的机制和功能认识水平不断提高。期货期权交易作为一种规范的风险管理工具和高效的信息汇集工具应用于社会的各个领域。目前,全球期货市场上还出现了以天气、信用、房地产指数、消费者物价指数等为标的的期货期权等创新产品,奠定了商品期货保持稳定,金融期货后来居上,期货期权如日中天的市场格局。

(二) 国际期货市场促进经济发展转型的历史经验

1. 国际期货市场发展对经济增长作用的数据分析

作为现代金融市场体系的重要组成部分及金融深化的重要结果,期货市场在促进经济增长方面具有重要的作用,国内外的大量研究对这一观点提供了有力支持。本课题将利用国际期货市场与经济增长的历史数据建立内生经济增长模型,对期货市场在促进经济增长方面的作用进行量化研究,在现有研究的基础上进一步探究期货市场在促进经济增长方面的作用及影响。同时,为了有所对比,将证券市场作为变量引入模型,进一步丰富模型的研究内容与结果。^①

从全球期货和证券的交易情况看,1994~2009年间,全球期货交易量由最初的10.64亿手增加到2009年的85.14亿手,增长了7倍。在此期间,全球股票成交额由8.82亿美元跃升至71.56亿美元。由图1可以看出,期货成交量和股票成交额总体呈现增长的态势,并且期货成交量稳定性要大于股票成交额。与此同时,随着期货市场成交量和股票市场成交额的不断增长,全球GDP也由1994年的46.39万亿美元增长至2009年的83.91万亿美元。

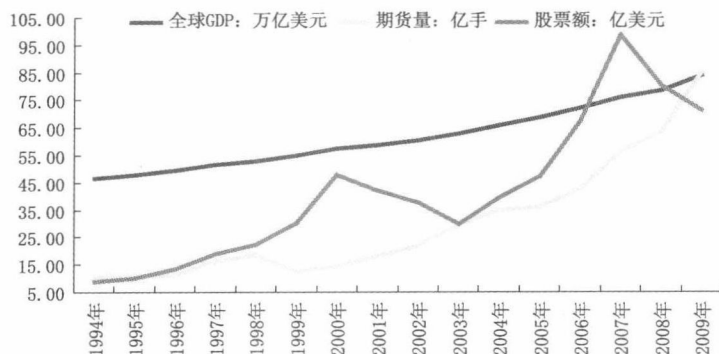


图1 全球GDP、期货成交量、股票成交额走势

为了考察全球期货、股票市场与经济增长之间的相互作用,假定其他条件保持不变,建构三者之间的关系为: $GDP = F(FVOL, SVOB)$,其中, $FVOL$ 表示全球期货成交量, $SVOB$ 表示全球股票成交额。以1994~2009年的GDP、FVOL、SVOB作为样本数据^②,建立二元回归模型,进行分析检验,得到回归方程为:

^① 详见附录1。

^② 数据来源:Wind资讯数据库。