

中国期货市场研究

贺 涛 主编

RESEARCH
ON
CHINA
FUTURES
MARKET

科学出版社

中国期货市场研究

贺 涛 主编

科 学 出 版 社

内 容 简 介

本书共收入 23 篇论文,从不同角度对我国期货市场建立的设计、运作等情况及遇到的实际问题作了较为深入的研究。本书在初步总结实践经验的基础上,从理论和实务的结合上对我国期货市场的建设和发展的方向、方法、途径作了论证和探索。

本书可供从事期货市场研究的管理人员参考。

中国期货市场研究

贺 涛 主编

责任编辑 童安齐

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

上海每周广播电视报印刷厂 印刷

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

*

1998 年 4 月第 一 版 开本:850×1168 1/32

1998 年 4 月第一次印刷 印张:11 1/4

印数:1—1100 字数:320 000

ISBN 7-03-006673-1/F·132

定价:28.00 元

序

90年代初,在我国经济体制改革的浪潮中,产生了期货市场这一新生事物。经过几年的探索实践,期货市场已初具规模,其积极的功能作用有所发挥。实践促进了人们对期货市场认识的深化,同时也促进了人们经营观念和投资观念的转变。

期货市场的实践过程也是期货界的理论研究过程,对实践中遇到的问题进行深层次的剖析和研究,在提高认识的基础上加以理论概括,是期货理论建设的一项基本工作。上海粮油商品交易所是我国首家直接从期货交易起步的交易所,其走过的曲折过程从一个侧面反映了我国期货市场的发展进程。在这一进程中,上海粮油商品交易所为中国期货市场的建立和发展作了许多有益的探索,多年来结合实践进行了多项课题研究,撰写和发表了一批有一定质量的论文。为了总结和反映市场建设理论和实践的成果,现选择其中的一部分,编辑为本书。

本书收入的论文内容涉及到中国期货市场建设的诸多方面,既有理论探讨,也有实务对策;既有综合性论述,也有专题分析。其间,不仅有对上海粮油商品交易所个别性案例的分析,更多的是对我国期货市场共性问题的探讨。全书研究论证所及,有一定的广度和深度,但总的说来,还带有探索性的特征,不少观点还值得商榷。编辑本书的意图一方面是为了对理论和实践研究成果作阶段性的汇集,另一方面则是为了引起更多的讨论,推动期货市场研究工作的深入。

本书收入的论文成文于不同的时间和背景,因而难免留有局限性。其中有些见解和观点在当时来看是难能可贵的,而在今天却显得不够准确、充分,或者还可作进一步探讨研究;但也有一些观点、见解,在当今仍有不少理论和应用的价值。为了更好地总结

过去、探索今后,本书除个别文章作了文字修改之外,大部分原文收入,以客观反映这几年我们认识发展的过程。

本书收入的论文在撰写过程中,曾查阅和参考了一些相关资料,征求和听取过有关专家和期货界同行的建议、意见,在成文中或有引用。在此,谨代表作者向以不同方式对其研究有所帮助的同志以及成书过程中所有给予协助的同志表示衷心的感谢。

中国期货市场的规范、健康发展需要有科学、正确的期货理论指导,中国期货市场建设发展的实践也会提供新的经验,形成有中国特色的期货理论。希望本书能为有关方面深入研究期货理论和实务提供一些参考,在我国期货理论建设方面发挥积极作用。

贺 涛

1997年8月

Preface

The China's futures market has been shaped in the early 1990's, when China started to embrace the economic reform. After a few years of practice and exploration, the futures market has formed an elementary scale, and is playing its active role in the economic development. At the same time, people have enlarged their knowledge about the futures market, and gradually modified their ideas on investment and enterprise operations.

As a matter of fact, the practices of building a futures market is a period of theoretical research for the futures industry. One of the fundamental tasks for the construction of theories on futures market is to conduct profound studies on the issues of the young market and make some theoretical conclusions on the basis of new conceptions. Shanghai Cereals & Oils Exchange (hereinafter "SCOE") is the first commodity exchange in China which started directly from futures trading at the very beginning of its establishment. Its tortuous growth path has not only shown the development of China's futures market, but also led to great contributions to the emergence and growth of China's futures market. This book is of selections from the articles written by the Exchange staff, which reflect their research achievements on futures market.

The articles in this book involve both theoretical and practical aspects of market construction, including comprehensive discussions on the general characteristics of futures market and a

case study on a specific SCOE event. Generally speaking, these presentations are insightful and constructive. The purpose of publishing this book is just to conclude what we have achieved in the past, and attract more discussions and idea exchanges in the futures industry.

The articles in this book were written in the different years so that some ideas might have been more original several years ago but would need modifications now. However, some articles are still worth reading, which are valued for both theoretical and practical uses. In order to show our conceptual development in the past few years, we would not like to make any revisions on the opinions of the articles except some words.

It is necessary for the authors of this book to read some related industry documents for reference and cite some experts' opinions for supporting grounds when conceiving and writing these articles. Here, on behalf of all the authors, I would like to extend our heartfelt gratitude to those who have given helps to our research and the publication of this book.

The China's futures market needs a scientific theory for guidance upon healthy development. The practices of market construction also provide further understandings of the market itself and necessary basis for setting up the systematic theory on building the China's futures market. I hope the publication of this book will serve to educate those industry newcomers, and to contribute to the theoretical construction of the China's futures market.

He Tao
August 1997

目 录

我国期货市场若干理论与政策问题的研究·····	贺 涛	(1)
我国粮食期货市场若干问题研究·····	贺 涛	(26)
略论期货交易中的套期保值·····	汤克均	(41)
粮油套期保值初探·····	樊友乐	(55)
浅论我国期货市场套期保值·····	华蔚蕨	(58)
完善我国套期保值交易的市场要素·····	马荣庆	(68)
期货交易价格发现功能的实证分析·····	鲍建平	(73)
风险管理的基本对策·····	林 晓	(98)
论如何有效控制交割风险·····	祁国中	(111)
价格波动和保证金水平制定·····	鲍建平	(119)
论保证金在期货交易风险管理中的作用 ·····		
····· 劳光熊 黄幼杰		(157)
期货市场风险监控基本任务及运作系统设计·····	汤克均	(165)
从剖析粳米期货交易引发的若干思考 ·····		
····· 贺 涛 汤克均		(177)
关于防止操纵行为与加强自律管理的几个问题 ·····		
····· 马荣庆		(205)
期货交易所市场重组问题的思考·····	江明德	(211)
我国股指期货开发初探·····	汤克均	(220)
我国国债期货品种开发的研究·····	鲍建平	(248)
我国开展股票指数期货交易的意義及其运作模式 的探讨·····	华蔚蕨	(278)
大豆期权交易研究·····	林 晓 徐开元	(293)
正确认识信息在期市中的地位和作用·····	陈 融	(308)
国际期货市场发展现状、趋势及启示 ·····	徐开元	(316)
管理期货与我国期货市场·····	梅 岭	(331)
美国谷物期货市场状况及对我国的启示·····	贺 涛	(343)

Content

A Study on Issues about Theories and Policies on China's Futures Market	He Tao (1)
Some Words on Grain Futures Market in China	He Tao (26)
A word on Hedging in Futures Market	Tang Kejun (41)
Some Ideas on Hedging in Grain Futures Market	Fan Youle (55)
An Analysis on Hedging Activities in China's Futures Market	Hua Shihong (58)
Improving Market Elements for Hedging in China's Futures Market	Ma Rongqing (68)
A Case Study on the Function of Price Discovery in Futures Market	Bao Jianping (73)
Basic Strategies on Risk Management	Lin Xiao (98)
How to Control the Risk in Physical Delivery	Qi Guozhong (111)
Price Movements and Margin Requirements	Bao Jianping (119)
Roles of Margin for Risk Management in Futures Tra- ding	Lao Guangxiong, Huang Youjie (157)
Ideas on Fundamental Task and Operational System of Risk Management in Futures Market	Tang Kejun (165)
Some Thoughts on the Futures Trading of Round Grain	

Rice	He Tao, Tang Kejun	(177)
Some Issues on Self – Regulation and Market Manipulation	Ma Rongqing	(205)
An Idea on the Reconstruction of China's Futures Markets	Jiang Mingde	(211)
Some Ideas on Trading Stock Index Futures Contract in China	Tang Kejun	(220)
A Study on Futures Trading of Treasury Bonds in China	Bao Jianping	(248)
Some Words on Significance and Operating Modes of Trading Stock Index Futures Contract in China	Hua Shihong	(278)
An Idea on Trading Option on Soybean Futures Contract	Lin Xiao, Xu Kaiyuan	(293)
Position and Function of Information in Futures Markets	Chen Rong	(308)
The Development Trend of International Futures Markets and Its Enlightenment to Us	Xu Kaiyuan	(316)
Managed Futures and China's Futures Market	Mei Lin	(331)
The Current Situation of American Grain Futures Market and Its Enlightenment to Us	He Tao	(343)

我国期货市场若干理论与政策问题的研究

贺 涛

(1995 年 10 月)

期货市场是现代市场经济的产物。80 年代以来,随着我国改革开放的不断深化,商品经济得到了迅速的发展,市场机制在国民经济中发挥的作用越来越大,作用的范围也越来越广,许多商品放开后,由于市场供求的变化,价格经常出现波动,从而给生产者、流通者和消费者带来风险。同时,现货价格信号对分散决策的生产和流通的调节往往带有滞后性。于是人们开始探索通过市场分散和避开价格风险的方法和途径。正是在这种情况下,我国政府提出了开展期货市场的研究和探索工作。我国经济理论界的一批有识之士开始投入了艰辛的理论研究和宣传工作。90 年代初,随着以建立社会主义市场经济体制为目标的改革方向的逐步明确,期货市场在我国出现,并迅速发展,成为我国经济的“热点”。经过短短几年的发展,期货行业已成为我国一大新兴产业。到目前为止,国家批准的试点期货交易所有 15 家,期货经纪公司有 300 多家,直接和间接服务于期货市场的从业人员近 30 万人,电脑、通信设备和场地等固定资产达到 100 亿元以上。据统计,1994 年全国期货交易总金额 6.04 万亿元,其中商品期货 3.23 万亿元、国债期货 2.81 万亿元。对于这个“热点”该不该热,这个行业该不该如此发展,国内理论界和政府有关部门认识并不一致。当我国期货市场发展过程发生一些问题时,特别是 1995 年发生了“327”国债期货等风波后,一些对期货市场持否定意见的同志似乎有了更充足的

否定理由。应该看到,期货市场是我国社会主义市场经济条件下的新事物,存在不同的看法,以至争论都是正常的。通过不同意见的探讨,使认识逐步趋于统一,这将会有助于解决一些理论和政策问题,推动期货市场的发展。为此,本文试就期货市场的有关理论和政策问题,提出一些研究思考意见,供共同探讨。

一、关于我国期货市场的理论定位

在我国市场经济体系中,是否应该有期货市场的地位,现阶段我国要不要发展期货市场,这是我们面临的一个首要的理论问题。现在有一些看法认为,我国现在根本不具备发展期货市场的条件,期货市场是超前产生、超前发展,市场经济未必需要期货市场。特别是这些看法存在于决策部门,导致我国至今没有把期货市场的发展列入社会经济发展战略内,同时也缺乏发展期货市场的战略构想和实现战略构想的战术措施,期货市场的发展在宏观决策上处于不稳定状态。因此,要充分发挥期货市场的作用,就要对我国期货市场产生的条件、存在的必然性作出客观的分析,实事求是的作出我国期货市场的理论定位。

1. 我国期货市场产生和发展具有客观必然性

按照市场发展的一般过程和规律,期货市场是商品经济和现货市场发展到一定阶段的产物,期货市场以现货市场为基础。这几年,我国期货市场的产生和较快发展并不完全是人为因素,其中有它的存在条件和客观必然性。首先,我国改革开放以来,商品经济迅速发展,商品流通量迅速扩大,国内地区间的商品联系日益密切。现货市场的发展,为期货市场的产生和发展提供了基础。拿粮食商品率为例,已从 70 年代的百分之十几提高到 90 年代的百分之二十几。第二,虽然我国正式提出建立市场经济体制的方针仅几年,然而我国进行经济体制改革已有 10 多年的历史,随着价

格和市场的放开,由供求变化而引起的价格波动难以避免,为了有效地避开价格风险,生产、流通和消费都需要有一个分散和转移价格风险的场所和途径。期货市场的产生就是适应了这样一种需要。第三,我国国内交通运输、通信手段、信息流通手段都有较快发展,为更高层次的商流和物流提供了基础。第四,随着我国经济的发展和人民生活水平的提高,社会游资和短期闲置的资金也大量增加,这些资金为期货市场提供了资本条件。当然,同发达资本主义国家相比,我国的市场发育程度还很低,但这并不意味着发展期货市场的条件不具备。早在本世纪 20—30 年代,我国就有较发达的期货交易,当时现货流通条件同今天是不可比喻的。因此简单地同外国作比较,认为我国不具备期货市场发展的基本条件,期货市场是超前发展的看法是片面的,其理由也是不充足的。

2. 期货市场是我国社会主义市场体系中的重要组成部分

现代市场体系是相互联系、有机结合的市场群体。现代市场体系结构通常可分为两大类:一类是门类齐全的现货市场,包括商品市场、劳动力市场、金融市场、科技信息市场、房地产市场等;另一类是期货市场,包括农产品期货市场、工业原料期货市场、金融期货市场等。期货市场是从现货市场中派生出来的,是现货市场发展一定阶段的产物。期货市场与现货市场的价格基本上是由相同的因素决定的,两者波动大致也是平行的。因此,只要在期货市场持有一个与现货市场交易部位相反,而交易数量相等的期货合约,则现货市场因价格变动而遭受的损失,就可以被期货市场的盈利所部分地或全部地弥补。因此,期货市场由它所特有的市场功能与现货市场相对应,成为现代市场的两种基本形式。期货市场与现货市场的相互结合和相互补充,形成了现代意义的市场体系。

我国社会主义市场经济体制的要求所建立的市场体系,也属于现代市场体系的范畴,它通过现货市场与期货市场的相互结合,

充分发挥市场机制全面的、基础性的调节作用,达到资源的有效配置。在这个市场体系中,现货市场承担实现商品流通任务,期货市场承担发现合理价格、转移和分散价格风险任务,从而实现市场经济运行的良性化,增强宏观经济的稳定性。由此可见,期货市场在我国市场体系中,不是可有可无,而是与现货市场相辅相成,成为重要的组成部分。

3. 发展期货市场是宏观经济管理改革的必要选择

我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制,在市场经济体制的建立过程中,发展期货市场对宏观经济管理方式的改革是有积极意义的。首先,我国宏观经济管理的改革需要期货市场。我国经济体制改革基本上是沿着市场取向发展的,随着宏观经济管理改革的深入,政府指令性计划大幅度缩减,以市场形成价格为主的价格机制初步建立,商品流通体制、金融体制和财政税收体制的改革,使市场调节的作用加强、范围扩大,国民经济的活力比以前大大增加。但是与此同时,市场和价格放开以后,宏观经济管理上产生了“空隙”,这些“空隙”包括:计划调节作用减弱后,市场调节机制没有相应跟上;市场体系和功能不健全,分散的决策主体尚缺乏较准确的信息渠道和转移风险途径。因此,从建立社会主义市场经济体制的目标出发,我国宏观经济管理的改革需要利用期货市场,通过期货市场的信息功能,为分散的决策主体提供决策依据。其次,期货市场也能够为宏观管理改革提供条件,我国计划管理体制改革后,它的一部分功能可以由期货市场来替代。期货市场的建立和发展,将为企业提供转移市场风险的工具,使企业从依赖国家保护转变为寻求市场保护。在计划经济体制下,政府用平价物资供应、固定利率贷款和固定汇率将企业保护起来,实际上是将市场风险转移给国家财政。在农产品方面,由于固定的平价收购,往往把风险集中给生产者承担。在市场经济条件下,企业被政府推向了市场,就企业来说是难以承受这些风险,那

么期货场所拥有的功能就为分散转移企业风险提供了途径。期货市场还能发现市场供求关系的基本走势,可以为企业提供市场价格信号,为政府的宏观调控提供较真实的市场信息。在市场经济的运行中,价格是调节社会供求的“晴雨表”,但是现货市场价格具有滞后性,而期货市场会在一定程度上弥补这一缺陷,即可以提供远期价格,进行事先引导。总之,我国宏观经济管理改革的关键是政企职责分离,变计划调控为主为市场调控为主,而期货市场功能正是宏观经济管理改革所需要的,因此,发展期货市场是宏观经济管理改革的必要选择。

当然,我们不能否认期货市场有较大的投机性,管理不好还可能出现混乱,带来风险,给国民经济产生消极影响。但是,这不应影响我国在建立和完善市场经济体制中以发展期货市场为目标的确立。

二、关于我国期货市场发展的非均衡认识

1. 我国期货市场非均衡含义

经济学中非均衡含义是相对于均衡而言。非均衡指在市场不完善和价格不能起到自行调整供求作用的条件下,各种经济力量将会根据各自的具体情况而被调整到彼此相适应的位置上,并在这个位置上达到均衡。很显然,非均衡所达到的均衡,是市场不完善前提下的均衡,换句话说,非均衡实际上也是一种均衡。经济学中提出非均衡的意义在于:排除经济增长的均衡理想模式,寻求非均衡下经济发展的现实途径。

运用非均衡思想,分析我国期货市场,有助于面对我国的现实基础,采取适合我国国情和经济体制改革需要的措施,推动期货市场的发展。我国期货市场非均衡的含义是指用经济学非均衡理论作为方法,观察分析我国期货市场发展,所得出的非均衡状态。按

照理想的发展模式,期货市场应该建立在发达的现货市场和完善的企业经营机制基础上,而且先有期货法律,后设立市场,市场的功能能够完全有效地发挥。如果把这种理想模式理解为均衡,则我国期货市场的现实发展可以视作非均衡。因为,我国期货市场是由于现货市场有很大发展,但又不十分发达和完善;国有企业的改革有了很大的进步,但所有制结构尚未根本变化,经营机制又不太灵活;期货市场的法制观念逐步加强,但国家的期货法律又没有建立;市场功能有了初步显露,但又是在没有充分发挥的基础上产生和发展的。在这样的市场环境中,政府和交易所缺乏管理经验,企业缺乏套期保值的知识和动力,投机者往往带有过度的盈利冲动。这种同理想模式有很大的差别的状况就是中国期货市场的非均衡。

2. 我国期货市场发展的非均衡是一种现实的发展途径

按照经济学中非均衡理论,均衡发展模式是一种理想的不存在的模式,非均衡发展不是一种失衡的、混乱的、无法控制的增长,而是一种有着时间矢量的有序增长。把这一理论引申到对我国期货市场发展过程分析,可以使我们认识到,期货市场发展的非均衡是一种现实的发展途径。在美国也表现为这样的过程,美国期货市场建立 50 多年后,才诞生了第一个全国性期货管理法规,它也没有先立法规范,后发展市场,而是在发展过程中逐步规范的。因此,也不能要求政府等所有条件都具备后才考虑期货市场的发展;也不能设想一切都设计好,不碰到一点问题。如果要求现货市场发育程度非常高,企业产权非常明晰,经营机制非常灵活,期货法律非常齐全的条件下,才能发展期货市场,这是不现实的。世界上也很少有这样的国家是这样走过来的。而我们完全可以在现有条件下发展期货市场,在发展的过程中完善条件,求得规范。

3. 非均衡发展是我国期货市场发展的理论思路

研究非均衡发展,正视非均衡状况和非均衡发展存在的必然性,有助于奠定我国期货市场发展的理论思路。我国建立期货市场所面临的条件有许多缺陷,如有市场环境、市场主体、市场法律以及市场管理的缺陷。我们在市场运行中还会碰到许多问题,有些是我们设想到的问题,更多的是我们没有设想到的问题,甚至是十分不希望出现的问题,但是这些都不以我们的意志为转移。这种非均衡状态,迫使我们去接受,因此非均衡发展是我国期货市场发展的理论思路。掌握这一思路,才能在发展过程中,碰到挫折不惊慌失措,碰到问题不因噎废食,才能面对期货市场存在的这样那样问题,勇于改革,推动发展。

三、关于期货市场的功能发挥

^④根据期货交易的基本原理,期货市场主要有两大功能。一个功能是转移和分散价格风险,它是通过期货合约的买卖交易来抵销现货市场价格变动带来的风险。另一个功能是价格发现,它是期货市场上众多的套期保值者和投机者在从不同角度分析市场供求因素、预测价格走势基础上,通过公开竞争形成的远期价格。期货市场除了两大主要功能外,它还派生出其他一些功能,如减缓价格波动,吸引各种闲置资金,有效利用投机资本。期货市场这些功能并非能够自然发挥,它需要一些条件。

1. 期货市场功能发挥的必要条件

期货市场的功能发挥,应具备的必要条件为:

第一,要有竞争性的市场环境。期货市场是按市场机制进行运作的市场,根据市场功能的要求,期货的价格必须是完全放开的,并允许自由竞争,没有行政干预。如果价格不是完全放开的,