

中国期货市场研究

张邦辉 著

新华出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国期货市场研究/张邦辉著. —北京: 新华出版社,
1996. 12

ISBN 7-5011-3412-X

I. 中… II. 张… III. 期货交易—市场—研究—中国
IV. F723

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 23078 号

中国期货市场研究

张邦辉 著

※

新华出版社出版发行

新华书店经销

北京市利民印刷厂印刷

※

787×1092 毫米 32 开 4.75 印张 103 千字

1996 年 12 月第 1 版 1996 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 7-5011-3412-X/F·490

定价: 15.00 元

前 言

期货市场是从传统现货市场发育而来的，是现代市场经济体系中不可或缺的构件。经济发展的历史已经证明：现货市场固有的、经常的、剧烈的供求和价格的反复波动是影响经济系统中资源优化配置的重要障碍，是造成社会资源浪费与经济效益损失的重要原因，仅仅依靠现货市场自身的调节又无法使供求和价格波动收敛到社会可以接受的限度以内；而期货市场的基本功能即在于为生产经营者提供套期保值回避市场风险的渠道和发现价格促使社会资源优化配置。因而，从根本上说，期货市场的产生和存在缘自于现货市场内在的、自身难以克服的缺陷，是对现货市场固存缺憾的矫正和弥补。

建设中国社会主义市场经济体制是一项重大而艰巨的任务，在此过程中，培育中国期货市场，以完善我国市场经济体系，实现社会资源优化配置，是一个明智的选择。自 1988 年以来，我国的期货市场经历了从理论到实践的艰难探索，培育出一批具有一定实力、做法规范的期货交易所和期货经纪公司。目前期货业在我国尚处于培育阶段，取得的经验需要总结，出现的问题需要解决，发展的方向需要明确，实践已经向理论界提出新的、更高的要求。基于此，我试图在理论上作些探索，以有益于中国期货市场的建设。

本书共分 9 章。前 4 章主要论述期货市场的一般原理，但针对国内期货理论研究领域有争议的几个问题作了进一步的探讨，诸如期货市场投机、期货市场的功能等问题，以求为后面的研究做些铺垫；后 5 章专门研究中国期货市场，对我

国期货市场的产生培育过程有所回顾，对现存的问题和对策有所分析，对未来的发展有所预测，力求真实地反映我国期货市场的总体状况并提供一些有效的政策性建议。

中国期货市场初创不久，取得的经验有许多尚属阶段性的，一些矛盾和问题尚未充分暴露，资料比较缺乏，这给研究带来不少困难。但是，我尽力从中爬梳、剖析，力求有益于中国期货市场的建设，力所不及和疏漏之处均由本人负责。

作 者

1994年2月

目 录

前 言	1
第一章 期货市场概述	1
一、期货市场的经济含义	1
二、期货市场的产生和发展	5
三、期货交易与现货交易、远期合同交易	12
四、期货市场运作机理	14
第二章 期货市场中的投机	28
一、期货交易中投机行为的特殊含义	28
二、期货市场投机的数学解析	34
三、期货市场投机的经济功能	39
四、期货交易与赌博	43
第三章 期货市场价格形成机理	45
一、现货市场价格调控的缺憾	45
二、蛛网效应	47
三、克服现货价格滞后调控和蛛网效应的理论选择	50
四、期货市场价格的构成	54
五、期货价格与现货价格的关系	56
六、期货价格的特征	61

第四章 期货市场的经济功能	63
一、回避风险功能	63
二、发现价格功能	66
三、减缓价格波动功能	69
四、降低交易费用功能	72
五、促进经济国际化功能	75
第五章 社会主义市场经济呼唤期货市场	78
一、完备的市场体系需要期货市场	78
二、国家宏观调控需要期货市场	80
三、建立新的体系需要期货市场	83
四、企业生产经营活动需要期货市场	88
第六章 中国期货市场的初创和成就	91
一、理论界的贡献	91
二、中国期货市场的初创	95
三、中国期货市场的成就	100
第七章 中国期货市场的盲目发展和清理整顿	105
一、盲目发展的主要表现	105
二、清理整顿的实绩	107
三、我国期货市场试点中存在的主要问题	112
四、巩固整顿成果，进一步规范期货市场	115
第八章 中国期货市场进一步发展的深层次问题	120
一、市场体系方面	120

二、经济体制方面.....	123
三、经济政策方面.....	124
第九章 中国期货市场模式、阶段和展望.....	128
一、中国期货市场发展模式.....	128
二、中国期货市场发展阶段.....	134
三、中国期货市场展望.....	137
主要参考文献.....	141

第一章 期货市场概述

期货市场是商品经济发展到一定程度的产物，是现代市场经济体系的重要组成部分。在西方，许多人将期货市场视作“市场经济的精华”，称之为“市场体系中的顶尖”。

期货市场在市场构成、交易对象、交易方式、运作原理诸方面均以其独到的特性而有别于传统的现货市场、批发市场和远期交货合同市场。

期货市场既是传统现货市场的产物，又是现代市场经济体系的重要构件。因而，只有在与现货市场的比较分析中才能准确地把握期货市场的基本特征，揭示出期货市场的运作原理，从而认识到在我国社会主义经济体制改革中建设期货市场的必要性和紧迫性。

一、期货市场的经济含义

规范化的期货市场和期货交易的存在已有百多年的历史，但迄今为止，国内外学术界对此尚未形成严格统一的定义。由格林沃尔德编著的《现代经济词典》将期货市场定义为：“买卖商品或外汇的远期交货合同的一种市场。商品本身并不带到期货市场；进行交易的只是通常称之为期货的远期交货字据。某种商品的期货市场常常同有一个有组织的商品交易所合在一起，由这个商品交易所提供一个可以从事期货买

美的持续和稳定的市场。”^①这个定义强调期货市场的交易对象并非现实的商品，而是远期合同，并且突出期货市场在交易上的持续性和稳定性。

由斯坦贝克和埃瑞克松编著的《期货市场辞典》对期货市场条目的释义为：“期货市场指入市交易者买进和抛出由专门的商品交易管理机构所制定与核准的、标明商品特定数量、等级以及确定未来收交货时间的期货合约与期权合约的场所。期货合约包括商品合约、外汇合约和政府债券合约。”^②这一定义不仅指出期货市场是专门进行期货合约交易的场所，而且强调了期货合约的品种和规范性。

在国际上具有权威性的《新帕尔格雷夫经济辞典》则是在与远期合同交易的比较中阐述期货市场的含义的，该辞典认为：“远期合同交易是发生于两个当事人之间的、详细商定合同条款、并在未来某个确定时间交货的交易行为。而期货市场的特殊性则在于其所买卖的却是标准化的、交易成本最小的、市场流动性最强的期货合约，这种期货合约的特殊性还在于它在合约到期前可以进行多次转手买卖，这是其与远期合同交易的最大区别。”这本辞典还进一步指出：“期货市场的功能还在于其有助于分散和减少市场风险，促进有关信息的收集和传播。虽然远期合同交易市场还可以提供相似的分散市场风险的机会，但期货市场所具有的极高的透明度和

① [美] D. 格林沃尔德：《现代经济词典》，商务印书馆 1981 年版，第 195 页。

② G. Steinbeck and R. Erickson: 《The futures markets dictionary》，New York Institute of Finance, 1988, p78。

市场流动性使其更能够强有力地产生‘价格发现’机制。”¹

由此可见，与现货市场远期合同交易的单独、分散谈判不同，由于期货市场集中了众多的交易者，按照严格统一的规则进行公开的竞争，因而可以形成合理公正的价格；又由于所买卖的期货合约是交易所根据实际需要而统一制定的，使合约到期前多次转手买卖成为可能，为生产经营者套期保值回避风险提供了手段；更由于期货市场的集中连续交易可以形成高度集中的供求和价格信息网络，在这种完全公开竞争市场中所“发现”的价格和所汇集的供求信息对生产经营者安排下一轮的生产经营活动无疑具有重大的指导作用。因而，《新帕尔格雷夫经济学辞典》是从与远期交易的比较和对期货市场自身功能的介绍中说明期货市场的经济含义的。

由台湾学者编撰的《国际贸易、金融大辞典》则是在与现货交易的比较中说明期货市场的定义的，该辞典认为：“期货市场：指双方同意以一确定价格在一未来日期买卖证券、商品或外汇的市场。期货市场与现货市场的区别一般为：（1）现货市场大都立刻交割，期货市场虽也可以在当月交割，但有特别限制，如以三、六、九及十二月的第三个周三为交割日；（2）两者区别主要不在于交割时间，而在于契约形式，如期货契约的买卖，需对经纪人缴纳保证金。”²

这个定义虽然从形式上区别了期货市场和现货市场，但未揭示出期货市场的本质。倒是该辞典的期货交易条目说得明确些：“期货交易指买卖双方都依据商品交易所的规定和方

1 《The new palgrave A Dictionary Economics》Macmillan, 1987, 1, p444.

2 台湾《国际贸易、金融大辞典》中华微信所出版社，1988版，第368页。

法，从事上市商品的买卖，个别约定于将来特定时间交付某特定商品或支付价款；但是可以在约定期间届满以前，做相反方向的买卖，了结原来的交易，只计算其差额，而不用实际交付商品。……期货交易是期货合约的买卖。期货交易的主体，是以避险业者及投机者为主；而期货交易的客体，名义上是上市商品，实质上则为期货契约，……一般投资人或生产者可以透过期货市场的交易，稳定货源，并可正确预估成本，减少市场价格波动的影响，是故可作为避险的工具；此外，期货价格也代表了所有市场参与者对未来价格的预期，是故也为社会大众提供了较正确的未来价格指标。”^① 经过补充，这个定义不仅说明了期货市场的主要特征，还介绍了期货市场的主要功能。

我国大陆最早研究期货理论的著名学者常清先生在对国内外有关的几种定义进行比较之后，曾经给期货市场下过一个研究性的定义：“期货市场是进行期货合约买卖的市场，这种买卖是由转移价格波动风险的厂商和承受价格风险获利的风险投资者参加的、在交易所内依法公平竞争而进行的，并且有保证金制度为保障。这种交易的目的是不是获得实物，而是回避风险或套利。”^② 常清先生的定义不仅概括出期货市场的特征，也突出了期货市场交易的目的，用语和表述规范，易于为大陆读者理解和接受。

① 台湾《国际贸易、金融大辞典》中华微信所出版社，1988版，第368页。

② 威廉·格罗斯曼、常清：《期货市场的理论政策与管理》山东人民出版社，1992年版，第13页。

二、期货市场的产生和发展

人类历史上任何一种经济活动形式的产生都源自于社会发展的需要。期货交易的出现，正是商品经济发展的必然产物。为了避免粮食现货市场价格的剧烈波动，希腊和罗马在公元前已经出现粮商在农作物成熟前预付少量定金预购农产品，待收割后进行实物交割的原始远期交易方式。这种收割前由粮商与农户共同约定交割日期、地点、数量和价格，粮食收割后，双方履约银货两讫的远期交易形式已经具有一定的期货性质，但仍然是一种完全的实物贸易形式。随着商品生产的发展，商品交换在深度和广度上进一步拓展，商品市场的范围也逐渐扩大，商品从生产到销售之间必须经历的时空距离越来越大，商品生产者和销售者所面临的经营风险也越来越大。客观上要求有能够进一步沟通产销、稳定生产的新的贸易手段，与此同时，城乡间交通运输条件的改善和人口向城市的迁移，一些小城镇逐渐发展成为集散货物和消费集中的贸易中心城市，以前的个别生产者与经营者之间的个人远期交易也逐步为集中的城市市场交易取代。在这种情况下，农产品的生产和消费空间距离加大，粮食生产者和谷物储运商所面临的价格波动和市场风险也比以前要大。丰收之年谷贱伤农，歉收之季谷价飞扬，已成为经常发生的循环现象。经济的发展要求流通领域有保证产销衔接、减少市场风险的交易手段。

自 13 世纪到 15 世纪，上述“先买卖后交割”的集中交易形式在欧洲甚为流行，购销双方为确保交易成功，开始签署列明货物品种、数量、价格的一种文件，即早期的合同，并出现货物最终交割前在商人间相互买卖文件的现象。当时，一

些荷兰、法国、意大利和西班牙的商人还自发地组成商人公会，对会员买卖的文件提供担保，为这种最早的“买空卖空”交易提供保障。1570年，英国皇家交易所正式成立，这是世界上第一个商品交易所，其后，荷兰的阿姆斯特丹建立了粮谷交易所，比利时的安特卫普开设了咖啡远期交易市场，1730年，日本大坂也创办了专事大米远期合同交易的“米相場”。上述商品交易所和商品市场与以前的粮商与粮农之间交易的最大区别在于其交易对象有相当一部分并非实物，而是有关商品的远期合同，并且从一份合同的签约到最终的实物交割，其间合同可以在不同的商人之间相互买卖。由于这种远期合同是商品生产者和需要者根据对未来市场供求情况的预测，在双方充分讨价还价基础之上而签订的，其单位价格具有一定的预测性。在当时，对于商品生产者和经营者来说，这种价格实际上是指导下一周期生产经营活动的较为准确的信息。这是现货市场价格所无法做到的。另外，由于签订了远期合同，产品销路和出售价格均已限定，商品生产者所面临的市场风险自然就减少了，有利于生产者稳定生产、连续生产。在这种远期合同交易中，通常还要求购买方在实物交割前预付部分定金，这在一定程度上保证了合同的履约率大为提高。这种远期合同交易对于稳定供销渠道，发挥预期价格的调节作用和减少市场风险发挥了一定的作用。对于生产者来说，这种远期合同交易为他们避免季节性因素所造成的价格波动，确定货源，限定成本，提前安排运输、储存、生产和销售提供了方便。但是，这种远期合同交易中所形成的价格也有很大的缺陷，它虽然具有一定的超前预期性，但无法根据未来市场潜在供求的变动而及时更改和调整价格。当

合同期内市场供求发生与原预期不相符的情况时，既不能要求生产者变更原定的生产安排，也不能改变合同中已确定的价格，此刻的市场风险主要落在流通领域的商品经营者身上，因而，在远期合同交易中，由于价格变动而单方面撕毁合同，拒不履行的现象时有发生。最主要的是，这种远期合同交易并不能从根本上解决商品生产连续性、稳定性和社会需求多变性之间的矛盾，也不可能从根本上解决价格调节供给时所产生的负的时差效应，更不可能真正解决市场波动过大和市场风险过大的实际问题。这种远期合同交易的参加者主要是生产规模较大的农场主、经销商、加工厂商，其特点是实买实卖，最终进行实物交割。从根本上说，这种远期合同市场只是参加者寻求交易伙伴的场所。

1848 年是世界期货市场发展史上值得大书特书的一年。在这一年，由 82 名谷物交易商聚集在美国芝加哥自发组织创立了芝加哥期货交易所(CBOT)。芝加哥背靠密执安大湖，毗邻美中西部肥沃的平原，是美国著名的产粮区，在 19 世纪 30 年代就已经成为美国的谷物集散地。但是，在季节不同和丰歉不均的年份，农产品供应与需求之间的矛盾时而非常尖锐，市场秩序混乱。丰收季节，谷物供应量远大于短期需求，即便售价降到最低，仍不免有大量谷物被倾倒浪费，更由于仓储和运输条件的限制，谷物霉烂也十分严重；欠收之年，谷物供不应求，价格飞涨。在这种情况下，生产和流通难以协调，农场主、粮商和加工商面临很大的市场风险。芝加哥期货交易所的成立，为生产和流通领域的企业主提供了套期保值，回避风险的场所和手段。美国自 19 世纪 60 年代初到南北战争期间粮食供求严重失衡，粮价波动很大，在这种情况

下，谷物期货交易起了很大的积极作用。芝加哥期货交易所成立之初，广泛地采用远期合同交易方式。但当时的远期合同并未对商品的质量等级和交货日期作统一的规定，造成合同转让困难，各种类型交易者之间的违约现象也时有发生。为促进交易的正规化和标准化，芝加哥期货交易所于1865年推出由交易所统一制定的标准化协议，即期货合约，以取代远期合同。标准化的期货合约对上市交易的商品在品种质量、数量、交货时间和交货地点等方面都有具体明确的规定，增加了合约转让的便利。交易所还对经营规则、保证金制度、清算和结算程序作出详尽的规定，以确保合约的履行。标准化的期货合约和严格规范的交易程序极大地提高了期货交易的范围和效率，奠定了期货交易在世界范围内广泛发展的基础。自此以后，国际上期货市场的建立基本上都仿照芝加哥期货交易所的模式。

自19世纪末至本世纪中叶，随着欧美国家工业化进程的加快及企业国际化经营的拓展，制造加工企业需要期货市场提供更多的套期保值，回避风险手段。在这种条件下，世界各地出现许多期货交易所和期货经纪公司，上市商品范围也逐渐扩大，除以谷物为代表的农产品外，某些贵金属、制成品、加工品和非耐用储存商品也进入期货市场，期货市场在整个市场体系中所占的比重和所起的作用越来越大。法国、荷兰、比利时、澳大利亚相继建立期货市场，期货交易很快就成为这些国家市场体系中很重要的市场交易方式。在亚洲，较早建立期货市场的是日本。日本早在1893年就正式颁布了《交易所法》，并于本世纪初在全国先后开办了以谷物为主，包括棉纱、棉花、生丝、砂糖等上市商品的各种商品交易所，到

第二次世界大战前，日本的期货市场已经初具规模。二战后，随着国内经济的恢复和统制经济的解除，日本于1950年又颁布了新的《商品交易所法》，上市交易的除传统商品外又增加了生猪、肉牛等畜产品，80年代又先后推出了黄金、白金、银等贵金属期货和外汇、股票指数等金融期货。在期货市场建立上，日本走的基本上是一条自我设计、自我发展的道路。

在旧中国，在孙中山和上海著名实业家虞洽卿的倡导下，于1916年成立了上海交易所，1920年定名为“上海证券物品交易所”，并正式开业。以后相继成立上海华商证券交易所、机制面粉交易所、杂粮油饼交易所和华商棉业交易所等120余家交易所，上市的主要品种为谷物粮油和债券股票，一时间“期货热”席卷主要商埠城市。其后，在经历了1921年的信交风潮和长达20余年的战争后，期货市场再未兴旺。1949年后期货交易在大陆被视为剥削制度中的投机破坏因素而被取缔。

香港在70年代开始提出和酝酿建立期货市场，1975年8月立法局通过了《商品交易条例》，1976年12月正式成立商品期货交易所，1977年5月9日正式开业，陆续推出棉花、原糖、大豆和黄金期货。随着国际期货市场上金融期货的兴盛，香港立法局于1984年8月通过了修改后的期货交易条例，1986年推出恒生指数期货。由于香港的国际金融中心地位，金融期货在香港期货市场上占很大比重。还由于时间上香港处于纽约和伦敦时间的中间，补充了两地期货市场的闲市，成为国际期货市场的重要部分。

台湾期货市场建立较晚。80年代后期，台湾经济部取消了对进出口粮食的限制，进出口商开始面临较大的市场风险。

由于当时岛内尚无期货市场，进出口商和投资者利用美国、日本、新加坡和香港的期货交易所和期货经纪公司进行交易。1989年，台湾经济部、中英银行和财政部立法院提交了《国外期货交易法草案》，允许在世界主要期货交易所拥有结算公司会员证的经纪商可以在台湾开设期货经纪公司，从事代理业务，但限制极严，1991年“立法院”审查通过《国际期货交易法》，原有的期货经纪公司由地下转入公开营业，并与国际期货市场接轨，主要以做外盘为主。香港与台湾的期货市场虽然起步较晚，但充分享受到国际期货市场的后发性利益，一开始即吸取欧美、日本建立期货市场的经验，从建立严格的法规，按国际期货市场惯例规范化运作，发展迅速。

现代国际期货市场发展的一个重要特征是普通商品期货在期货交易中所占比重下降很快，而金融期货自70年代产生以来却飞速发展，并已成为现代期货交易中的主流。这是因为，二战以后，西方各国家经济发展很不平衡，尤其是60年代后半期到70年代初，作为固定汇率体系支柱的美国经济深陷滞胀之中，国际收支不断恶化，美元币值不断下降，以美元为中心的固定汇率制再也难以为继。1971年8月，尼克松政府宣布取消布雷顿森林协议，国际汇率体系由固定汇率制改行浮动汇率制，各国政府不再规定本国货币的含金量，也不再维持本国货币的对外汇价，这一切导致国际货币市场汇率升跌剧烈，汇率风险不断增大。与此同时，美国中央银行为对付通货膨胀不得不采取侧重于控制货币供应量的金融政策，更多地使用利率杠杆对经济进行调控，导致利率的较大波动，进而影响债券、股票价格的波动，增加了金融证券市场的投资风险。这样，不仅汇率波动和外汇市场风险使国际