

市场经济研究丛书

ShiChang Jing Ji Yan Jiu CongShu

中国期货 ——理论、政策、制度

主编 章 星 朱立南

商 务 印 书 馆



中国期货

——理论、政策、制度

主编 章星 朱立南

商务印书馆

1994年·北京

ZHONGGUO QIHUO

中国期货

——理论、政策、制度

主编 章星 朱立南

商务印书馆出版

(北京王府井大街36号 邮政编码100710)

新华书店总店北京发行所发行

河北省香河县第二印刷厂印刷

ISBN 7-100-01778-5/F·202

1994年8月第1版

开本 850×1168 1/32

1994年8月北京第1次印刷

字数 233 千

印数 4,000 册

印张 93/4

定价:7.80 元

《市场经济研究丛书》

出版说明

市场机制有利于资源的有效配置，对于促进经济发展具有不可替代的作用。但是市场对经济的运行，并不是万能的，它存在着自发性、盲目性和滞后性。目前国内外的经济理论界、政府部门和实业界等均积极开展“重新理解市场经济”的研讨。他们对于市场概念、市场作用、市场发展、市场体系、市场结构、市场机制作用下的宏观基础、市场失灵的原因，以及整治市场失灵的方案等等问题，有了更为系统和深入的理解。

根据社会实践与理论研究，国内外经济学家普遍认为，世上并不存在纯而又纯的市场经济，为了弥补市场机制的缺陷，政府应当采取干预这只“看得见的手”与市场那只“看不见的手”并用的政策。政府的经济职能主要有三个方面：促进效率，提倡公平和扶植宏观经济的增长与稳定。今天没有一个国家的市场经济不受到政府机构的带有或多或少强制性的指导。只有国家干预和市场相结合才能形成较为正常的市场经济。市场越发达，国家干预越重要。

为了加快我国改革开放和现代化建设步伐，我国也正在应用市场这一重要工具，力争在本世纪末初步建立起社会主义的市场经济体制。为配合建立和完善市场经济体制的需要，我们特编辑出版这套《市场经济研究丛书》，有选择地印行我国学者研究国内市场经济问题的论著，并以编写或翻译形式适当反映国外学者在

市场经济领域，特别是市场经济理论及其演变、各类市场经济运行以及市场实务操作等方面的研究成果，供读者参阅。如有不妥之处，欢迎大家批评指正。

商务印书馆编辑部

1994 年 3 月

序 言

李 剑 阁

期货市场在前几年对绝大多数中国人,甚至多数经济工作者来说,还是一个完全陌生的名词。近两年在一股由有意推动和无知盲从汇集而成的潮流中,期货市场热几乎席卷全国。对期货市场究竟能给我们带来什么和已经带来了什么的问题,一时聚讼纷纭,莫衷一是。尤其是在这个什么赚钱就写什么,谁财大谁就气粗蔚然成风的年代,大批鼓吹期货市场的文章、书籍、广告,更是将问题搞得扑朔迷离。目前,由一些地方和部门组建的各种期货市场遍地开花,各种合法的和非法的期货经纪公司由南到北、“地上地下”展开着激烈的无规则的争斗。期货市场确确实实成了经济生活中的一个绝对不容忽视的热点。不少人士对此深表忧虑,认为在教训还不够深重、法律尚未能健全的情况下,理智难以劝阻冲动,知识无法战胜金钱。看来期货市场只有在一场劫难以后,才能在国人的痛定思痛中获得新生。但是,一批有责任感的青年经济学人还不那么悲观,他们不愿意看着期货市场在中国夭折,于是决定写这么一本书,力求比较客观地反映期货市场的本来面目。这是值得赞许和支持的。

几乎所有的误解和混乱都是从没有弄清楚什么是期货市场开始的。对于期货市场,尽管普及读物如此之多,目前仍然存在着种种不正确的理解。一些同志往往将期货市场混同于远期交货的批发市场。其实,期货市场是买卖各种实物商品和金融商品远期交货合同的一种市场,进行交易的只是通常称之为期货的远期交货合同。这种合同是一种标准化的合同。对于商品期货来说,其内容包括标准重量单位、代表品规格、交割定点仓库、交割日期、保证金、交易时间、报价单位、交易方式、每日价格波动限额等等。某种商品的期货市场常常同一种有组织的商品交易所结合在一起,由这个商品交易所提供一个可以从事期货买卖的持续和稳定的市场。期货市场不是现货市场的简单延伸,两者在运作方式、运作规则和运作内容等方面,有着很大的不同。

作为一个成熟的市场经济,期货市场一般与现货市场相补充而存在。期货市场的基本作用,在于可以使商品生产者和经营者避免因商品从生产到最后销售、从订货到最后利用这段时间里,可能发生的不利的价格变动而带来的损失。这种减少风险的功能,是通过套头交易,即在期货市场上采取与现货市场相反的立场来实现的。一个交易者究竟如何在期货市场上进行保值操作,主要取决于对未来市场价格变动的预测和判断。

用套期保值的办法来分散和转移风险是怎么实现的呢?这是因为在期货市场上,有两类交易者:一类是套期保值者,另一类是投机者。前者为了保值转移价格风险;后者为了追逐风险利润承担价格风险。专门的风险投资者从前被看作买空卖空的投机商。从承担价格风险的角度看,他们是专门从事市场预测,靠信息分析等

专业知识追求和获取风险利润的职业投资者。在现代市场经济中,风险资本成了商业资本和金融资本的一个重要的组成部分。在期货市场上,投机者的成败是一比一的机率(在证券市场上,一笔业务的交易双方可以同时都能获利,而在期货市场上却不能)。因此,在期货市场上从事投机是一场此赚彼赔的零和博弈。这种活动本身并不产生任何社会财富,但确实有着积极的一面。因为投机者买进或卖出的期货合同数倍、数十倍于实物交割合同,这样庞大的投机活动,导致了套期保值者的交易活动得以顺利进行,风险得以顺利转移。这种频繁活跃的交易活动,对于形成远期价格,过滤价格的过分波动也有一定的积极作用。投机者既是风险利润的获取者,又是市场风险承担者。没有投机者的存在,期货市场就无法运转了。我们只有充分了解到这一些,才能比较全面地认识期货市场的真实涵义。

二

在市场经济建立的初期,期货市场是否绝对不可缺少?建立期货市场是否必然有一个放任自流的过程?如何恰当估价期货市场在市场经济中的地位和作用?对这些问题同样存在着误解。

有些同志认为,市场经济的发育和成长完全是一个自发的过程;市场在任何条件下都能达到均衡,而只要达到均衡,就能实现资源最优配置。在市场发育的初期,没有必要制定任何法律法规,否则只会束缚市场的发育。因此,不管条件是否具备,即使搞一个不规范的期货市场(包括股票市场、房地产市场),对建立市场经济体制也是有益的。

这种观点有片面性。近二十年来经济学的最新发展告诉我们,当市场不完备(incomplete)且存在金融市场(包括股票市场、期货

市场)时,市场的均衡是不确定的(indeterminate)。为此必须从外界给予附加的条件。这些条件一般指的是法规 and 政府的干预等。如果这些条件不能得到满足,市场就不能达到均衡,资源配置就不能达到最优。

其实,即使期货市场的发展早期,尽管基本上是一个自发的过程,但是并不完全放任自流。批发商协会的自律作用,以及政府赋予其准法庭的权力,比较有效地防止了欺诈和毁约的发生。到了近代,对期货市场的管理更加严格,法律也更加严密。有些国家对期货市场的建立和运行,采取了比较放任的态度,结果付出了很大的代价。东南亚的某些国家和地区就有不少值得借鉴的教训。我国的台湾省曾经在没有制定有关法规的情况下,国际期货交易活动盛行一时,出现了许多不规范的行为。一些不法期货经纪商诱骗缺乏基本知识的客户参与国际期货交易。许多客户根本得不到真实的市场信息,水单也并没有进入有关市场,而是私下对冲。有的不法经纪商还卷跑客户的保证金。不规则的期货市场给客户带来了惨重的损失。香港走的是先立法,后建立期货市场的路子。当70年代初有些人强烈提出建立期货市场的要求时,香港当局认为在制定有关法律法规之前不能允许建立期货交易所,于是在1973年8月1日发布了禁止建立期货交易所的指令。直到1976年9月立法局正式通过期货交易法案以后,香港才建立了第一个期货交易所。尽管如此,香港的期货市场也没有能逃脱80年代世界性股市风暴带来的灾难性冲击。

让我们再来看看期货市场在现代市场经济中的作用和发展趋势。期货市场的主要作用是发现价格和回避风险。但是,并不能由此得出没有期货市场就不能发现价格和回避风险、没有期货市场就不能建立市场经济体制的推论。事实上,期货市场能够覆盖的商品不过一、二十种,那些价格更不确定、市场风险更加大的制

成品交易,市场机制一样起着很好的配置作用;在那些抑制期货市场发展的市场经济国家,市场发育和经济发展并没有因此而受到影响。把期货市场的作用夸大到不适当的程度,就像过分夸大股票市场、房地产市场的作用一样,必然会在政策上产生偏差,在实践上带来消极后果。

从期货市场发展的趋势看,70年代以来,商品期货市场开始萎缩,金融期货市场代之而起,由小到大,逐步成为期货市场的主体。金融期货大致可以分为三类:一类是利率期货,一类是外汇期货,一类是股票指数期货。金融期货的兴起,主要是由于对实际经济生活新出现的风险,客观上需要一种回避风险的新的机制。70年代初期,布雷顿森林体制崩溃后,浮动汇率制代替了固定汇率制,西方各国通货膨胀加剧,金融市场利率变动频繁而且剧烈。这一切都给这些国家的投资活动、财务管理和国际国内贸易带来了巨大的利率风险和汇率风险,银行、企业和其他重要的金融市场的参与者,都时刻面临着利率和汇率变化无常的威胁。在这种情况下,金融期货应运而生,并以很快的速度发展起来。

但是,也应该看到,当期货市场越来越远离实物经济,越来越成为一种纯粹的货币活动以后,期货市场也发生了质的变化。事实上,金融期货的出现,除了前面所述的客观原因以外,期货投机者的主观推动也是一个重要原因。芝加哥期货交易所之所以能够在全球期货行业一直保持绝对的优势,就是因为在芝加哥活跃着一大批有高超专业技能和冒险精神的投机家。这一批职业人群,不断推出新的期货品种,以取代旧的交易趋于萎缩的期货品种,从而为自己“开疆辟土”,制造新的生存和发财的空间。这有点类似我国的一些个体炒家。早些年,他们炒君子兰,后来炒邮票,再炒股票、股票认购证。反正只要是某些商品的价格难以辨识(买卖双方的信息不对称),都有可能成为炒的对象。

正因为如此,随着期货市场的发展,出现了一些与实物(包括商品实物和金融实物)完全不对应的期货品种,例如,股票指数期货等。股票指数一般通过选择若干种具有代表性的上市公司的股票(常称成分股),经过计算其某日成交市价而编制出来的一种价格指数。股票指数期货是一种无实物对应的期货,没有实物交割,只有现金交割。这种无实物对应的期货,越来越成为投机的对象,而越来越丧失套期保值的功能。至少在目前的中国没有必要发展这种纯粹的投机活动。

三

所以,尽管搞市场经济就不能一般地反对投机,相反应当承认某些投机活动的合法存在,但是,也没有必要因此就去大力提倡和鼓励投机,甚至贬低那些社会一天也不可缺少的诚实的实物生产活动。因为实物生产终究是人类赖以生存的基础,而以获利为目的的投机,是一种自发性很强的行为,任何一个国家都有明确立法、道德规范、社会舆论的约束,尽量减小投机活动对社会的危害。赌博也是投机,有些国家在严格的法律规范下赌博得到许可。但是在我国,对那些与增加社会物质财富毫无补益的赌博行为,无论是在中国的传统文化观念中,还是在将来建立的现代商业文化中,恐怕不应有其正面的地位。

因此,对期货市场要趋利避害,就必须根据国际惯例,满足以下一些条件:

1. 制定全国统一的期货交易法,而不是靠各个交易所自定规则。
2. 建立直属国务院的、统一的期货交易监管机构和期货从业人员的自律性组织。

3. 对每一种期货商品,必须是一个全国统一的市场。如果一种商品在全国有不止一个交易所,那么这些交易所应该有联网报价系统。

4. 期货交易必须建立在竞争性的市场价格基础之上。

5. 必须制定充分合理的交易条例、会计准则和结算制度。

6. 必须建立有效充足的现货市场和与之相适应的金融体制。

7. 必须有市场主持人(期货交易所),经纪商,以及足够数量的自营商(期货商品的供应商和需求商)和投机者(既要牟取经济利益,又要承担经济风险)的存在。

8. 必须拥有训练有素的期货市场管理人才、交易人才和研究人才。

9. 必须拥有完善的通信系统、高效的报价服务系统、充分的运输和仓储系统。

10. 必须根据本国的资源状况(包括商品资源和金融资源)来设计期货商品,这些商品必须是可以标准化的商品。

就目前中国的经济体制和法律状况来说,这些条件还不完全具备。一般来说,这些条件有的可以在建立期货市场的实践中逐步创立,有的则必须在建立期货市场之前就确立的。对于这种高风险的行业,决不能带病运转,否则后果可能是凶多吉少。

党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出,要“严格规范少数商品期货市场试点”。这句话有两层意思:一是对期货市场必须严格规范;二是目前只限于少数商品期货市场的试点。这句话应当成为今后一段时期对期货市场各项立法和政策的基点。中国的期货市场既然已在极不规范的情况下起步,成了一个先天不足的早产儿。为了不让其夭折,重要的是对症下药,而不能讳疾忌医。在恰当估价期货市场作用的前提下,应当重点研究在计划经济体制向市场经济转轨过程中,期货市

场的建立及其功能的发挥所需要的体制条件。我想建立期货市场至少必须创造以下体制条件：

1. 必须从总体上形成自由的市场价格形成机制，必须以一个健全的现货市场为基础。应当尽快取消某些重要生产资料还保留着的价格“双轨制”和变相的指令性供销计划（如所谓生产资料的国家优先订货、定向供应保量不保价、进出口的某种限制），否则期货市场难免会渗透进许多行政干预的因素，造成目前期货市场的种种扭曲。

2. 必须有足够数量的、产权关系明确的市场参与主体。在期货市场上，无论是套期保值者，还是投机者，都应该是自主经营、自负盈亏的生产者和经营者。否则，作为套期保值者就没有关心成本利润、回避价格波动风险的要求；作为风险投资者就缺乏进行风险投机所应具有生死攸关的压力。如果期货市场的参与主体以这样的行为进入期货市场，一定会造成有场无市或过度投机的局面。据有关部门的典型调查，目前我国期货市场投机交易者充斥，套期保值者寥寥无几。这样一个过度投机的期货市场，与过度投机的房地产市场、股票市场一起，成为产生经济“泡沫”的源泉。

3. 必须有一个与期货市场相适应的金融体制、外汇管理体制和外贸管理体制。目前在银行商业性业务和政策性业务不分、银行经营机制没有转换的情况下，利用银行贷款进行的期货交易往往带有相当的盲目性和冲动性，期货交易的清算也有很大的体制障碍。同样在现行外贸体制下，国内市场和国际市场并不畅通，国内市场的远期价格形成更多由行政因素确定，期货市场发现价格的功能难以发挥。在人民币没有充分可兑换时，从事外盘交易的经纪公司在外汇出入境管理上，百分之百是违法的，更不必说前面提到的私下对冲的骗局了。

4. 期货市场的建立，必须在全国期货交易监管机构的统一规

划、统一领导下有步骤地进行。任何其他行政机构都无权批准、建立期货交易所。期货交易所也不能隶属于任何行业主管部门。同样一般行政机关都无权批准成立期货经纪公司。对于申报成立的期货经纪公司,必须由专门机构实行严格的资格审查,特别要审查其资信情况。对于国有企事业单位从事投机性期货交易要从严控制。必须制订法律法规,最基本的是两个:一是全国统一的国内期货交易法规,二是中国企业参与境外期货市场交易的法规。在立法内容上,不妨移植国外法律法规。

四

我国经济体制改革取得成功的一条重要经验,就是坚持解放思想,实事求是的思想路线,鼓励探索,允许试验,不拘泥于教条,一切从实际出发。这对于摆脱传统体制束缚,冲破僵化思想牢笼,在十分困难的情况下启动经济体制改革具有极其关键的作用。同时,改革是一项复杂的系统工程,应当以严谨的科学态度来对待它。不能认为不管干什么事情,都可以不顾条件,不讲时机,只要想得到,就一定能做得到。这种唯意志的思想方法,有可能导致改革出现失误,遭到挫折。应当承认,我们绝大多数同志,包括多年从事经济学研究工作的同志,过去熟悉的是计划经济的实践和理论,对于市场经济都有一个老老实实从头学习的过程。有些同志在对计划经济怀疑和失望以后,真心地积极地接受并支持市场经济的改革目标。但他们并不准备认真学习市场经济的知识,只是把市场经济作为口号停留在口头上。于是就出现了类似于把宏观调控和市场经济对立起来、把商业欺诈和正当竞争混为一谈的糊涂观念,难免会把事情搞糟。因此,我们要按照十四届三中全会的《决定》,“认真学习社会主义市场经济的基本知识”,提倡尊重科学和敢说

真话的良好风气,避免出现“焦头烂额座上客,曲突徙薪无恩泽”的不正常现象。

这本书是在我的提议下,由几个年轻的经济学家集体写成的。在写作过程中,我只在原则上和框架上提出自己的意见,定稿后也只作了比较仓促的审阅。因此这本书是他们的成果。至于书中的不足和错误,我想将会随着作者们的学业精进,而得到弥补和纠正。

目 录

序言	(i)
第一章 期货理论从古典到现代的发展	(1)
一、从传统期货市场到现代期货市场	(1)
(一) 传统期货市场	(1)
(二) 现代期货市场	(3)
(三) 期货市场的国际化	(6)
二、古典期货理论	(7)
(一) 持有成本论	(7)
(二) 供求均衡论	(8)
三、现代期货理论	(11)
(一) 风险中立条件下的期货价格	(13)
(二) 风险厌恶条件下的期货价格	(14)
四、期货理论的意义	(16)
(一) 基差说	(17)
(二) 供求说	(18)
(三) 利率说	(19)
(四) 经济周期说	(20)
五、我国期货价格形成的基础	(21)
(一) 商品生产成本	(22)
(二) 期货交易中所发生的各种费用	(22)
(三) 期货商品流通费用	(23)
(四) 预期收益	(24)
第二章 期货市场是现代市场体系的一个重要部分	(26)

一、期货市场的性质	(26)
(一) 期货市场是商品经济发展的产物	(26)
(二) 期货市场是一个规范化的市场	(27)
(三) 期货交易是一种高层次的金融投资活动	(28)
(四) 期货市场是“统治”下的自由市场,是“可调” 的自律市场	(28)
二、期货市场的功能与现代市场的体系结构	(29)
三、期货市场与现货市场	(31)
四、期货市场与证券市场	(33)
五、期货交易与期权交易	(37)
(一) 期权交易是期货交易高度发展的产物	(37)
(二) 期权交易的利弊分析	(38)
(三) 期权交易的应用	(39)
第三章 中国期货市场建设的理论着眼点	(41)
一、期货市场与宏观经济管理方式改革	(41)
(一) 宏观管理改革呼唤期货市场	(41)
(二) 期货市场将为宏观管理改革提供条件	(43)
(三) 期货市场建设促进宏观管理方式改革	(46)
二、期货市场与市场运行机制的完善和变革	(48)
(一) 期货市场建设将促进我国物资流通体制的改革	(48)
(二) 期货市场建设将促进“商流”与“物流”的分 离	(49)
(三) 期货市场建设将促进市场价格形成机制的转变	(51)
三、期货市场建设与企业经营机制的改革	(53)
(一) 转换企业经营机制要求有健全的市场体系	(53)
(二) 期货市场建设对转换企业经营机制的作用	(54)
第四章 中国期货市场发展的现状与反思	(56)
一、中国期货市场的起步	(56)
(一) 关于建立期货市场的酝酿与争论	(57)