

中国期货业发展概况

中国商品期货市场概览

1994 年，中国的商品期货市场处在一个比较关键的时期。其特点有以下四点：

一、1994 年下半年，国务院在近几年组建起来的 30 多家期货交易所中，确定 14 家期货交易所作为试点交易所。分布在上海、北京、郑州、深圳、广州、大连、重庆、沈阳等大城市；

二、国家明确规定，除了一些全国性的进出口企业，各期货经纪公司均不得从事境外期货业务，近 300 多家合法的期货经纪公司由原来的代理国际期货纷纷转向代理国内期货；

三、一些交易较旺的期货品种如钢材、白糖、粳米等先后被有关部门下令停止交易；

四、在期货业的立法、监管，以及引导自律管理方面推出了一些新的举措。《期货交易法》(草案)已经完稿，有关立法部门正在审议。作为期货市场中一个过渡性的管理法规，国务院还制定了一套期货市场的管理条例。全国期货行业的自律性组织——全国期货协会筹备组已经成立，并正在开展工作。

与此同时，一些影响中国期货市场的理论与实践问题引起各界关注、研讨，如建立上海、深圳、广州、北京等地区区域性期货市场，促进全国统一市场的形成；尚未重视发展期货经纪产业，是中国期货市场中出现种种问题的根源所在，等等。这些新的研讨课题，反映出中国商品期货市场发展中的一些新趋势。

(1) 期货交易所行业概况

1978 年以来的中国经济体制改革，为中国期货市场的发展创造了条件，展现了发展期货市场的必要性和可能性。这种发展期货市场的条件，首先出现在农村经济中。从 1985 年到 1988 年，中国大约有 50%~70% 的主要农副产品，如粮食、生猪等，随着价格体制改革的深化，其产品的贸易和价格开始由市场决定。市场经济所特有的价格波动状况开始出现，在不同的年份之间，出现了时大时小的价格波动，有的品种在不同年份的价格波动甚至高达 50% 以上。由此而产生了发育期货市场、利用期货交易作为避免风险工具的需要。

1988 年初，在中央政府主要领导人的支持下，国务院下属的政策研究机构——国务院发展研究中心和主管经济改革的机构——国家经济体制改革委员会，联合成立了期货市场工作小组，开始并负责在中国推动建立期货市场的研究和试验工作。这个工作小组领导了中国郑州粮食批发市场的选点和前期筹备工作，促进了中国第一个以发展期货交易为目标的商品交易所——中国郑州粮食批发市场（现改名为中国郑州商品交易所 CZCE）。

1990 年 10 月，经国务院批准，CZCE 成立，这是中国期货市场发展的起点。在 CZCE 的设计过程中，引进并实现了现代期货交易所的大部分交易机制，包括：①会员制；②集中交易；③自由竞价交易；④保证金制度；⑤代理结算制度；⑥停板制度；⑦制定分开的交易规则并设置专门的管理机构。上述主要机制被成功地引入 CZCE 的交易过程，引起了国内外经济界人士和期货界的广泛关注和赞赏。CZCE 在中国市场经济发展过程中，具有突出的贡献：①第一次成功地将兴办期货市场由

理论设想初步变为现实；②CZCE 的机制推广到其它相继成立的交易所，推动了中国期货交易所行业的发展。

在 CZCE 成立之后，中国大陆期货交易所的发展速度加快。深圳有色金属交易所（SME）和上海金属交易所（SHME）后来居上，在发展合约转让，实质性地引进期货交易所具备的套期保值机制方面，取得了突破性进展。

继 CZCE、SME、SHME 之后，1993 年中国期货交易所行业的发展，从数量上看达到了一个高峰。1993 年年底，全国期货交易所数量增至 30 多家，如上海粮油商品交易所、苏州商品交易所、大连商品交易所、广州商品期货交易所、华南商品期货交易所、重庆商品交易所、北京商品交易所、沈阳商品交易所、天津商品交易所、四川商品交易所等，都是成立于 1993 年。

1994 年下半年，按照国务院的有关规定，中国大陆一些交易所数量较多的城市，正在寻求一条联合之路，以谋求进一步的发展。如广州的广州商品期货交易所和华南商品期货交易所合并为广东联合期货交易所；天津市以现有的天津金属交易所、北洋（天津）商品交易所和天津商品交易所为基础，合并组建天津联合期货交易所；上海市以现有的上海建筑材料交易所、上海石油交易所、上海化工交易所合并组建成上海商品交易所，但仍保留上海金属交易所、上海粮油商品交易所；成都市以现有的四川粮油商品交易所、成都肉类商品交易所、成都金属交易所、四川商品交易所、华西农产品交易所为基础，合并组建成都联合期货交易所。

(2) 代表性交易所简介

中国郑州商品交易所（CZCE）。CZCE 于 1993 年 5 月 28 日首次推出规范化期货交易，是中国大陆第一个由粮油商品起步，向其它商品期货发展的综合性商品交易所。1994 年被国务院确定为试点期货交易所之一。CZCE 上市品种有小麦、玉米、大豆、绿豆、粳米、花生仁、豆粕、红小豆、棉纱、铝等商品。交易时间为每周一至周五，分上午盘和下午盘。期货日交易量由 1993 年 6 月的 1800 张合约上升到 1994 年 9 月的 10 万张，日均成交金额由 3000 万元增长到 20 亿元。1994 年 CZCE 期货成交标准化合约 1418 万张，成交额达 3473 亿元。

深圳有色金属交易所（SME）。SME 成立于 1991 年 6 月 10 日。交易品种有铜、铝、铅、锌、锡、镍、镁、锑等商品。1994 年，被国务院确定为试点期货交易所之一。1993 年 SME 全年成交 186 万吨特级铝，其中实物交割不足 8 万吨。1993 年 SME 总成交额达 391 亿元人民币，日平均交易额 1.55 亿元人民币。1994 年 SME 总成交额达 1581 亿元。

上海金属交易所（SHME）。SHME 成立于 1992 年 5 月 28 日，交易品种有铜、铝、铅、锌、锡、镍，其中铜、铝均为标准化合约，铅、锌、锡、镍为远期合约。1994 年，被国务院确定为试点期货交易所之一。交易时间为每周一、三、五全天，二、四上午。SHME 1994 年全年 252 交易日，共成交 6 种有色金属 3274 万吨，成交金额达 6520.8 亿元。

北京商品交易所（BCE）。于 1993 年 12 月 15 日正式交易。四个交易池共推出铜、铝、胶合板、玉米、大豆、绿豆、菜籽油、小麦、白沙糖、花生仁、国库券等 19 个商品。1994 年，被国务院确定为试点期货交易所之一。日交易量居几个最大的交易所前列，部分品种的日交易量位居全国之首。BCE 1994 年全年成交合约 4100 多万手，成交金额达 7200 万元，日均成交金额已达 30 亿元，最高日成交金额达 178 亿元。

⑤上海粮油商品交易所（SCOE）。上海粮油商品交易所是中国直接从期货交易起步的几个交

易所之一。首批推出上市的有大米、大豆、玉米、小麦、大豆油、菜籽油等八个品种的期货合约。1994年，被国务院确定为试点期货交易所之一。该交易所从1993年6月30日开业到年底，共计78个交易日，累计交易期货合约630万手（约合3130万吨，542亿元），最高日交易量达28万手（约合14万吨，26亿元）。1994年全年180个交易日，共成交期货合约4756万手，交易金额达到5309亿元。全年交易的粮食总量，大约相当于全国总产量的一半。

⑥苏州商品交易所。苏州商品交易所原名苏州物资交易所，于1991年6月正式挂牌成立，1993年4月加挂“苏州商品交易所”名称。1994年，被国务院确定为试点期货交易所之一。交易品种有干茧、生丝、坯绸、胶合板、红豆、豆粕、羊毛、毛条等。1994年苏州商品交易所总成交量为7221亿元，履约率为100%，交割率为0.6%。

⑦大连商品交易所（DCE）。DCE于1993年11月18日推出粮油期货标准合约，标志着该交易所作为期货交易所正式开业。1994年，被国务院确定为试点期货交易所之一。该交易所交易品种为粮油、石化、金属三大类。拥有700平方米的交易大厅，64个交易席位。DCE1994年共成交粮食7983万吨，成交金额1200亿元，主要品种玉米、大豆的成交量居国内前列。

（3）交易所组织架构

按照国家有关规定，能够继续进行期货交易的十几家试点交易所，除上市交易品种的差别之外，各个交易所在结构方面存在着重大区别。

事业法人型。郑州商品交易所、上海金属交易所、上海粮油商品交易所、重庆商品交易所、广东联合期货交易所均采用这种架构。其特点是交易所由中央政府部门和地方政府联合组建，由政府部门任命交易所的高级管理人员，并由政府派员组成的管理委员会行使实际最高领导职能。交易所本身设有会员大会和理事会，行使交易所章程规定的各种职能。

企业法人型。深圳有色金属交易所等交易所采用这种架构。其特点是，由中国有色金属工业总公司、深圳市物资局等单位投资兴建，在工商局注册登记的企业法人型交易所。投资单位联合组成交易所的理事会，决定聘、免交易所的高级管理人员，制订重要的规章制度。在这种领导机制之下，交易所设有会员大会、行使交易所章程规定的各种职能。

③有限责任公司型。北京商品交易所、大连商品交易所等交易所采用这种架构。其特点是，由部分企业联合投资成立并以有限责任公司形式注册，是非盈利性法人单位。各投资方代表组成董事会，决定聘、免交易所高级管理人员。交易所实行董事会领导下的总裁负责制。在这种领导机制下，实行会员制制度，会员大会行使章程所规定的各种职能。

（4）交易所的信息报价技术

继上海金属交易所率先与英国路透社达成协议，在SHME和路透社之间实现了信息联网之后，中国商品期货市场的一个突出特点是，几乎所有主要商品交易所都与路透社或美联社签定了信息发布协议，其中有十多家交易所，进入路透社的IDM网络系统。除了与路透社、美联社等国际性通讯组织联合向全世界发布信息之外，中国的商品交易所还通过中国的卫生通讯系统，开辟国内信息通道。例如，SHME在启用上海市天线报价系统的同时，通过卫星建立了向全国同步传递信息的网络。再如，CICE的报价系统使用美国道·琼斯德励财经资讯有限公司、路透社、中国卫星广播通

讯公司、全国公共数据交控网和商华网络共五个系统，每天同步向全球传递交易所价格，并同时接收世界各地的经济信息和价格行情。交易所具备的这种完善的信息报价系统，不仅可以向异地客户传递交易所场内的实时信息，在全国范围内发展客户，还有利于全国市场的形成。

(5)交易所的标准化合约

中国的商品期货交易所，大多数经过了从现货远期合约起步，再逐步向标准化合约过渡的发展阶段。当然，也有稍后成立的交易所从起步时就全部采用标准化合约，如北京商品交易所。

中国第一家实行标准化合约交易的交易所是 SME。最先推出了铝的期货合约，是在 1992 年 9 月 28 日。接着，SHME 于 1993 年 3 月间推出了一号铜的标准化合约，SHME 又于 1993 年 11 月间，推出了高级基础铝的标准化合约。SHME 推出标准化合约后，月均实物交割率由原来的 26% 降至 1.8%，接近国际上成熟的期货市场实物交割率为 1%~3% 水平，上海因此继伦敦和纽约之后，成为在远东的世界第三大金属期货中心。CZCE 于 1993 年 5 月 28 日首次推出小麦、玉米、大豆、绿豆、芝麻的标准化合约并在上海、大连、四川、北京等地的交易所迅速推行。目前，中国的商品期货交易所设计并推出标准化合约近 50 个品种，但有交易量的才 10 多个品种。

伴随着合约标准化过程，期货交易商品注册、指定仓库以及每日结算制开始建立起来。例如，SME 于 1993 年推出“一号铜标准合约”规定其以上海冶炼厂“上冶片”等 12 种注册铜为报价基准，对其质量、数量、重量、合约变动价位、每日价格最大波动幅度、交割月份、交割程序、结算、违约、争议仲裁等均作了相应规定。同时规定，其注册仓库为中国物资储运上海公司江湾仓库和国家物资储备局上海七处。与 SME 相同，SHME 推出的高级基础铝的标准化合约，同样也确定了合约的多种事项以及注册牌号和注册仓库。从 SME 和 SHME 两家标准化合约的规定来看，有一个共同的特点，即同时承认 LME 的注册商品可以作为交易、报价、交割的标准，反映了中国期货交易与国际期货交易的密切联系。

目前，在中国商品期货交易所众多的期货品种中，自 1994 年 4 月以来，中央政府下令停止了钢材、白糖的期货交易，接着，煤炭的期货交易被禁止，最近又下令停止粳米和食用油的期货交易。对此，作为推出的以上品种标准化合约的中国期货交易所行业正在反省自己，为不再出现停止新的期货交易品种而励精图治。

(6)期货经纪业概况

大型外贸公司的期货业务

中国涉足期货业务始于 70 年代，其主体是大型国营外贸公司。这种业务的发展起源于大宗物资如粮食、有色金属等进出口保值的需要。因此，早在 20 多年前，少数外贸公司就在香港从事国际期货交易。在这些大型外贸公司之中，有些公司配备了专人，专业性地从事期货交易，并且发展了一部分期货经纪业务。这些公司拥有少到几家，多到几十家的代理客户，基本上采取信用交易、差额结算的方法从事期货交易，实际上成为一种非专业、非正规的期货经纪公司。目前，这种由大型外贸公司附属期货业务的做法仍在继续进行，某些商品的期货交易量依然很大。最近，中央政府下令停止专业性国际期货代理商的外盘业务，但保留一些全国性的进出口企业的外盘企业，指的就是保留这些大型外贸进出口公司的外盘业务。

国内期货经纪商

在少数交易量很大的交易所内，例如上海金属交易所和北京商品交易所，一些会员发展了期货代理业务，有的会员发展了近百家客户。在此基础上，一部分会员推出了发展专业性经纪公司的要求。经过交易所的审定和当地工商局批准，1993 年以来，在 SHME 和 SME 以及其他交易所内发展了一批从事本交易所期货代理业务的经纪公司。这些公司在全国各地拥有大量客户，促进了期货交易量的增长。

国际期货经纪商

1992 年以来，在中国大陆，专业性国际期货代理商的数量如同交易所一样有了很大的发展。根据国家工商行政管理局统计，已经在全国各地注册成立的期货经纪公司达 300 多家，其中大部分从事国际期货。根据中央政府指令，从 1994 年 8 月 30 日开始，这些从事境外期货的经纪公司不得接收国际期货的客户和新订单，已持仓者要在交割日前平仓或在交割日进行实物交割，平仓后即把汇出境外的保证金调回。目前，这众多的期货经纪公司都由原来的代理国际期货向代理国内期货转轨。

中国大陆国际期货代理商分为三种类型。第一种是大型、全国性期货经纪公司，以中国国际期货经纪有限公司 (CIFCO) 为代表。CIFCO 成立于 1992 年 12 月，是一家实行股份制制的有限责任公司，由原物资部、商业部所属的一部分国家级公司联合有关金融、生产企业共同投资入股组成。CIFCO 实行国际标准规范管理、成功地从新加坡引进了第一套国际期货交易的结算系统。1993 年底，美国联邦期货管理委员会 (CFTC)、全国期货协会 (NFA) 及主要交易所经过对 CIFCO 经营、管理、人才、设备、信誉、自律机制、职业道德等全面严格审查，于同年 12 月 8 日、13 日和 14 日首次接纳大陆中国——CIFCO 的代表为交易会员，并拥有纽约商品交易所 (COMEX)、芝加哥商业交易所 (CME)、芝加哥期货交易所 (CBOT) 的场内交易席位和经纪人。第二种是在部分省、市成立的地区性期货经纪公司。第三种是中外合资的期货经纪公司。这些公司大多数是大陆企业与台湾、香港、东南亚国家以及美国的企业合资设立，其经营管理多由外方负责。

根据国家的有关规定，所有的期货经纪公司要到国家有关部分进行重新登记，其中外资、中外合资期货经纪公司，在有关涉外期货法规发布前，暂不予重新登记注册。经重新审核不予登记注册的各种期货经纪机构，一律停止办理期货经纪业务。

与此同时，有关人士呼吁要大力发展规范化的、向全国辐射甚至跨国实行规模、集团经营的期货经纪公司，有助于解决当前中国期货业中的一些带根本性的问题。因为在这些期货经纪公司内部，人才荟萃，它们只代理客户交易，且在全国各地拥有自己的分支机构，众多的投资者和保值者的介入，会增强市场的流动性，加快期货经纪公司的发展，还可以弥补自营会员代理客户的不足。这些观点，预示着中国期货经纪业的新的发展前景。

(7) 区域性商品期货市场

随着中国商品期货市场的发展，一批比较早从事期货市场研究与实践的专家、学者，在他们所处的地区开始探索发展区域性商品期货市场。如 SME 的高级管理层提出建立立体的深圳期货市场，即以深圳为中心，选点联网，以点带面，集中交易，内外辐射，代客接单，进行期货交易。其立体市场的布局是：广东南海、广州、汕头、厦门、贵阳、西安等所在地有影响的 SME 会员为牵头单位，交易所从软件、硬件方面提供帮助，建设代客买卖标准合约的立体期货市场的布局。

上海期货市场是中国后起的期货市场试点城市。自 1992 年 5 月起至今先后建立起引入期货机制的金属、粮油、建材、化工、石油、农资等 6 个商品交易所 发展会员 563 家 上市商品近 50 种。1993 年底，生产资料交易所成交金额超过 4800 多亿元 有的交易所日成交额逾 60 亿元。因此，上海期货市场已经具备了开始建立一个完善的国际期货市场的基础。它的新任务是，要尽快形成同国内外广泛联系的期货市场，创建国内外资金流、商品流、信息流和人才流交汇的市场，吸收国外机构或举办中外合资期货机构为期货交易所会员作为示范，具备完整的期货市场的法规管理国内国际期货业务。由此，上海期货市场由本地区逐步转为区域性、进而形成全国性期货市场。

(8)期货业的立法、监管与自律

日前，中国大陆的期货法规已经颁布的有以下几种：

(A) 国务院主管部门制定的条例和规定。

①《期货经纪公司登记管理暂行办法》

这个暂行办法是以国家工商行政管理局 11 号令的形式 于 1993 年 4 月 28 日颁布的 办法对期货经纪公司的登记、审批、经营等一系列事项作了规定。

②《外汇期货业务管理试行办法》

这个试行办法经中国人民银行于 1993 年 6 月 9 日批准执行 对组建从事外汇期货业务的标准、管理办法、审批等重要事项作了规定。

《生产资料交易所暂行规定》

这个规定由原国家物资部颁布，主要对成立生产资料交易所的条件和要求做了规定。

除上述规定之外，国务院有关部门已经制定了一个较为系统的《期货交易暂行条例》这个《条例》包括《期货交易所管理暂行办法》、《期货经营机构管理暂行办法》、《期货经营机构从业人员管理暂行办法》、《境外期货交易管理暂行办法》。

(B) 地方性法规

1991~1993 年之间，深圳市政府先后颁布了关于深圳市有色金属期货交易的规定，广东省人民政府颁布了关于广东期货业的管理规定。

(C) 全国人大立法

1994 年 9 月下旬 全国人大财经委《期货交易法》起草小组 在北京召集有关人士举行了《期货交易法》(草案)的研讨工作。《期货交易法》作为全国人大制定的一类大法 可望于 1995 年正式颁布。

在监督机构方面 国务院已经明确 期货市场归中国证监会代管。全国期货协会筹备组的建立，则标志着中国期货业的自律管理，开始有了组织保证。

附：1994 年主要交易所交易量统计表。

1994 年主要商品交易所交易量统计表

交易所	交易量(亿元)
苏州商品交易所	7221
北京商品交易所	7202
上海金属交易所	6820.8
上海粮油商品交易所	5308.69
郑州商品交易所	3473
上海建材交易所	2518
深圳金属交易所	1581.7
广东联合期货交易所	1493.47
海南中商期货交易所	1259.6
大连商品交易所	1200
天津联合期货交易所	1114.67
重庆商品交易所	580
沈阳商品交易所	500
长春商品交易所	200

中国国债期货市场发展概况及问题

袁 东

在我国，国债期货作为国债二级市场的派生交易和金融期货的先驱，已有两年多的历程。这个期间，政府监管部门和交易所就国债期货市场的发展做了大量工作，尤其是风险管理机制的建设，不断总结经验教训使之规范化。实践证明，国债期货市场的建立有利于促进中国国债市场和期货市场的发展。

一、中国国债期货市场发展的总体状况

（一）基本情况

中国的国债期货交易最早是 1992 年 12 月由上海证券交易所推出的。上证所针对市场上流通的国库券设计了对应品种的期货合约，由于当时金融市场尤其是国债市场尚不发达，存在证券金融秩序较乱、投资者期货投资意识淡薄等问题，最初并不被人们所普遍接受，交易不活跃，其功能与作用没有得到应有的发挥。

随着我国国债市场和整个金融经济环境的发展与改善；上海证券交易所对国债期货交易的运作机制、合约设计等进行了较大修改，于 1993 年 10 月 25 日正式向社会大范围推广。从实际运作情况看，交易逐步趋于活跃，国债期货的功能与作用逐步被广大投资者所认识和利用，参与交易的机构投资者与个人投资者越来越多，交易规模加快，上交所交易规模最高的时候，一天的交易额达到 600 多亿元。

继上海证券交易所开展国债期货交易后，有的商品期货交易所也推出了国债期货业务。目前，中国国债期货在证券交易所与商品期货交易所都有交易，其中以证券交易所的交易为主。

（二）国债期货合约逐步向标准化方向迈进

在国家监管部门的指导下，为了适应证券期货市场发展的新形势要求，上海证券交易所改进了国债期货合约的设计与到期交收制度。在 1994 年 11 月份之前，国债期货合约是按照市场上流通的国债券对应设计的，合约到期时也是用对应基础券种进行交割、并非标准化的国债期货合约，至多是一种远期合同形式，在我国利率尚未完全市场化、广大投资者对国债期货的认识还不十分熟悉的情况下，从简单做起，是适应当时历史形势的，也是必要的。但随着我国市场经济的发展，尤其是国债期货市场参与者的增多、交易规模的扩大、在国债现货市场规模比较狭小的情况下，继续采取对应券种交割方式，将不利于对国债期货市场的充分利用。所以，上交所从 1994 年 11 月份起规定，凡是市场上流通的国债券都可以用来交收某一到期的国债期货合约，通过价格换算系数的折算，保证基础券种与非基础券种市场价值的一致，可以说，这是国债期货合约向标准化方向的迈进，给市场参与者以较大的灵活性，有利于投资者充分参与国债期货交易，也有利于促进国债现货交易的活跃。

二、正确认识国债期货市场在我国现阶段的作用

国债期货如同其它商品期货交易，最基本的功能是套期保值和价格发现，但毕竟又比商品期货交易复杂，其影响更为广泛。从目前我国国债期货交易已有的实践看，至少可以起到如下作用：

1 有利于提高债券流动性，扩大债券市场容量，促进国债顺利发行。中国国债运行机制的改革取向，必将是按照市场经济规律的要求，建立健全完善的国债市场，包括国债发行机制的进一步市场化和二级市场的高度流通性，前者指将来转向主要通过国债一级自营商和证券金融机构竞价招标发行或拍卖发行，后者指健全二级市场组织体系，丰富国债交易方式，提高国债的流动性。无论是一级市场的改革，还是二级市场的发展，都需要建立国债期货市场作为辅助，因为将来发展到招标或拍卖发行时，在国民经济日益市场化、货币化的环境条件下，一级自营商承销国债，都面临着利率和价格变动所带来的风险，由于一级自营承销量较大，利率或价格稍微有一点变动，承销商蒙受的损失也会非常大。为了避免损失，需要在国债期货市场买卖国债期货合约进行套期保值，这是国债发行机制改革顺利进行的必要保证，否则，将影响一级市场上承销商的承销能力及其连续性，不利于扩大债券市场容量和新债的顺利发行。

二级市场上国债流动性的提高，一是靠现货交易的活跃，二是要大力发展各种派生交易市场。国债期货是派生市场上最主要的交易方式，能促进国债现货交易的活跃，况且国债期货市场是国债二级市场的内在组织体系，期货交易情况代表一国国债市场的发达程度。缺少期货交易，二级市场将是残缺的，不能充分发挥作用。国债期货交易的开展，丰富了国债交易方式，扩大了债券交易规模，提高了债券流动性，促进了二级市场的活跃，也促进了一级市场上新券的发行。

2 为发行体确定国债市场的有关政策提供参考依据。

一是指由于国债期货价格具有远期性质，通过期市价格换算出来的收益率代表了广大投资者对未来利率走势的预期，发行体可参考期券收益率、结合相关的经济因素来确定新发国债的票面利率，从而有利于发行体准确测算发行成本和还本付息支出，及早做好财政资金的安排工作；二是指国债期货交易行情的流动反映了未来市场可能出现的问题，敦促主管部门及早研究解决。

3 为广大证券投资者开辟了一条套期保值的有效途径，推动了证券市场的均衡发展。国债市场作为证券市场的主体组成部分，是广大投资者的主要投资品种。国债期货的开展，使很多国债持有者有了套期保值的机会。比如，目前很多资产管理者为灵活有效地运用资金，持有大量国债现货，为防止将来卖出变现时因价格变动而带来的损失，可以在购进现券的同时进行相应数量的国债期货交易，以锁定成本、规避风险；另外，国债期货交易作为证券市场的延伸，不但丰富了证券经营者的经营品种，进一步融通资金，而且均衡了市场运行。比如 1994 年上半年股市低迷时有的交易所或券商通过参与国债期货交易，不但弥补了股票经营的亏损，而且盘活了资金，保障了盈利，从大的方面讲，维系了证券市场的进一步发展。

4 有利于促进中国期货市场的发展。基于我国目前外汇储备不大、外汇现货市场不发达，股票市场有待进一步规范、投机因素相当大、波动剧烈等情况，要想发展金融期货，只能以利率期货为先导，而利率期货主要是指国债期货。由于国债是财政部代表中央政府发行的国家公债，一次发行量较大，覆盖全社会，全国通兑，其流通性是其它有价证券所无可比拟的。加之我国国债一、二级市场已有一定的基础，便于作为期货合约的标的物，因此，建立健全国债期货市场，不断积累经验，待条件成熟时敦促其它金融期货品种的出台，是发展中国金融期货市场的正确选择。

三、目前国债交易中反映出的几个问题

由于我国国债期货刚开始试点，各方面尚不完全配套，投资者的期货投资意识有待进一步提高，所以从已有的国债期货交易实践中可以看出，有以下几个问题需要研究解决：

1 网点过于分散。由于国家尚未公布统一的管理办法，有些交易所擅自开展国债期货交易，网点过于分散，与现货市场所给定的基础很不相符。国债期货具有一种集中交易的内在要求。目前，在二级市场上流通的国债发行余额尚不到 1000 亿元，现货市场规模十分有限。如果交易网点过于分散，势必每家交易所集中的市场流量就小；反映的供求因素就少，形成的价格就会欠公正、合理，或者因为市场的分割而造成价格差异较大的现象，无助于发行体系参考国债期货市场来限制交易规模增加的现象。形不成规模交易，国债期货的作用就难以得到充分发挥。

2 对国债期货交易的有关认识有待进一步端正。其一是指，从投资意识上未将国债期货交易与一般的远期合同交易区别开来。国债期货杠杆交易内在属性决定了进入交割期的券款交割是有一定限度的（因为不能超过可流通的国债券量，否则将无法交割），这就要求绝大部分国债期货合约在到期前通过相反方向的交易予以平仓；而远期合同交易是属于赊买或赊卖、较为自由的国债交易方式，一般是合同到期时进行券款交割的。而目前相当一部分市场参与者和监管人员却没有将两者的关系进行正确区分，将国债期货交易混同于一般的远期合同交易，期望大部分期货合约买卖到期进行券款交割，因而出现风险控制机制建设薄弱、合约到期无券交割，而出现风险控制机制建设薄弱、合约到期无券可交的现象。其二是指，未能正确认识和处理好国债期货与现货的关系，甚至为了保证国债期货合约的到期交割而提出财政部为什么不多发一点国债的要求。国债期货交易是在国债现货市场基础上产生的一种派生交易方式，最终是由现货交易决定的。国债期货价格也是对未来时点国债现货价格预期的一种表现形式，只不过期货市场上的投资者为了保证到期交割而对现货交易规模及其价格起到一种能动的引导作用，或者因国债期市看涨而引起对现券抢购、增加需求和交易量，或者因国债期市看跌而引起现券抛售、打压价格的状况。所以，总不能让现货市场为期货交易服务，只能遵循“现货是根，期货是叶”的原则予以发展。因为国债发行规模不是随便确定的，它是由财政部根据每年国家财政预算资金的收支情况及宏观调控需要来确定，由全国人民代表大会最后审定的。一旦被审定，将具有法律的稳定性。

3、国债期货交易的风险管理机制有待进一步健全和完善。尽管政府主管部门和交易所对国债期货交易的风险管理机构建设作了大量工作，取得了些成效，但总体上看，风险管理方面尚存在以下几个问题：

第一，保证金规定不合理而且随意变动。目前，在国家没有对国债期货交易保证金作出统一规定的情况下，有的交易所对保证金的规定不合理，甚至为了拉客户、上交易量而降低保证金水平，这种做法是极不可取的。在健全的期货市场上，保证金的变动要经国家主管部门的核准，而非交易所的擅自行为。因为国债期货是高风险性交易，为了保障其健康运作并发挥预期的积极作用，必须有健全周密而又严格的风险监控机制，其中保证金制度起着最基本的作用。适当的保证金规定既可以给入市者一定的灵活性，又不至于使其交易无限制地扩大，为合约的如期履行奠定基础保证条件，保护交易所及广大投资者的利益。如果单纯为了拉客户、抬升市场而不适当地降低保证金要求，则会使投机者的买卖空量增加，也使所有的投资者交易风险加大。因为如果买卖盘超过自己的资金势力过大，就很可能造成不能按时履约交割，或者使可能的平仓损失偏离资本金过大。不履约者增

加，到头来会拖垮交易所，必然危及其他投资者的利益。

第二，有的交易所没有实行价格涨跌停板额制度。价格涨跌停板额制度可以防止过份投机，有利于维持市场的稳定运行。由于有的交易所没实行该种制度，某些国债期货品种一个营业日可以上涨 3 元左右（每百元面值），使市场上的收益率或损失率高达 120%，风险相当大。过份投机的现象比较明显，不利于市场的健康运作。

第三，对持仓限量尚缺乏科学的规定。为了确保套期保值者到期交割的成功，以及将投机盘降到适当的水平，应根据现货市场的发展状况对投资者在期货市场的最大持仓量作出明确规定。但目前有的交易所对投资者的持仓量或者没有规定上限，或者规定的太高，难以起到降低风险的作用，这也是造成进入交割期的合约无法进行券款交割的原因之一，不利于期货交易套期保值功能的发挥。

第四，有的交易所没有建立风险基金，致使出现问题时措手不及。随着国债期货交易规模的扩大，交易所在结算、财务担保方面应该起到更重要的作用，这就需要建立风险基金，以应急需，如果对此引不起足够重视，将不利于处理可能出现的财务问题。

第五，大户报告制度有待建立健全。国债期货交易如同其它商品期货交易，在市场规模较小的情况下，如果管理不当，势力较为雄厚的机构投资者极易操纵市场进行投机，损害其他大多数投资者的利益，不利于期货交易公开、公平、公正原则的贯彻，也不利于降低市场风险。

四、加强风险管理机制的建设 促进国债期货市场健康发展

发展国债期货交易市场，是促进国债运行机制改革和健全期货交易所必需的，但这依赖于风险管理机制建设的加强，否则，国债期货市场将很难健康发展。为此，在发展我国国债期货交易市场的过程中需注意以下几个问题：

1 硬化保证金制度的规定。主管部门应当对各交易的国债期货交易的保证金要求作出统一规定，至少是规定一个最低限额，给交易所在市场波动较大时上调保证金以灵活性；进入交割月份，为了将投机盘挤出市场，确保套期保值买卖盘的交割，保证金应实行按时间累进交纳的方式。在目前现券量较少情况下，可以要求空方的保证金采取交纳债券的形式，到规定的交易日必需达到一定份额，否则由交易所强行平仓。

2 结合价格涨跌停板额制度的建立，对投资者的最高持仓量作出科学规定。应当根据国债市场运行的实际情况，对国债期货交易价格升降幅度作出统一规定，防止价格起伏过大、风险增加的情况产生；交易所应根据会员公司的资信和风险承受能力规定每家会员公司的最高持仓量，尤其对投机头寸更应该作出明确限定，报有关主管部门备案；各会员公司应根据所代理客户的资信和风险承受能力规定每一客户的最高持仓量，并报交易所备案，以防止过度投机。

3 实行大户报告制度。会员公司自营或代理的某一客户对某一国债期货合约品种在合约月份的净持仓量超过同一品种同方向总持仓量的一定份额时，或者其持仓量超过规定的最高持仓量时，必须向交易所报告其交易意向和有关交易情况并获得许可，以防止操纵市场行为的产生。

4 交易所应健全有关监测制度。比如，对会员公司自营与代理帐户的设立、结算券款交付等事项作出明确规定，并按一定比例提取交易风险基金，用于财务担保和弥补结算亏损及未来不可预测的紧急情况之需。

有关加强国债期货交易风险管理机制的问题，除了由政府主管部门作出统一明确的规定外，还

需各交易所完善自律性规章制度及相关的技术监测系统，以确保国债期货交易的健康发展，充分发挥其积极作用。

1994 年我国期货市场交易品种概况

李 革

1994 年，我国期货市场的交易品种有了长足的发展。从期货合约的品种结构看，目前在经中国证监会批准的 15 家试点期货交易所中，共上市交易的品种有 6 大类、近 30 个期货品种，它们分别是：(1)农副产品类，包括玉米、小麦、大豆、绿豆、红豆、豆粕、芝麻、花生仁、棕榈油、冷冻猪肉；(2)金属类产品，包括铜、铝、铅、锌、镍、锡；(3)林产品，包括胶合板、标准木材、天然橡胶；(4)建材与化工产品类，包括水泥、聚丙烯、聚乙烯；(5)纤维类产品，包括生丝、干茧、棉纱、聚脂切片；(6)金融类产品，主要是国债。在这些品种中交易比较活跃、交易量较大的期货品种是国债、铜、铝、绿豆、大豆、棕榈油、胶合板。

从各试点期货交易所的主要上市品种看，北京商品交易所的主要品种是国债、绿豆和胶合板；上海金属交易所的主要品种是铜和铝；郑州商品交易所的主要品种是小麦、玉米、绿豆和豆粕；上海粮油商品交易所的主要品种是大豆和绿豆；深圳有色金属交易所的主要品种是铝和铜；广东联合期货交易所的主要品种是铜、铝和国债；海南中商期货交易所的主要品种是棕榈油、胶合板、天然橡胶和国债；苏州商品交易所的主要品种是生丝、干茧和羊毛；沈阳商品交易所的主要品种是铜和铝；天津联合期货交易所的主要品种是红小豆、铜和铝；大连商品交易所的主要品种是玉米；重庆商品交易所的主要品种是铜；上海商品交易所的主要品种是橡胶、胶合板和化工产品；长春联合期货交易所的主要品种是玉米、大豆和运费期货。四川商品交易所的主要品种是高粮、玉米和国债。此外，上海证券交易所、深圳证券交易所和武汉证券交易中心等，是除商品交易所外我国目前最大的国债期货市场。

从期货合约的设计及其交易制度看，目前所有的试点期货交易所基本上均上市交易标准化期货合约。但是，不同交易所之间在合约条款和交易制度方面尚存在较大的差异。例如，北京商品交易所、上海证券交易所和广州联合期货交易所的国债期货合约合约单位，分别是 10000 元面值、20000 元面值和 100000 元面值。上海证券交易所实行国债期货混合交割制，广州联合期货交易所实行单一券种和现金结算的可选择交割制，北京商品交易所实行单一券种交割制。此外，不同的期货交易所期货合约的报价方式、保证金标准及收费水平等方面，也存在着许多差别。

今年我国期货市场交易品种发展的显著特点是：(1)国债期货异军突起，成为目前我国期货市场上交易量最大和交易最活跃的品种。与国外期货市场发展的进程相类似，我国的期货市场也是从农副产品和有色金属产品等商品期货开始起步；然后，随着经济发展和体制条件的变化和需要，国债期货作为我国金融期货的先驱迅速成长为期货市场的主导品种。(2)各试点期货交易所上市合约品种结构上，出现了综合化的趋势。由于客观条件的限制，我国较早设立的期货交易所大多具有较浓厚的行业色彩，交易品种结构普遍比较单一。为了更好地满足期货交易参与者的需要和适应期货业的激烈竞争，自 1993 年底以来，各期货交易所纷纷开始推行品种多样化的战略，从而使我国的

期货市场出现了交易品种综合化的趋势。(3)期货市场的交易规模增长迅猛。本年度我国期货市场的各类品种的交易量均创新记录,估计全年的期货交易总额约为数万亿元,成长速度在世界期货市场的发展史中亦属罕见。(4)形成了新的期货市场格局。目前,从全国范围内看,我国基本上初步形成了若干个期货交易中心市场,这就是国债期货以上海、北京、深圳和武汉为中心;农副产品期货以上海、北京、郑州、海南、天津、大连为中心;有色金属期货以上海、深圳、广州、苏州、沈阳为中心;建材及纤维类期货以上海、北京、郑州、苏州为中心。(5)国家对上市期货品种进行了调整和规范。为整顿流通、抑制通胀,国家在本年度暂停了线材、煤炭、白糖、石油产品和大米的期货交易。中国证监会结合对期货市场的整顿和试点交易所的指定,亦对各交易所的上市品种、合约设计及其交易规则进行了审查,并正在着手制定上市期货品种的审批监管办法。

1995 年将是我国经济发展和体制改革全面深入发展的一年。随着金融财政体制等深层次改革的推进和社会主义市场经济体制的逐步建立,我国的期货交易品种的发展趋势是,国债期货仍将是期货市场的领导品种;一些新品种如期权等亦会被推出;期货品种的选择和设计将向国际标准和规范靠拢;在国家指导和市场竞争下各交易所的期货合约规格及其交易制度将会趋于统一,逐步形成全国统一期货大市场。

