

# 中国期货市场期货投资商行为分析

荆林波

## 第一部分：期货商的分类和特征

期货商是期货市场的主体，所以有必要界定概念，进行分类，明确其资格要求和法律地位，发挥它们的积极作用。

我们认为，期货商包括期货投资商和期货经纪机构。期货投资商是直接或委托期货经纪机构进行期货交易的自然人、法人或其他经济组织；期货经纪机构是指接受期货投资者的委托，以自己的名义为期货投资者的利益进行期货交易的经济组织，包括期货经纪专营机构和期货经纪兼营机构。

期货投资商是伴随期货市场的出现应运而生的，可以说，正因为期货投资商有套期保值和投机的需求，才促成了期货市场的生成与发展。随着期货市场的交易制度逐步建立，也出现了一些矛盾，其中最突出的矛盾就是 期货交易所严格的会员交易制度与吸引更多投资者、扩大市场规模之间的矛盾。〔<sup>1</sup>〕突破这一瓶颈的解决办法，就是在保证期货交易质量与扩大市场规模的前提下，容许一部分会员接受客户的委托，代理客户进行期货交易，这部分会员就是我们常说的“全权会员”。在美国，逐渐出现了非交易会员组建的期货经纪机构，代理期货交易业务，但还必须由全权会员经手交易。这类非交易会员的期货经纪机构，它们的注册资金、管理水平、佣金比例、风险意识等均与正式的全权会员的期货经纪机构有较大的差别。我国在九十年代初期，曾遭受大批港台和东南亚的非交易会员期货经纪机构的疯狂炒作，为此，我国对期货经纪机构制定了严格的管理制度。〔<sup>2</sup>〕

期货投资商的特征，与他们投资的特殊的期货市场密切相关，由此衍生出一些特有的表现。我们可以归纳如下：

第一：投资商面临着高风险和高回报。期货交易实行保证金制度，保证金一般相当于交易额的 5% 左右，而且市场对投资商的要求较高，这不仅指他们的经济实力较强，要求入市的资金较多，而且指他们的投资意识、操作水平、知识架构等都要求高人一等。可以说，期货投资商是投资界中的精英，是高智者的风险投资的最佳选择职业。

第二：投资身份的难以确定性和非固定性。在研究投资商时，人们常遇到一个共同的难题，就是如何判断该投资商是套期保值者还是投机者。美国商品期货交易委员会（CFTC）根据空盘部位数值，若是贸易期货者达到一定数量后，通常视为套期保值者；若是非贸易期货交易者则视为投机商。〔<sup>3</sup>〕而对于大多数小户则视为投机者。

期货市场是流动性很强的市场，以上评定身份的方法是单一的，并不能以此定终身。因此，在一个统计时期内（甚至在一个交易日里），投资商都有可能发生套期保值者与投机者

<sup>1</sup> 《现代期货大典》 田源 主编 石油工业出版社 1994 年 11 月

<sup>2</sup> 参见中国证监会《中国期货市场文件汇编》，1994 年至 1996 年，共 4 册。

<sup>3</sup> 《期货市场理论与实证》 药建英 中国商业出版社 1995 年 1 月

之间的角色互换。

第三：投资者总合的盈亏为零。在期货套期保值者和投机商的博弈中，无论谁盈谁亏，盈亏总和为零。〔<sup>4</sup>〕

根据美国学者迈克尔·哈赤马克的研究，套期保值者在处于空头交易部位时能获得相对多的利润，而处于多头交易部位时亏损多些。大的投机商的盈亏不取决于它所处部位，而取决于他们对市场走势的预测如何。〔<sup>5</sup>〕一般认为，大投机商由于承担了套期保值者的价格风险，得到保险费收入，他们通常是盈利者，而套期保值者与小投机商有盈有亏。总之，这是一个风险与收益对等的市场，承担价格风险者获得风险投资收益，回避价格风险者，付出保证金，让渡一部分收益。

期货经纪机构作为期货市场的中介环节，其特征表现在：

第一：期货经纪机构，顾名思义，是以经纪代理为买卖双方提供服务的。服务的范围包括市场介绍，品种分析，风险揭示，行情传输，撮合成交，结算保证等等。服务的起点是市场导入，核心是“实现惊险的一跳”……撮合成交，满足投资商的价格要求。在整个服务过程中，必须时刻强调市场风险，避免为交易而交易，为短期佣金收入而损失长期投资客户，损害公司形象。

期货经纪机构以自己的名义进行服务活动，尽管期货经纪机构面对众多的买卖投资商，而它又以自己的名义面对期货交易所，形成了宝塔式的经营层次。宝塔的顶层是期货交易所，中间层是具有会员资格的期货经纪机构，底层是大量的套期保值者和投机商。这就要求期货经纪机构不仅要为投资商负责，而且要为期货交易所负责。加强风险控制，发挥承上启下的作用，十分重要。

第二：期货经纪机构的服务是有偿的。为了向期货投资商提供优质完善的服务，期货经纪机构必须拥有良好的交易行情设备，必要的经营场所，优秀的、具有敬业精神的业务员，同时，还必须向交易所商购席位，交纳必要的保证金、管理费，所有这些都需要大量的投资。为此，通过中介机构服务收取佣金也是合情合理的，无可非议的。从某种意义上讲，佣金好比期货经纪机构——作为投资商与交易所之间的“桥梁”——所收取的“过桥费”。

第三：期货经纪机构之间存在着激烈的竞争。由于在九十年代初期，海外经纪机构大量涌入我国，以丰厚回扣为诱饵，以高额手续费为手段，倾轧不明真相的国内客户，也为以后国内经纪机构一哄而上。遍地开花埋下隐患。目前，国内个别期货经纪机构在利益驱动下，不择手段，以降低手续费为“杀手锏”，自相残杀，其结果是服务质量的整体不配套，进一步影响了投资收益，恶化了与客户的关系。

我们认为，期货经纪公司应树立“一盘棋”的全局思想，不应犯经营“近视病”。其实，以降低手续费为竞争手段，是十分有限的、是有刚性的，真功夫应下在改善服务质量，提高企业形象，维护期货市场的声誉。

限于篇幅，本文的研究重点将集中在期货投资商的分析。

## 第二部分：期货投资商的理论分析

### ——对套期保值者和投机者的理论分析

面对日益蓬勃发展的中国期货市场，一个迫切需要解决的问题摆在我们面前：对于构成期货投资商的两个部分——套期保值者与投机者如何界定？两者关系如何？

<sup>4</sup> 这就是理论界通常所说的零和博弈。

<sup>5</sup> Richard J. Teweles, Charles V. Harlow, Herbert L. Stone (1977) : The Commodity Futures Chapter 4, P75--105

第一种观点认为：一个成熟的期货市场的显著特征是，套期保值者的总体实力与投机者的总体实力相当。这是保证其规范、稳定其运行的基础。按投资者人数比例，套期保值者通常要占三分之一到二分之一，就其个体实力而言，套期保值者往往要大于投机者，而且套期保值者一般交易量较大，交易寸保留时间长，往往一次交易量需要几个投资者共同吸收。〔<sup>6</sup>〕

第二种观点认为：保值与投机交易比例的划分是错误的提法。投机者要大于保值者才有可能实现保值，增加保值者不应以减少投机者为前提，保值成功的前提是投机必须是理性的。对套期保值理论的研究有赖于投机理论的研究。〔<sup>7</sup>〕

第三种观点认为：仅就农产品套期保值而言，中国的发展道路有别于美国。美国的谷物期货交易源于套期保值的要求，而且随着投机交易者的逐步加入，套期保值量进一步得到发展。从中国的实际情况来看，农产品流通一直实行统购统销、国家财政补贴的政策，生产者和加工者过分依赖国家，远离市场，利用期货市场进行保值的迫切性不够强烈。这就决定了中国期货市场的发展不可能走“美国式道路”，只能先让投机交易发展到一定程度，套期保值者队伍再逐步加入。当生产者、经营者和加工者看到期货市场中很多投资者愿意承担他们希望转移的价格风险时，他们自然会积极加入保值者行列。〔<sup>8</sup>〕从我们的调查、研究中发现，要解决好套期保值者与投机者的关系，必须认真研究清楚如下具体问题：

### 一、如何界定套期保值者

国家对于参与期货交易的国有企业进行了严格的限定：只能从事与本企业经营有关的套期保值业务，那么，如何确认套期保值者呢？国内不论是理论界还是实际工作部门，对于套期保值都有不同的看法。正如，ROGER GRAY所说，“期货市场，对于研究很少的经济学家来说是畸形物；对于略知一二的经济学家来说是不合潮流的东西；而对于精通的经济学家来说是一种烦恼。”〔<sup>9</sup>〕那么，今天，我们将试图拭去套期保值的烦恼。

在二战以前，对期货交易的经济学分析的书籍和文章还很少。当时，只有极少数的英文书籍，包括马歇尔（Marshall, 1920）〔<sup>10</sup>〕、凯恩斯（Keynes, 1930）〔<sup>11</sup>〕、霍夫曼（Hoffman, 1932）〔<sup>12</sup>〕和希克斯（Hicks, 1939）〔<sup>13</sup>〕，期刊文章方面包括欧文（H.S. Irwin）、卡尔多（N. Kaldor）、道尔（J.C.R. Dow）、霍德利（R.G. Hawtrey）和布劳（G. Blau）等等。〔<sup>14</sup>〕二战结束以后，期货交易方面的研究文章才丰富起来，出现了专门的研究机构和专业刊物。

对套期保值的传统研究方法是十分简单明了的，1945年以前的经济学家们的分析可以用“平淡”来形容。随着期货交易的深入发展，传统的套期保值、转移风险已经演化成动态的

<sup>6</sup> 陶王非：《当务之急：培育农产品期货套期保值者》，《中国期货》月末版，1995年7月；

姜丽华、曲立峰：《从保值者的类型谈如何扩大保值业务》，《中国期货》月末版，1995年7月

<sup>7</sup> 李汉国：《中国期市套期保值的问题和对策》，《中国期货》月末版，1995年9月；

钟福棠：《在实践中完善套期保值》，《中国期货》月末版，1995年9月

<sup>8</sup> 劳光熊：《农产品套期保值任重道远》，《中国期货》月末版，1995年10月

<sup>9</sup> Roger Gray, Fundamental Price Behavior Characteristics in Commodity Futures, Futures Trading Seminar

<sup>10</sup> Marshall, A. (1920), Industry and Trade, London

<sup>11</sup> Keynes, J.M. (1930) A Treatise on Money, Vol 2, London

<sup>12</sup> Hoffman, G.W. (1932), Futures Trading upon Organized Commodity Markets In the United States, Philadelphia

<sup>13</sup> Hicks, J.R. (1939), Value and Capital, London

<sup>14</sup> 主要论文有：Blau, G. (1944), Some Aspects of the Theory of Futures Trading, Review of Economic Studies, 12.

Kaldor, N. (1939a), Speculation and Economic Stability, Review of Economic Studies, 7;

Kaldor, N. (1939b), A Note on the Theory of the Forward Market, Review of Economic Studies, 7.

风险管理概念，即：不仅仅是降低风险，而且要着重使期望利润最大化。在这方面，套期保值已被看成是一种重要的管理手段，便利买卖决策，增强交易的决策自由度。

由于套期保值者对风险的态度不同，他们入市的动机也不同。由此，研究者的探索轨迹在下面四个层次递进展开：

1、套期保值目的在于消除价格波动所带来的风险。按教科书中正规的完善的套期保值的定义，根据如下原理：期货价格走势与现货价格走势基本一致，并且随着期货合约到期日的临近，期货价格趋同于现货价格，为了达到规避风险的目的，套期保值者在现货市场和期货市场上进行两个在数量上相同、在方向上相反的买卖，即在现货市场上买进或卖出一定数量的某种商品时，在期货市场上进行与现货市场上相反的交易。这一观点是由凯恩斯(1930)和希克斯(1946)提出的，他们认为套期保值就是把价格风险转嫁给投机者以取得风险补贴。〔<sup>15</sup>〕

沃金分别在1953年和1967年对以上理论提出质疑。〔<sup>16</sup>〕他否认套期保值者和投机者的动机有任何根本差别，单独考察价格风险是不够的，还必须考虑更重要的由价格风险产生的数量风险。其结论是：套期保值者的活动一般是保险和投机的混合，套期保值者所追求的目标不一定要把风险全部转移出去，他只是避免了现货市场价格变动这一较大的风险，而接受了基差变动这一较小的风险。

霍夫曼提出“套期保值就是转移风险”(SHIFTING OF RISK)的观点。〔<sup>17</sup>〕卡尔多简明地指出：“正是投机商承担了套期保值者所脱离的风险。”〔<sup>18</sup>〕布劳在文章中认为：“商品期货交易是承担对未来无法预先知道的价格风险的专门市场组织，它弥补了一般保险机构无法履行这一职能的缺憾”。〔<sup>19</sup>〕总之，他们认为套期保值就是把价格风险转嫁给投机者以取得风险补贴。

然而，在现实经济中要做出套保的决策，并不如此简单，也不机械。因为投资商们在期货市场上，无论是做多还是做空，其所要求的货物数量和质量，都有可能与期货合约不一致。同样，在现货市场上，投资商们买卖货物的要求也有可能与期货合约不符，这样，投资商只能尽量地与期货合约套等，显然，这样做不可能每次均匹配地正好，可能会有一些差额。所以，完全地把价格波动的风险转嫁出去在现实中并不容易做到。另外，期货市场的闭市期间，也使得某些现货商的套期保值决策不能及时实现，而要推后到下一天开市，特别是在大行情的急转时，越显得突出。最后，本学说的前提“期货价格走势与现货价格走势基本一致，并且随着期货合约到期日的临近，期货价格趋同于现货价格”，它是否能成立也值得商榷。从文献上看，已证实期货价格与现货价格走势并不平行；从我国期货现实来看，期货价格与现货价格也不一定在到期日吻合。〔<sup>20</sup>〕这样，消除风险(RISK ELIMINATION)让位于降低风险(RISK REDUCTION)。

<sup>15</sup> 凯恩斯和希克斯的论著参见：

Keynes, J.M. 1930: A Treatise on Money, II, London., Macmillan

Keynes, J.M. 1936: The General Theory of Employment, Interest and Money, Harcourt Brace.

Hicks, J.R. 1946. Value and Capital. 2<sup>nd</sup> edn, London. Oxford University Press.

<sup>16</sup> Working, H. 1953a. Futures trading and hedging. American Economics review 43, 314--43

1953b Hedging reconsidered. Journal of Farm Economics 35, 544—61

1967 Test of a theory concerning floor trading on commodity exchanges.

Food Research Institute Studies. Supplement to volume 7, 5--48

<sup>17</sup> Hoffman, G.W. (1932), Futures Trading upon Organized Commodity Markets In the United States, Philadelphia P382

<sup>18</sup> Kaldor, N. (1939b), A Note on the Theory of the Forward Market, Review of Economic Studies, 7.

<sup>19</sup> Blau, G. (1944), Some Aspects of the Theory of Futures Trading,

Review of Economic Studies, 12. P1

<sup>20</sup> The Hedger's Handbook, published by Merrill

2、套期保值的目的在于降低价格波动所带来的风险。尽管上面我们谈到，期货价格与现货价格走势并不平行，但是研究者仍能提供大量的数据论证：现货价格的变动经常地引起期货价格的同向变动，特别是在意外事件发生时，剧烈的价格波动更能证明这一点。总的来说，现货价格与期货价格的反向变动的情况在成熟的期货市场罕见的。因此，基差概念应运而生。现货价格与期货价格的差额是基差，基差是衡量现货价格与期货价格关系的重要指标，由此可以得出升水还是贴水。有关基差在后面我们还会讨论。

如果降低风险的前提成立的话，那么，有必要首先计算现货价格的变动，然后计算基差的变动。如果现货价格的变动大于基差的变动，那么现货市场就可以看作是有效地降低价格波动风险的工具。许多研究已经证明，基差的变动远远小于现货价格或期货价格的单独变动，所以现货价格与期货价格的正相关被认为是套期保值中的公理（AXIOM）。〔<sup>21</sup>〕

研究到此，我们发现：起初我们把套期保值者定义为投机市场的旁观者而非参与者，这一前提站不住脚了。的确，在大多数情况下，套期保值就是一种投机行为，只不过是对基差的投机。套期保值者与投机者的差别仅在于前者所承担的变动幅度通常较小罢了。可以说，套期保值者并没有完全消除风险，而是让渡的他所预见的绝对价格变动的风险，承担了其中的基差风险。

### 3、套期保值的目的在于从基差的变动中获利。

沃金在二战以后的头两年就撰写了一系列文章，强调必须转变对套期保值的传统看法，认为套期保值者转移或者较低价格风险并不是问题的关键所在，其焦点在于套期保值者能否从价格的波动中获取基差收益，即从现货市场与期货市场的两种价格波动中获取机会利润。从这层意义上讲，套期保值者也是一种“套期获利”（arbitrage），即套保者获得一次赚取利润的机会，只有当基差比相应期间持仓成本大时，套保者才能获利。因此，沃金认为：套期保值也是一种投机，只不过它不是对价格投机，它是对基差进行投机。〔<sup>22</sup>〕所以，套期保值者并不是传统色彩下的胆小怕事者、价格风险的回避者，实际上他们也在寻找机会赚取利润，他们不是绵羊，而是狮子至少是个小狮子。〔<sup>23</sup>〕

如果一个加工商或中间商认为自己对存货的预见有相对的优势，那么，问题就不在于现货价格与期货价格的相关度，而在于这样的变动是否可以预见。美国期货专家沃金（1953）首先对小麦的价格进行了研究，确认它的基差是可以预见的。〔<sup>24</sup>〕后来，亨福纳（1996）对玉米和黄豆的研究进一步证实了沃金的结论。〔<sup>25</sup>〕沃金的结论对套期保值的动机解释具有重要的意义。

（1）套期保值便利于买卖决定。当套期保值有序地一一对应地进行，就没必要只考虑某一买卖的价格相对于其它现货价格是否有利可图，也没必要考虑价格的绝对水平是否

<sup>21</sup> L.D.Howell USDA Technical Bulletin No.971,Augest 1948;No.602,January 1938; No.1260,January 1962

<sup>22</sup> Working,H.(1949a):The Investigation of Economic Expectations, American Economic Review,39,supplement; (1949b),The Theory of the Price of Storage, American Economic Review,39 (1960),Speculation on Hedging Markets, Food Research Institute Studies,1 (1961),Tests of a Theory concerning Floor Trading on Commodity Exchanges, Food Research Institute Studies,7,supplement

<sup>23</sup> Basil S. Yamey: The Economic of futures Trading: Some Notes and Queries, Manfred E.Streit,ed. Futures Markets: Modeling, Managing and Monitoring Futures Trading,Oxford,England,1983

<sup>24</sup> Holbrook Working,“Hedging Reconsidered,” Journal of Farm Economics ,35,No.4(Nov.1953),p544--561.

<sup>25</sup> R.G.Heifner,“The Gains from Basing Grain Storage Decisions on Cash---Future Spreads,” Journal of Farm Economics,48,No.5(Dec.1966),1490---1495

有利。因为，这时候人们关注的是从现货市场和期货市场的对作获利。

(2) 套期保值为商事决策提供了更大的自然度，最为明显的就是买进决策，例如，当棉花生产商在收获时节出售期货时，棉花加工商认为该商品的价格处于较低的水平，有利于自己的买进，而在现货市场上理想的高品质的棉花是不能立刻卖到的。(这一点与第一点有联系，但也有区别)

(3) 套期保值提供了可靠的基差来指导剩余商品的仓储。仓储剩余的商品是非常不确定甚至是危险的事情，然而，套期保值使它的运作简单化，只要现货价格是否比期货价格低就行了。

(4) 套期保值降低了经营风险。如上所述三个原因，任何一个理由都会降低风险。

总之，扩大的套期保值概念，强调了不仅仅要降低风险，而且要获得期望利润，人们称它“套利套保”(ARBITRAGE HEDGING)。沃金(Working)针对获取预期收益，创新了两个新概念：有选择的套保(selective hedging)和预期套保(anticipatory hedging)【<sup>26</sup>】。有选择的套保是指套期保值者根据主观判断，只作部分套保，而留出部分不保值。

预期套保是指经营者在期货市场持有未平仓合约一段时间，通过预期买卖期货合约获利。当然，套期保值者在作出决定时，首要考虑的是基差和远期合约的升贴水，这里引出解释现货价格与远期价格之别以及现货价格与预期期货价格之别的“储存供给理论”。【<sup>27</sup>】由于生产的季节性，导致储存的成本发生。(诸如利息支出、保险费以及价格波动的风险)作为套期保值者，为了从基差波动中获利，无论是做多还是做空，都有四种结果，其各种情况分析如下：【<sup>28</sup>】

**表 1 价格波动与套保结果**

价 格 波 动		结 果			
现货价格	期货价格	现货 做 多	现货 做 多	现货 做 空	现货 做 空
		未 保 值	保 值	未 保 值	保 值
降 价	同 步 降 价	亏 损	不 亏 不 盈	盈 利	不 亏 不 盈
降 价	比 现 货 价 格 降 得 多	亏 损	盈 利	盈 利	亏 损
降 价	比 现 货 价 格 降 得 少	亏 损	亏 损，但 比未保 值 少	盈 利	盈 利，但 比未保 值 少
降 价	上 升	亏 损	亏 损，但 比未保 值 多	盈 利	盈 利，但 比未保 值 多
涨 价	同 步 涨 价	盈 利	不 亏 不 盈	亏 损	不 亏 不 盈
涨 价	比 现 货 价 格 涨 得 多	盈 利	亏 损	亏 损	盈 利
涨 价	比 现 货 价 格 涨 得 少	盈 利	盈 利，但 比未保 值 少	亏 损	亏 损，但 比未保 值 少
涨 价	降 价	盈 利	盈 利，但 比未保 值 多	亏 损	亏 损，但 比未保 值 多

资料来源：B.S.Yamey, "An Investigation of Hedging on an Organized Produce Exchange," Manchester School 19 (1951),308.

<sup>26</sup> Working,H. (1962),New Concepts Concerning Futures Markets,American Economic Review,52,P440

<sup>27</sup> Brennan(1958),Cootner(1967)等人的论著

<sup>28</sup> B.S.Yamey, "An Investigation of Hedging on an Organized Produce Exchange," Manchester School 19 (1951),308.

4、套期保值的目的在于在既定的风险条件下最大地获取利润，或者在预期收益的前提下把风险降低到最低程度。

研究者建议套期保值者采取组合投资来达到以上目的。如：套期保值者可以根据各种投资的获利水平，或是通过买卖期货合约，或是通过远期合约，也可以不保值等多种组合最大化获利或最小化风险。其首创者是 H.Markowitz 在 1959 年提出的。〔<sup>29</sup>〕以后，Rutledge 等人进一步发展了这一理论。〔<sup>30</sup>〕该理论强调：不管是否套期保值，风险至始至终存在于投资者的决策中，期货市场便于风险管理而不仅仅是风险转移！

利兰（1980）则进一步提出：套期保值者与任何一个投机商一样，其目的是为了在一定风险水平下，最小程度地承担投资风险、最大限度地获得投资收益，所以，套期保值者可以根据期货市场行情的变化，随时调整期货交易的斗寸，买卖期货合约的数量不一定要与现货交易数量完全一致。〔<sup>31</sup>〕

凯尔（1984）通过建立投机商和套期保值者的共栖性模型，描述了更多或较少套期保值者或投机商对市场信息效率和流动性影响，其中一个重要结论与直观是冲突的：缺乏信息的套期保值者数量上的增加可以提高价格的信息效率。〔<sup>32</sup>〕

而反观我国期货交易实践，许多交易所对套期保值者是以购销合同、生产计划等来认定，这种简单的确认可以说是走过场。尽管一些交易所规定中要求套期保值帐户持仓只能一次性平仓，不得进行炒作，即建仓过程和平仓过程不得交替进行。但是在实际执行中，往往已突破以上限定，套期保值者常常根据行情变化，调整自己的交易斗寸。这一点反而吻合了约翰逊的观点。

我们认为，对于套期保值者，不能按教科书那种刻板的定义去分析，也不应简单地形式化处理。卖出套期保值者居多，这一现象在我国的农产品期货市场上反映的尤为突出。这是由于农产品生产具有季节性，消费则是常年性。因而，在农产品收获的季节，会出现供过于求，期货价格呈下降趋势，这就需要一部分人储备这些农产品以供全年消费。而为了避免储备农产品带来的风险，他们就要在期货市场上通过套期保值把价格风险转移出去，期货投机者的加入使之成为可能，并在一定程度上减少了未来的价格波动，增加了期货市场的流动性。这一点在理论上是可以成立的，但需要大量数据分析来支持与验证。

总之，在期货交易迅猛发展的当前，无论国外还是国内，无论是理论界还是实际业务部门，都迫切需要解决如下问题：如何正确界定套期保值者与投机者。我们对套期保值的认识不应停留在初级阶段，而应当积极研究和学习前人的成果，万万不可夜郎自大，妄自菲薄，在一些基本问题上犯致命的错误。

## 二、如何看待投机者状况

如前所言，投机者入市承担了价格等风险，使期货市场得以运转。按风险与收益原则，投机者是希望冒一定风险，在未来价格波动中获取较高的风险收益，当然也存在着遭受损失的可能性。

我国的套期保值者入市后，由于面对期货市场巨大的投机收益，再加上某些交易所管理上的漏洞被他们利用、扩大，使投机者的阵容庞大起来。结果常常导致交割月的多逼空或

<sup>29</sup> Portfolio selection ---efficient diversification of investments, Yale University Press, New Haven, 1959

<sup>30</sup> David J.S.Rutledge, 1973, Food research institute studies, NO.11, P237--256

<sup>31</sup> Leland, H. 1980. Who should buy portfolio insurance. Journal of Finance 35, 581--94

<sup>32</sup> Kyle, A.S. 1984. Market structure, information, futures markets, and price formation. In International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure, and Price Instability, ed. G.Storey. A. Schmitz and A. Sarris. London. Westview.

空逼多，多方拼是否有足够的资金，空方拼能否采购到足够的现货。两虎对峙，互不相让，谁让步谁就会吃大亏。

投机者的主力是以机构大户构成的核心层，核心层的周围是大量的以各种利益交织而成的周边力量。中小散户只能是跟风者。由于于中小散户的实力较弱，我国还缺乏足够数量的抢帽子者、当天交易者，市场上的主导力量往往靠机构大户支撑。若存在大量的短线散户，必定分散了投资方向，在一定程度上牵制市场走向。这一点在国外市场反映较为明显，无怪乎国外学者称：不存在“过度投机”这一个名称。〔<sup>33</sup>〕按照著名“弗里德曼命题”，投机不会使价格波动，精明的投机者总是在低价时买，高价时卖，而拙劣的投机者将逐步地淘汰出市，新的投机者又会不断加入。〔<sup>34</sup>〕

据西方期货市场的统计，投机者的人数在期货客户中占95%以上，真正为分散风险来做期货交易并实物交割的人数不足5%。从理论上讲，投机者的人数越多，市场经营成本越低，因为对每一个单一的投机者来说，分担的风险就越少。〔<sup>35</sup>〕如此说来，中国期货的“过度投机”只是一种不规范市场下的畸形行为，它并不象西方期货市场那样，按风险与收益对称原则进行交易，在某些市场出现了大户联手操纵市场，投资规模的巨大化，形成了“规模越大，收益越大，风险越小”的循环。〔<sup>36</sup>〕

“谁接货，谁赔钱”，似乎可以看作是中国期货市场的一个特色。大多数情况下，交易者被迫接货，可以说“交割是万不得已而为之”，因为进行交割的数量一般较大，而且多数接货者并不真正需要实物，如此巨大数量的货物，货物款要挤占资金，交割要花交割结算费用，同时，货不提走占用定点仓库又要支付高额的仓储费，直到下一个交割月份。在这样的情况下，矛盾的焦点就转移到交割货物的质量、包装物等上面，讨价还价，力图挽回一部分损失。这一类型的事件已发生了许多，甚至个别地方出现蓄意违约，以认赔30%的违约金赚取更多的利润。这就要求我们加强交割库的管理，取消其一身多任，完善仓单的生成机制，健全交割制度，使交割真正发挥其现货市场和期货市场的纽带作用。

综上所述，我们认为必须摒弃传统的套期保值的定义，全面客观地认识套期保值者和投机者，套期保值者和投机者的共同存在使得期货市场得以运行。在解决了对套期保值者和投机者的概念认识之后，现在值得研究的是，我国期货市场交易规模、品种状况以及投资动机，期货市场是否通过降低交易费用大大促进了投机行为，从而提高了现货市场的稳定性，或降低了现货市场的稳定性。下面我们试图从实证的角度分析中国期货投资商的状况。

### 第三部分： 期货投资商的实证分析

期货投资商包括套期保值者和投机者，是期货交易市场的主体，投资商的投资动机、资金来源、行业结构、技术水平都直接影响和决定着期货市场能否有序规范地发展。

#### 一、期货投资商的现状

中国期货市场按照“先试点，后推广，宁肯慢，务求好”的原则，经过规范与整顿，市场发展较快而有序。

<sup>33</sup> 吴敬琏：在《我国金融市场形成的两个问题：金融抑制与经济气泡》一文中，对此提出米勒的话是有前提的，即金融市场是一种高级形态的市场，如果现货市场没有放开，不可能建立健康的期货市场。

<sup>34</sup> 荆林波：《中国期货市场存在问题》，《财经月报》（香港），1997年第四期

<sup>35</sup> 廖先旺：《现代标准期货市场成功的要素与最新发展》，《国际商务》1994年第4期

<sup>36</sup> 荆林波：《囚徒困境与期市交易行为》，《期货导报》，1997年5月22日



## 1、市场规模

根据全国期货交易所联席会的统计，1994年全国期货交易所总成交金额60000亿元人民币，1995年，这一总量已增加到99620.26亿元人民币，是上一年的1.66倍，成交手数也增加到6.175亿张标准和约。【<sup>37</sup>】全国期货交易所的会员总数为2832家，代理客户为115896家。【<sup>38</sup>】1996年，国家加大了对期货市场的监管力度，遏制了期货交易的盲目发展，交易量出现下跌，全年成交额84110亿元，成交下跌了10%左右。【<sup>39</sup>】

市场规模迅速扩大的基础是期货投资者的进入和投资资金的不断增加，这表现为各交易所交易量的增减，得益于各交易所的不懈努力。如深圳有色金属期货联合交易所，1995年的交易额达到2414亿，交易量908万吨，分别比94年增加了48%和11%。【<sup>40</sup>】上海金属交易所1992年的成交量与成交额分别为293.2万吨和488.2亿元，到1993年猛增到2126.5万吨和3889亿元，1994年高达3274万吨和6820.8亿元。【<sup>41</sup>】北京商品交易所在1994年成交合约达4118万手，年交易额达7202亿元，居全国各期货交易所之首。至1995年6月底，在119个交易日中，北京商品交易所交易额达11564.26亿元人民币，成交合约6290万手，超过1994年全年的成交总额。【<sup>42</sup>】海南中商期货交易所截至1995年会员总数达430家，比上年净增303家，是目前国内拥有会员最多的试点期货交易所。【<sup>43</sup>】

**表2 1993年——1996年全国商品期货交易额统计表【<sup>44</sup>】**

年份	1993	1994	1995	1996
交易额(亿元)	5521.65	32693.04	92407.8	84118.8
环比(%)	100.00	592.09	282.65	91.03

资料来源：廖英敏、张善良《中国期货市场发展与预测》，中国发展出版社，1997年5月

1996年海南中商期货交易所由于热带品种的交投旺盛，成交金额位居全国第一，与郑州商品交易所一共占有了全国一半的交易金额，而相比之下，排在最后7家期货交易所交易金额的总和只有10%左右，可见，国内期货市场的分布十分不均。详细情况参见下面统计表二和表三。

**表3 1996年各期货交易所交易状况**

交易所	交易量(万手)	交易金额(亿元)	按交易金额计算
-----	---------	----------	---------

<sup>37</sup> 《期货导报》，1995年1月6日

<sup>38</sup> 中国期货业联席会议，《期货导报》1996年1月18日

<sup>39</sup> 中国期货业联席会议的统计与中国市场发展报告的数据有出入

<sup>40</sup> 深圳有色金属交易所1995年年报

<sup>41</sup> 上海金属交易所年报

<sup>42</sup> 北京商品交易所年报

<sup>43</sup> 海南中商期货交易所年报

<sup>44</sup> 马洪主编：《中国市场1997年发展报告》，中国发展出版社，1997年5月

			所占全国市场份额
海南中商期货交易所	5648·92	22052·03	26·21
郑州商品交易所	4498·41	20208·47	24·02
苏州商品交易所	10031·7	9054·15	10·76
北京商品交易所	1996·35	8346·84	9·92
大连商品交易所	2265·98	7320·62	8·70
上海商品交易所	6125·19	5384·92	6·40
天津联合交易所	1056·72	3873·53	4·60
上海金属交易所	214·91	2305·11	2·74
深圳有色金属交易所	142·31	1475·90	1·75
沈阳商品交易所	312·62	969·89	1·15
成都联合交易所	918·15	961·11	1·14
广东联合交易所	313·65	941·71	1·12
上海粮油交易所	672·68	866·81	1·03
重庆商品交易所	32·84	357·78	0·43

资料来源：根据各交易所年度报告整理

**表 4 中国期货市场分品种交易统计表**

品种	95 年交易金额：亿元	96 年交易金额：亿元	交易量：万手	交割量：吨	上市交易所
铜	6840·57	4020·93	370·373	208640	上海金属、深圳金属、重庆商品、沈阳商品、天津联合
铝	1344·29	192·44	26·118	76460	上海金属、深圳金属、重庆商品、广东联合
绿豆	27379·3	28529·96	6840·66	346030	郑州商品、北京商品
夹板	31053·91	12742·30	14430·792	61787400 张	上海商品、苏州商品、郑州商品
大豆	2233·83	7420·23	2323·735	341140	大连商品、上海粮油
咖啡	329·54	9180·05	3842·258	35052	海南中商
橡胶	7726·3	12767·64	1789·344	101568	海南中商
红小豆	4146·42	5518·03	2787·532	470564	天津联合、苏州商品
豆粕	670·5	795·19	256·397	233760	广东联合、苏州商品
高粱		961·91	918·86	107125	成都联合、沈阳商品
啤酒 大麦	92·29	909·08	306·237	17650	沈阳商品
籼米		895·06	659·468	380156	上海粮油、广东联合
棕榈油	1512·46	135·74	37·038	11570	海南中商
小麦	18·66	22·56	12·962	8610	郑州商品
玉米	6341·75	19·12	13·023	56890	大连商品
总计		84110·25	34254·21		

资料来源：根据各交易所年度报告整理

## 2、投资商构成

1995年全国期货交易所的会员总数为2832家，（代理客户115896家），

其中经纪公司约占总数的 33.7%，自营与兼营机构所占比重为 66.3%。【<sup>45</sup>】1996 年总客户数为 123039。

**表 5 1996 年期货市场客户统计【<sup>46</sup>】**

交易所	客户数
海南中商期货交易所	20242
郑州商品交易所	48979
北京商品交易所	5000
苏州商品交易所	4009
上海商品交易所	15670
大连商品交易所	5710
天津联合期货交易所	1630
上海金属交易所	3073
深圳有色金属交易所	2000
广东联合商品交易所	3350
沈阳商品交易所	260
上海粮油交易所	10533
成都联合交易所	1487
重庆商品交易所	1096
总计	<b>123039</b>

资料来源：根据各交易所年度报告整理

由于各交易所上市品种不同，所处地域不同，也必然造成各交易所之间不同的会员结构状况。如下表：

**表 6 海南中商期货交易所的会员结构**

会员来源	数量	比重%
期货经纪公司	126	29.3
品种相关企业	195	45.3
金融机构	43	10.0
其它	66	15.4
合计	430	100

资料来源：海南中商期货交易所 1996 年年报

**表 7 大连商品交易所的会员结构如下【<sup>47</sup>】**

会员来源	比 重
------	-----

<sup>45</sup> 中国期货交易所联席会议统计 1995 年

<sup>46</sup> 根据各交易所统计年报统计

<sup>47</sup> 大连商品交易所年报

粮食系统	35
金融系统	9
经纪公司	18
其它	38
合计	100

资料来源：姜丽华、曲立峰，《中国期货》1995年7月

### 3、期货投资商的投资动机

我国的期货市场上套期保值者和投机者所占的比重到底为多少，实难断定。这不仅是我们前面理论分析所阐明的原因，而且，还有中国期货市场的现实问题。

首先，以入手动机认定身份的作法，在中国有一定的局限性。我国目前大多数的交易所规定，套期保值者以订购合同、销售合同等文件认定其身份，所以，每个投资者都很容易出示这些合同。因为投资者出示的合同完全可以凭空设定，成交与否无人过问，所以说，以入市投资动机来区分套期保值者和投机者的方法有可能引申出错误的结论。根据广东联合期货交易所243家会员的调查，其中明确提出入市目的是为本企业进行套期保值的不到20%，其余50%的会员是以投机获利为目的的，还有30%的会员目的不明确。

其次，交易所的两难境地，困扰着实际调研深入。我国对套期保值和投机的话题较为敏感，因此在调查研究套期保值者和投机者时，各交易所对此比较忌讳，无论品种如何、现货市场基础状况如何，都一直强调自己的套期保值功能的发挥得如何好，现货价格与期货价格的趋同如何一致。深怕自己的市场是一个过度投机的市场，有悖于期货市场的试点开展。其实，交易所一方面希望自己的品种得到投机大户的青睐，把交易量做大，形成市场凝聚力<sup>〔48〕</sup>；另一方面，又怕投机大户的垄断操纵有过火行为，使市场在火爆一段时期以后，又走入停滞阶段。这一点，可以从曾经火爆过的胶合板、苏州红小豆、天津红小豆等品种的发展轨迹中观察到。

再次，目前交易所对套期保值者的政策，缺乏明确的优惠导向。下面我们从美国芝加哥期货交易所（CBOT）的主要作法，对比分析国内的情况。

美国等国从发展初期，就把客户分为套期保值和投机两类，既保持了市场的流动性，又有效地控制了市场风险。芝加哥期货交易所对投机客户实行净头寸限额制度，小麦、玉米、燕麦和大豆，头寸限额都是100手合约。<sup>〔49〕</sup>豆粕和大豆油是200手合约。达到和超过合约限制都要经过交易所批准才能开仓，而对套期保值者则没有上述净头寸限制，另外，交易所审核批准的套期保值头寸可以享受包括交易保证金和交割结算手续费等方面的优惠。每个套期保值客户的保证金比投机者的保证金低得多，小麦低30%，玉米和燕麦低29%，大豆和大豆油低17%，豆粕低20%。详情参见下表：

**表8 芝加哥期货交易所套期保值者与投机者的保证金对比** 单位：美元

品种	套期保值者	投机者
----	-------	-----

<sup>48</sup> 交易所会员制改造之后，中国期货交易所的目标模式是一种非盈利的组织，但是，实际上交易所在目前来看仍是盈利性机构。

<sup>49</sup> 一个合约等于5000蒲式耳，玉米1蒲式耳等于25.4公斤，小麦和大豆1蒲式耳等于27.2公斤，

玉米	500	700
燕麦	500	700
小麦	700	1000
大豆	1250	1500
大豆油	500	600
豆粕(大豆)	800	1000

资料来源：CBOT，1990 交易手册

与此对应，芝加哥期货交易所的套期保值者实力占有绝对优势，如大豆的保值大户持仓量占总持仓量的 72%，而投机大户持仓量只占 12%。

我国目前交易所的作法大多数是采取在交割月对投机者实行净头寸限制制度，对套期保值者没有净头寸限制，但是没有类似芝加哥期货交易所对套期保值者的交易保证金和交割结算手续费方面的优惠，所以，不利于吸引真正套期保值者入市。同时，由于上面提到的套期保值入市手续简单，形同虚设，投机者也普遍地享受了套期保值者在交割月没有净头寸限制的待遇。

最后，现货价格的采集缺乏可靠性，使得对套期保值功能和对期货市场的效率的评价，较为困难。关于现货价格与期货价格的差异状况和原因，我们将在第 4 小节分析。

## 二、客户之间的不平等竞争

大户与中小散户之间享受不同的待遇，这是经纪公司在拉挖大户时常用的手段，也造成了市场参与者处于不同的起跑线。

不平等的待遇主要体现在：

**1、手续费：**大户的交易量一般较大，因而经纪公司在手续上费给予照顾，而对小户则征收较高的手续费。有的经纪公司还对客户一定时期的交易量排名，再予奖励；有的交易所也对会员交易状况排名，对交易量较小连续排名落后的会员予以惩罚，这无疑助长了盲目扩大下单量。造成客户之间不平等的竞争，

**2、交易跑道：**大户往往有单独的交易室，有专门的咨询经纪人，特别是在跑道上保障，一户一码得以实现。而对于散户，多是自己下单，经纪公司为了加快指令输入速度，往往让若干散户共同用一个号码按交易记录来区分，这样散户与大户在跑道上的差异也十分明显，在大行情来临时，散户之间的竞争激烈，矛盾激化，导致的纠纷也增多了。

**3、在 T + 0 和 T + 1 的结算制度上松紧不一。**中国证劵监督管理委员会要求停止执行 T + 0 结算制度，即场内平仓合约的交易保证金和平仓盈亏于当日闭市结算后返还给会员<sup>50</sup>，但是个别地方对大户采取较宽松的制度，使大户在交易中能充分利用盘面虚盈追加投资，增大了造势能力，而小户则不能如此，因而，小户们抱怨“大户挪用挤占小户资金”。

**4、个别交易所制订了“资金进入暂行规定”等类似条款，**其本意是贯彻证监会关于“防止非法资金进入期货市场”的精神。初衷是善意的。但在客观上对期货市场带来了诸多不良影响，许多交易者密切关注资金动向，反而给大户造势起到了推波助澜的作用。

**5、享用信息的不平等。**大户往往可以通过自己的渠道，从各方面获取较多

<sup>50</sup> 证监发字(1995)163号文件

的信息，小户则只是跟风，捕风捉影，并极有可能成为大户施放烟雾的牺牲品。

**6、其它方面的不平等待遇。**如会员的待遇、交易席位、办公场所、经纪人的素质，等等。

这些大户与散户之间的不平等待遇，只能是加速了对散户的淘汰，并使想入市的其它中小投资者裹足不前。

#### 四、现货价格与期货价格的关系

我国期货市场开始运行的时间很短，但几个规范交易所产生的期货价格，已对我国经济发生了重要作用。如郑州商品交易所的粮食价格，曾冠以“郑州价格”成为全国粮食交易的指导价格，成为有关部门制定政策、企业确定生产经营决策的重要依据。再比如上海金属交易所的期货价格基本上反映了国际国内的市场状况，并能先于现货市场对市场价格作出反应，因此，国家有关部门已决定以其期货价格作为现货合同订价的主要参考价格。〔<sup>51</sup>〕

但在某些交易所也存在期货价格与现货价格相差较大的现象，在交割月份，期货价格并未趋同于现货价格，这就有必要认真分析其原因，找出症结。

我们认为：最根本的原因在于我国的现货市场的发育不足，严重制约了期货市场发挥效率，也无助于经营者决策。具体而言：

**1、现货价格标的物与期货价格标的物具有不可比性。**我们所用现货价格常常是指某批发市场的采集价，这一价格本身的代表性就令人怀疑，并且它的标的物与期货所交割的货物等级也有差距，另外，现货的包装材料与期货所要求的包装材料也不同。如此算下来，期货价格与现货价格在交割月份不能完全趋同。有差距反而是正常的，合情合理的；反之，则可能是不正常的。

**2、某些品种的选择缺乏大量的现货做为物质基础，人为地导致炒货源能否到位。**如胶合板的炒作导致外商抬高售价，造成外汇的流失，同时大量水货通过非法渠道云集我国，其结果是他人得利，国家受损，也扰乱了正常的期货市场发展。

**3、我国某些交易所交割制度的不完善，也在客观上造成了交割月的期价与现价的偏离。**我们知道，实物交割是联结期货市场与现货市场的纽带，可以说，完善的交割制度，才能使期货交易顺利过渡到现货交易，使期货价格与现货价格衔接。目前各交易所之间的交割制度差别很大，有些交易所的交割条件过于苛刻，限制了现货转为期货的货源，而且交割制度变动频繁，使许多真正想交割的交易者望而生畏，不敢进行现货市场与期货市场的套作，减少了现货市场与期货市场的流动性。为了说明问题，我们以一些实例作为说明。

##### 案例一：胶合板风波

胶合板我国每年至少需要 400 万立方米，而国内生产能力不足 200 万立方米，大部分依靠进口。在 1995 年 3 月，胶合板品种持仓量一直维持在 40 万手以上，远远超过各定点仓库的仓储量，为多逼空创造了有利的条件。3 月 27 日和 3 月 28 日，9505 与 9507 合约成交量达 70 万手，持仓量突破了 46 万手，连续创下两个涨停板。3 月 29 日上午 10 点 40 分，某空方会员在 20 分钟内连续下了四张 9505 合约的卖单，每次的数量为 9999 手。而交易所规定每笔的申报单不得超过 5000 手，其意图在于违法打压价位。造成 9505 和 9507 合约成交量达到 70 多万手，持仓量突破 40 万手，市场反应强烈，但是空头终于不敌多头实力，当

<sup>51</sup> 国家计委 1996 年 1 月 8 日的规定

日仍然以涨停板收市。根据推算，这波行情多空双方至少投入 3、5 亿元，上海物贸铤而走险，在 10 点 40 分 26 秒至 10 点 54 分，卖空 9505 品种 29 笔，其中 5000 手及 5000 手以上 26 笔，一共 200148 手，严重违规交易。上海物贸成为中国证监会处罚的第一个期货交易所会员单位，罚款 100 万元，停市 1 年。

交易所对当日的问题进行了分析，决定 10 点 40 分以后的交易无效，同时把 3 月 30 日的涨跌停板幅度由 3% 下降到 1%。3 月 30 日，一开盘，就挂涨停板，各合约的交易量只有几千手。交易所紧急会议后决定：3 月 31 日，休市一天。4 月 2 日，召开紧急理事会、监事会。连续出台了三个紧急措施，降低市场风险。【<sup>52</sup>】

#### 案例二：苏州红小豆事件

苏州商品交易所规定 1994 年产红小豆只能在 1995 年度交割，而在 1996 年交割的红小豆必须是 1995 年产的红小豆，导致 1995 年第四季度交割的红小豆期货价格较长时间在每吨 2000 元波动，而由于交割仓库的库容有限，在旧豆不出库、新豆无法入库的情况下，致使 1996 年度交割的新豆注册仓单只有几千吨，而在多头偏执情结下的过度投机影响下，1995 年 12 月到 1996 年 1 月初，未平仓合约一直保持在 60 万吨左右。期货价格从每吨 3700 元猛涨到每吨 5500 元。迫使中国证券监督委员会在 1996 年初发布第 2 号通知：苏州商品交易所不得推出 1996 年 8 月以后的红小豆期货合约，对已经上市的红小豆合约每一交割月份的持仓量只能减少，不得增加。【<sup>53</sup>】最后，在 3 月份，中国证监会再次下令封杀红小豆期货合约。【<sup>54</sup>】

以上二个案例说明：交割制度的缺陷导致期货交割费用高于现货交割费用，交割地点选择不合理造成了现货市场与期货市场的割裂，再加上在某些品种上，资金流量与实物流量失衡，进一步提高了交割的成本，在个别期货市场出现的多逼空后者空逼多就充分反映了我们在交割制度上的不完善。这就要求加强对各交易所的交割制度管理，加强对定点仓库的选址，对定点库管理人员加强期货知识培训，对货物品质严之有度，而最重要的是要对现行的交割制度加以完善，避免人为因素干扰正常运行，要尽量做到政策的连续性。

但是我们不能因此而否定期货市场的作用。应当看到，我国期货市场开始运行的时间很短，但几个规范交易所产生的期货价格，已对我国经济发生了重要作用。如郑州商品交易所的粮食价格，曾冠以“郑州价格”成为全国粮食交易的指导价格，成为有关部门制定政策、企业确定生产经营决策的重要依据。再比如上海金属交易所的期货价格基本上反映了国际国内的市场状况，并能先于现货市场对市场价格作出反应，因此，国家有关部门已决定以其期货价格作为现货合同订价的主要参考价格。

【<sup>55</sup>】在我国通货膨胀的高峰时期，也曾经有人以此对我国的期货交易试点发难。为此，许多学者从理论上和实践上对这种曲解进行了客观地批评。

陶王非、王济光两位研究人员认为：期货价格上升不等于通货膨胀。通货膨胀是指由货币发行过多所引起的物价总水平全面持续的大幅度上升。因此，期货价格变动不属于通货膨胀范围。从中国五年期货市场的运行实践来看，通货膨胀背景下的期货价格变动趋势与现货价格变动趋势之间的拟合程度，同期品种的现货市场规模呈正相关态势；期货价格同现货价格联系的密切程度，同现货市场上的替代品数量和替代弹性呈相关的反比变动态势；期货

<sup>52</sup> 张咏：《胶合板风波的反思》，《期货导报》1995 年 4 月 14 日

<sup>53</sup> 中国证监会 1996 年第 2 号《关于苏州商品交易所不得推出新的月份的红小豆期货合约的通知》

<sup>54</sup> 中国证监会 1996 年第 39 号《关于停止苏州商品交易所红小豆期货合约（试运行）的通知》

<sup>55</sup> 国家计委 1996 年 1 月 8 日的规定

价格变动与现货价格变动的一致性，同现货市场上的实物流动性正相关；期货价格的波动幅度大小，同现货市场的稳定性正相关。他们的结论是：“在中国通货膨胀的宏观背景下，期货市场与现货市场之间的内在联系，实际上是呈折射映象状态的。在这种折射状态下，期货价格与现货价格之间的映象并非呈明显的一一对应关系，而是具有全新的期—现价格联系与互动规律。”<sup>〔56〕</sup>

童宛生教授曾经对我国期货价格与现货价格的关系进行了实证分析。在所考察的5种商品26个合约品种中，除极个别合约相关关系为负数外，其余均为正数，表明期货价格和现货价格存在着正相关关系。在通货膨胀较为严重的情况下，期货价格和现货价格的关系受到扭曲，两者的因果关系尚难定论。同时，期货价格对通货膨胀不会产生直接影响，只有两种情况可能对通货膨胀产生间接影响，一是期货交易规模较大，价格长期、大幅度狂升，从而形成一种通货膨胀预期心理并拉动现货价格上升；二是与期货商品相对应的现货商品价格在价格指数指数构成中占有较大比重，并且期货价格能够拉动现货价格上升，造成成本普遍持续升高，导致成本推动型通货膨胀。而这两种情况目前我国尚未形成。<sup>〔57〕</sup>

总之，期货界必须树立好自己的形象，而行业形象的树立需要有一系列的制度来规范期货商的行为。无论是作为市场交易组织者的交易所在市场运作中采取的规范各类和维护“三公”原则的行为，还是交易主体——投资者的理性投资行为以及市场监控机构能否实施严格的系统性的市场监控等等，都直接构成影响期货业形象的内容。

#### 结论：

中国期货市场的发展，有赖于中国期货投资商的规范和壮大，而要规范和壮大中国期货投资商就必须首先在理论上对套期保值者和投机者有一个清晰的认识，否则带着模糊的认识去探讨中国的期货市场发展，无疑是会走弯路的。

通过本报告的分析，我们至少从理论上对套期保值者和投机者的界定，有了一个较为深刻的认识，特别是，对于套期保值者目的——“在于在既定的风险条件下最大地获取利润，或者在预期收益的前提下把风险降低到最低程度”——的认识有了升华。最后，报告对当前期货市场上投资商的不平等地位进行了分析，并对现货价格与期货价格的差异原因作出了解释。

总之，中国期货市场的发展，任重道远，需要全社会的关怀和支持，更需要决策者和理论工作界的扶持。

#### 主要参考文献：

- 
- <sup>56</sup> 陶王非、王济光：《通货膨胀背景下的期货市场》，《期货导报》，1996年1月19日；  
《通货膨胀下的期货价格关系》，《期货导报》，1996年1月22日
- <sup>57</sup> 童宛生：《浅论通货膨胀条件下的期货价格》，《中国期货》1996年5月



- 陶王非 李经谋 主编:《中国期货市场理论问题研究》,中国财政经济出版社,1997年11月
- 李经谋 童宛生 主编:《中国期货市场运行机制》,中国财政经济出版社,1997年9月
- 田源主编:《现代期货大典》,石油工业出版社,1994年11月
- Hoffman, G.W. (1932), *Futures Trading upon Organized Commodity Markets In the United States*, Philadelphia
- Blau, G. (1944), *Some Aspects of the Theory of Futures Trading*, *Review of Economic Studies*, 12.
- Kaldor, N. (1939a), *Speculation and Economic Stability*, *Review of Economic Studies*, 7; (1939b), *A Note on the Theory of the Forward Market*, *Review of Economic Studies*, 7.
- Keynes, J.M. 1930: *A Treatise on Money*, II, London., Macmillan
- Keynes, J.M. 1936: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace.
- Hicks, J.R. 1939, *Value and Capital*, London
- Hicks, J.R. 1946. *Value and Capital*. 2<sup>nd</sup> edn, London. Oxford University Press.
- L.D. Howell USDA Technical Bulletin No. 971, August 1948; No. 602, January 1938; No. 1260, January 1962
- Working, H. (1949a): *The Investigation of Economic Expectations*, *American Economic Review*, 39, supplement; (1967), *Tests of a Theory concerning Floor Trading on Commodity Exchanges*, *Food Research Institute Studies*, 7, supplement
- Basil S. Yamey: *The Economic of futures Trading: Some Notes and Queries*, Manfred E. Streit, ed. *Futures Markets: Modeling, Managing and Monitoring Futures Trading*, Oxford, England, 1983
- Roger Gray, *Fundamental Price Behavior Characteristics in Commodity Futures*, *Futures Trading Seminar* B.S. Yamey, "An Investigation of Hedging on an Organized Produce Exchange," *Manchester School* 19 (1951), 308.
- Leland, H. 1980. *Who should buy portfolio insurance*. *Journal of Finance* 35, 581--94
- Kyle, A.S. 1984. *Market structure, information, futures markets, and price formation*. In *International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation*, Market

#### 研讨会论文:

- 1995年12月“中国与世界期货市场金融衍生品市场95回顾和96展望专家会议”,北京
- 1996年6月“全国期货结算交割研讨会”,海南
- 1997年11月“商品期货交割问题国际研讨会”,天津
- 1997年12月“国际资本流动与相关政策研讨会”,北京

#### 统计资料:

- 郑州商品交易所、大连商品交易所、上海金属交易所、海南中商期货交易所、广东联合期货交易所、苏州商品交易所、天津联合期货交易所等统计年报
- 郑州商品交易所《期货交易快报》合订本、《文件汇编》合订本
- 郑州粮食批发市场《粮食交易信息》合订本

其它:《期货导报》、《中国期货》 近年合订本