

当代中国期货市场发展的特点与评价

宋承国

(上海财经大学 200433)

内容提要:当代中国期货市场重建于改革开放之后,它是伴随着社会主义市场经济体制改革而逐渐发展起来的。期货市场自筹建以来走过艰难曲折的发展历程。它是经济体制改革的试验品,又成为推动经济转轨的重要力量。随着市场功能的逐步完善,中国期货市场越来越发挥出后发性优势。制度变迁是中国期货市场诞生的内生因子,也是期货市场进一步发展的不竭动力。

关键词:中国 期货市场 历史发展

中国期货市场萌芽并初创于晚清,在民国时期获得了阶段性快速发展。共和国成立后期货市场出现了长期断层。改革开放后伴随着经济制度变革,在政府强力推动下期货市场得以重建。当代中国期货市场诞生于经济制度转轨时期,是在探索社会主义市场经济体制的过程中逐步发展起来的。由于在社会主义国家开办期货市场毕竟史无前例,期货市场的重建一开始就带有试验性。而没有统一监管的试验必然会引起市场的盲目发展,从而导致监管层随后对期货市场进行了长达7年的清理整顿,直到2000年以后期货市场才进入规范发展阶段。然而,当代期货市场毕竟重建于20世纪90年代,有期货市场发达国家成熟的市场制度和规则可以借鉴,发展的起点高。因此,从1990至2010年,中国期货市场在短暂的二十年历程中走出独特的发展轨迹,具有鲜明的个性特征。正确认识当代中国期货市场的发展特征,不仅有利于客观评价其历史地位,而且有利于中国期货市场的长期健康发展。

一、中国期货市场的发展历程

改革开放以来,在政府主导下,中国逐步由计划经济体制走向市场经济体制。在这一过程中,国家日益建立起以市场为导向的宏观经济条件和微观经济基础,同时培育了不同所有制下的大量市场主体。这为市场体系的建立创造了条件。然而,1984年以后,由于实行价格双轨制,配套改革没有到位,价格形成机制出现紊乱,主要大宗商品如粮食、生猪、钢材等农产品和部分生产资料的市场价格暴涨暴落,极大地影响了生产和消费。为解决价格波动问题,仿效国际社会建立本国期货市场的课题已经进入理论研究者的视野。一时间,理论研究和理论论争如火如荼。在经过期货市场姓“资”姓“社”问题以及兴建期货市场利弊的理论论争和理论突破之后,建立期货市场已成大势所趋。在国内外专家的建议下^①,1988年2月,时任国务院总理李鹏亲笔致函国务院发展研究中心主任马洪,要求“研究一下国外的期货制度,运用于城市的副食品购销……保持市场价格的基本稳定”。^②同年3月,李鹏总理在第七届全国人大第一次会议《政府工作报告》中再次明确指出:“加快商业体制改革,积极发展各类批发贸易市场,探索期货交易。”报告提出了在中国开展期货批发市场研究的崭新课题,揭开了

^① 1987年,美国培基证券有限公司亚太分公司的香港实业家杨亮瑜先生访问北京,他向高层提出建立中国期货市场的提议,受到国家领导人的高度重视,并成为中国期货市场发展的重要契机。马源平《期货市场成长论——中国现阶段期货市场的理论思考》,陕西人民出版社1998年版,第30页。

^② 靖明玉等编《期货批发市场研究》,河南人民出版社1992年版,第1页。

筹建中国期货市场的序幕。

(一) 市场筹备及现货试点阶段(1988—1990年;1990—1992年)

为有效开展期货市场的筹建工作,1988年成立了期货市场研究工作小组,专门负责开展相关理论研究和具体方案设计。国务院发展研究中心价格组的几位同志组成课题组,承担起这项任务。小组成立后于1988年4月16日和6月27日先后召开了两次工作座谈会,并随后分别形成了《关于期货市场制度研究的报告》^①和《关于结合国情试办期货市场的报告》^②。与此同时,各地政府也积极行动起来,参与到期货试点方案的设计中来。1989年6月,《郑州粮油批发市场试点实施方案》因“基本具备实施试点的可行性”而获得专家评审的认可,首先得到正式批复。^③至此,建立期货市场的理论研究和方案设计告一段落。

中国期货市场的试点是从交易所的现货交易开始的。1990年7月27日,国务院发布46号文,同意试办郑州粮食批发市场。1990年10月12日,在前期方案设计与筹备工作的基础上,中国第一家以现货交易为基础,正式引入期货交易机制的全国性批发市场——郑州粮食批发市场正式开业,这标志着当代中国期货市场的诞生和现代化期货交易所的出现。^④至此,中国期货市场正式进入现货试点的运行阶段。郑州批发市场开业后,大力发展农产品远期现货批发交易,交易规模不断扩大,其所形成的“郑州价格”开始对全国粮食交易价格起着指导作用。此外,深圳有色金属期货交易所等其他交易所以及一批地方性批发市场也纷纷建立并运行起来,它们借助期货交易机制开展现货交易。

(二) 期货试点和无序发展阶段(1992—1993年)

随着现货批发市场的建立以及远期合约机制的培育,推出标准化期货合约的条件逐步成熟。1992年邓小平南巡讲话发表后,中国改革开放步伐明显加快,同年底社会主义市场经济制度在中共十四大正式确立。在此背景下,中国期货市场于1992年正式由现货试点阶段转变为期货试点阶段。1992年10月9日,深圳有色金属交易所第一个推出期货标准化合约——特级铝期货标准合同,率先实现了由远期合同交易向期货标准化合约交易的过渡。随后,上海金属交易所和郑州粮食批发市场等交易所也纷纷相继推出标准化期货合约。至此,期货市场正式进入期货试点和实际运行阶段。

期货试点开始后,农产品期货市场、金属期货市场、金融期货市场先后发展起来,粮食、金属、能源等商品期货品种不断推出,金融期货也开始上市。在试办期间,各交易所基本上采用了国际通行的运作机制和管理模式,建立起一系列较为规范的交易规则和交割制度。然而,由于缺乏集中统一的监管,各主管部门各行其是,市场很不规范,存在诸多问题。1993年以后,受部门和地方利益的驱动,在对期货市场的高风险没有清醒认识而又缺乏法律法规和统一管理的情况下,期货市场出现盲目无序的发展局面:交易所盲目发展,交易品种过散过乱;期货经纪公司盲目发展;地下交易盛行。期货市场陷入无序发展的状态。

(三) 清理整顿阶段(1993—2000年)

针对国内期货市场一哄而起、盲目发展、运行不良、事故频发的状况,1993年底国务院授权中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)对期货市场进行大规模清理整顿。然而由于试点时期存留问题过多,清理整顿前后历经两次,历时七年。整顿时间之长、幅度之大不同寻常,对中国期货市场的发展产生了深远影响。

第一次清理整顿工作起始于1993年11月,主要是围绕建设期货市场的监管架构以及清理整顿期货市场这两方面而展开。经过首次整顿期货市场无序发展的状况得到一定程度的缓解,然而一些

① 中国证监会期货部,中国期货业协会编《中国期货市场发展研究报告》,中国财政经济出版社2004年版,第31页。

② 常清《中国期货市场发展的战略研究》,经济科学出版社2001年版,第127页。

③ 金鹏期货经纪有限公司课题组《中国期货市场回顾》,见中国证券监督管理委员会编,李剑阁主编《中国期货市场年鉴》(1995年),改革出版社1995年版,第14页。

④ 沈开艳《中国期货市场运行与发展》,学林出版社2003年版,第126页。

存在的问题并未得到根治:交易所、交易品种和期货公司仍然过多;期货立法没有跟上;期货市场监管体制没有理顺。而且,首轮清理整顿之后市场交易量逐年萎缩,部分期货交易所和期货公司面临难以为继的生存压力。为争夺客户资源各期货公司之间打起了手续费之战,一些兼营机构则违规操作,有些交易所甚至有意重复开设品种。这使得市场一片混乱。鉴于此情,监管层决心再次整顿。

1998 年 8 月 1 日国务院下发了《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》,明确了期货市场“继续试点,加强监管,依法规范,防范风险”的十六字原则,要求中国证监会对期货市场实施第二次治理整顿。^①为此,管理层对期货交易所、期货经纪公司、交易品种等进行了再次调整:通过撤销及合并,将交易所精简为 3 家;继续压缩交易品种;对期货公司进行清理整顿;加强了立法工作;理顺了监管体制。

(四) 规范发展阶段(2000 年至今)

两次清理整顿对于尚处于经济转型期的中国期货市场而言是不可或缺的。证监会在两次清理整顿的基础上,在监管体制建设、法规制定、市场结构调整以及投资者教育等方面取得了成效。此后,违规现象大量减少,期货交易日趋平稳,期货经纪公司管理水平和自律能力得到很大提高,期货市场逐渐走上了规范发展的道路。2000 年底期货行业整体开始复苏,2001 年则明显回暖。在此背景下,以中国期货业协会的成立为契机,证监会以及 3 家期货交易所的工作重心发生转向,即从清理整顿向加强市场开发、探索和恢复交易品种、促进市场功能发挥等方面转变。此后,期货市场取得了重大发展,上市品种的结构得到调整与优化,期货经纪业务得到恢复与发展,期货市场交易日益活跃起来。中国期货市场的发展进入一个新的历史时期。

由此可见,中国期货市场走过艰难曲折的发展历程,经历了初创时期的试点和无序、清理整顿阶段的低迷和萧条,以及规范阶段的恢复和发展。中国仅用二十年时间即建成较为规范的现代化期货市场,走完发达国家 100 多年历程。现在期货市场功能得到有效发挥,价格发现功能和套期保值功能日益体现,大宗商品的国际影响力逐步增大。2010 年下半年,中国已经成为全球最大的商品期货市场。^②

二、中国期货市场发展的特征分析

当代中国期货市场是在社会主义市场经济体制改革中逐步发展起来的,它是改革开放的产物,是市场经济体系构建的结果。因此,期货市场的发生与发展具有内在必然性。但是,由于受到传统社会主义经济理论的长期影响,当时人们对期货市场仍然存在重大误解,对期货市场本身也非常陌生。期货市场的重建只能在摸索中进行,在试验中推进。然而,当代中国期货市场重建于 20 世纪 90 年代,有现成的国际经验可以借鉴,可以发挥后发性优势。因此,内生性、试验性与后发性,是当代中国期货市场发展的最大特征。

(一) 中国期货市场发展的内生性

当代中国期货市场脱胎于计划经济体制母体中,在市场化改革进程中逐步萌芽、成型、发展起来。二十年来,它遭遇艰难险阻,历经起伏跌宕,最终完成蜕变。期货市场作为市场经济发展的高级形式,它不是对资本主义国家期货市场的简单模仿,而是中国经济体制改革的必然产物。它的发生与发展具有内在规定性。

1、制度变革的内在需求

十一届三中全会以后,中国逐步走上经济制度市场化变革的道路。此后,计划经济成分逐步减

^① 《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》(国发[1998]27 号文件),见中国证券监督管理委员会编《中国期货市场年鉴》(2005—2006 年),中国财政经济出版社 2007 年版,第 4 页。

^② 张艳《中国已超过美国成最大商品期货市场》,《京华时报》2010 年 09 月 13 日。

少,市场经济成分则逐渐增加。尤其在社会主义市场经济体制改革目标明确之后,期货市场的重建已成必然趋势。在经济体制改革过程中,改革者逐步理清了计划与市场的关系,认清了价格形成机制发挥作用的条件,了解了流通渠道对于市场建设的重要性。与此同时,国家加大了对市场主体的培育。随着农村土地承包经营制改革的推进,农民日益成为独立的市场主体。此后,包括个体经济和私营经济在内的多元化市场主体逐步发展起来。在城市,国有企业改革则把国有企业逐步推向市场,使市场主体进一步扩大。如此以来,宏观经济体制的变革以及微观市场主体的扩大,为期货市场的重建准备了必要的市场基础,同时也为期货市场的重建提出了现实要求。作为市场经济发展的高级形式,期货市场的出现将更加有利于市场化改革的推进,满足经济制度改革的需求。

2、价格改革的现实需要

价格是反映市场供求的重要信息,是市场经济发挥作用的重要手段。价格形成机制的市场化改革,是实现经济体制由计划向市场转变的重要载体。价格改革目标就是要建立由市场为商品定价的机制。国家的价格改革先后经历了若干阶段:国家调整阶段、双轨制运行阶段和实行市场定价阶段。从1985年开始国家引入了价格双轨制,逐步放开了农产品和工业品价格。到了80年代后期,大部分产品基本实现了市场化定价制度。^①到1993年,生产资料实行市场定价部分已经超过85%,消费资料实行市场定价的部分甚至超过95%。^②价格改革取得初步成效。

然而,价格放开后必然会出现价格波动。尤其是1984年以后,由于实行价格双轨制,价格形成机制出现紊乱,主要大宗商品和部分生产资料价格暴涨暴落。以当时农产品价格为例:小麦在1989年为每公斤1.20元,到了1990年则降为0.80元,价格跌去33%;稻谷1989年为1.20元,到了1990年则仅为0.60元,价格跌去了50%。^③市场价格的巨大波动极大地影响了商品的生产和消费,影响了经济的发展。因此,建立期货市场,吸引众多的生产者和经营者参与进来,可以集中市场供求,最大程度地形成公开、合理的价格;同时,也为他们提供管理价格风险的工具,通过套期保值减少价格波动对其造成的不利影响。尤其当私营企业进一步发展之后,它们参与期货市场的现实需求进一步增加。

3、流通环节的改革呼唤

商品流通顺畅是市场配置资源的必要条件。在计划经济体制下,商品流通依赖计划调配,效率极其低下,资源浪费严重。随着市场化改革的推进,商品流通问题越加突出。流通环节不畅是由多方面原因造成的,交通运输问题、信息不对称问题、谈判成本及违约成本问题、市场法治问题等都可能成为商品流通的障碍。流通不畅会引起价格大起大落,这必然会进一步阻碍经济发展。80年代多次出现的“卖粮难”等问题就是农副产品流通不畅的具体体现。建立期货市场,上述问题可以迎刃而解:期货价格公开、公正,既可为现货交易提供参考,也反映了市场预期,可以指导未来生产;期货合约是标准化合约,可以自由转买转卖;期货市场是法治市场,可以减少违约等交易成本;期货市场跨越了交通障碍和市场分割,集中了市场供求,有利于形成全国集中统一的市场。因此,建立期货市场是改革流通环节不畅的必然选择。

(二) 中国期货市场发展的试验性

在社会主义国家建立期货市场是一项史无前例的开创之举。尽管理论界对这一问题通过论争达成了诸多共识,但在体制转轨时期,在计划经济思维仍然占据主导地位之际,建立期货市场无疑是一件非常艰难的事情。因此,在特殊的政治经济背景下,期货市场的发展只能在摸索中前进。它的发展具有很强的试验性、实验性。

^① 常清等编《中国价格改革研究》,电子工业出版社1990年版,第106页。

^② 卢建《中国期货市场的现状与发展趋势》,见《中国期货》杂志社编《中国期货概览1994》,中国物资出版社1995年版,第83页。

^③ 金鹏期货经纪有限公司课题组《中国期货市场回顾》,见中国证券监督管理委员会编,李剑阁主编《中国期货市场年鉴》(1995年),改革出版社1995年版,第3页。

1、期货市场管理机制上的试验性

二十世纪九十年代是中国经济体制转轨时期,计划经济体制还未完成转型,新的市场经济制度尚未确立。在新旧体制并存、价格仍然实行双轨制的情况下,中央提出“试办期货市场为经济服务”的指导思想,这必然决定了期货市场管理机制的试验性。况且,中国期货市场采取了先试点后立法的发展道路,期货市场的建设根本无法可依、无章可循。在期货市场管理主体、交易规则、上市品种以及期货经纪公司等方面,存在着放任、试验的情形。

首先,监管主体不明确,监管失控。设计者没有提出集中监管的思路,而是放手各部委和地方各级政府自主管理,自我约束。结果,全国各地大量批发市场上马,50多家交易所开业,300多家期货经纪公司以及2000多家兼营机构出现。统一监管主体的缺失说明了管理体制的试验性。其次,交易规则各行其是,互不相同。“早期交易所的交易方式是现货交易、远期合约交易和期货交易同时并存,交易规则和实施细则五花八门、各不相同,交割方式应有尽有。”^①再次,上市品种杂乱,缺乏统一标准。试点时期品种过多,一度最多达到70多个,许多根本不适合的小品种也上市交易。复次,期货经纪公司鱼龙混杂,极不规范。一些以咨询公司名义出现的外商期货代理机构纷纷从事各种非法境外期货代理业务,有的甚至从事诈骗活动。国内交易所的一些会员单位,自营与代理业务没有严格区分,挪用客户保证金现象不断。由于缺乏明确统一的监管思路和监管机构,期货市场很快陷入混乱无序的局面。紧接着国务院开始对期货市场进行强力,直接导致市场大起大落。整顿虽然有利于市场的长期规范发展,但也凸显了期货市场监管体制的试验性。

2、行政管理过程中的反复性

在期货市场的发展过程中,从筹备到起步,从试点阶段到清理整顿阶段,政府的主导作用体现得非常明显。中国期货市场是在经济体制改革过程中由政府推动创办的,政府是唯一的制度供给者。由于政府具有过于强势的地位,一定时期会导致期货市场管理政策的反复,并有可能使期货市场的功能边缘化。期货市场试点只有1年时间,但随后对市场的整顿却用7年时间。直到1998年,国务院还强调期货市场仍处于“继续试点”状态,并要求中国证监会对期货市场实施第二轮治理整顿。^②如此“旷日持久”^③的整顿,对于享有期货市场后发优势的国家来说确实过长,在一定程度上影响了期货市场的发展。这体现了行政管理过程中的反复性。

行政管理过程中的反复性还体现在高层领导对期货市场功能的认识上。在1992年到1995年间,大宗物资商品的期货价格逐年攀升,致使社会各界对期货市场颇有微词,高层领导甚至认为是期货市场的“价格误导”引起整个社会的通货膨胀和投资过热。^④高层领导认识的偏差自然会使对期货市场的整顿更加“严厉”。

3、证券市场较之期货市场发展的优先性

1990年前后,中国期货市场与证券市场几乎同时起步,但发展状况却大相径庭。两个市场之间的差距显然是由政府政策的差异造成的。作为中国期货市场早期创建者之一的曹国宝认为,中国期货市场的起步比证券市场还要早一些,并在1993年形成规模。但随后决策层认为证券市场可以解决当时最大的难题,即国有企业改革的资金问题,于是加大了对证券市场政策支持力度。对期货市场不仅没有政策支持,还两度严加整顿,致使期货市场几乎被边缘化。“政策滞后使得期货市场长期被控制在狭小的空间内,举步维艰。一方面投资品种少,另一方面投资者群体非常狭窄,机构投资者尤其是金融机构禁止进入,使得期货市场成为一个散户市场。”而最先推出的金融期货品种——股指期货

① 中国证监会期货部、中国期货业协会编《中国期货市场发展研究报告》,中国财政经济出版社2004年版,第51页。

② 《关于进一步整顿和规范期货市场的通知》(国发[1998]27号文件),见中国证券监督管理委员会编《中国期货市场年鉴》(2005—2006年),中国财政经济出版社2007年版,第4页。

③ 中国证监会期货部、中国期货业协会编《中国期货市场发展研究报告》,中国财政经济出版社2004年版,第74页。

④ 中国证监会期货部、中国期货业协会编《中国期货市场发展研究报告》,中国财政经济出版社2004年版,第72页。

货,一定意义上也是为证券市场服务,为其提供避险机制。^①此外,在期货交易所的管理体制(期货市场的监管机构“中国证券监督管理委员会”名称中不包含“期货”字样;交易所高级管理人员的任命需经国务院证券监督管理机构批准)、品种创新(新品上市的决策权在国务院;期货品种的暂停到恢复上市,路程太过漫长)以及期货市场与证券市场的关系等方面,都体现出政府对于两者重视程度的差别。或者说,政府对两者发展的优先序做出了不同的安排。因此,在一定意义上期货市场的建设是在为证券市场的发展铺路、做试验。

(三) 中国期货市场发展的后发性

尽管期货市场的建设具有试验性,但中国期货市场筹建于20世纪80年代末期。当时国际期货市场已经进入高度发达的阶段,中国有充分的境外经验可以借鉴。正是因为某种程度上发挥了后发优势,中国期货市场站在更高的起点上,获得了较快的发展。

1、市场建设起点高

中国期货市场研究工作小组从一开始即放眼国际,瞄准当代期货市场最发达的美、欧、日、香港等国家和地区的发展经验,通过考察学习,大胆借鉴,从而获得了较高的起点。在实际运作中,大多数交易所均吸收并采用了国际上通行制度:会员制度、保证金制度、集中交易制度、大户报告制度、持仓限额制度、逐笔盯市制度等。如北京商品交易所自1993年12月15日转入正式交易以来,实行当日结算,逐笔盯市,每日提供市场分析等制度,是国内规范化程度较高的交易所。^②在交易手段上既考虑到中国国情也跟上时代潮流,采用了电脑撮合的竞价制度。交易行情则通过电缆实行即时传递分送到世界各地。同时,国内期货市场的参与者和研究者也能通过期货公司了解到内外盘的即时信息。

国内最早以交易所命名的交易场所——深圳有色金属交易所在1992年1月开业之初采用板书报价方式。为促进交易,1993年2月交易所改为电子大屏幕报价。该交易所还租用路透社终端,让会员和客户及时了解伦敦金属交易所的金属交易行情以及美元和英镑的汇价变动行情;建立信息报价系统,对外发布交易所交易信息;试行制定风险率,以控制交易风险等。此外,为了活跃市场交易,交易所还采取了税收、外币挂牌和结算、吸收中资境外会员、银行设点方便会员交易及结算等方面的政策优惠和支持。^③国内其他交易所也同样采用了上述制度,并使用了国内最先进的通讯设备和设施,在软件和硬件上都实现了现代化。

2、市场国际影响大

中国期货市场运行不久,即受到国际社会的高度关注。时任CBOT国际关系部副总裁的威廉·D·格罗斯曼称赞,中国期货市场几乎每一周都有重要进展,其发展之迅速既使是最乐观人士也始料不及。他认为中国已成为世界期货业界关注的焦点。^④事实上,中国少数商品的期货交易对国际期货市场产生越来越大的影响:农产品期货价格与国际市场关联度日渐提高,市场独立性日渐体现,已经成为国际市场重要的参考价格;有色金属交易量已跻身世界前列。以交易较为活跃的海关金属交易所为例,从1992年5月开业至1993年8月,共成交铜铝等有色金属330万吨,价值人民币2480亿元,期货交易量位居世界有色金属期货市场第二位。^⑤

中国期货市场虽然起步晚、发展历史短,但由于较好地利用了后发优势,在商品期货交易方面取

① 《曹国宝:16年期货老兵的追求》,《华夏时报》2008年7月12日,第B10版。

② 《北京商品交易所概况》,见中国证券监督管理委员会编,李剑阁主编《中国期货市场年鉴》(1995年),改革出版社1995年版,第166—167页。

③ 乔刚等《交易所、经纪公司与期货市场》,北京工业大学出版社1994年版,第245页;叶全良《期货论——中美期货市场比较研究》,湖北人民出版社2003年版,第225页。

④ 威廉·D·格罗斯曼《发展中的中国期货业》(节选自作者在香港的演讲稿),见杨平编《期货沙龙》,中国经济出版社1994年版,第72页。

⑤ 沈开艳《中国期货市场运行与发展》,学林出版社2003年版,第129页。

得了世界领先的地位。经过 1993 年底至 2000 年的清理整顿之后,中国期货市场逐步恢复并发展,期货交易规模日渐扩大。到 2007 年中国农产品期货交易量则占到全球的 49%,全球成交量最大的 10 个农产品中有 6 个来自中国市场。^①同时,中国证监会在 WTO 证券金融业对外开饭的整体框架下,积极落实《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA) 协议补充协议,已经批准 6 家国内企业在香港设立机构从事期货业务,批准 3 家港资企业机构参股内地期货公司,并批准了符合 31 家符合条件的国有企业在境外开展套期保值业务。与此同时,证监会和各交易所对外交流活动也越来越多,期货业逐步国际化。^②

3、市场规模发展快

在政府的强力推动下,中国期货市场从 1988 年酝酿到 1990 年开始现货试点,只用了两年时间就初步建成了期货市场。到今天为止,中国期货市场也仅用二十年的时间,跻身于世界商品期货的前列。2007 年中国商品期货成交量占全球商品期货的 26%,成为仅次于美国的第二大商品期货市场。中国上市的期货合约大多数在全球同类合约中位居前三位;全球最大的 10 个商品期货合约中有 5 个来自中国。在传统商品领域,中国已经形成包括农产品、金属、能源、化工等多种类的期货品种结构,其他期货品种也正在积极研究之中。中国商品期货市场建成以后,极大地促进了商品流通,便利了购销双方对接,帮助了需要套保的企业和个人进行风险管理,实现了良好的经济效益。

除了商品期货外,中国也加快了金融期货的开发步伐。自 20 世纪 70 年代金融期货诞生以来,国际金融期货的发展日新月异,逐渐形成包括利率、汇率、股指及个股等金融期货及相关期权在内的交易品种,交易量远远超过商品期货,成为期货市场交易的主角。金融期货作为当代最为重要的交易品种,已经受到中国政府的高度关注。2006 年 6 月中国金融交易所的设立,表明了中国发展金融期货的决心。2010 年 4 月 16 日股指期货的正式上市,则标志着中国期货市场的发展进入了一个崭新的历史时期。

三、中国期货市场发展的评价

中国期货市场经过二十年跌宕起伏,既取得了重要成就,也经历过重大曲折。它最初是经济体制改革的试验品,当期货市场功能日趋完善之后,反过来又成为推动经济转轨的重要力量。期货市场所有的成败得失都与转型中的中国经济制度密切相关。中国期货市场是制度变迁的产物,而期货市场的未来发展必然依赖制度的进一步创新和完善。

(一) 中国期货市场是制度变迁的产物

中国期货市场重建于经济体制由计划向市场转轨的时期,期货市场的发展始终伴随着转轨时的阵痛,不时受到计划经济体制的制约和影响。在期货市场发展之初,行政手段干预过多,期货市场处于不断调适、调整之中。制度变迁的渐进性和曲折性,决定了期货市场发展的曲折性、期货品种培育的渐进性、机构投资者发育的迟缓性。

1、市场发展过程的曲折性。由于中国长期处于计划经济体制,期货市场的重建无疑是国家的一项重大决策,因此国家采取了试点的策略。然而在试点期间,由于缺乏统一规划和对期货市场发展规律的正确认识,一定时期内期货市场在地方各省市盲目发展,甚至军队系统也开办了期货经纪公司。^③经历了试点时期的盲目发展、整顿时期的大萧条以及规范发展后的逐步恢复,期货市场大起大落、巨幅波动,这体现出了转轨时期市场发展的曲折性。

① 《证监会主席助理姜洋:期货市场是中国改革开放重要标志和成果之一》,《金融时报》2008 年 9 月 18 日,第 02 版。

② 《姜洋:中国农产品期货占全球一半份额》,《21 世纪经济报道》2008 年 9 月 18 日,第 13 版。

③ 《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》,见中国证券监督管理委员会编,李剑阁主编《中国期货市场年鉴》(1995 年),改革出版社 1995 年版,第 32 页。

2、期货品种开发的渐进性。社会主义市场经济制度的确立和完善是一个长期的过程,相关期货品种的开发也必然采取渐进性策略。上市品种的开发必须与制度建设的进程相适应。以外汇期货为例,由于人民币汇率长期处于管制状态,市场化汇率形成机制未能形成,因此外汇期货自1993年短暂试点即被暂停后,就一直未再恢复。近年来随着人民币汇率改革速度的加快,外汇期货上市的条件日趋成熟。品种开发与制度建设的进程密切相关。

3、机构投资者发育的迟缓性。中国期货市场仍然是散户充斥的市场,机构投资者发展迟缓,尤其是国有企业和金融机构参与期货投机的行为仍然受到限制。对于国有企业财产权行使问题以及商业银行投资权能问题等,都需要在理论上进一步探讨,在实践中逐步突破。这些问题的解决关系到中国期货市场规模的扩大。

此外,由于国内机构投资者长期习惯于计划经济体制,对期货市场不熟悉,利用也不充分,更缺乏有效监管,以致它们在做境外期货套期保值时屡屡发生巨额亏损事件。这也从另一个侧面反映了制度设计的不完善。近年参与境外期货交易发生亏损的事件详见下表。

表1 近年参与境外期货交易发生巨额亏损的事件(不完全统计)

事件名称	时间	经济损失
中储棉事件	2003.10—2004	约6亿元
中航油	2003—2004.10	5.5亿元
大豆逼仓事件	2003.8—2004.8	国内压榨行业70%停产
中盛粮油事件	2005.2—4	约1.3亿港元
国储铜事件	2005.10—12	约50—60亿元
国航	2008.3	约60亿元
东航	2008.3	约68亿元

资料来源:根据《期货日报》、《21世纪经济报道》等杂志的有关报道整理而来。

尽管如此,中国期货市场的发展适应了经济制度变革的需要,它的建立最大程度地减少了市场的交易费用,有利于降低价格风险,从而有效保护产权。期货市场集中了市场供求,充分反映了市场中各类信息,发现了未来价格,便于生产者和销售者进行决策。同时,它实行保证金制度,以较小的金额完成大额交易,节约了资金占用成本。此外,期货交易避免了现货交易中的各种交易成本,提高了交易效率。随着产权制度改革的推进,国家建立起包括国有产权、集体产权及私有产权在内的多种产权结构体系,为期货市场的进一步发展创造了必要条件。

(二) 制度变迁是期货市场进一步发展的不竭动力

所谓制度变迁是指制度创立、变更及随着时间变化而被打破的方式。^①制度变迁过程既可以由政府通过行政行为或制定法令以强制执行,也可以由民间个人或群体为了某种利益自发地倡导、组织或实施。前者即是国家在追求租金最大化目标下,通过政策法令实施的强制性制度变迁,后者即是人们在制度不均衡时追求潜在获利机会的诱致性制度变迁。

中国期货市场的重建和发展与“国家领导人的倡导和支持、政策和方案研究者的推动、各级政府官员的努力”密不可分。^②其中,国务院发展研究中心、国家体改委、商业部、河南省人民政府等机构和部门发挥了较为关键的作用。由政府主导的强制性制度变迁无疑具有低成本优势,但也容易出现政府权力过度使用和市场过度开发的情况。在试点时期,交易所都是由政府部门或大型国有企业投资组建,从而导致地方利益和部门利益卷入其中,使期货交易所的性质出现异化,成为制度供给者的

① [美]D. C. 诺思著,陈郁、罗华平译《经济史中的结构与变迁》,上海三联书店1991年版,第225页。

② 常清《中国期货市场发展的战略研究》,经济科学出版社2001年版,第119页。

逐利场所。随着交易所的大量兴办,制度变迁所带来的收益开始被市场的无序发展所蚕食,政府不得不对市场进行大范围、长时间的清理整顿,试图使制度变迁的成果得到维护。

纵观中国期货市场的制度变迁可以发现,在期货市场重建初期,政府主导作用维护了制度变迁的高效率,但紧随其后多年的市场整顿则削弱了市场主体创新动力,使得市场急剧萎缩。近 20 年期货市场发展史表明,中国期货市场的诱致性制度变迁没有充分发展。期货交易所、期货经纪公司、机构投资者自主创新能力受到严重限制,这已成为市场发展的重大阻碍。要使期货市场获得持续、健康的繁荣与发展,必须给予市场主体更大的创新空间,使它们充分发挥自身创造力,不断改进制度不足,实现制度变迁收益的最大化。可见,在政府有效监管下的诱致性制度变迁,将是中国期货市场健康发展的长期动力和重要方向。