

# 新时代我国期货市场发展的制度创新

乔小明

(云南师范大学 学报编辑部, 云南 昆明 650092)

**摘 要:**期货市场是受到经济制度演变的直接影响而产生与发展的。经济制度的演变推动我国期货市场的发展,期货市场的建设必须有一套与之相适应的制度。制度是创新的源泉,应该通过制度创新使新时代我国期货市场获得持续发展的保障。为此,提出如下建议:在期货市场的监管制度方面,一是完善立法,二是完善监管体制建设,发挥三级监管的作用;在培育制度方面,一是期货品种的研发,二是期货投资主体的培育;在开放制度方面,一是期货市场对外开放,二是建立与国际期货机构的合作联盟,三是分享国际产品定价权等方面的创新建设。

**关键词:**新时代;期货市场;合作联盟;制度创新

**分类号:**F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2020)03-0120-05

改革开放以来,我国经济社会也开始走向现代化,随之而来的是在各个领域进行一系列制度改革。在经济制度改革中产生的期货市场,随着国家经济制度变迁发生着一系列的变化。我国作为后发展的国家,制度改革在一定程度上发挥后发性优势,并在创新中形成了自己的特点。

我国期货市场的建立始于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初。建立之初,由于理论准备不充分和监管制度没有配套,期货市场无序发展,发生了一系列风险事件。由于采取撤并交易所,停止大批商品期货合约的交易和金融期货的试点,造成期货市场长达近十年低迷。随着近十年市场监管制度的逐步完善,期货市场获得了发展空间,尤其是 2010 年股指期货上市后,期货快速发展。我国期货市场的监管制度是仿效美国三级监管体系,并根据我国特色进行调整的。由于我国期货市场发展初期出现的众多问题,理论界普遍比较赞成政府监管市场,但对监管程度、监管方式、监管手段和措施也有不同观点。

从 1848 年美国芝加哥期货交易所成立到 1922 年《商品期货法》颁布施行,采用会员制组织形式,联邦和州政府在古典自由主义经济理论的指导下,基本不直接干预期货市场,实行自律式市场管理;然

而,实践结果并不像理论所预期的那样,市场不断爆发欺诈、内部交易、市场操纵、交易者违约等事件。1936 年的《商品交易法》颁布后,政府才真正全面介入期货市场的管理。随着金融期货、期权和衍生证券的出现,全球期货交易规模及交易范围的迅速增加和扩大,监管的复杂性呈几何级数递增,重大风险事件不断发生。目前,虽然所有的国家和地区政府对期货市场都采取监管介入的方式,但在期货理论界,众多学者批评政府监管方式,认为交易所等市场自律组织已经有效履行监管职能。

欧美国家的期货市场都是建立在现货市场发达的基础上,是由加工商、贸易商等市场主体为了规避风险而自发倡导和组建的,是典型的诱致性制度变迁的产物。在我国期货市场作为制度创新的产物,在重建初期,政府的主导和推动具有积极的作用,但长期而言还是需要来自市场主体的广泛参与和推动。为此,政府需要完善管理市场的制度,给市场更多的自由空间,使制度需求与制度供给达到均衡,实现最优最佳的制度安排。

新时代我国要善于借鉴世界上已经成熟的制度,弥补已有制度的不足,尽早完善期货市场发展所必需的各项制度。同时,在制度创新过程中要立足

收稿日期:2020-03-28

基金项目:云南省教育厅科技扶持项目“我国期货市场综合制度体系构建”(YNJ14724)

作者简介:乔小明(1971-),男,上海人,副编审,博士,主要从事金融期货理论、人力资源管理学、战略管理学研究。

本国国情,充分考虑到本国已有的制度安排,使两者更好地融合起来,实现推动和完善我国期货市场发展的要求。

## 一、新时代我国期货市场的监管制度建设

由于期货市场的独特性,市场缺陷也存在自身的特点,加之交易所等自律组织并不能有效履行市场监管职能,需要政府监管介入保证市场安全和效率。对于期货市场缺陷的分析,主要集中在市场垄断、外部性和信息不对称 3 个方面。从期货市场诞生以来,市场操纵就一直存在,并且是交易所和政府监管的最主要方面。政府的监管主要是针对交易所激励不足或者激励方向与整个社会要求的不一致,还有交易所虽有足够的激励,但市场失败一旦发生会有严重后果的情况,如爆发系统风险,也需要监管介入,因而新时代我国期货市场的监管制度建设尤为重要。

### (一)完善立法

加强立法的前瞻性研究,就是要尽快建立完备的期货法律体系。经过修改并于 2017 年 4 月 15 日实行的《期货交易管理条例》(以下简称《条例》)及配套规定中在立法上有所创新突破,一定程度上反映了我国金融市场发展的客观要求。如《条例》第 2 条就我国未来期货交易品种进行规定,涵盖“商品期货合约、金融期货合约和期权合约”<sup>[1]</sup>。然而,立法的层级太低,在期货市场试点结束近 20 年以后,期货立法仍未突破条例和规章的层级,还未能建立包括基本法及配套法规在内的完善立法体系。直至 2008 年下半年,《期货法》的立法工作仍处于论证阶段。<sup>[2]</sup>与同时期具有后发优势的韩国相比,我国的期货市场发展速度已显得落后。近些年韩国凭借其期权交易量成为全球期货市场的黑马,而我国至今没有推出期权这一品种,这与我国立法滞后有很大的关系。

### (二)完善监管体制建设,发挥三级监管的作用

要完善政府监管体制,首先要对期货市场的主管机构职权进行科学限定。在社会主义市场经济条件下,政府的主要职责是运用经济、法律以及必要的行政手段对经济进行宏观调控。在制度建设上,政府的职责是不断完善制度建设,加大制度供给。具体到期货市场的建设方面,就是要加强金融风险防控体系建设,同时做出合理的制度安排,制定期货市场开放的步骤,争取掌握经济全球化过程中的主动

权,掌握产品的国际定价权。在监管手段上应该更加多元灵活,不应过多地使用行政手段。

其次要充分发挥期货业协会的作用,使三级监管体制落到实处。我国的监管模式是仿照英国和我国香港地区而建立起来的。然而,我国形式上虽建立了三级监管结构,但在实际上并没有得到很好执行。我国期货交易所虽然采用会员制,但并未充分享有相应的权利和义务,因此期货交易所内部的自我监管就难以充分显现。期货业协会虽有法律地位,但也没有发挥应有作用。再次,要加强交易所的自律建设。目前,在交易的行政管理体制上交易所很难做到自我管理。因为期货交易所直接对证监会负责,证监会任命期货交易所的总经理,使期货交易所自主创新、自我监管能力得不到有效发挥。如前所述,我国交易所在试点结束后进行的会员制改造,使交易所成为非盈利性质的、具有国有企业某些特征的单位。由于自律的压力较小,创新的权限也较小,交易所发展动力不足。因此要不断完善交易所会员制的实现形式,使会员对交易所具有一定的责任和义务,共同推动交易所的建设和发展。而交易所公司化改制则已成为一种方向。在《条例》的第 4 条中规定,“经我国证券监督管理委员会批准,期货交易所可以采取会员制或公司制的组织形式”<sup>[3]</sup>,“也追认了 2006 年 9 月成立并率先实行股份制但不以营利为目的的我国金融期货交易所的合法身份”<sup>[4]</sup>,这一规定对于会员制交易所今后转型为公司制提供法律依据。交易所改制不仅可以解决交易所发展方向、创新动力不足的问题、交易所竞争能力的提高问题,同时也让自律成为交易所对自身的内在要求。

因此,在新时代我国期货市场的监管体制上,应该朝着有利于期货交易自我监管、行业协会具有相应监管职能、证监会总体负责的立体有机的监管结构方向发展,最终实现多部门的联合监管。

## 二、新时代我国期货市场的培育制度建设

当前我国期货市场的制度建设要特别关注以下两个方面。

### (一)期货品种的研发

1. 要加强新品种的研发上市,促进品种结构的升级

目前我国还没有利率期货、汇率期货,更没有期权期货,期货品种结构明显不合理。自 20 世纪 70

年代国际出现外汇、利率、股指期货以来,金融期货得到快速发展,已经远远超过商品期货。近年商品期货期权交易量在世界整个期货期权交易量中占比甚至已降至个位数。虽然我国商品期货交易量已位居世界第一,但在世界期货交易总量的排名还相当落后,这与我国经济实体总量位居世界第二的排名极不相称。单就商品期货而言,作为养猪大国和猪肉消费大国,我国至今也没有生猪期货、猪肉期货品种。总体而言,我国期货品种结构仍旧停留在国际期货市场20世纪70年代的水平。

我国股票市场与期货市场同时重建,但在2010年4月16日股指期货推出之前,两者之间还没有建立起桥梁,股票现货投资者找不到在期货市场避险的地方,在人民币汇率改革加大步伐,逐步向自由汇率过渡的同时,外汇期货应该适时推出。当前利率在我国已经频繁变动,成为国家宏观调控的重要手段,尤其对于房地产等周期性行业利率的影响较大。拥有住房贷款的居民也需要利率期货为其利率波动避险。此外,期权的推出也应该加快速度。由于期权可以应用于各种期货交易品种,因此可以先行推出,给市场更早的时间予以熟悉。我国期货市场的发展还有很大的空间,这也说明我国期货现实基础还比较薄弱。

## 2. 要适时推出国际期货品种

在期货市场国际化方面,国外已经有很好的范例。开发针对别国的期货品种,可以减少国内投资者参与国际期货交易,把国内的金融资源留在国内,有利于提升国家的整个期货容量。当前我国经济与国外经济已经连成一体,我国赴国际上市的公司也逐渐增多。如果我国不及早开发欧美日等发达国家的期货产品,让国内投资者尽可能地参与进去,产品定价权就永远受制于他人,难以维护好本国利益。

我国作为国际资本追逐的对象,在实体经济上一直成为投资的重点。在国际资本富足、流动性增加之时,如果能够让更多的国际资本进入我国资本市场,在监控得当的情况下,对于提升我国虚拟经济的总量和实力具有积极意义。

## (二) 期货投资主体的培育

任何期货市场的繁荣最终都要归结到投资主体的参与上。如果没有参与者市场就不可能存续下去。投资主体是一个市场最为宝贵的财富,是一个需要精心培育,不断呵护,同时对其投资行为需要完善监管的群体。目前我国期货市场的投资主体,从总体看不够成熟。第一,大多数散户投资者都没有

接受过专业的金融投资指导,缺乏科学的投资理念,而且投资心理不成熟,风险管理比较差,在期货市场上遭受损失是必然的结果。第二,期货机构投资者还没有建设好,市场缺乏重要支撑力量,许多投资主体,如国有企业、期货经纪公司等投资能力受到限制。第三,期货市场对国际投资者还没有开放,外资暂时还不能进入我国的期货市场。目前这些限制可能在一定程度上保护国内期货市场发展,但同时也限制其进一步的发展。

### 1. 关于国有企业的投资权能的问题

随着市场改革的深入,证监会已经同意国有企业、国有控股企业可以进入股市,而对于期市则给予明确的限制。新《条例》第45条沿袭原《暂行条例》的规定,明确规定“国有以及国有控股企业进行境内外期货交易,应当遵循套期保值的原则,严格遵守国务院国有资产监督管理机构以及其他有关部门关于企业以国有资产进入期货市场的有关规定”,<sup>[5]</sup>不得进行投机性交易。这些规定对于国有企业专注于本行,埋头于实体经济,促进期货市场套期保值功能的实现以及避免期货市场的过度投机等都具有重要意义。国有企业所有权属于国家,期货市场的高风险性决定投机交易难以维护国有企业所有者所有权的安全和实现。因此,对于限制国有企业投资的规定有其法律上的合理性。

限制国企参与期货市场投机的规定随着市场的发展也有其改进的必要。在市场化改革后国家培育多种所有制并存市场主体结构,民营企业、二资企业、个人都成为市场的主体,市场主体范围扩大了。但在社会主义国家,公有制始终占主导地位,如果撇开公有制的国有企业,市场主体和市场总量减少过半,对于期货市场的发展会产生不利的影响。此外,国有企业也包括国有投资公司,国有控股信托公司等投资类机构,这些主体在套期保值之外能否参与期货投机也是值得深入探讨的问题。

### 2. 关于机构投资者的培育问题

机构投资者对于市场的繁荣具有举足轻重的地位。以美国为例,根据商品期货交易委员会(CFTC)发布的报告,股指期货的65%~78%是由以商业目的为主的机构所持有。在股票市场,机构投资者仍然占有大部分有价证券。在整个机构投资者持有的股票中,私营和公营机构的养老基金占31%,共同基金约占35%,保险公司约占13%,其余部分由信托公司、州及地方政府、中间商、银行和储蓄所、外国企业等机构持有。<sup>[6]</sup>应尽早关注期货市场



机构投资者的培育问题。

对于期货公司,新的《条例》扩大其业务范围,在原有经纪业务基础上增加国际期货经纪业务和投资咨询业务。<sup>[7]</sup>但目前仍然禁止其从事自营业务,<sup>[8]</sup>只能从事期货投资者的代理业务。这对于期货经纪公司发展产生重大限制作用。这一规定使期货经纪公司与同是证监会监督管理下的证券经纪公司享有不同的权力,后者具有一定的资金规模就可以申请证券自营业务。证券公司自营权的下放使证券公司规模和实力逐步成长起来,一方面成为证券市场的重要机构投资者;另一方面加强证券市场的分析和研究能力,对于提升整个证券行业水平具有重要作用。对于期货市场也是同样。期货经纪公司具有自营权以后,一定会迅速扩大经纪公司整体资金实力和研发能力,提高对所代理客户的教育和指导能力。当然自营权一旦下放,加强对期货经纪公司的相应监管就十分必要了。

### 3. 关于对国际期货投资者的开放问题

目前我国期货市场还未对外开放,在加入 WTO 谈判中也未将期货市场准入问题纳入议题,我国期货行业对外开放没有制定明确时刻表,这既有好的一面也有不利的一面。好处在于对外开放的主动权掌握在自己手中,不利的一面可以因惧怕国际投机资金操纵我国期市而迟迟不敢对外开放。

如果将一国的期货市场永远限制在国内,限制对外开放,则该国的期货市场就如同是一池湖水,与海洋互不相通,既得不到海水的补给,对海洋也没有影响,结果难以掌握国际期货产品的定价权。目前,我国证监会对我国证券市场已经采取有限度的对外开放政策,其中合格的国际投资者(QFII)就是对外资开放的有益尝试。证券市场与期货市场(又称证券衍生品市场)是高度关联的,因此 QFII 策略可以为期货场所借鉴,对于推动对外开放提供支持。在全面实行对外开放之前,可以通过 CEPA 制度对港澳地区的金融服务机构实行开放,允许参股我国期货公司。<sup>[9]</sup>在我国期货市场对外开放之前,国际机构已经看好我国市场,加强对我国的调研工作,一旦开放实现,外资就会积极参与进来。如巴西期货交易所早已在我国设立代表处,为其拓展我国期货市场做前期的准备工作。当然我们也在尝试对外开放的试点和研究。2017 年期货经纪公司——南方汇理期货有限公司的获批成立,标志着我国期货市场管理层采取了一种积极开放的姿态。

## 三、新时代我国期货市场的开放制度建设

新时代我国期货市场一定要实现国际化,与国际市场全面对接,充分融合为一个整体。

### (一) 期货市场对外开放

屏蔽国际资金形成国际防火墙,对于初期幼稚的市场而言是极其重要的。没有保护就不会有发展,一旦成长到有足够能力抵御各种国际资金风险时,对外开放就水到渠成,但对外开放并非要一步到位,可以采取渐进的方式。对于开放后可能出现的情况要加强前瞻性研究,制定行之有效的具有前瞻性的防控体系。首先要允许一定限度的国际套期保值和投机,其次要允许在境外设立期货行业分支机构。

### (二) 建立与国际期货机构的合作联盟

与国际期货机构的合作,主要表现在两方面,一是需要建立对冲合作机制,二是要加强合作监管。对于国内投资者而言,目前参与国际期货风险很大,因为他们难以进行国际跨市套利,也不能在不同的期货市场随时进行交易。而欧美主要期货交易所通过合作已形成全球网络,国际投资者可以利用其网络的覆盖面在全球 24 小时进行不间断交易,投资者可以根据风险评估自由决定在哪个地区建仓或是减仓。这种合作机制的缺乏使国内投资者与国外投资者处于不平等的地位。为此,需要加快建立对冲合作机制,加强国际期货市场的合作。在加强国际化的同时,国际期货市场的风险也在随之扩大,因此加强国际期货市场监管的合作就显得尤为重要。随着资本全球性流动的加快,游资越来越多,以投机为目的的期货交易越来越多。如果不能及时监管,防止过度投机发生,可能会使本国的金融市场和宏观经济陷入危险的境地。在国际期货市场的监管合作上,一方面需要学习国外成熟期货市场国家的风险防控经验,另一方面要学习他们的监管制度建设和监管立法。

### (三) 分享国际产品定价权

早在 1988 年,芝加哥商业交易所主席利奥·梅拉梅德就说过,“10 年前大型银行和股票交易所的存在是金融中心城市标志。今天全球投资者逐渐开始依靠股票指数和其他金融合约,以至于人们公认真正的金融中心还必须要有期货交易所的存在。如果这个城市没有期货交易所的话,那么当日资本金就会自由地流向其他城市。”<sup>[10]</sup>而拥有期货交易所

的城市则对城市的金融结构产生不可估量的意义。以芝加哥为例,1972年芝加哥商业交易所成交额为760亿美元,芝加哥期货交易所成交额为1170亿美元。芝加哥商业交易所一家每天存缴到银行的保证金就有1亿美元,而芝加哥期货交易所、芝加哥商业交易所和国际货币市场每个交易日为芝加哥银行提供的现金存款大约在5亿美元。而保证金只是这些市场的会员公司在芝加哥总存款的一部分,而由这些存款产生的经济信用和金融服务将更加难以估算。这些数字没到1973年就已翻番。<sup>[11]</sup>事实上,1973年期货交易额在6000亿美元之上,这是美国所有股票交易所交易额的两倍。<sup>[12]</sup>

在历史上第一张农产品期货合约诞生后,期货交易最重要的目的是避免农产品季节价格剧烈变动,限定风险,可见期货合约最初是为满足供需双方对大宗商品实际贸易的要求,因此作为期货合约标的大宗商品期货主要表现出商品属性。然而市场参与者发现可通过买卖合约赚取价差,加之资本流动性加剧、通货膨胀、美元贬值、资本市场风险等,大量货币资本进入大宗商品期货市场,期货合约成为一种投资品而不单是商品。

当今期货市场的发展不仅对本国经济具有巨大的促进作用,而且其影响力已远远超过一国的界限,开始对国际经济产生重要影响,其中最重要的表现就是争夺国际产品定价权。为此,需要在加强实体经济建设的同时,重视虚拟经济服务实体经济的重要作用。期货市场最基本的功能是为现货交易提供规避风险、发现价格、沟通产销、配置资源的作用,使市场更加繁荣,市场机制更能发挥自身的作用。但随着市场发展和全球化的演进,期货市场已经超出一国的范围,享有争夺国际定价权的功能。当前主要大宗商品的定价权圈子中我国均被排除在外。作为大宗商品的大卖家,我国却没有诸如石油、铁矿石等的定价权。要想实现对大宗商品的国际定价权权益的分享,我国需要扎实做好基础市场建设,充分提升拓展本国期货市场在国际市场中的份额,使本国期货市场在国际市场上具有重要的地位,并全面发挥其市场影响力。

作为最大的发展中国家,我国的GDP总量已经

长时间高居世界第二位,我国经济在全球化体系中具有重要地位,已经是驱动世界经济增长的强力引擎。当前存在的不足是在虚拟经济方面比世界主要国家要落后很多。以2019年为例,当年全球期货、期权成交量为228.6亿手,其中美国75.7亿手,而我国3家期货交易所共成交2.6亿手,约占全球总成交量的2.1%,低于我国GDP占全球GDP总额8.5%的比例。<sup>[13]</sup>新组建的巴西期货交易所已经成为南美洲第一,世界第三大期货交易所。作为一个发展中国家,巴西已是后起之秀,它与韩国、新加坡等国家以及我国香港地区的期货市场一样,都有值得我们学习和借鉴的地方。

#### 参考文献:

- [1]王刚.论我国近代化过程中的制度安排与变迁[J].南开经济研究,1994(5).
- [2]成文.期货管理条例配套法规亮相[N].第一财经导报,2018-04-02(2).
- [3]徐辉.创新是金融期货市场发展的生命力——美国股指期货市场的启示[J].我国金融,2018(8).
- [4]我国期货保证金监控中心.深入学习《期货交易管理条例》,不断完善期货保证金存管法律法规体系[N].上海证券报,2018-06-16(10).
- [5]罗文辉.期货管理条例配套法规亮相[N].第一财经日报,2017-6-12(7).
- [6](美)利奥·梅拉穆德.论市场[M].张恬,译.北京:中国财政经济出版社,2015.
- [7]中国证券监督管理委员会.中国资本市场发展报告[M].北京:中国金融出版社,2018.
- [8]李斌,张迪,周洋.我国商品期货市场存在趋势吗?[N].证券市场导报,2018-01-23(5).
- [9]陈建宝,徐磊.我国股票市场对利率与存款准备金调整的短期反应[J].数理统计与管理,2014(2).
- [10]孙鹏.期货市场中交易保护与政府介入方式选择[J].北京工商大学学报(社会科学版),2018(2).
- [11]陈右.我国期货市场:过度供给和过度需求下的监管选择[J].经济理论与经济管理,2019(4).
- [12]叶萍,陈世伟.美中两国期货市场监管体制比较——兼论金融危机背景下我国期货市场监管体制改革方向[J].浙江学刊,2019(5).
- [13]张智,曹凤.期货市场监管层与投资者的信息博弈分析——兼论期货市场过度投机的动因[J].新时代经济科学,2019(2).

责任编辑 胡号寰 E-mail:huhao2@126.com