

金融期货市场应成为人民币产品定价中心

□常清



■人物志

常清
著名期货专家,是中国期货行业创始人之一,主持过国内多家交易所和经纪公司的创办工作。现任中国期货业协会副会长,金鹏期货公司董事长,中国农业大学期货与金融衍生品研究中心教授。

建设金融期货市场是顺应改革开放战略要求

上世纪80年代,世纪伟人邓小平先生深刻地分析了我国经济建设所处的历史阶段和历史任务,制定了中华民族伟大复兴的序幕。我国的经济建设在很长一段历史时期内都不能离开这一战略纲领,因此,我们讨论金融期货上市的问题一定从改革开放的战略高度来认识这一问题,否则,就会发生认识片面性的错误。

从我国经济体制改革的历史进程来看,我们是从农产品价格改革入手的。农产品价格的市场化改革和联产承包责任制形成了农村改革的新格局。我国在1984年决定对城市经济体制改革,并且明确以工业品的价格改革为核心内容,经过双轨制的过渡,到80年代后期,以中国期货市场的诞生为标志,建立了工业品的市场价格新体系。同时,随着价格市场化的改革,企业的经营管理体制也进行了深度改革,使企业成为产权清晰的独立自主、自负盈亏的经营实体。

我国金融体制的改革一直未有实质性的进展,加入WTO之后,金融体制改革也提到了日程上。这是中国改革开放到了一定历史时期的必然要求。从中国改革的历史经验看,金融体制的改革必须是两条主线并行不悖,互相为对方创造条件。一条改革的主线是指金融产品的价格改革,即金融产品的价格由计划定价向由市场形成价格的转变;另外一条主线是指金融企业的微观基础再造问题,即将金融企业办成真正的企业,而不是国家机关。这两条主线的改革是互相创造条件的,并且是以金融产品的价格改革为先行的。这是我国农村改革和城市经济体制改革所走过的成功的道路所提供的经验。

假如金融产品的价格是非市场化的,是被管制的,金融企业就不可能成为真正的企业。同时,金融产品的价格改革也需要微观基础的再造与之相适应,这就是我们在改革的过程中经常谈到的微观基础对于价格信号的反应问题。微观基础没有任何变化,价格的市场化之后仍然形不成市场经济体制。在中国改革的历史上,曾有过价格改革和企业改革谁先谁后的争论,但由于我国的期货市场来看,价格改革一定是要先行的,否则企业的市场化改革就没有了条件。因

此,国家上市股指期货的决策不仅仅是上市一个期货品种的问题,而是从我国总体改革的客观要求出发的,这就意味着我国金融体制改革的实质性的开端。

金融期货市场的建设不仅仅是我国全面推进体制改革的客观需要,而且也是我国在新的世界经济格局下对外开放的一个战略举措,加入WTO是我国对外开放的重大战略举措。在过渡期完成之后,根据加入WTO的规则要求,我国的金融市场将发生重大的变化,国外的金融机构纷纷进入我国市场,国际国内两个市场迅速融通。在这种情况下,我们必须要有弹性的金融体系,完善金融市场,提高我国金融行业的竞争力。根据美国的经验,要想建设完整的金融市场机制,就必须建立金融期货市场,这样有效的金融体系才算真正地建立了起来。否则的话,一旦开放市场,我国的金融体系就没有任何分散、化解国民经济运行系统风险的能力,也就形成金融风险的积聚与集中。可以说,加入WTO过渡期完成之后,首要的任务就是要建设金融期货市场。

金融期货:形成我国金融产品的人民币定价中心

在现代市场经济条件下,金融市场的成长日新月异,不断有新的金融工具、新的金融产品面世,来满足经济发展的需要。在金融市场体系当中,价格的决定与价格的形成是金融市场的核心。从世界发达国家的经验来看,金融产品的价格形成都是通过期货市场来进行的,即期货市场最基本的功能是形成基础的金融产品的价格。由于许多金融产品的交易是跨国家、跨地区的,所以说,大宗的金融产品有一个定价中心的问题。人民币产品未来的市场覆盖面将会超越亚洲地区,它正在从中国货币走向亚洲货币,进而向世界货币转换。因此,我国以人民币标价的金融产品的定价中心的建设问题,将关系到中华民族的伟大复兴。

我国在建设商品期货市场的过程中有许多经验教训,值得我们去认真总结。有许多商品是我们国家大量消费和大量生产的大宗商品,但迄今为止,其国际贸易价格的决定权仍属于欧美市场。尽管我国形成一些大宗商品定价中心的经济条件、市场条件都是具备的,但由于我国的期货市场在体制转换的过程当中发展步履维艰,迄今还是一个弱小的市场,在国际市

场上没有影响力,还不能成为我国企业进行国际贸易时定价的基础,因而这些商品价格决定权仍在欧美市场,我国只是作为这些大宗商品的买家,或者是最大的供给商,对于价格的形成没有丝毫的发言权,只是被动地接受欧美市场的价格。当然,2000年以后我国的期货市场治理整顿结束进入了恢复性发展的时期之后,中国期货市场的影响力与日俱增,许多商品已经有了一定的国际性的定价功能,例如:我国的橡胶品种所形成的价格不仅仅被国内的厂商作为定价的基础,也成为东南亚橡胶生产经营企业定价的基础。但是,我国的期货市场迄今为止离成为亚洲地区的定价中心的目标还有很长的路要走,可谓任重而道远。

我国的商品期货市场的建设有许多经验教训值得总结,我认为对于建设金融期货市场而言,有以下几点值得我们借鉴:

第一,市场建设的指导思想问题。我们应该充分汲取商品期货市场起步早、发展慢的历史教训,从指导思想上一开始就要明确将我国的金融期货市场建成人民币产品的定价中心,决不能再有那样那样的犹豫和徘徊,步法应该迈得更大一些。不要再奢谈什么“规范是第一位的,发展是第二位的”这类问题。所谓规范和发展的问题纯粹是计划经济的长官意志所造成的。市场不规范的根源在于计划经济的思维,计划经济的思维少,市场就规范了,期货市场是市场经济的典型代表,它本身就是规范。

第二,市场建设的方向问题。市场建设的方向问题是指将市场建设成市场化的市场,还是拘泥于计划经济思维模式的市场,这决定着这个市场有没有生命力。我国的商品市场在试初期,其设计思想和制度建设都是市场化的方向,但由于当时治理通货膨胀的基本经济政策与体制转换过程当中的矛盾与摩擦的影响,尤其是对期货市场的治理整顿,使得市场建设的指导思想和规则逐步脱离了市场化的原则,而逐渐偏向于计划经济的思维。偏离了市场化的取向就使得一个最典型的市场经济最有代表性的市场出现了扭曲和变形,从而,没有内在的活力,其发展有局限性。

第三,对国际惯例的借鉴问题。在建设商品期货市场的初期,我们这些研究者和设计者都有一个共同的想法,那就是我们一定要借鉴和遵循一些国际上通用的规则和惯例,因为这

些规则和惯例体现了期货市场运行的规律性的要求,在充分遵循国际惯例的基础上考虑中国体制转换的特殊性,要建立一些与国际惯例衔接的过渡措施。这些过渡型的措施既然是过渡型的就必须考虑到它如何过渡到国际惯例。但是,在治理整顿的过程当中,期货市场运行的一些规律性要求被忽略了,为了所谓的风险控制,“治乱”而实施了许多计划管制,使得期货市场发展步履维艰。所以,从上市股指期货开始,我们就应该充分认清这一问题,不应该再过多地从实用的角度出发,强调所谓的“中国国情”,搞出一大堆土规则,来限制金融期货市场的发展和功能的发挥。当前,要彻底修改《期货交易管理条例》,使期货市场摆脱条例的束缚和干扰,按照其客观规律性正常发展。

第四,期货市场的体制问题。我国的商品期货市场体制严重地束缚了期货市场的发展,例如交易所的体制问题。法律上的体制和实际上的体制是不一样的,从法律上讲我国的交易所实行的是国际上通行的会员制体制,可是在实践中并不是会员制体制。从目前看,设计中的我国金融期货交易所以实行的是公司制体制,它既符合我国《公司法》的要求,又符合国际惯例,希望这一次交易所的体制能够名副其实。

我们建设金融期货市场的目标应该是毫不含糊的,就是要形成以人民币标价的我国金融产品的基础价格,成为人民币产品的定价中心。

“327国债”期货的三个历史经验教训

我国国债期货从正式上市到暂停交易将近30个月,回顾这段时期国债期货的运行过程,对认识我国重新上市金融期货品种过程中各种观点的讨论是不无裨益的。

1992年12月28日,上海证券交易所以首先向券商自营推出了国债期货交易。此时,国债期货尚未对公众开放,交投清淡,并未引起投资者的兴趣。1993年10月25日,上证国债期货交易所向社会公众开放。与此同时,北京商品交易所在期货交易所中率先推出国债期货交易。

1994年至1995年春节前,国债期货飞速发展,全国开设国债期货的交易所从两家陡然增加到14家(包括两个证券交易所、两个证券交易中心以及10个商品交易所)。由于股票市场的低迷和钢材、煤炭、食糖等大宗商品期货品种相继被暂停,大量资金聚集国债期货市场,尤其是上海证券交易所。1994年全国国债期货市场成交量达2.8万亿元。

在“327”风波爆发前的数月中,上证所“314”国债合约上已出现数家机构联手操纵市场,日价格波幅达3元的异常行情。1995年2月23日,财政部公布的1995年新债发行量被市场人士视为利多,加之“327”国债本身贴息消息日趋明朗,致使全国各地国债期货市场均出现向上突破行情。上证所327合约空方主力在148.50元价位封盘失败后,由于空头大户亏损累累,为免遭“爆仓”的不利局面,

利用上海证券交易计算机交易系统的不完善,采用严重违规的手法,透支几十亿保证金,做了近千万口的合约,8分钟内将“327”国债期货品种单位合约价位压至4元。上证所发现之后,宣布尾市327品种成交无效,并不得不采取暂停国债期货自由竞价交易等措施。

“327”事件后,上海证券交易所在3月份的第一周暂停国债期货自由竞价交易,尤其对“327”品种进行协议平仓。其后,从3月7日起,恢复了除“327”品种以外的其它品种的自由竞价交易,但规定一律只能平仓,不得开新仓,并将保证金从原来的每合约500元提高到2000元,且每笔最高申报数量不得超过1000手合约,同时将涨跌停板限制为涨跌0.50元,并相应提高进入交割月份的保证金标准,使国债期货在爆炒之后逐步降温。从3月13日起,上交所价格涨跌幅度调整为涨跌1元,并且允许开设新仓,才开始了正常的交易。

在国债期货如火如荼的交易过程中,当时我曾经提出过一个观点,担心证券交易所上市期货品种会由于其现货和期货规则的不同而出现问题。对于券商进入国债期货市场提出过忠告,后来的事件不幸一语成谶。

“327”事件之后,国内证券期货业内人士总结其经验教训,在许多方面达成了共识。导致“327”事件的原因有多方面,但以下几个方面是应该重视的:

(1)上海证券交易所的规则是现货交易规则,并不是期货交易的风险控制规则,少数几家会员单位在没有保证金的情况下,可以透支几十亿人民币进行交易,这在期货交易的规则里是不可能的事情。而国内同时有专业的期货交易所也交易同样的品种,因风险控制体制好,就没出大的问题。

(2)上海证券交易所当时的交易系统存在问题。中国各交易所都采取计算机竞价交易,专业的期货交易设计的系统在没有保证金的情况下自动停止交易,而当时上海证券交易所并无此设计。不仅如此,当时的系统纯属现货交易系统,没有涨跌停板等设置。

(3)期货交易的会员,尤其是证券商行为缺乏自律和内部严格的管理。当因内部管理不善,交易员过量交易造成重大损失之时,采取了操纵市场的方法来挽回损失,造成了严重的后果。

在上市股指期货的时候,我们要认真总结“327”国债的经验教训,前事不忘后事之师。为此,应该明确几个观点:一是现代社会是社会化大分工的社会,各个行业都有其所长,任何行业都不是万能的。证券公司的长处是在于证券的现货运营,期货公司的长处在于期货产品的经营。因而,证券公司不能作为会员代理金融期货产品的交易;二是管理风险的规律性不是用会员的资本金抗风险,当时万国证券是最大的证券公司之一,也无法用资本金抗拒风险。控制风险有一套规则和风险管理专家进行专业性的管理。从实践来看,我国的期货公司是优秀的管理风险的专业性机构。

■看点

●金融期货市场的建设不仅仅是我国全面推进体制改革的客观需要,而且也是我国在新的世界经济格局下对外开放的一个战略举措,加入WTO是我国对外开放的重大战略举措。在过渡期完成之后,根据加入WTO的规则要求,我国的金融市场将发生重大的变化,国外的金融机构纷纷进入我国市场,国际国内两个市场迅速融通。在这种情况下,我们必须要有弹性的金融体系,完善金融市场,提高我国金融行业的竞争力,就必须建立金融期货市场,这样有效的金融体系才算真正地建立了起来。

●金融产品的价格形成都是通过期货市场来进行的,即期货市场最基本的功能是形成基础的金融产品的价格。由于许多金融产品的交易是跨国家、跨地区的,所以说,大宗的金融产品有一个定价中心的问题。人民币产品未来的市场覆盖面将会超越亚洲地区,它正在从中国货币走向亚洲货币,进而向世界货币转换。因此,我们建设金融期货市场的目标应该是毫不含糊的,就是要形成以人民币标价的我国金融产品的定价中心。

●对于建设金融期货市场而言,有以下几点值得我们借鉴:第一,市场建设的指导思想问题,从一开始就要明确将我国的金融期货市场建成人民币产品的定价中心。第二,市场建设的方向问题。市场建设的方向问题是指将市场建设成市场化的市场,还是拘泥于计划经济思维模式的市场,这决定着这个市场有没有生命力。第三,在充分遵循国际惯例的基础上考虑中国体制转换的特殊性,要有一些与国际惯例衔接的过渡措施。不要强调所谓的“中国国情”,搞出一大堆土规则,来限制金融期货市场的发展和功能的发挥。第四,期货市场的体制问题。设计中的我国金融期货交易所以实行的是公司制体制,它既符合我国《公司法》的要求,又符合国际惯例,希望这一次交易所的体制能够名副其实。

■余论

常清先生是我国期货界的元老人物之一。对于正在筹建的我国金融期货市场,业界有许多不同的建议,特别是那些受益情况不同的投资机构,更希望朝着对自己有利的方向发展。在期货界领略了那么多年的风风雨雨,常先生自然有与旁人不一样的眼光。

他认为,要认真总结我国期货市场产生和发展10多年的经验教训,以免重蹈覆辙。期货不同于现货,金融期货更不同于一般商品期货。作为一个在世界经济舞台上举足轻重影响力的国家,中国的金融期货市场应该有自己明确的定位。鉴于人民币所反映的是一个巨大的、有活力的经济体,中国的金融期货市场应该成为人民币产品的定价中心。对此,他已经有多次表示。他的看法有没有道理,读者自可裁识。

——亚夫

期货市场建设应走出三大认识误区

伴随着中国期货市场的产生和发展,自始至终有几个理论上的错误观点如影随形,严重地影响了正确的决策和人们树立发展期货市场的正确理念。其中,最典型的就是“条件论”、“风险论”及“危机论”。我们为了实现建成亚洲时区的定价中心这一宏伟目标,必须对这些理论进行认真的反思。

第一,“条件论”。在我国期货市场建立和发展的重要时刻,有很多所谓的专家从一些具体的技术条件谈起,任何时候都认为中国的期货市场缺乏条件,似乎中国的期货市场永远没有条件发展。若照这些专家们的说法,中国的期货市场到现在还无法建立。实际上期货市场的产生和发展最

主要的条件是体制条件,同时它又是体制改革所需要的条件,这是鸡和蛋的关系问题。我作为中国期货市场的最早设计者之一,深知“条件论”对于决策者的影响,它往往使决策者举棋不定。事实上,只要我国实行改革开放的方针,期货市场就具有产生发展的基础条件。

在上市金融期货产品的研究过程中,不断有种种观点来重复着“条件论”。实际上,我国上市股指期货条件早已具备,即使没有进行股权分置的改革之前,股票价格实行双轨制的时候条件也是具备的。为了发展中国的期货市场必须抛开“条件论”的种种伪装,还其本来面目。

第二,“风险论”。所谓“风险论”是指有些人以上市的期货品种有风险、控制风险是期货市场的永恒主题为由而衍生出来的种种风险的理论。例如:“上市股指期货风险巨大,要慎重行事”、“为了控制风险,要提高会员的注册资本金的门槛”、“交易所要有巨额注册资本金来抵御风险”等理论观点,既不符合期货市场的基本理论,也严重脱离了国内外期货市场的客观实践。

上市股指期货与上市商品期货比较起来,在实践中,商品期货波动的幅度远远大于股指期货,股指期货的风险在所有的期货品种当中并不是最大的,可是,从我国期货市场运行的实践

情况来看,十多年来还没有出现因价格波动的风险而使期货公司倒闭的案例。3000万人民币的注册资本金相比较美国25万美元的最低注册资本金要大得多。控制风险主要靠保证金制度、逐日结算制度,而不是靠注册资本金。我们在创办中国的期货交易所的时候,最初真正的投资只有几百万,到现在为止也没有一家交易所用其注册资本金来抵御风险,这些人只是从报纸和杂志当中看到国外某某交易所市值多少之类的消息就突发奇想,真可谓食“洋”不化。

第三,“危机论”。在关于上市股指期货漫长的争论过程中,最能够吓唬决策机构的是所谓的“危机论”。“危机

论”者认为,即使在当前证券市场如此严格监管的条件下,都还存在着严重的操纵市场的问题,每一只股票都有庄家,假如上市了股指期货,这些庄家就会以小博大,操纵股指。如果操纵失败,将酿成“327”国债式的事件。由于股指的波及面广,有可能导致连锁反应,出现金融危机。“危机论”者对于期货市场的理论与实践可以说是一窍不通。期货交易不同于股票的现货交易,由于其合约生成的无限性,是不可能被操纵的。在实践中,也没有一例操纵金融期货品种成功的案例。“巴林银行”事件只是巴林银行过度交易造成巨大亏损,并没有影响期货市场的正常运行,也不可能形成金融危机。