

□ 朱国华

## 对期货市场价格性质的再认识

自1992年起,期货市场在中国大陆迅速兴起并发展迅猛。在短短两年多时间里,全国各地就建立了各类商品期货交易所五十余家。最近经国家证监会重新核准批准公布的交易所就有十一家。不少交易所成立至今已累计成交金额达数千至上万亿元,有些交易所的最高日成交金额已突破百亿元大关。这些交易所的成交价格不仅受到商品生产者、经营者、消费者和社会各界的关心,也引起国家高层管理部门的密切关注,并且在国外也产生了相当的影响。期货市场已成为社会主义市场经济体系的重要组成部分,对我国经济运行已经产生并将不断加强其影响。然而同样不可否认的是,有不少人对期货市场尚存疑虑。认为期货市场中投机过度,期货市场哄抬了物价。笔者认为,之所以会出现这类看法,除了由于我国期货市场仍处于创建阶段,经验不足,内部制度不完善、管理不规范及外部经济环境不配套、先天不足而导致不少交易所先后出现多逼空或空逼多,造成期货价格在交割月份的异常波动外,更主要的是在理论上对期货市场特别是期货价格的认识不一致造成的。为此,本文拟从期货价格的理论探索入手剖析中国期货市场存在的一些问题,以求促进我国期货市场的健康正常发展,发挥期货市场促进国民经济协调稳定发展的作用。

商品期货价格是指在期货市场通过公开竞价方式成交的以体现商品所有权关系为内容的期货合约的价格。由于期货交易采用合

约成交在先,到合约期满交易者尚未将手持合约对冲平仓就必须进行实货交割的特殊交易方式,这就使合约成交与到期实货交割存在着一个一定长度的时间差。马克思主义政治经济学告诉我们,商品价值是商品价格形成的基础,供求关系决定了价格偏离价值的方向和程度。在市场经济条件下,受社会经济、政治、消费心理等诸多因素综合影响的市场商品供求关系在时间上和空间上都表现为波动性,因而价格的本性是运动变化的。这就决定了期货合约的成交价与合约到期时的市场价格不一致是绝对的必然的,而相一致却是相对的偶然的。因此,从理论上来说,期货价格是一种预期商品价值实现程度的观念价格,这种观念价格的产生是以现货市场商品价值的实现程度为基础,以预测未来市场商品价值实现程度为前提的。作为一个公开化程度较高的期货市场,任何经济、政治、自然条件、社会环境等方面的信息都会反映到期货市场,但不同的交易者往往对这些信息在影响期货合约到期时市场供求关系的影响、作用大小意见相左,即对未来市场的价格走势作出完全不同的观念判断,正是有了这种观念判断上的截然差异,才启动并保持着期货市场交易的不断运作。因而期货交易者在期货市场交易成功与否,完全取决于他们对未来市场供求关系变化的预测。所以期货市场上的未来供求关系的变化及影响未来供求关系变化的诸多因素均会时刻刺激和迫使交易者重新作出观念判断,及时调整交易部位。

因此,作为观念价格的期货价格,它对可能影响未来市场供求的各种因素变化比现货市场价格更为灵敏敏捷,同时,也正由于期货市场交易参与者对这些因素影响作用的观念判断不同,也就会使期货市场经常出现价格反应过度的情况。这就决定了作为观念价格的期货价格,其波动较现货价格更为频繁,有时甚至激烈的特点。

那么这种波动相对频繁激烈的期货价格是否会对现货市场价格产生直接的作用?或者说,我国近年来的价格大幅度上涨是否与期货价格直接有关?笔者的观点是否定的。这是因为从理论上讲,现货市场与期货市场交易的是同一种商品,其区别是现货交易是钱货两清的即时交易,而期货交易则要到合约到期时才钱货两清的交易,两者的区别在于交割时间的不同上。因而在一般情况下,相同的因素对现货市场和期货市场价格变动方向的影响是一致的,但变化实现的时间、幅度是有区别的。因为,在市场经济条件下,供求变化因素引起的价位重定过程是通过错试法,即通过一定量的波动轮回而完成的。由于现货交易分散性和市场空间分割性的局限,使得影响供求变化因素的信息在现货市场中获得、传导和利用、消化是需要相当时间的,更由于现货交易涉及到交易成本昂贵、过程繁复的商品实体交割转移,这更拉长价位重定过程的实现时间。而期货交易是在交易所内通过公开竞争统一进行的,且在合约到期交割之前并不涉及到商品实体的运输、贮存、检验、保险、交货、付款等繁琐工作,交易的达成简单快捷,这就使影响供求变化因素的信息在期货市场获得、扩散和利用、消化是非常迅速的,也就是说,这个价位重定的实现过程是大大领先于现货市场,从而使期货市场与现货市场对同一因素变化的价格反应显示出差异性。因而,现货和期货这两个市场价格的变动并不是互为因果的,但价格变动的成因基础倒是相同的。当然,由于现货价格变化时也

会带有一定的预期性,因而亦有可能把期货价格变动作为其预期的一个参照物。如当某因素作用强烈引起期货价格波动幅度超过现货市场的波动幅度,在形式上表现为期货价格上升先行于现货价格上升,这也不等于期货价格炒高了现货价格,恰恰说明该因素的变化确实对今后一段时间的市场供求关系产生了决定性的影响,即我们通常说的基本面发生了变化,现货市场证实了作为预期参照物的期货市场价格变化,也进一步证明了作为观念价格的期货市场价格对影响供求变化因素的反应更为灵敏领先的理论。由于在市场经济条件下,影响供求变化的因素必然要通过波动轮回的方式被市场所消化,最终在价格上表现出来,而期货市场的性质使其通过快速的价格错试波动,完成市场消化该因素作用的过程,这就可使现货市场在消化这同样因素作用时相应减少不必要的波动轮回,减缓波动的幅度,从而有利于现货市场的相对稳定。也就是说,现货市场的部分波动由期货市场替代完成了。因此,现货市场价格的相对稳定是以期货市场价格相对波动频繁激烈为代价的。所以决不能本末倒置地讲期货市场抬高了物价。去年以来,我国粮油、铜、铝价格上升的前因后果也佐证了此点。至于盲目的期货投机是否会引起现货市场价格无序波动,从理论上讲也是否定的,这是因为期货市场规定期货合约到期必须实物交割,而投机者是否能赢利主要取决于他对将来市场实际供求变化预测的正确与否,这就决定了期货市场投机者其投机的幅度也必须遵循经济学的一般规律,即其下限为未来某一时点的生产成本(动态的),其上限为商品实际使用者在未来某一时点上能接受的极限(动态的)。如投机者完全背离包括现货市场供求在内的市场供求大势进行盲目投机,那么只要套期保值者在期货市场实货交收(这不会改变市场商品的实际供求总量),倒霉的只能是投机者自己。在这种情况下,在期货市场占主

动地位的只能是套期保值者。当然,如果投机者有能力在操纵期货市场价格的同时,有强大的经济实力能控制现货市场商品供求,那么就会对现货市场价格正常运动造成极大的破坏。因此,在期货市场上对这类投机者投机规模的监控,远比对参与期货投机者数量的控制更为重要。西方国家对这类投机者实施严格的最高持仓额和应报告量制度也源于此。

那么,期货市场价格对社会经济实际作用又何在?我们认为,期货价格由观念价格转变为实践价格是通过以下两个途径实现的。一是投机者平仓,此时,期货价格就由观念价格转化为对投机者来说是生死攸关的实践价格。此时的期货价格就决定了市场风险及收益在投机者之间的分配。但其更重要的社会经济作用在于,由于投机者的输赢不仅在投机者之间进行,更在投机者整体与套期保值者整体之间进行,这是因为,通过套期保值交易,商品生产经营者回避了将来由于价格可能朝对他不利方向变化所造成的市场风险,同时他也放弃了将来价格可能朝对他有利方向变化所带来的额外经济好处,正由于对将来价格变化方向无法把握,所以要进行套期保值。也就是说,套期保值者在回避市场风险的同时,也付出了放弃获得额外经济好处的另一半机遇。而投机者如预测正确,他就能获得套期保值者所放弃的那部分经济好处,得到优厚的市场风险收益。但如投机者预测失误,对他个人来说是遭到了损失,但实际上他是承担了套期保值者转移出来的市场风险,这就稳定了套期保值者的生产和经营,从而也就有利于整个社会经济的稳定发展。这就是作为实践价格的期货价格对社会经济的实际作用之一。虽然这是通过曲折的方式表现出来的。

生产经营者通过期货市场进行套期保值,是期货价格由观念价格转变为实践价格的第二条途径。生产经营者如不进行套期保值,那

么期货价格对他来说,最多不过是进行下一周期生产经营决策时的参考物,还仅是个观念价格,因如他按此时期货价格所显示的将来某一时点市场供求的预计来安排下一周期生产经营活动,那么他仍然将承担将来市场供求变化的巨大风险。但只要他进行了套期保值,那么期货价格就成为他避免价格波动风险,稳定其原材料进价或确保其产品销售价格的保险价格。也就是说,只有通过套期保值,期货价格才具有对社会实际经济活动产生导向功能的权威价格作用。

通过上述分析,我们可得出以下几点启示:

首先,作为观念价格的期货价格,它是对未来市场供求关系可能变动的一种预示。因此,没有必要象管理集贸市场价格那样来管理期货价格,更不可动辄采用行政性的强行平仓措施,短时间内大幅度削减持仓量,这只会人为地割断期货市场与市场供求变化趋势的客观联系,使期货价格变为政策价格。而是应通过经济手段,如国家物资储备局参与期货市场操作,修订物资进出口计划等方法直接或间接地参与影响期货价格的形成。这样,既可利用期货市场价格对影响供求关系的各类因素变化反映灵敏的特点,为国家调控现货市场提供决策参考,同时也可使确实会引起供求波动的因素变化提前在期货市场反映和消化,相应减轻现货市场波动的幅度和强度。因为,期货市场价格波动对社会经济和人民生活的影响毕竟要小而间接。

其次,要辩证地看待期货投机。没有期货投机,就无所谓套期保值。因此,与其说是投机过度,还不如说是利用期货市场进行套期保值活动太少。因为,如没有套期保值,那么即使期货市场上只有两个投机者,也是投机过度。因此,问题的关键是要提倡和鼓励利用期货市场进行套期保值。应该说,在我国目前客观上存在着这么一笔投机资金,运用在期货市场上也是一笔宝贵的资源,应该通过套

期保值使之充分利用起来,使之为促进社会生产经营服务。笔者曾多次提出,我国期货市场能否保持良好健康的发展势头,关键就看能否创造条件不断地吸引厂商进行套期保值。并多次向有关交易所领导建议,可否象组织质量万里行那样,组织一个套期保值万里行,到全国的各主要产粮县去,与当地县的有关农业综合服务部门一起,通过细致的工作,以县或乡为单位将分散的农户组织起来,一起进场进行套期保值,以保证和维护农民的正常合理收益,促使农作物保持良性动态的合理种植结构,使期货市场的功能作用落实到实处、实处。这样或许能进一步取得社会各界对期货市场的理解和支持,减小期货市场发展的波折。同时,舆论界也应把握口径,多宣传套期保值的作用和典型例子。由于期货交易是由转嫁价格波动风险的厂商和承受价格风险获利的投机者参加,厂商参加套期保值的目的不是获得实物,而是回避风险,一般不实现商品实物的转移,因此,即使是套期保值,在形式上也绝大部分表现为买空卖空,这就需要我们舆论界进一步了解期货市场特点,从大量的买空卖空形式中分辨出套期保值交易的实质来。因此,从促进我国期货

市场健康持久发展计议,与其讨论研究期货市场是否投机过度,不如讨论研究如何吸引和推动套期保值交易更为有意义。

第三,期货价格是通过企业套期保值这一微观经济层面的活动而演变成对社会经济产生直接作用的实践价格的。因此,有必要将期货市场内容作为学习掌握社会主义市场经济理论的一个重要有机组成部分,使广大企业的厂长经理们理解期货市场,充分了解;通过套期保值,可为企业提供对付不利价格变动的保护作用,有利于企业生产经营和收入的稳定;使企业能预先确定原材料成本和产品销价,方便企业内部生产经营计划的制订和实施,有助于提高企业的生产经营管理水平;可使企业在价格不利变化时能采用灵活的销售定价策略而不影响企业的正常收益,有利于增强企业的市场应变能力和竞争能力;使企业只花费少量的资金(保证金),即可控制生产所需的原材料资源,有利于降低企业原材料库存,降低仓储费用支出,加速资金周转,提高生产经营效益。从而使我们的厂长经理们在熟习套期保值原理和技巧的基础上,善于利用期货市场,保护自己的企业在市场经济波浪中稳定发展。

---

(上接第 28 页)不必要动用实物国库券。同时实际上大部分公开市场业务并不是通常意义上的买和卖,大量的交易通过“回购协议”和“逆回购协议”进行。我国仅在 1993 年和 1994 年发行过“无纸化”国库券,数量共 170 亿元。1994 年发行的 700 亿元三年期“收款凭证”式的国库券还不能上市交易,中央银行无法利用这一品种开办公开市场业务。因此,今后随着公开市场业务的开办,每年应设计相当数量的“无纸化”国债,通过帐户调整进行发行交易。另外国债发行切忌摊派,宜采用拍卖制、承销包销制等经济发行方法。三是灵活多样地设计国债期限,应既有短期的,也有中长期的,以供一级交易商选择购买,以利于中央银行灵活开办公开市场业务。四是建立国债自营商制度,使由财政部和中央银行审定确认为国债自营商的金融机构成为国债交易市场的主要经营者,从而稳定国债收益率,提高国债信誉。

5. 加快利率市场化改革步伐。目前我国利率体制的弊病很多,难以适应市场经济发展。如不改革现行利率体制并形成市场利率机制,公开市场业务操作的效应就会受到影响。因此,在市场经济条件下,中央银行应适度放松利率管制,建立以中央银行基准利率为核心,有弹性、有管理的市场利率机制。