

□ 贺 涛 鲍建平

粮食期货市场的功能分析与对策

一、粮食期货市场功能的实证分析

粮食期货市场在粮食流通体制中具有重要的功能:(1)价格发现,完善粮食价格形成机制;(2)套期保值,有利于粮食企业转换经营机制;(3)促进流通,有利于形成统一有序的粮食流通体系。为此,我们选择了交易时间较长的一些重要粮食大宗品种进行实证分析。

1. 价格发现功能

价格发现功能主要采用回归模型进行期货价格与现货价格的相关性分析和因果分析。我们选择了上海粮交所1993年上市的粳米品种进行分析。对其主要交易合约R312、R405、R410即1993年12月,1994年5月、10月合约期价与现价分析得:

$$R312 \text{ 回归方程为 } P_F = 60 + 0.89P_C \quad R = 0.8988$$

$$R405 \text{ 回归方程为 } P_F = 624 + 0.51P_C \quad R = 0.7972$$

$$R410 \text{ 回归方程为 } P_F = -122 + 0.93P_C \quad R = 0.7215$$

式中 P_F 为期货价格、 P_C 为同期现货价格, R 为相关系数。

从分析可见粳米主要合约期价与现价相关性较强,相关系数都在0.7以上。为进一步分析期价的合理性和预期性,我们对前后合约R405与R410, R410与R412进行相关性分析得:

$$P410 = -375 + 1.32P405 \quad R = 0.7291$$

$$P412 = 97 + 1.01P410 \quad R = 0.7461$$

式中 $P410$ 、 $P405$ 和 $P412$ 分别为 R410、R405 和 R412 合约的同期期货价格, R 为相关系数。

合约之间较强的相关性说明了粳米期价形成的合理性与预期性,同时我们用 R410 期货价格对后三个月现货价格进行时间序列分析得相关系数为 0.7034,这进一步证明了粳米期货价格对现货价格的预期性。

最后我们用 C. W 格朗哥尔因果分析法对粳米 R410 期价和现价进行因果分析,公式为:

$$P_T = A_0 + A_1 P_{T-1} + B_1 Y_{T-1} + U_T$$

式中 P_T 为现货价格, P_{T-1} 为滞后一期现货价格, Y_{T-1} 为滞后一期期货价格, U_T 为扰动项。

分析得 F 值 R410 为 0.35 小于显著水平为 0.05 下 F 检验值 4.17,说明粳米期价不构成现价的原因,这有利于改变粳米期价炒高现价的结论。但我们对大豆 S311 进行因果性分析得 F 值为 5.43 大于显著水平为 0.05 下 F 检验值 4.73,这说明在特定的条件如期货交易较为规范和发达,而现货市场交易不够发达,现价代表性差的情况下,期价可构成现价的原因。

2. 套期保值功能

套期保值功能主要采用基差进行套期保值效果分析,我们对粳米合约最后交易日的基差进行分析得 R312 为-10 元/吨,R405 为 35 元/吨,R410 为-18 元/吨,对粳米所有交易合约的最后基差统计得绝对平均数为 40 元/吨与交割费用基本一致,说明基差收敛良好。从基差的波动性进行分析 R312 基差标准差为 34,现价标准差为 76,R405 基差标准差为 123,现价标准差为 127,R410 基差标准差为 222,现价标准差为 320,见下表。

单位(元/吨)

合约月份	现价标准差	基差标准差	降低风险值	交割基差
R312	76	34	42	-10
R405	127	123	4	35
R410	320	222	98	-18

可见基差的波动均小于现价的波动幅度,大大降低了市场价格风险,有利于套期保值交易的开展,尤其是 R312 套期保值效果值以期价与现价的标准差进行计算达到 80%,反映出当时粮食期货品种套期保值交易的功能。

3. 促进商品流通的功能

这一功能可从期货交易实货交割量中集中反映,以上海粮交所为例,自 1993 年 6 月至 1997 年 12 月,粳米、籼米、大豆等粮食品种累计交割 44.62 万手,交割金额达 56.93 亿元,其中大豆交割 25.4 万手,交割品主要来自东北产区,促进了北豆南运,大米交割 18.3 万手,主要来自长江流域主产省,促进了大米东运,并在长江流域形成了以粮食期货市场为指导,以江苏、安徽、江西、湖北、湖南等粮食批发市场为依托的大米流通新格局。

4. 促进粮食企业机制转变,提高经营效益

在粮食期货交易的实践中涌现出一批粮食经营企业利用期货市场回避风险,增加效益,实现经营机制转变的实例。如常德市粮油总公司通过上海粮交所的期货交易,在期市与现货市场架起桥梁,1994 年一年回避风险,增效 400 多万元,引导农民学习用期价来指导生产,其中谭家村一年增收 84 万元;又如浙江某市粮食总公司 1993 年前连续几年亏损,1993 年参加粮油期货交易后,利用现货交易优势,进行套期保值和套利交易,一年获利 600 多万元,一举扭亏为盈,成为粮食企业机制转变的典型。

综上所述,粮食期货市场经过几年的实践,在我国市场化粮食流通体制改革进程中正发挥出其应有的功能与积极作用,并为粮食流通体制改革的进一步深化积累了一些宝贵的经验。

二、粮食期货市场功能发挥存在的问题及其对策

在选用粮食品种进行实证分析中,我们发现在一些品种功能发挥较好的同时,也存在着有些品种功能发挥不佳的问题,主要表现在:

1. 期价与现价走势背离

我们对一些品种交易合约进行相关性分析,发现期价与现价相关性在 0.5 以下,期价与现价的走势不一致,期价的预期性差。

2. 套期保值效果差

一些品种存在着进入交割月份基差不收敛,基差波动值远大于现价波动值的现象,导致套期保值效果差,一些合约市场流动性差使套期保值交易无法进行,甚至造成较大损失。

3. 对现货市场流通造成负面影响

一些粮食期货品种价格的大起大落,以及交易中出现的逼仓行为,导致对现货正常流通造成负面影响,在有些品种发生巨量实货交割后,交割品大量积压,期货价格冲击现货价格,导致有些地区出现现货价格不能反映市场真实供求情况的现象。

导致这些品种功能发挥不佳的原因是多方面的,有内在也有外在的因素。从内在因素分析主要是合约设计不当,没有充分考虑现货流通的需要;期市投机过度,出现逼仓行为,使价格功能难以发挥;市场开发力度不足,覆盖面有限,套期保值交易开发不够,导致期市在整个粮食流通体系中难以发挥更多应有作用等。从外部因素分析,主要是粮食流通中长期存在的双轨制严重制约着期市的正常发展。随着这次粮食流通体制改革的进一步深化,这必将为期货市场发展创造良好的环境和机遇。粮食期货市场应抓住机遇,了解自身的不足,扬长避短,采取有力措施完善自身,在市场化粮食流通体制改革中发挥出更大作用。为此,在对策思路可考虑如下:

1. 积极开发和上市适应套期保值需求的大品种

缺乏套期保值需求大的品种,期货市场就难以在市场化粮食流通体制中发挥应有的功能。因此,在政策上可放宽上市品种的审批管制,上市品种由交易所开发,由证监会审批,可规定新品种试交易三年,在试交易期间有一定交易规模,功能发挥正常,合约设计基本合理的,可引入正式交易品种;反之,可停止试交易。

2. 积极引导企业进入期货市场进行保值交易

随着粮食生产与经营市场化程度的提高,应引导企业通过期货市场进行套期保值交易,规避一部分价格风险,适应市场竞争。在政策上,规定企业以套期保值为主是正确的,但考虑企业套期保值操作的实际效果,可允许企业在做套期保值头寸的同时,适当做一部分投机头寸。

3. 完善规章制度,规范市场行为

前阶段阻碍国内期货市场功能发挥的一个主要原因是由于规章制度不完善,以及监管不严和不规范竞争。必须加强稽查与监管,制止打击各种违规行为,保障期货市场健康运行。

4. 进行期货市场调整,形成市场合理布局

为消除不规范竞争的基础,充分发挥期货市场的龙头作用,应对粮食期货市场和品种进行调整,在粮食主要集散地如东北粮区、黄河流域、长江流域粮区按品种形成全国性的粮食期货交易中心,以促进粮食大流通格局的形成。

5. 构筑期货市场与现货市场的密切合作关系

为了发挥期市在粮食流通体系中的价格指导作用,应加强期货市场为现货流通服务的工作。可考虑在主要的粮食批发市场设立期货信息、交易、交割等服务机构和设施,同时还可考虑开设仓单交易和回购业务,方便套期保值交易。

参考文献:

- 林少宫著:《经济统计与计量经济》,上海人民出版社 1993 年版。
李长风编著:《经济计量学》,上海财经大学出版社 1996 年版。
厉以宁主编:《中国宏观经济的实证分析》,北京大学出版社。
贺涛主编:《中国期货市场研究》,科学出版社 1998 年版。

(作者单位:上海粮油商品交易所;单位邮编:200041)