

●鲍建平

试论期货市场的效率

我国经济体制改革的目标是建立社会主义现代化市场经济，期货市场作为现代市场经济中的一项制度创新必将在我国得到广泛发展。这是因为期货市场能有效地克服或回避现货市场带来的价格风险，使得市场机制更加完善和有效，从而促进社会资源的合理配置和社会福利的改善。期货市场的功能是建立在期货市场本身的效率基础上的。而这种效率又来自于期货市场作为一项降低交易费用的有组织的完全市场的制度创新。但是这种创新又是有成本的。因此在培育一个高效的期货市场时，就必须考虑到这个市场的制度创新的特征以及这种制度创新的成本与收益。文章首先谈谈期货市场的产生，其次将进一步论述期货市场效率的根源，再次将对期货市场的成本和收益进行分析，最后谈谈这些分析对我国期货市场培育的几点启示。

一、交易费用和期货市场的产生

传统的古典经济理论认为，只要在完全竞争的情况下，生产者和消费者就可根据价格信号作出决策，合理地使用资源并获得整个社会的利益最大化。其他一些协调与组织经济活动的制度和组织是否存在是无足轻重的。事实上，市场的交易是有成本的。交易过程需要当事人注入大量的精力和时间，支付信息费用和其他一切费用。在不确定的市场环境中，如果有关商品相对价格、质量、品种、交易对象的资料等难以了解清楚的话，则交易费用就更大，交易费用过大必将影响市场的正常运行，造成“市场失败”。为了克服市场失败，降低交易费用，必将产生各种不同的市场制度安排。

合约的出现显然是为了节约搜寻和等待成本，从而可以降低交易费用，然而在合约的谈判和签订过程中，以及对合约的执行和监督中，都是要付出代价的。短期合约具有灵活性，能适应市场条件和行情变化，但是它不稳定，重新签订的费用也很高。长期合约可以使供求双方具有相对的稳定性，使之不受未来不确定因素影响。但是长期合约的风险也恰恰在于它牺牲了或失去了未来许多有利可图的机会，因而在价格变化时，合约的一方有时会选择违约以保护利益，从而使合约履行的风险和费用提高。另外长期合约要求对每一次不同交易行为都作出详细的规定，这就提高了谈判和签订合约的费用，总之远期合约的交易费用是很大的。为了减少远期合约的交易费用，期货市场就产生了。在期货市场中，期货合约是买卖双方通过交易所签订的法律凭证，是标准化合约，关于商品数量、品质、规格、交割期限等都有标准，这就大大减少了签订合约的费用。期货合约的履行的风险由交易所负担，这就减少了履行合约的风险和费用，而且在期货市场中，大量的交易者集中在一起，按统一的、严格的规则进行期货合约的买卖和转让，这就使交易者搜寻信息费用降低，市场经营的风险降低，

从而使得市场更加完整。从现货市场—→契约市场—→期货市场的市场制度发展过程中可见，期货市场是一项降低交易费用的市场制度创新、是商品经济发展的必然结果。

二、充分发展的市场

期货市场的制度创新集中表现在它是个充分发展的市场。它具有高度的组织性、规范化和很强的计划性。同时它还是一个近似完全竞争的市场。正是期货市场的组织化、规范化，加上市场的完全性和竞争性，使期货市场具有很高效率，减少了市场交易费用。

1. 有组织的市场。期货市场不同于其他种类市场，它的买卖活动是在一个公认的建筑物内进行的，交易活动受到双方一致公认的规则和惯例支配，并且通常只有专业人才才允许从事这些交易，一般公众被排斥在外。在期货市场内部，存在着严密的组织和严格的制度，使得市场存在着层次性，并且层层控制，从而形成交易所、经纪行、结算所、顾客之间分层次的监督管理制度，风险分担制度和危机阻隔制度，使得市场高度规范化、法律化、制度化，具有很强的计划性和可控性，这就大大降低了传统自由市场制度中存在的不确定性，减少市场交易费用。

2. 完全的市场。完全的市场有两个条件：一是卖方和买方都必须明确地知道市场其他地方的商品价格；二是买方和卖方必须完全根据价格采取行动。在期货市场中买方和卖方通常都是职业的经纪人，他们通过仔细观察价格的变动并以此进行买卖，从中获得他们的收入。因此他们熟悉各个市场的价格波动，并进行套利。这样，使各个市场的价格差别很快得到消除。同时，由于期货市场中交易者不知自己的对手是谁，加上交易者参与市场的目的是为了追求经济利益最大化，因而也就不存在因偏好或某种特殊情况定要向某人购买或向某人出售的情况，因此期货市场是完全的市场，这就保证了价格的同一性，提高了市场的效率。

3. 竞争性的市场。期货市场具有完全竞争性市场的四个特征：①大量的较小的买者和卖者。在期货市场上，就流动性强的期货合约而言，总能在一定价格下具有大量的合约买者和卖者。而绝大部分的市场定单是小批量的，对市场价格变化影响很小。这种状态保证了期货市场不受垄断力量的操纵，从而保证了期货市场的效率。②同质的产品。同质意味着一个产品与另一个产品是同样规格，交易者可以在同样规格基础上进行买和卖，而没有必要进行直接检验，这就扩大了市场的地域范围，增加了交易者的数量。在期货市场，由于合约的标准化，每个合约除了交割期和价格不同外，其他都是高度标准化的，同类商品的合约都相同。因此期货市场是满足了同质产品这个条件。③资源的完全流动。资源完全流动意味着资源可以自由流入和流出，同时也要求买者和卖者能自由进入和退出。期货市场要求人们在交纳一定定金基础上做交易，初始定金一般只占合约价值的10%，这就意味着期货市场进入成本相比现货市场而言要低得多。期货市场没有退出障碍，交易费用相应的很低。由于交易者只要交付很少的资本定金就可以自由买卖，因此期货市场相对于绝大部分其他市场而言，更接近于资源自由流动这一条件。④完全的信息。如果市场是完全竞争的话，则交易者必须有充分的信息。充分的信息要求对现在和未来知识的了解。由于在期货市场上，交易者都是在了解了各种潜在的政治与经济事件后参与交易的，在这个基础上形成的期货市场价格就代表了交易者对现在信息和未来信息的了解，并提高了对未来价格预期的合理性。大量的信息通过现代化的电脑网络进行传递，促进了市场的有效性，也使得期货市场比任何一种其他市场都接近完全信息这一理论上的市场状态。

三、期货市场的成本和收益

任何一项制度的创新都是以预期净收益超过预期成本为条件，使得社会总收入得到增加，因此期货市场效率必须用它的成本和收益来衡量。

期货市场作为充分发展的市场，它给参与者和整个社会带来巨大经济收益，这主要来自以下几个方面：1. 风险降低导致产出增加。由于交易者可以通过期货市场进行套期保值，回避风险，从而使得商品生产者和经营者都能安心地从事生产和经营，加上投机者经营风险的技巧从而使整个市场风险水平降低，价格稳定，减少了风险带来的损失，使产出增加。

2. 营销效率的提高和交易费用的降低。在期货市场上，大量的交易者集中在一起，按统一的规则进行买卖，这就提高了交易的效率，促进了市场的流动性，加上期货市场的公平、合理、透明，便利了交易，降低了市场外在性和交易费用，使交易者潜在的收益得到增加。

3. 未来价格的发现和信息成本的减少。由于期货市场价格能正确反映商品未来供求状况，并为商品生产和经营提供重要决策依据，这就降低了市场上的生产者、经营者、消费者搜寻信息的成本，使得商品生产、经营和消费能得到事先安排，减少了市场滞后带来的社会资源的巨大浪费。

期货市场能促进社会资源的有效配置，带来经济和社会福利的改善。但期货市场的建设和运行同时也是有成本的。期货市场的成本主要有：1. 组织成本。期货市场的建立需要投入大量的人力、财力、物力和时间。参加者都必须为此支付费用。2. 运行成本。期货市场要维持正常运行、保证交易各个环节的流畅，就需要不断监督、调查，确保期货市场规则的实行，参与者要为此支付保证金和交纳手续费以及其他费用。3. 风险经营成本。市场交易的不确定性以及期货市场本身的不足，都有可能带来市场经营风险，使参与者无利可图，导致期货市场的失败。事实上，只要市场交易的不确定性导致投资者贴现很大，从而没有人愿意以厌恶风险者期望支付的价格来提供承担风险的资本和服务，则期货市场的发展要受到影响。

期货市场成本和收益，决定了期货市场效率的大小，从而影响着它的产生和发展，因此必须尽量地降低期货市场的成本，提高期货市场收益。期货市场的成本与收益的大小主要与以下几个因素有关：1. 期货市场经营的商品种类。期货市场商品要求供给量基本平衡，价格变动频繁，生产周期长，质量标准容易把握的商品，选择与经济发展和社会相适应的品种和做法，可以减少期货市场建立的风险和所需成本，使参与者有利可图。2. 市场的交易量。在既定的市场规模环境中，某个特定的商品交易所能使其拥有较大的市场交易数额，那么就会提高这一交易所的市场流动性。同时，相应地减少这一交易所单位交易额中的成本支出，从而带来较好的收益，并有利于提高整个社会的市场流动性和效率。3. 会员的素质和未来价格的发现程度。期货市场产生的期货价格越能正确反映未来商品的供求关系，为生产者和其他用户提供可作生产、经营决策参考的正确信号，则期货市场就越具有吸引力，效率也就随之提高。而未来价格发现的程度又与会员的素质密切联系。只有那些善于搜索信息，并有高超投机技术的人，才能使未来价格具有充分性和稳定性。4. 市场服务的质量。期货市场以各种现代化的通讯交易结算手段作为基础的交易服务设施，为交易各个环节提供便利，这样才能减少市场的交易费用。5. 风险的回避能力。期货市场只有具备完善的风险分担和转移机制，才能真正降低市场厌恶风险的程度，增加产出，这就要求期货市场有健全的风险分担、处理和监察制度，以及大量的投机者参加。投机者的数量越多，技巧越高，市场

的效率也就越容易提高。6. 声誉的强弱和组织的合理化。从某种意义上讲, 期货市场是作为一种文化而存在的。通过期货市场声誉建设和这种声誉对他人的影响, 可以使期货市场易被人们接受, 减少交易费用, 使其获得长久生存能力。

虽然, 期货市场作为一项制度创新, 它在产生高收益时, 也要付出很大成本, 并任其发展中也存在着许多不足之处, 但总的来说, 它的效率是惊人的, 实践也证明了这一点。目前, 世界上已有70多家商品期货交易所, 世界贸易量的57%是通过这些商品交易所成交的, 世界农产品中85%的产品是根据期货市场行情来定价的, 并且越来越多的商品包括金融商品开始进入期货市场, 使期货市场成为发达国家进行市场调节的重要手段。期货市场效率也越来越被人们所认识, 就如一位美国经济学家所说的那样, 到目前为止, 还没有一种市场制度能与期货市场的低成本和高效率相媲美。

四、对培育我国高效期货市场的几点启示

通过以上分析, 可知期货市场的高效率, 因此大力推动期货市场的培育是势在必行。同时我们又要认识到期货市场效率来自于它的制度创新, 这种制度使期货市场成为有组织的完全的市场。近似充分竞争的市场, 使期货市场功能得以发挥。因此在构建我国现代期货市场时, 就必须要在制度创新这方面下文章, 设计出一套适合我国市场经济的, 能最大限度降低交易费用及其本身成本的现代期货制度。而当前的一些交易所, 虽然讲起来是期货市场, 但实际上却与现代期货市场做法相去甚远。如有些交易所只是进行现货和远期合约的买卖, 有些交易所还是政府的附属物, 交易冷清等等。这些交易所本身制度创新的不足必将带来其效率的低下, 因此在培育我国高效的现代期货市场时, 必须要做到以下几点:

1. 在交易品种上, 必须建立在规模大、效率高, 价格波动大的, 有代表性的现货市场上。此品种应有国际竞争力, 如粮油等农产品, 我国拥有丰富的期货资源, 而亚洲地区又缺少农产品的国际期货市场, 因此我国完全有潜力发展成亚洲现代农产品期货中心。

2. 在交易法规上, 要按照国际惯例办事, 使期货交易所成为一个严密的、契约化的、高充分竞争的自律组织。国家要颁布统一的交易所法规, 交易所本身要设计出有效的交易规则, 从而使交易者参与期货交易时能有章可循, 减少交易费用, 交易所本身的结构设计要根据业务需要, 做到人少办事多。

3. 大力发展经纪业务, 提高市场的流动性。一方面要设计标准化合约, 另一方面又要组建各种经纪公司, 发展经纪业务, 把广大的投机者和保值者吸引进来, 个人也应允许参与期货交易, 并且要吸收国外会员, 这样才能提高市场的流动性, 产生有代表性的预期价格。

4. 要成立结算和保证公司。现在我国商品期货交易还没有自己独立的完善的清算公司和保证公司。建立结算公司和保证公司, 保证每日差额结算, 可确保财务的清结性, 保证期货市场能有效地回避市场风险。

5. 加强信息管理。交易所的效率来自于充分的信息, 一方面我们要引进国际期货交易所四个市场信息软件系统, 即报价系统、交易系统、通讯系统、技术分析系统; 另一方面要加强信息管理和信息服务。

6. 加强文化管理。要加强对交易所管理人员与交易者的培养, 提高他们的专业技能和道德水平。同时在交易所内部, 借鉴国际同行的各种做法, 建立起有自己特色的交易方式和管理风格。