

提升期货市场服务实体经济能力

□黄运成 马险峰 邵同尧

期货市场是市场经济发展到一定历史阶段的产物，它同现货市场一起，构成了现代市场经济运行和发展的重要条件。经过二十多年发展，我国期货市场规模稳步扩大，服务国民经济能力不断增强。“十二五”期间，随着国民经济结构调整转型的需要，对期货市场的发展提出了更高要求。

期货市场服务国民经济发展的现状

我国期货市场历经二十多年的探索实践，取得了令人瞩目的成绩，在相关产业和国民经济发展中发挥了至关重要的作用，具体而言，突出地表现在以下几个方面：

第一，深化了资源市场化配置机制。目前，不少期货品种价格已成为现货市场重要的风向标，加快不同区域市场之间价格信号的传递速度，引导区域间市场价格趋一致。在国际大宗商品价格波动日益剧烈的背景下，越来越多的企业开始利用期货市场转移风险。如2008年金融危机爆发后，国际国内市场大豆价格最多时曾暴跌50%左右，部分企业在美洲购买大豆原料的同时，在大连期交所卖出大豆期货等相关品种，有效对冲了风险，避免了企业的灭顶之灾。

第二，促进了现代农业的发展。截至目前，我国基本建立了包括粮棉油糖等10个品种在内的农产品期货品种体系。农产品期货价格与现货价格拟合度较好，对农产品的生产和流通发挥了积极作用。期货市场价格成为安排农业生产、调整种植结构的重要价格信号。我国农产品相关期货价格已成为东北、华北、云南等地农民以及农业企业组织安排农业生产、调整种植结构、确定销售计划、锁定预期利润的重要手段。黑龙江农垦每年4月一般都会在分析大商所的期货价格后向集团下属农场发布大豆种植面积指导意见。湖南省部分棉麻企业积极发展“订单农业”，采取先卖后种方式指导棉农生产，3年期间棉农增收约2.5亿元，并促进了棉麻企业发展。郑商所稻谷期货上市后，产区部分生产、加工企业积极参与套期保值，实现了企业的稳步发展。

第三，促进了相关产业的升级。期货合约的一个重要特征就是对交割标的物制订了严格的质量标准。一个企业的产品一旦进入期货交割品行列，就意味着该企业有稳定的产品质量管理体系。期货交易所认可的交割品牌在行业内享有较高的信誉度。锌期货上市前，国内0#锌含锌量不低于99.995%的未锻轧锌)占国内锌总产量的比例相对较低，上期所根据行业发展趋势，在设计锌期货合同时将0#锌确定为交割标准品。锌期货上市后，国内生产企业开始以0#锌作为主导产品，0#锌的市场份额迅速增加。目前在上期所进行品牌注册的企业，0#锌占其总产量的比例已经超过了90%。上期所加强交割品牌管理，结合中国有色金属市场的自身特点建立了注册品牌的“中国标准”。我国有色金属企业还通过在伦敦金属交易所注册交割品牌，有效扩大了在国际期货市场的品牌效应。

第四，对部分国际大宗商品价格产生了一定的影响力。随着国民经济的发展，我国对大宗商品的国际依存度逐年提高。目前，60%左右的铜、40%的铝、30%的铅和15%的锌依赖进口，与此同时，需求因素也增强了我国有色金属期货价格对于全球贸易定价的影响。上市公司江西铜业、云南铜业等都采取“上期所月加权平均价”作为合同定价基准。随着现货企业的参与度不断提高，沪铜和沪铝也在一定程度上引领了伦敦价格。

第五，已成为国家宏观调控的一个抓手。近几年在国家宏观调控中，期货市场发挥了价格发现功能，传递调控信息，强化调控效果，并为调控提供价格参考。特别是2010年底以来，相关期货品种价格波动幅度远低于海外相关市场，去年大玉米期货市场就呈现出期货价格比国际市场波幅低、比现货市场涨幅低、现货企业避险积极性高的“两低一高”特点。

期货市场不完全匹配经济发展需求

三十多年的改革开放和二十多年的期货市场建设为期货市场自身进一步改革发展、服务经济发展方式转变夯实了基础。但与发达市场相比，我国期货市场

发展仍相对滞后，与国民经济的整体发展还不完全匹配，尚不能满足实体经济和经济发展方式转变的要求。

第一，经济发展方式的转变，需要期货市场进一步拓展广度和深度。“十二五”期间是国家深化改革开放、加快转变经济发展方式的攻坚时期，工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化深入发展，市场需求潜力巨大，为期货市场发展提供了广阔的空间。而美国期货市场发展经验表明，期货市场的发展和品种上市数量是与国民经济发展阶段相适应的，市场规模、品种累计上市数量和国家经济总量高度相关。

目前我国上市了28个期货品种，仅相当于美国期货市场1950年的水平，印度的现代商品期货市场建立时间也就10年左右，但目前上市的期货品种已覆盖了近60个基础商品。当前我国中小企业对期货市场的利用和参与程度还极不充分，有很大的提升空间，失衡的以个人为主的投资者结构也制约着市场功能的充分发挥。国内期货市场还需要调动各类市场服务资源完善运行方式，以进一步拓展金融市场服务的层次和厚度，通过自身发展的转型实现对产业及国民经济的有效支持。

第二，商品“大进大出”和国际商品价格剧烈波动的现实，客观上需要通过期货市场发挥更大作用。中国GDP在世界经济排名中位居第二，仅次于美国。中国既是世界大宗商品的生产大国又是消费大国，既是出口大国又是进口大国。从中国主要能源消耗增量指标占世界新增产量比重来看，中国能源、煤炭、石油和钢铁消费增量占全球新增产量的比重位居世界第一。很多大宗商品和战略商品如石油、钢材、铜、铝等的进出口量很大，2011年中国原油净进口2.5亿吨，对外依存度达55.2%，同比增加1.5个百分点，天然气净进口281.8亿立方米，对外依存度达21.56%，同比增加9.4个百分点。商品“大进大出”和国际商品价格剧烈波动的现实，使得我国客观上需要通过期货市场，掌握大宗商品商品的定价权。目前，全球大宗商品定价权主要集中在欧美等发达国家，我国期货市场的国际定价权仍然较弱，这与我国大宗商品消费大国的地位并不相称。

第三，我国企业庞大的风险管理需求，要求期货公司发挥更大作用。期货业是现代金融服务业中的新兴产业，期货公司承载着帮助国民经济各产业建立风险管理机制、增强产业竞争力的历史重任。但长期以来，我国期货业整体实力非常弱小，难以适应实体经济快速发展的需要。目前，期货公司利润主要来源于佣金收入，信息咨询、交割等服务还难以创造价值。单一的经纪业务模式使期货公司经营同质化，手续费的竞争导致期货行业整体盈利能力不足。同时，多数公司利润微薄、薪资低下，高端人才不足，服务客户能力不强。以研发人员的薪资数据来看，证券公司、基金管理的平均年薪为50-70万元，期货公司仅10余万元。人才瓶颈制约了期货公司服务能力的提高与良性发展。

第四，价格发现功能的正常发挥，需要期货市场投资者结构的调整。我国期货市场结构与国外相比，一个明显的差距就是套期保值比例过低。国内期货市场上近95%的交易者是中小个人投资者，法人机构数量占比不到5%，而国外成熟期货市场则以法人机构为主。在美国，约60%的粮食生产和经营企业在期货市场进行套期保值，美国政府还通过财政补贴、低息贷款等方式鼓励和引导农场主参与期货市场进行套期保值。在一个以投机散户为主、缺乏产业机构广泛参与的投资者的市场，容易导致短期投机较多，价格炒作现象较普遍，致使期货价格易于偏离现货价格走势，期现价格关联性不强，市场功能难以正常发挥。

第五，国际市场局面复杂，期货业“走出去”步伐有待加快。期货业“走出去”步伐较慢主要表现在三个方面：一是套保企业“走出去”步履蹒跚，当前，具有境外套保需求的国内现货企业，除了国务院特批的28家大型国企以外，其余均不同程度地存在难以“走出去”的问题。二是期货公司“走出去”步伐较慢。目前，有六家期货公司在香港设立了分公司，有三家公司与外资机构成立了合资期货公司，境外代理交易还在研究当中。三是期货交易所国际化发展滞后。目前，国际主要交易所一般通过并购取得全球市场的竞争优势。新世纪以来，印度大

力发展期货市场，交易所进行股份制改革，引进欧美股东，期货品种迅速增加，在亚洲市场的竞争力凸显。我国期交所在参与未来的国际化竞争中，尚需努力。

期货市场未来发展方向前瞻

期货市场应通过持续推进自身发展方式的转变，推动期货市场改革发展再上新台阶，进一步增强服务实体经济的能力，更加有效地服务经济发展方式的转变。

首先，提炼实体经济需求，为实体经济提供更好服务。服务实体经济首先要贴近实体经济，最需要贴身服务的就是中小微企业。并且实体经济的需求是广泛的，要服务好实体经济，就需要期货市场提炼出这种需求。期货是标准合约，但企业需求可能与标准合约有所差异，这时可通过期货公司的创新，在标准合约的基础上衍生出满足企业需求的产品，这也是大宗商品期货市场衍生功能的重要体现。

其次，规范与发展现货市场，为期货市场奠定基础。现货市场是期货市场发展的基础，期货市场又对现货市场的发展起到积极的推动作用。目前，我国现货市场过于分散，规模化程度不足，缺乏统一协调的制度规范。未来应考虑全国和区域经济发展需要，按照“统一制度、依法监管”的原则，采取疏堵结合的方式，研究制定统一的监管措施，指导地方政府或有关部门依法严格监管，真正发挥现货市场功能，并逐步成为期货市场的重要依托。

再次，逐步掌握全球重要的金融资源配置话语权。我国实体经济的存量虽不是第一，但增量却保持了多年的第一，这就是我国经济在全球发展中最基本的话语权。定价能力就是话语权的表现形式。我国期货市场的法规制度、期货合约等已逐步为国外所接受，成为国际惯例的有机组成部分，这是逐步建立我国话语权的基础与前提。我国要通过期货市场的不断发展与强大、与国际市场接轨的方式形成话语权，使中国因素成为全球大宗商品交易的基础信息组成部分。话语权既是以实体经济为基础，也是机构投资者之间博弈的结果。中介机构在整个期货市场体系中居于非常重要的地位，承担着逐步建立我国话

语权的历史重任。我们必须从维护国家金融安全和建立话语权的高度，加速促进我国期货中介机构快速发展。

第四，进一步推进交易所改革。作为证券监督系统的重要一环，交易所的改革也需要积极推进。交易所应在产品创新、发展特色产品、市场服务等方面加快推进改革，建立起良好的治理结构。推进期货交易所建立现代企业制度，发行股票上市，是加快市场发展，增强服务实体经济能力和提高国际竞争力的重要举措。目前，六大交易所正在公开选拔副总经理，人事的改革拉开了交易所改革的序幕。

第五，加快推出重要的期货品种。今年以来证监会一直在积极推动原油、国债、焦煤、玻璃灯期货品种的上市准备工作，白银期货已于5月10日正式上市交易。一系列关乎国计民生的大宗商品期货产品将陆续推出，期权、商品指数期货、金融期货产品也将不断创新发展。

第六，兼并重组助推期货公司加快发展。目前，期货公司的数量不少，但整体实力仍显不足。随着期货公司的经营业务范围逐步扩大，期货公司之间的兼并重组有望增多，一部分优质公司或将上市，期货行业的集中度和行业素质都将提高。

第七，不断改善期货市场投资者结构。发达国家期货市场的投资者结构是以机构投资者为主体，其中银行、期货投资基金、对冲基金、期货公司、证券公司、信托公司是主要的机构投资者。我国期货市场的投资者结构是以中小投资者为主体，机构投资者比例还较低，而机构投资者多是商品的生产企业、消费企业和贸易商。未来以大型机构投资者、法人企业为主的投资者群体应将成为趋势。

第八，以服务实体经济为主线推进期货市场的国际化。目前，我国在国际上最有影响力的是期货行业，而不是实体经济。我国期货行业要想走国际化道路，建立话语权，唯一的途径就是和实体经济的发展捆绑在一起。因此，在国际化上，也要牢牢抓住期货行业为实体经济服务这条主线。

(作者供职于证监会研究中心，本文仅代表作者个人观点，其中黄运成为教授、研究员)

大金融视野下的证券监管理念和证券法修改路径

□中央财经大学法学院院长 郭锋

《中华人民共和国证券法》以下简称证券法)于1998年12月通过后，经历了2004年、2005年两次修订。这两次修订与当时我国金融资本市场发展情况相适应，顺应了我国加入WTO和进一步放松管制的要求。但是，这两次修订基本上没有借鉴金融发达国家自英国金融大爆炸、美国金融现代化改革法案实施以来的全球化金融法、证券法变革经验，没有吸收亚洲邻国日本、韩国的大金融变法经验。另外，自美国次贷危机以来，全球经济金融形势、金融监管、金融立法、公司治理又发生了深刻的变化，中国的金融市场、金融监管在进一步发展过程中也出现了不少新情况、新问题。基于此，建议对证券法进行第三次修订。

实行“风险为本”监管原则

必须认识到中国经济、金融所处的特定阶段，以及政府过度管制、金融创新不足和滞后、市场运行效率较低、国际化程度不高的现象。我国目前仍应当处理好金融发展、金融创新、金融风险防范和金融管制的关系。特别重要的是，应当继续坚持放松管制的市场化改革方向，在风险可控的前提下鼓励金融创新。

第一，从若干具体制度上放松管制。放开金融混业经营，明确金融集团有权经营银行、证券、保险、信托等业务；构建金融控股公司混业经营、一般金融机构分业经营的二元化模式；证券公司可以为特定机构、个人提供存贷款、委托理财、私人银行服务；主板、中小板和创业板发行审核过渡到注册制，国际板发行审核实行注册制；将证监会的部分发行审核权下放给证券交易所；公开发行股票实行证券商推荐，证券商和中介机构把关，交易所审核，证监会备案的制度；对中国企业境外上市做出重大调整，由审批制改为备案制；引入小额公开发行审核豁免制；放宽直接融资管制，建立公开发行豁免制度；解决存量股份发行问题；激活证券交易内的债券市场，统一各类债券发行的监管；实行国债和金融债券发行审核豁免制；放宽债券发行条件，增加附担保债券发行额度。

第二，坚持市场化方向和私法自治，放松市场准入监管，提升监管效率。首先，尊重市场主体的私法自治权。如，允许设立合伙制证券公司，允许证券分析师个人执业，降低创业板上市门槛，确立三板市场的法律地位，放宽证券市场购并条件和审批程序，修改或删除关于募集资金使用用途的严格限制。其次，优化自律管理，限制公权力对市场主体的过度干预。优化中国证券业协会、期货业协会、上市公司协会、证券交易所的自律管理功能和机制。对上市公司、证券公司、基金公司、交易所的政府

监管应严格限制在法律、行政法规规定的领域，监管机构的部门规章不得随意扩大监管权限，特别是不得随意进行深度监管，提前介入式监管(如官员参加公司董事会)。再次，提升监管效率，减少交易成本。信息披露简明化、节约化，加强对信息披露的动态监管；加强对证券欺诈行为的适时监管和处罚；落实完善退市制度；监管重心后移，加强准入后的政府监管和动态监管。

第三，引入“风险为本”的监管原则。证券监管的理念和目标应当是：提升投资者对金融资本市场的信心；促进公众对金融制度的理解，了解不同类型投资和金融交易的利益和风险；确保证券从业机构和个人有适当经营能力及健全财务结构；教育投资者正确认识投资风险；监督、防范和打击金融证券犯罪。

监管执法必须通过降低系统性风险及其危害来维护市场安全，保护投资者权益，适应国际金融监管趋势，金融监管机构应加强对具有系统重要性的大型复杂金融机构的审慎性监管，通过改进公司治理机制，提高市场透明度和其他激励性措施来强化市场监管约束；强化对证券期货衍生品市场的监管，抑制过度信用，降低金融传染风险，防止金融系统与实体经济严重背离。

为此，证券监管应当实行“风险为本”的监管原则，强化监管机构在监控、评估和缓解由于金融各业的相互关联所导致的系统性风险方面的职能。在“风险为本”监管理念的指导下，证券监管应当转变观念，对公司治理完善、低风险的从业机构，鼓励其加强自律；对中高、高风险从业机构强化监管，采取有效的风险缓释措施。

明确“混业经营，功能监管”

“分业经营，分业监管”，其实质是以“对象商品”或“金融机构”的概念形态为基础的商品类、机构类规制与监管。从国际金融市场的监管和立法演变来看，各发达国家先后将“证券”扩展为“金融商品”的概念，对有价证券的范围进行了横向扩大。将“证券”的定义扩展为“金融商品”的概念，最大限度地将具有投资性的金融商品进行统一的功能性规制的转变。我国最近10年来，以金融集团、商业银行为主导的混业经营模式已较为普遍。在此情况下，如果短期内分业监管不能走向统合监管的话，将以“机构监管”为导向的分业监管，应当为以“功能性监管”为导向的分业监管，应当是本次证券法修改的方向性选择。

功能性监管的核心是将金融投资业、金融投资商品、金融消费者根据经济实质和金融功能进行分类。只要金融功能相同，就适用同一的标准与规则，对同一金融功能的金融消费者适用同一的投资者保护制度。因此，对于证券这种金融商品，不能是哪些机构发行、销售、经营，也不论是否冠以“证券”的名称，只要符合证券的要式性、投资性、风险性等特征，就应纳入证券法统一规制，由监管机

构按统一的规范和标准监管。

在国际上代表性的观点认为，金融资本市场的理想监管模式是目标性监管。这种基于目标(Objects-based)的监管模式，是依据主要监管目标来建立监管架构。目标性监管可以更好地适应金融市场的形势变化，可以更清晰集中地执行特定的监管目标。但是，监管机制的改革和路径选择要结合本国国情。美国在这次金融危机后的监管改革讨论中，虽然提出要向目标性监管架构演进，但奥巴马政府最终选择了温和改良性的功能型监管模式。我们认为，中国的证券市场目前也应采用功能型监管模式。

扩大证券范围，引入“金融投资商品”

根据大金融的理念，本次修改证券法应当适度扩大证券的范围。建议采用列举式加具有弹性的兜底条款立法，将所有符合“投资性合同”特征的证券性金融投资商品纳入证券法的调整范围。将证券划分为债务证券、股权证券、受益证券、投资合同证券、衍生集合证券、预托证券。

将证券划分为债务证券、股权证券、受益证券、投资合同证券、衍生集合证券、预托证券。

改革发行审核制度

我国现行的证券公开发行审核制度，按照证券法的规定由证券监管机构行使审核权，并设立了专门的证券发行审核委员会，经过委员会审核通过后，由监管机构核准。这就是证券法规定的证券公开发行的“核准制”。这种核准制，既不同于美国的注册制，也不同于欧洲大陆国家传统上的实质管理制度。证券法的立法初衷是想在两种制度之间寻求折中：一是保证投资者获得较为充分的信息，二是试图确保上市公司质量和投资价值。从实际运行的效果来看，第一个目的基本达到，第二个目的并没有完全实现，很多公司上市以后就出现亏损或其他严重的问题，使投资者的权益受到损害。

实践证明，即使是拥有强大的公权力的监管机构也不能确保上市公司的质量，反而成为投资者批评、发难的对象。因此，本次修改证券法时可以考虑重构公开发行审核制度，具体建议是：第一，建立由证券商推荐、证券商和中介机构把关、交易所审核、证监会备案的股票公开发行审核制度；第二，考虑到改革对证监会审核部门权力配置的影响以及市场的适应过程，建议本次修改时，主板的股票公开发行审核仍由证监会负责，中小板、创业板、国际板发行审核权下放给证券交易所，交易所审核通过后报证监会备案。发行审核权部分下放后，可以使证监会处于比较超脱的地位，集中精力加强监管，规范市场，查处和惩处违法行为，保护投资者的利益。

改革保荐制度

2004年引入保荐制时，制度设计的初衷是希望保荐人为资本市场输送合格的上市公司，保证信息的真实、准确、完整。但保荐制度实施以来的实践证明，这一初衷不但没有达到，反而滋生了不少腐败行为，市场对此反映比较强烈。

保荐制度在实施中存在着严重的问题：保荐代表人持股、关联方保荐、保荐人直投、保荐人造假，成为市场诟病保荐人制度的“四宗罪”；保荐机构的职责与其承销身份存在冲突；保荐代表人与保荐机构之间的责任划分不够清晰，保荐责任缺位，缺乏行之有效的利益回避制度；保荐机构难以完成持续督导职责。由于法律没有赋予保荐机构相应的权利和发行人的具体经营管理，保荐机构缺乏必要的途径调查公司银行账户、证券账户、财务资料、公司档案等，保荐机构难以完成其职责。

为此提出三种建议方案供选择：废除保荐制度；保留保荐人，废除保荐代表人；保荐与承销完全分开，建立合伙制保荐事务所。

建立投资者适当性制度

投资者适当性制度要求某些高风

险金融产品的参与者必须具备一定的资质；法律法规对特定类型的投资者实行市场准入限制；金融机构在销售产品时应将适当的产品销售给适当的投资者。依据投资者适当性分类，法律法规要求金融机构在为普通投资者提供服务时应遵守更严格的行为准则，避免普通投资者盲目或轻率投资。

我国在创业板和股指期货业务中已经开始推行投资者适当性制度。如，股指期货投资者适当性制度要求根据股指期货的产品特征和风险特性，区别投资者的产品认知水平和风险承受能力，选择适当的投资者审慎参与股指期货交易，并建立与之相适应的监管制度安排。证监会还要求参与股指期货的自然人投资者应当全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等，审慎决定是否参与股指期货交易。

欧盟2004年新投资服务法指令、日本金融商品交易法、韩国资本市场整合法，都将投资者按照是否对有价证券投资有专业知识，以及资产规模是否能够承受由投资带来风险的能力不同，区分为特定投资者(专业)和一般投资者(业余)。以特定投资者为交易对象时，由于投资者一般具备自己收集分析信息的能力，免除一些行为规制的适用，力求降低规制成本。

如日本，金融商品交易法规定对特定投资者的劝诱不适用适合性原则和禁止非邀请劝诱原则，合同缔结前和缔结时书面交付义务也可免除。缔结投资顾问合同和委托投资合同时，不适用禁止接受顾客有价值证券的委托保管的规定。这些制度都可以为我们充分借鉴。

重视个人信息安全保护

在信息科技高度发达的时代，由于个人信息的电子化，个人信息的泄露给消费者、投资者造成的损失、带来的困扰不时出现，因此个人信息的隐私权及安全性问题是越来越多的消费者和投资者所重视。英美等国金融法高度重视个人信息隐私权的保护。美国金融商品现代化法案》中规定了大量有关隐私权规定的内容。如法案第5条明确规定了金融机构对顾客非公开的个人信息，必须尊重其隐私权，这属于一种强制性和持续性的义务。法案进一步规定，金融机构不得向任何不属于其关联企业的第三方披露顾客的非公开信息，除非金融机构事先向顾客提出有关通知并且向顾客提供要求不得披露信息的权利。我国证券法尚未无个人信息隐私权保护的制度控制条款及侵权责任规定，此次修法应予以增列。

优化立法技术，注重与相邻法的协调

法律的核心功能在于其可预测性，预测性弱的法律，很难实现预期调控目标。因此，应当强化证券法律规范的明确性与透明度；协调证券法与公司法、最高法院司法解释、证监会规章、证券交易所规则等法律规范的关系；可以在证券法中增加对证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构等的法律责任规定，使其与证券法的规定保持一致。同时，可以将证券法与公司法、最高法院司法解释、证监会规章、证券交易所规则等法律规范的关系；可以在证券法中增加对证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构等的法律责任规定，使其与证券法的规定保持一致。同时，可以将证券法与公司法、最高法院司法解释、证监会规章、证券交易所规则