

发展壮大期货市场 保障国家经济安全

——《避险的智慧》序言

□全国政协委员、中国证券博物馆理事长 姜洋

“

■ 本土期货市场的监管当局可以通过调整监管政策来矫正过度投机,或者制定有利于本土经济发展的规则,但如果没有强大的本土期货市场,企业只能到境外市场套期保值管理风险,被动接受当地的监管要求和制度规则。

■ 中国作为一个迅速发展的经济大国,发展壮大本土期货市场是非常重要的战略考虑。

■ 大宗商品价格的形成,受供求、市场预期、金融投机和期货交易所规则、所在国政策、监管制度等多种因素影响,这些因素对市场价格的影响是巨大的。

”

国际经验告诉我们,在全球化的今天,搞市场经济,利用好期货市场对于规避国家风险、企业风险和个人风险是十分重要的。无论是大宗商品的出口国,还是大宗商品的进口国,是否利用期货市场事关国家经济安全,不可以等闲视之。《避险的智慧》一书试图利用若干正反案例告诉人们这一点。

期货市场尤其是商品期货市场与大宗商品贸易息息相关,因而也在一国经济安全息息相关。

从大宗商品出口国看,许多大宗商品出口国是资源型经济结构,比如俄罗斯、墨西哥、沙特、挪威、委内瑞拉等国家。这些国家的财政收入高度依赖出口资源型商品,比如石油的收入。当国际政治经济军事等因素导致这些国家出口的大宗商品价格下跌时,如果没有在期货和衍生品市场进行风险对冲,时常会因国际市场价格波动而进退失据,国家经济安全风险完全暴露于市场风险之中。

本书有个案例提到国际油价下跌对俄罗斯财政预算的影响。俄罗斯在2014年财政预算中,油气相关收入占全部国家财政收入的48%。这一年,摩根士坦利预测,如果每桶油价下跌10美元,俄罗斯出口将受到324亿美元的损失,财政收入损失约190亿美元。当年要维持预算平衡,油价必须在每桶96美元以上。而当年的油价大部分时间在此价格以下波动。低油价影响了俄罗斯财政预算的实现。对此,美国人比较高兴。记得2014年3月乌克兰事件发生后,《参考消息》转发前美国国务卿赖斯在《华盛顿邮报》上的一篇文章,文中指出,由于市场波动,支撑俄罗斯运转的财团无法承受更低的油价;俄罗斯政府的财政预算也同样承受不起油价的下跌。通过能源制裁可以惩罚俄罗斯。《华尔街日报》说:美国能源部宣布释放500万桶石油,马上导致WTI原油期货价格每桶下跌1.57美元,这被指是美国向俄罗斯示警。这是美国人制造市场价格波动来惩罚俄罗斯。当年,俄罗斯总统普京回应说:油价下跌不排除是一场针对俄罗斯的阴谋。可见,大宗商品价格波动对国家安全的影响之大。

俄罗斯前身是1991年解体的苏联,那时苏联的财政收入也主要依赖于石油。本书的案例说,曾经担任过俄罗斯代总理、经济学家盖达尔认为,因为国际油价下跌导致财政危机,最后导致苏联解体的经验表明,对于遭遇不利行情风险的资源丰富的国家而言,重要的是政府应预先知道在原料价格下跌时该做些什么,这对预算、收支平衡、消费市场、偿付外债、银行系统的稳定又会有什么后果,同时要有一套在类似情况下能够使用的详尽而切实可行的行动计划。

盖达尔说“为什么苏联不在期货市场进行石油价格风险的套期保值呢?”作为经济学家的盖达尔自问自答,尽管在经济上利用期货市场对石油进行套期保值是符合逻辑的,但在政治上却

很危险。如何向社会公众解释期货和衍生品这个技术性很强,且复杂难懂的金融市场问题,是一个两难的问题,寻求稳定的财政预算,必然要求国家到金融市场上寻找解决方案,但使用衍生工具进行避险对冲却是非常技术性的,结果难以向公众解释,一旦价格向相反的方向运动,必然要有人对此负政治责任。

由于怕承担政治责任,无论是今天的俄罗斯还是昨天的苏联,都不敢利用期货和衍生品市场进行国家经济安全的风险管理。有报道说,2017年9月高盛公司曾经提醒俄罗斯利用期货市场规避原油价格波动风险。但俄罗斯财政部一位副部长却对媒体说,“俄罗斯没有必要进行对冲,因为国家法律规定预算费用不能用在油价对冲上。”

如果俄罗斯利用了期货和衍生品市场,结果会是怎样呢?

本书还选择了另外一个运用期货市场来对冲油价风险的成功案例——墨西哥。墨西哥的财政收入也是高度依赖于石油行业,其石油相关行业收入占财政收入的35%。但由于政府利用国际期货和衍生品市场来管理和对冲油价波动风险,石油收入在墨西哥的预算中一直是稳定的,即使在2008年金融危机发生后的油价暴跌期间,墨西哥比索的跌幅远小于俄罗斯卢布的跌幅,主要原因就是墨西哥事前就在期货市场锁定了原油出口价格。

两个案例说明,是否选择期货和衍生品市场对大宗商品市场的风险进行对冲,对国家经济安全的后果大不一样。

从大宗商品进口国看,大宗商品价格波动是影响进口国国家经济安全的一个重要因素。

中国在大宗商品上对国外的依存度非常高,大部分都在50%以上,是世界第一的原油、铁矿石、大豆、铜、天然橡胶、棕榈油等大宗商品进口国。中国要崛起,需要进口大量的大宗商品,保障大宗商品进口安全是国家经济安全的重要内容。

从国外进口大宗商品在两方面影响国家经济安全:一是进口商品短缺或断货,整个产业链的上下游就会出问题;二是进口商品价格受到国际政治经济军事等因素影响而大幅波动,市场价格暴涨,导致购买资金严重缩水,本来该买一桶油的钱只能买半桶,增加产业链上下游企业生产成本。国内外的经验证明,第二个风险的化解必须依靠期货市场。

其实,利用期货市场为大宗商品进口规避风险的操作,中国在40多年前就存在了,这一点比当时的苏联做得好。那时国家实行计划经济,为了国家经济安全,当时的国务院副总理陈云同志亲自指导香港的华润公司开展期货交易。从1973年开始,中国在国际市场上采购砂糖、粮食、棉花等急需的大宗商品,就经常利用伦敦、美国等期货市场进行套期保值,规避风险。

改革开放后,从1990年开始,中国的期货市



书名:《避险的智慧》
作者:刘文财、李路
出版社:首都经济贸易大学出版社

场很快建立和发展起来,无论是国家还是企业都在利用国内外期货和衍生品市场管理价格风险。当然,这种利用还是初步的,还不能满足国家经济安全的需要。最近两个对外国投资者开放的大宗商品——原油和铁矿石期货表现较好,尽管它们上市的时间还不长,但已经初步显露出在保障国家经济安全方面的积极作用。

2018年3月上市的原原油期货,在9月初已经实现首个合约顺利交割。5个月时间走完了一个期货合约运行的完整周期,说明中国首个国际化大宗商品期货合约是成功的,这也引发了西方媒体的高度关注。路透社说,上海推出的中国首份原油期货合约,为全球石油行业增添了一个期待已久的亚洲指标,这给西方价格指标的主导地位带来挑战。其影响之广泛可能超越出能源行业。路透社还指出,该合约交易4个月,其市场份额就达到14.4%,而全球布伦特和美国原油期货分别为28.9%和156.7%。上市4个月,就远超过已经上市许多年的迪拜商品交易所的阿曼原油期货合约许多倍,成为全球原油期货第三位。

由于上海原油期货的交易量已经超过迪拜商品交易所的阿曼原油期货,中东销往亚洲的原油定价方式出现一些微妙变化。有媒体报道,沙特阿美石油公司宣布,从2018年10月开始,它向亚洲供应的长约原油定价方式将参照阿曼原油期货价格来确定,这是从上世纪80年代以来首次修改定价基准。路透社分析说,由于阿曼原油期货市场与上海原油期货市场存在高度关联性,在上海原油期货上市不到半年时间内,阿美石油公司这个公告说明了上海原油期货市场的影响力,它改变了多年来存在的“亚洲溢价”,即中东运往远东地区的每桶油的价格比运到其他地区贵1-3美元的情况,这对中国国家经济安全来讲是一件非常好的事情。

再看看铁矿石期货。2013年,中国大连商品交易所铁矿石期货上市。2018年5月起外国投资者也可以参与铁矿石期货交易,这和上海原油期货一样是中国对经济对外开放的一个非常重要的举动。观察发现,铁矿石期货上市5年来,中国钢铁行业和国际铁矿石供应商之间利润消长发生了有利于中国企业的变化。在2013年之前,中国

钢铁企业进口铁矿石和国际供应商的贸易定价基准主要参考“普氏指数”铁矿石价格,这是一个由少数投行、贸易商之间的柜台报价,容易被操纵。尽管中国钢铁企业认为这个定价不合理,但由于自己拿不出一个价格与之比较,只好被动接受。大连商品交易所铁矿石期货上市后,一定程度上改变了铁矿石定价基准的选择。现在铁矿石定价谈判时,多了一个公开市场竞价发现的中国铁矿石期货价格,这个市场发现的价格更加公平,我们的企业在谈判时提供此价格供铁矿石贸易商参考,从而缓解了长期以来“普氏指数”对中国钢铁行业利润的挤压。2011年,中国国内吨钢利润为275元;2017年,中国的吨钢利润为853元。研究显示,产成品螺纹钢和原材料铁矿石价格比逐年扩大,钢铁企业购买铁矿石的成本逐步下降,表明钢材价格上涨已经越来越多地转化为国内钢铁行业的真实利润。

发展和壮大对外开放的本土期货市场,是保障国家经济安全的重要内容。

20世纪70年代初,美国建立外汇期货市场时,货币学派代表人物弗里德曼精辟地指出,建立本土的期货市场是国家安全的重要保证,美国政府应该大力支持。因此,芝加哥商业交易所顺利推出外汇期货,在全球首先建立了外汇期货市场。我们知道,目前全球大宗商品的定价基准是以美国为主的,无论能源还是粮食等农产品,中国每年进口大量的大宗商品其价格决定权主要是在美国期货市场。国际大宗商品定价权的本质是美元定价权及其主导的期货定价机制,在美国期货市场定价的情况下,中国企业只能被动接受定价,无法有效对冲外部风险的渗透,在竞争中处于不利地位。因此,中国作为一个迅速发展的经济大国,发展壮大本土期货市场是非常重要的战略考虑。

全球化背景下,影响大宗商品价格的因素非常多。政治、经济、军事、外交以及气候变化等因素常引起国际大宗商品市场价格大起大落。因为一些政治原因而被期货交易所所在国家利用,前面讲到的苏联(俄罗斯)的例子便是如此。中国庞大的大宗商品进口量,如果本土没有一个强大的期货和衍生品市场来有效地汇集信息、反映真实供求关系、参与全球定价,我们在国际贸易活动、全球资源配置中就会缺乏话语权。

国际经验表明,本土期货市场的监管当局可以通过调整监管政策来矫正过度投机,或者制定有利于本土经济发展的规则,但如果没有强大的本土期货市场,企业只能到境外市场套期保值管理风险,被动接受当地的监管要求和制度规则。对于一个经济大国来说,没有这种监管主动权,对国家经济安全是极为不利的。

期货市场是通过市场来确定游戏规则的平台,一国的利益和诉求可以在这个平台上市场化地展现。如果这个平台能吸引全球投资者参与交易,就能发挥定价中心的作用,能提高中国在国际大宗商品贸易定价上的话语权,从而更好地保障国家经济安全。

发展和壮大对外开放的本土期货市场,有利于提高对大宗商品的控制力。

目前,美国期货市场非常强大。场内、场外衍生品市场的期货期权合约、未平仓协议以及货物交割单,大部分掌握在以美国为首的西方金融机构手上,其中相当一部分是大宗商品,重要的两项是石油和粮食。格林斯潘在自传《我们的新世界》一书中说,许多石油公司透过期货合约出售石油给投资者,于是便暴露在石油飙升的需求下而没有避险。他们迅速想办法补充这些需求义务的新库存……结果,所累积的库存包括传统

的预防性库存和从业者为履行期货合约交付义务而以“附条件”方式所持有的库存。

换言之,全球的储油槽和管线里的石油,有一部分已经属于投资人。金融机构大量参与石油期货期权交易,所累积石油实物交割请求权的量已经非常大,也就是说金融机构的石油期货期权持仓中,相当一部分是以库存方式存在,随时可以兑现提走。据国际清算银行报告,2004年12月到2006年6月,以石油为主的大宗商品衍生品名义合约价值增长将近6倍。这表明全球地下和管道的石油通过期货期权合约,集中到投资银行和对冲基金等美、欧金融机构(美国占65%、欧洲占25%)手上。美联储前主席格林斯潘在书中表达了这个意思:如果强行到一个国家去买油,人家还有警惕性,但是如果通过金融市场交易,就是一个市场行为,具有隐蔽性。由于有本土期货市场交易机制,美国慢慢完成了把他国地下的石油向自己国家转移的过程,不显山露水地完成了这样的事。

发展和壮大对外开放的本土期货市场,有利于建立大宗商品的定价影响力。

美国通过原油、粮食期货期权市场等金融衍生品的交易和规则制定权力,牢牢地控制着全世界能源市场和粮食市场的定价话语权。目前,国际大宗商品贸易定价主要是以美国期货市场价格作为基准。如果期货交易所在中国本土,全球投资者来参与,期货交易价格将影响全球大宗商品贸易定价。本土的期货交易规则和制度是影响价格的一个重要因素。我们知道,大宗商品价格的形成,受供求、市场预期、金融投机和期货交易所规则、所在国政策、监管制度等多种因素影响,这些因素对市场价格的影响是巨大的。

发展和壮大对外开放的本土期货市场,有利于掌握大宗商品贸易规则的制定权。

如果期货交易所所在一个国家内,必然要遵守这个国家的法律制度,所有参与市场交易活动的各方都需要按照交易所的规则办事,法律法规制定的主动权在这个国家。如果是在境外参与期货交易,虽然企业也能够利用国外期货交易所发现的价格进行贸易谈判,对企业经营进行套期保值管理,但是要被动接受外国期货交易所的规则制度和所在国的法律约束。而这些制度和规则受期货交易所所在国家的政治制度、法律制度以及价值观的影响比较大,法律法规也主要考虑的是本国利益。如果在中国本土的期货交易所内进行交易,则是本国的规则制度起作用,国家的意志和价值取向可以通过期货市场监管制度的传导来体现,这一点对中国的重要性非同一般。因为中国结合自身国情在社会主义市场经济中创造的一些经验,可以向世界提供,而不是被动地接受完全有利于西方的交易结算、监管制度安排,这方面美国的经验可资借鉴。

《避险的智慧》一书从三个维度的许多案例说明期货市场的重要性,对读者了解期货和衍生品市场很有帮助。书中的案例说明,在面对市场经济的不确定性时,是否利用期货和衍生品市场来管理风险,无论对国家还是对企业,乃至个人的经济安全影响都很大。该书作者刘文财博士曾经在上海期货交易所从事博士后研究,出站后继续留在上海期货交易所和中国金融期货交易所工作多年,之后又去市场从事资本市场投资工作。他对期货市场和证券市场既有理论功底又有市场实践经验。此书的出版对于中国政府的监管者、企业的经营者和个人投资者都有极大的积极意义。同时,对期货市场感兴趣的人而言,本书具有一定的参考价值。

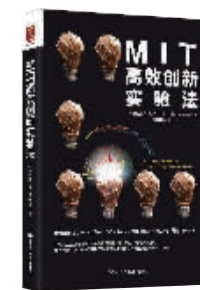
■ 财富书架

查理·芒格的投资思想



作者:[美]戴维·克拉克
出版社:浙江人民出版社
内容简介:
本书用简洁直接的方式为读者扫清了学习芒格的障碍,它既是初学者掌握芒格投资思想的人门利器,也是资深投资者随时反复体悟芒格投资思想的常备读物。
作者简介:
戴维·克拉克,国际畅销投资书作者,著有《巴菲特投资学》《巴菲特投资学实践手册》等图书,被翻译成了二十余种语言,被世界各国誉为投资经典。

MIT高效创新实验法



作者:[美]迈克尔·施拉格
出版社:中国人民大学出版社
内容简介:
本书提出的创新实验方法解决了现实世界中企业的创新难点,为企业提供了构架和测试至关重要的商业基础的实验方法。
作者简介:
迈克尔·施拉格,帝国理工商学院创新与创业管理访问学者,美国麻省理工学院斯隆商学院电子商务研究中心前研究员。

养老金投资组合



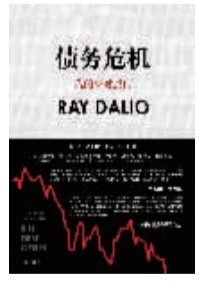
作者:[美]迈克尔·茨威彻
出版社:中信出版集团
内容简介:
本书为理财顾问如何引导客户发现养老需求及构建投资方案提供实操指南,为关注养老或即将退休者规划老年生活、合理配置资产及规避风险提供解决方案。
作者简介:
迈克尔·茨威彻,养老金投资组合方面的知名专家。威斯康星大学麦迪逊分校金融学博士。现任养老金行业协会(RIIA)课程委员会联合主席。

海上帝国



作者:[美]茉莉·安·拉罗科
出版社:上海人民出版社
内容简介:
本书描绘了一幅海上贸易波澜壮阔的画卷,为我们谱写了一部人类征服蓝海的史诗。
作者简介:
茉莉·安·拉罗科,美国全国广播公司财经频道商业新闻的资深编辑。她负责协调商业和政治领域的高端访谈,以及为网络节目提供价值数百万美元的特别现场制作。

债务危机



作者:[美]瑞·达利欧
出版社:中信出版集团
内容简介:
在本书中,达利欧通过三部分内容阐述了债务危机及其应对原则:债务大周期模型(解释模型)、3个重要案例、48个历史案例和数据对照分析。
作者简介:
瑞·达利欧,对冲基金公司桥水创始人。他26岁时在自己的两居室公寓内创办了桥水。经过40多年的发展,桥水位列美国重要的私营公司榜单第五位(《财富》杂志)。

贸易的真相



作者:[美]丹尼·罗德里克
出版社:中信出版集团
内容简介:
本书探讨了全球化和民族国家、全球治理和国内治理、技术革命和工业化之间的复杂关系,并强调思想观念的变革可以扩大政策选择空间,突破既得利益束缚,重建理性的世界经济。
作者简介:
丹尼·罗德里克,哈佛大学肯尼迪政府学院国际政治经济学福特基金讲席教授。