

期货市场宏观功能及其影响的实证研究

一德期货 陈瑞华 寇宁 肖利娜

近年来，我国期货市场功能逐渐增强并扩展至宏观经济领域，主要体现在促进经济增长、协助国家宏观调控和争夺国际定价权三个方面。本文通过统计实证方法，试图揭示期货市场的宏观功能和意义。

一、期货市场促进经济增长

关于期货市场促进经济增长功能的研究，可选取 2001-2017 年我国期货市场成交额和 GDP 季度数据为样本。首先利用 ADF 对经季节调整后的序列进行平稳性检验，结果显示其残差序列在 10% 的显著性水平下平稳。进一步对两序列进行 Granger 因果关系检验，根据 VAR 模型选取最优滞后阶数 2，结果显示两者在 1% 的显著性水平下经济增长对期货市场成交额的促进作用明显。

考虑到 2015 年下半年股票市场暴跌和熔断对此后期货市场成交额形成较大扰动，剔除 2015 年后的数据对我国期货成交额与 GDP 进行 Granger 因果关系检验。结果显示，两者在 5% 的显著性水平下互为因果，其中，期货市场成交额对经济增长的促进作用更明显。

表 1 2010-2014 年期货市场与经济增长的 Granger 因果检验

Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SG does not Granger Cause SF	49	2.76921	0.04018
SF does not Granger Cause SG		3.25247	0.02116

此外，考虑到 2015 年期货市场成交额异常主要源于股指期货受限，我们使用 2001 年以来商品期货成交额进行分析，对季节调整后的序列进行平稳性检验，结果显示我国商品期货成交额与 GDP 之间存在长期均衡关系。进一步进行 Granger 因果检验，结果显示在 5% 的显著性水平下，商品期货成交额对经济增长的促进作用一直比较明显。

表 2 2001 年以来商品期货与经济增长的 Granger 因果检验结果

Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
SG does not Granger Cause SFS	59	1.23003	0.3101
SFS does not Granger Cause SG		3.16558	0.0214

可以看出，我国期货市场对经济增长的促进作用比较明显，即使在市场强势监管政策影响下，商品期货发展对经济增长依然重要。同时，我国经济增长对期货市场发展一直存

在明显影响，说明经济增长也促进了期货市场发展。

二、期货市场协助国家进行宏观调控

期货市场不仅可以反映经济增长及运行情况，还反映经济政策的预期效果，为制定宏观经济政策提供导向。经济增长及通胀水平是宏观经济政策调控的重要目标，下面进一步对期货市场与通货膨胀和宏观经济政策的关系进行分析。

（一）期货市场预先反映通胀水平变化

我们选取 2004 年 7 月至 2017 年 7 月南华商品期货指数（NH）、南华工业品期货指数（GY）、CPI、PPI 的月度数据，以及 2004 年 9 月至 2017 年 6 月南华商品期货指数与我国 GDP 平减指数的季度数据，分别考察我国期货市场与通胀水平的关系。

分别对 NH 与 CPI、GY 以及 PPI、NH 与 GDP 平减指数进行时差相关检验，结果显示 NH 对 CPI 的领先期达 6 个月，GY 对 PPI 的领先期为 2 个月，NH 领先 GDP 平减指数一个季度，期货价格对我国价格指数具有较强的领先性。进一步进行 Granger 因果检验显示，在由 AIC 准则确定的最优滞后阶数下，我国期货价格对价格指数均存在一定影响，期货价格可以预先反映通胀水平变化，为制定实施宏观政策和经济调整提供依据。

表 4 三组序列的 Granger 因果检验

Null Hypothesis:	Obs	Lag	F-Statistic	Probability
CPI does not Granger Cause NH	155	2	3.80901	0.0243
NH does not Granger Cause CPI			5.25567	0.0062
PPI does not Granger Cause GY	155	2	0.37937	0.6849
GY does not Granger Cause PPI			20.1253	2.00E-08
GDP does not Granger Cause NH	50	2	0.15675	0.8554
NH does not Granger Cause GDP			6.65295	0.0029

（二）期货市场充分反映宏观经济政策导向

2008 年金融危机以来，我国经济政策先后经历了危机后短暂宽松期、经济过热收紧期及经济转型政策稳健期，期货市场均对政策效果和经济形势做出了有效反映，体现了期货市场宏观经济导向的功能。以钢铁期货为例，近年来黑色产业作为淘汰落后产能的重点，钢铁、煤炭等品种的走势明显弱于工业品，钢铁期货价格与工业品价格的剪刀差随着产能去化加速持续扩大，淘汰落后产能的政策导向在期货市场上得以充分体现。

表 5 2008 年金融危机以来我国经济政策、经济运行和期货市场走势

政策周期	政策变化	经济走势	期货市场走势
宽松期（2008年-2009年中）	财政政策 ：2008年初财政支出与基建投资加速，2008年11月推出“四万亿”计划 货币政策 ：2008年9月起年内连续5降息降准	GDP ：2008年三季度跌破10%，2009年初见底 工业产出 ：2009年初见底 通胀 ：CPI、PPI于2009年7月见底	文华商品指数2008年二季度反弹，7月转跌，2008年12月见底。
紧缩期（2009年中-2012年中）	财政政策 ：财政支出与基建投资增长2009年下半年开始回落 货币政策 ：2010年10日进入加息周期至2011年7月	GDP ：2010年一季度见底 工业产出 ：2010年一季度见底 通胀 ：CPI、PPI持续走高至2011年7月见底回落	文华商品指数持续涨至2011年2月见底。
转型稳健期（2012年-2014年）	财政政策 ：财政支出2012年增长放缓，基建投资2013年下半年放缓 货币政策 ：适度宽松，期间2次降准，2次定向降准，3次降息的同时伴随实施利率市场化改革，2013年7月至全面放开金融机构贷款利率管制	GDP ：2012年见底回升后，2013年四季度增长显著放缓，2014年下半年加速下行 工业产出 ：累计及当月同比增长于2012年8月及5月见底，2014年初加速下滑 通胀 ：CPI、PPI分别于2012年7月及9月企稳，2013年9月及2014年1月调头	文华商品指数2012年6月触底，2013年2月拐头向下，2014年3月企稳后，7月再度加速回落。
适度宽松期（2015年-至今）	财政政策 ：财政支出2015年下半年增长企稳回升，基建投资增长2015年底见底，2016年初企稳。 货币政策 ：5次全面降息，5次全面降准，3次定向降准，后维持稳健	GDP ：2016年止跌，2016年四季度见底回升 工业产出 ：累计及当月同比增长于2016年2月及2015年12月见底 通胀 ：CPI、PPI分别于2015年2月及10月见底企稳，2015年12月及2016年1月稳定回升	文华商品指数2015年11月见底回升。

为进一步检验金融危机以来期货市场宏观政策的影响，分别选取2007年至2017年7月，南华期货综合指数（F）、7天SHIBOR（S）及财政支出当月同比（CZ）作为反映期货市场走势、货币政策和财政政策松紧的指标，对变量进行对数处理，协整检验显示三者存在协整关系。进一步进行Granger因果检验，结果显示财政及货币政策与期货价格互为因果，反映出期货市场既可以反映宏观经济政策，也影响宏观政策的实施，其中货币政策对期货价格的影响更为显著。

表6 期货市场与货币政策的Granger因果检验

Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LNS does not Granger Cause LNF	126	10.4171	0.0016
LNF does not Granger Cause LNS		6.8106	0.0102
CZ does not Granger Cause LNF	126	3.05477	0.0830
LNF does not Granger Cause CZ		2.98834	0.0864

三、期货市场有利于争夺国际市场定价权

对我国期货市场争夺国际市场定价权的研究，我们选取2004年至2016年上期所沪铜主力合约结算价（SHFE）及LME3月期铜官方价（LME）的日数据，应用方差分解法考察两个市场定价权的变化。结果显示，LME在铜价格波动的影响中始终占据主导地位，仅在滞后一期时，SHFE对沪铜自身的影响超过LME；但随着滞后期增加，外部影响显著增强，长期内伦铜在沪铜定价中仍占主导。

表7 对LME及SHFE的方差分解

滞后期	对LME的方差分解		对SHFE的方差分解	
	LME影响向 (%)	SHFE影响向 (%)	LME影响向 (%)	SHFE影响向 (%)
1	100	0	48.65816	51.34184
2	99.99375	0.006246	63.17165	36.82835
3	99.99088	0.009124	65.34012	34.65988
4	99.9874	0.012596	66.58359	33.41641
5	99.98363	0.01637	67.26882	32.73118
6	99.97945	0.020554	67.71446	32.28554
7	99.97485	0.02515	68.02134	31.97866
8	99.96983	0.030166	68.24348	31.75652
9	99.9644	0.035601	68.40963	31.59037
10	99.95855	0.041455	68.53695	31.46305

但自 2010 年起，沪铜市场成交增长持续高于伦铜，进一步对 2010-2016 年间的样本价格进行方差分解，考察在滞后一期时伦铜对沪铜价格的影响程度。结果显示，随着我国期铜市场成交的活跃，其价格影响力也在逐渐增强，自 2014 年起，短期内 SHFE 对自身价格的影响程度超过 LME，成为影响价格波动的主要因素。

表 8 对 SHFE 的方差分解

时间	对SHFE的方差分解	
	LME影响向 (%)	SHFE影响向 (%)
2010年	65.0675	34.9325
2011年	62.12558	37.87442
2012年	58.50736	41.49264
2013年	62.66049	37.33951
2014年	49.58495	50.41505
2015年	33.04391	66.95609
2016年	46.90846	53.09154

四、小结

经过 20 多年的发展，我国期货市场在宏观经济运行发展中发挥着不可替代的作用。但在实体经济引导和国际市场话语权上，我国期货市场仍与成熟市场存在差距。目前，我国期货市场稳健发展，在国际期货市场的份额逐年增加，对宏观经济和国际市场的引领作用也将逐步增强。