



# Futures

# 股指期货投资与 交易实务

**THE INVESTMENT AND TRADING PRACTICES OF STOCK INDEX FUTURES**  
主编 殷家祥 副主编 游勇 熊佳斌 赵巍

我国期货交易制度 期货交易流程

股票价格指数概念 股票价格指数的编制方法 国际股票指数介绍

期权基本知识 期权的定价 期权交易 期权交易中的做市商制度

权证概述 权证的定价 权证创设制度 我国发展权证的意义 国内外权证市场概况

有关股指期货制度安排 沪深300股指期货合约 国际市场上与沪深300相关的股指期货介绍

股指期货带来的巨大投资机会 投机交易 价差交易 无风险套利交易 套期保值交易

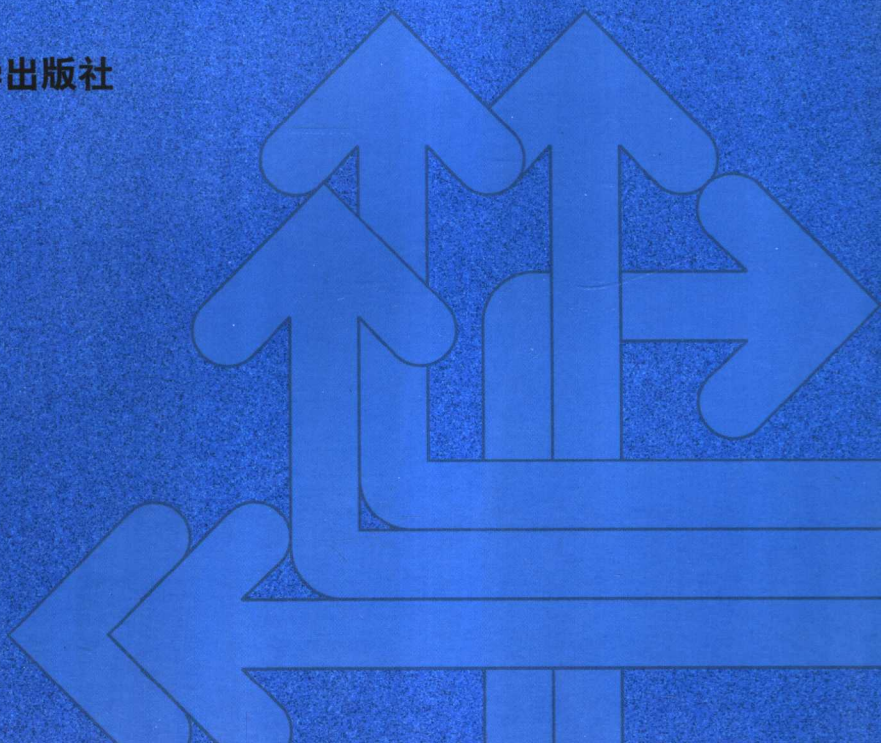
股指期货的风险类型 股指期货风险的成因 股指期货风险的识别 股指期货交易的风险管理

经济运行状况分析 宏观经济政策分析

技术分析方法的理论基础 技术分析主要理论简介 几种主要的技术分析方法



西南财经大学出版社





Futures

# 股指期货投资与 交易实务

THE INVESTMENT AND TRADING PRACTICES OF STOCK INDEX FUTURES

主编 殷家祥 副主编 游勇 熊佳斌 赵巍



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

股指期货投资与交易实务/殷家祥主编;游勇,熊佳斌,赵巍副主编. —成都:西南财经大学出版社, 2006.11

ISBN 7-81088-638-X

I. 股... II. ①殷...②游...③熊...④赵... III. 股票—指数—期货交易—基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 130122 号

## 股指期货投资与交易实务

主 编:殷家祥

副主编:游勇 熊佳斌 赵巍

责任编辑:王利

封面设计:穆志坚

责任印制:杨斌

|       |                                                                            |
|-------|----------------------------------------------------------------------------|
| 出版发行: | 西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)                                                 |
| 网 址:  | <a href="http://www.xcpress.net">http://www.xcpress.net</a>                |
| 电子邮件: | <a href="mailto:xcpress@mail.sc.cninfo.net">xcpress@mail.sc.cninfo.net</a> |
| 邮政编码: | 610074                                                                     |
| 电 话:  | 028-87353785 87352368                                                      |
| 印 刷:  | 郫县犀浦印刷厂                                                                    |
| 成品尺寸: | 170mm×240mm                                                                |
| 印 张:  | 21                                                                         |
| 字 数:  | 380 千字                                                                     |
| 版 次:  | 2006 年 11 月第 1 版                                                           |
| 印 次:  | 2006 年 11 月第 1 次印刷                                                         |
| 印 数:  | 1—3000 册                                                                   |
| 书 号:  | ISBN 7-81088-638-X/F·538                                                   |
| 定 价:  | 32.00 元                                                                    |

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

## 金融创新引领中国金融业健康发展(代序)

一般来说,金融创新包括金融制度创新、金融机构创新、金融运作机制创新和金融产品创新。过去没有的现在有;国外有的我国没有,把它引进过来,也是创新。金融创新,是一个国家、一个民族经济发展的引擎和强大动力,致力于金融创新是全面推进经济建设和社会发展的关键之所在。

从世界金融业发展经验和我国改革开放的金融实践来看,金融创新不仅是现代经济社会发展的外在要求,也是金融业自身改革发展的内在动力。就金融业本身而言,金融创新不只是我国金融业求生存、谋发展的重要基础,更是我国金融业不断提高服务水平、提升竞争力的迫切需要。随着我国经济的高速发展,对金融服务的需求量将迅速扩大,需求层次也会不断提高,金融创新将进入新的发展时期,并将成为推动我国金融发展的重要力量。

一方面,我国金融业发展到现阶段,客观上要求进一步满足微观经济主体的利益需要,通过创新增进金融市场和金融业务的多元化,为金融机构拓宽盈利空间,为投资者和融资者拓宽投融资的选择空间;另一方面,加入 WTO 后,我国的金融对外开放步入了新阶段,各类外资保险、银行等金融机构会逐步进入,只有全面增强创新能力,才能提高我国金融机构的国际竞争力,才能有效维护国家的金融稳定和金融安全。因此,要充分认识金融创新的重要意义,采取有效措施,积极推动金融业的全面创新。

推动金融创新,需要激发包括金融企业在内的经济微观主体的积极性和创造力。金融产品创新源自经济微观主体包括金融企业的利益需要。这就要求从制度层面上为微观主体自发的创新需求提供必要的空间,要求各级政府切实转变职能和观念,坚持服务与管理并重,为金融创新提供良好的环境,进一步满足企业自主创新和发展的融资要求,进一步满足金融机构改善经营管理的发展要求。要通过金融交易制度创新,创造出新的金融交易载体,改变金融交易流程,建立新型的金融交易空间;要通过金融组织制度创新,完善金融机构的产权制度,健全其法人治理结构和内部控制制度,降低金融机构的经营成本,提高其经营效率和经济效益;要通过金融保障制度创新,有效保障金融交易活动公平、顺利进行,提高金融运行效率,防范金融风险,保护金融当事人权益。

推动金融创新,除了金融制度、金融机构、金融运作机制的创新之外,还需要不断地在金融产品上进行创新,即通过大力发展金融衍生产品和金融衍生工具来推动国内金融创新。金融衍生产品是由金融基础产品派生出的一种金融产品,20世纪70年代初最先产生于发达的市场经济国家。人们设计并推出它的目的,开始主要是规避和转移风险,而后来则成为金融市场交易的重要内容和金融投资、投机的主要对象。它的出现对于丰富金融产品、扩大金融市场、改进资源的分配、降低投资成本、提高投资效率等方面,起着积极的作用。可以说,它的出现深刻地改变着金融市场(特别是国际金融市场)的活动和运行机制,是金融领域的一场革命,是人类智慧的结晶。

金融衍生产品的发展是20世纪80年代以来国际金融领域的新旋律,金融衍生产品的创新和交易是国际金融创新的主要内容。进入80年代以后,金融衍生产品及其市场,在全球金融自由化趋势的推动下,适应国际资本运动的要求,得到了迅速的发展,其主要标志是:它不仅广泛地存在于市场经济发达国家,而且已涉足发展中国家;成立了专门的中介机构(如金融期货和期权交易所)进行推动;让金融机构直接参与,成为各交易所经营策略的组成部分,以扩大其利润来源。有资料表明,90年代以来,金融衍生产品的交易在国际金融市场上占据了举足轻重的地位。仅2005年一年,全球金融衍生产品的交易量就高达近100亿手(注:也称“张”,也有叫“口”的,全书同),交易十分活跃。

有鉴于此,经国务院批准,日前在上海正式挂牌成立的金融衍生产品交易所——中国金融期货交易所,被国内学者称为“2006年中国金融创新1号工程”。中国金融期货交易所成立后,将会首先推出股票指数期货产品进行交易,并在适当时候推出外汇期货、利率期货等金融期货以及金融期权等金融衍生产品。

股指期货最早在20世纪80年代初期产生于美国。20世纪70年代,西方各国受石油危机的影响,经济发展很不稳定,利率波动频繁,通货膨胀加剧,导致股市一片萧条。当时,美国道·琼斯指数跌至1700点,跌幅甚至超过了20世纪30年代经济大危机时期的一倍。股票市场价格大幅度波动,股票投资者迫切需要一种能够规避风险、实现资产保值的金融工具。于是,1982年2月,美国堪萨斯期货交易所开办了价值线指数期货合约,这宣告了股票指数期货的诞生;同年4月,美国芝加哥商业交易所推出了标准·普尔500指数期货合约;同年5月,美国纽约期货交易所推出了纽交所综合指数期货合约;之后,1984年,英国伦敦国际金融期货交易所推出了伦敦金融时报100指数期货合约。从此,股票指数期货逐步发展成为全球金融衍生产品的重要组成部分。中国证券市场设立16年来,发展非常迅速,由最初的8家上市公司发展到现在的1300多家上市公司,沪、深两市的流通市值也达到了数万亿元人民币的水平。但是,由于证券投

资市场单向交易机制等若干制度性缺陷,使得我国证券市场的系统性风险难以规避。我相信,不久之后,股票指数期货这一金融衍生产品在国内的首次推出,必将为我国证券市场的各类机构投资者和个人投资者提供规避系统风险、增加投资收益的渠道,也将成为活跃证券市场、推动股市繁荣,促进我国金融体系进一步完善的不可或缺的重要力量。

在股指期货推出前夕,我很高兴地看到,由殷家祥、游勇、熊佳斌、赵巍等同志编写的《股指期货投资与交易实务》一书即将付梓出版。该书是一本关于股指期货投资与交易的指南性读物,从期货基础知识开始,着重介绍了金融期货、股指期货和股指期权的产生、发展背景及其交易流程和投资策略。纵观全书,大致具有以下几个特点:一是务实。本书的编写人员大多在证券、期货和金融投资领域有多年实战经验,书中亦有一些材料直接取自从事相关金融产品投资和交易的机构。二是新颖。本书不仅介绍了股指期货和股指期权交易,还对涉及的相关领域最新的理论动态进行了介绍。三是系统。本书按照股指期货的产生、发展的内在逻辑,系统地介绍了期货、金融期货、股指期货和股指期权等金融衍生产品,涉及的内容宽泛而系统。

在本书即将出版之际,我欣然答应为之作序,并将其推荐给广大读者。

曹康森

2006年国庆

# 前 言

经国务院批准,2006年9月8日,中国金融期货交易所上海正式挂牌成立。这一事件,标志着我国金融市场体系的建设和完善迈出了关键性的一步,在中国的金融发展历史中具有里程碑式的意义,并将成为我国期货市场发展史上重要的分水岭。由此开始,中国期货市场的基本格局将会发生彻底改变,我们将进入金融期货和商品期货共生共荣的崭新时代,并迎来金融衍生产品市场创新、发展的春天。

在期货市场上,除了商品期货,还有金融期货。金融期货是指以金融工具为标的物的期货合约。金融期货是经济、金融发展到一定阶段的必然产物,是现代金融市场的重要组成部分。自从20世纪70年代世界上第一张金融期货合约在美国芝加哥商业交易所诞生以来,全球金融期货衍生产品创新不断,在欧美发达的金融市场取得了迅速的发展,交易量在20世纪90年代以后更是屡创新高,不但为规避金融市场风险、保持金融市场稳定做出了贡献,而且为世界经济总体平稳运行发挥了十分重要的作用,引领着全球金融市场的改革、成长、创新和发展。

据悉,中国金融期货交易所成立后,将推出国内第一个金融期货合约——沪深300股票指数期货。股票指数期货是当代金融市场发展中最具活力的金融衍生产品之一,它具有价格发现、规避风险和资产配置等多方面的功能和作用。目前,一方面市场上对股指期货投资和交易的需求越来越迫切;另一方面,股指期货无论对我国证券市场的投资者还是对期货市场的投资者而言,都是一个全新的金融产品和投资工具。作为国内金融行业的从业者,我们在实际工作中以及在与广大投资者的接触中,深切地感受到各类机构投资者和个人投资者对投资股指期货的浓厚兴趣。我们深信,广大投资者对股指期货投资和交易实务类知识和书籍的需求会随着中国金融期货交易所推出沪深300股指期货日期的临近而日益高涨。为了适应这种需要,在股指期货推出的前夕,我们组织有关方面的专家和业内人士共同编写了这本《股指期货投资与交易实务》,试图为广大投资者学习股指期货相关知识,进而备战股指期货,把握股指期货的投资机会提供有力的帮助。

本书共分为12章。参与本书编写工作的有游勇、熊佳斌、赵巍、白玉柱、库

兴、杨明、邬汝坚、宋尧、张向东、杨磊、周琪贵,殷家祥负责全书的总纂、修改和定稿。本书在编写过程中,得到了中国期货业协会和西南财经大学有关领导和专家的大力支持,特别是中国金融学会常务理事、四川省金融学会副会长、西南财经大学中国金融研究中心名誉主任、西南财经大学博士生导师曾康霖教授,在百忙之中仍对本书的编写工作给予了精心指导,并亲自为本书作序,在此我们对曾老表示衷心的感谢。

本书既可用于高等财经院校相关专业的期货教材,也可作为证券期货从业人员培训以及广大股指期货投资者学习的参考书籍。

本书在编写过程中,编写小组的成员参阅了大量的国内外相关文献和书籍,并参考了业内一些内部文献和资料,我们在本书的后面列出了参考文献资料的详细目录。在此,我们对上述文献、书籍、资料的有关作者一并表示诚挚的谢意。需要指出的是,由于股指期货在我国是一个全新的金融产品,对其中涉及的一些比较前沿的问题,国内理论界也还在研究、探讨的过程中,我们也有一个学习、消化的过程。因此,本书中难免会有个别表述欠准确或值得商榷的地方,真诚地希望读者朋友们不吝指出,以便今后修改。

**编者**

2006年10月18日

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| <b>第一章 期货基础知识</b>      | <b>/ 1</b>  |
| 第一节 期货市场的产生和发展         | / 1         |
| 第二节 期货合约及期货交易          | / 8         |
| 第三节 期货交易的基本特征          | / 11        |
| 第四节 期货市场的功能            | / 12        |
| 第五节 我国期货市场的建立和发展       | / 15        |
| 第六节 我国期货市场的组成          | / 22        |
| <b>第二章 期货交易制度与交易流程</b> | <b>/ 29</b> |
| 第一节 我国期货交易制度           | / 29        |
| 第二节 期货交易流程             | / 35        |
| 附:期货经纪代理合同参考格式文本       | / 45        |
| <b>第三章 金融期货基础知识</b>    | <b>/ 66</b> |
| 第一节 金融期货的产生和发展         | / 66        |
| 第二节 外汇期货               | / 74        |
| 第三节 利率期货               | / 79        |
| 第四节 股指期货               | / 88        |
| <b>第四章 股票价格指数</b>      | <b>/ 89</b> |
| 第一节 股票价格指数简介           | / 89        |
| 第二节 股票价格指数的编制方法        | / 90        |
| 第三节 国际股票指数介绍           | / 92        |
| <b>第五章 股指期货</b>        | <b>/ 97</b> |
| 第一节 股指期货的概念            | / 97        |
| 第二节 股指期货合约设计与主要内容      | / 97        |
| 第三节 股指期货的主要特点          | / 100       |

|            |                          |              |
|------------|--------------------------|--------------|
| 第四节        | 股指期货的市场功能和作用             | / 101        |
| 第五节        | 股指期货的推出对我国金融业的影响         | / 103        |
| 第六节        | 世界上主要股指期货交易市场            | / 107        |
| 第七节        | 世界上主要的股指期货合约             | / 110        |
| <b>第六章</b> | <b>期权交易</b>              | <b>/ 117</b> |
| 第一节        | 期权的基本知识                  | / 117        |
| 第二节        | 期权的定价                    | / 123        |
| 第三节        | 期权交易                     | / 126        |
| 第四节        | 期权交易中的做市商制度              | / 133        |
| <b>第七章</b> | <b>权证交易</b>              | <b>/ 144</b> |
| 第一节        | 权证概述                     | / 144        |
| 第二节        | 权证的定价                    | / 149        |
| 第三节        | 权证创设制度                   | / 153        |
| 第四节        | 我国发展权证的意义                | / 157        |
| 第五节        | 国内外权证市场概况                | / 158        |
|            | 附:《上海证券交易所权证业务管理暂行办法》    | / 161        |
| <b>第八章</b> | <b>沪深 300 股指期货合约</b>     | <b>/ 166</b> |
| 第一节        | 沪深 300 股指介绍              | / 166        |
| 第二节        | 有关股指期货的制度安排              | / 174        |
|            | 附:海外证券公司参与金融期货的情况介绍      | / 176        |
| 第三节        | 沪深 300 股指期货合约            | / 181        |
| 第四节        | 国际市场上与沪深 300 指数相关的股指期货介绍 | / 186        |
| <b>第九章</b> | <b>股指期货交易</b>            | <b>/ 193</b> |
| 第一节        | 股指期货带来的巨大投资机会            | / 193        |
| 第二节        | 投机交易                     | / 195        |
| 第三节        | 价差交易                     | / 205        |
| 第四节        | 无风险套利交易                  | / 210        |
| 第五节        | 套期保值交易                   | / 217        |
|            | 附:金融期货交易的发展方向——程序化交易     | / 227        |

|                     |              |
|---------------------|--------------|
| <b>第十章 股指期货风险管理</b> | <b>/ 239</b> |
| 第一节 股指期货的风险类型       | / 239        |
| 第二节 股指期货风险的成因       | / 241        |
| 第三节 股指期货风险的识别       | / 242        |
| 第四节 股指期货交易的风险管理     | / 244        |
| <br>                |              |
| <b>第十一章 基本分析法</b>   | <b>/ 251</b> |
| 第一节 经济运行状况分析        | / 251        |
| 第二节 宏观经济政策分析        | / 258        |
| <br>                |              |
| <b>第十二章 技术分析法</b>   | <b>/ 269</b> |
| 第一节 技术分析方法的理论基础     | / 269        |
| 第二节 技术分析主要理论简介      | / 271        |
| 第三节 几种主要的技术分析方法     | / 279        |
| <br>                |              |
| <b>附录 金融期货风险案例</b>  | <b>/ 301</b> |
| 案例 1:1987 年股灾       | / 301        |
| 案例 2:巴林银行事件         | / 309        |
| 案例 3:中国香港金融保卫战      | / 312        |
| 案例 4:327 国债期货事件     | / 318        |
| <br>                |              |
| <b>参考文献</b>         | <b>/ 323</b> |

# 第一章 期货基础知识

## ◆ 学习要点与目标

通过本章的学习,了解期货交易的产生与发展,掌握期货合约、期货交易以及期货交易的基本特征,理解期货市场的功能、作用和结构。

## 第一节 期货市场的产生和发展

### 一、期货市场的产生

期货交易是人类交易发展的一个自然结果。从历史的角度看,人类社会有了生产便有了交换,便产生了商品或货币交换关系,产生了各种形式的交易活动。从总体上讲,交易活动大体上可分为现货交易和期货交易两大类。

现货交易是一手交钱、一手交货的商品货币交换。这里所说的一手交钱、一手交货,并不只是指当时钱货两清、货款两清的情况。现货交易不仅包括物物交换、即期交易(钱货两清),还包括远期交易。一般来讲,现货远期交易要签订现货合同。现货合同作为一种协议,明确规定了交易双方的权利与义务。交易时,双方必须制定细致的条款,来规定交易商品的品质、数量、价格和交货日期等。买卖双方签约后,必须严格执行合同,转让合同需经对方的同意。在合同期内,现货合同的转让非常困难,这给合同双方带来了诸多不便。期货交易的优点就在于它的流动性很强,在合同期内,交易的任何一方都可以及时地转让合同,不需要征得其他人的同意。履约可以采取实物交割的方式,也可以采取对冲期货合约的方式。这是因为,期货交易的对象不是具体的实物商品,而是一张标准化的合同——期货合约。

#### (一) 期货市场的萌芽

期货市场的历史,可以追溯到欧洲的古希腊和古罗马时期,当时出现过中央交易场所、大宗易货交易以及带有期货性质的交易活动。12世纪,这种交易方式在英、法等国发展规模很大,专业化程度很高。

## (二)现代意义上的期货交易

现代意义上的期货交易最早产生于美国。1848年,美国芝加哥期货交易所(CBOT)的成立,标志着期货交易的开始。期货交易的产生,不是偶然的,它是在现货交易及远期交易基础上发展起来的,通过广大商品生产者、贸易商和加工商广泛的商业实践而产生的。

1833年,芝加哥已成为美国国内外贸易的一个中心。南北战争之后,芝加哥由于其优越的地理位置而发展成为一个交通枢纽。到了19世纪中叶,芝加哥发展成为重要的农产品集散地和加工贸易中心。大量的农产品在芝加哥进行交易,当初人们沿袭古老的讨价还价的方式在大街上面对面地进行交易,价格波动有时异常剧烈。农场主在收获季节运粮到芝加哥,市场粮食供过于求,导致价格暴跌,农场主常常连运费都赚不回来。而到了第二年春天谷物匮乏的时候,加工商和消费者又难以买到粮食,导致价格飞涨。为了解决这个问题,粮食生产地的经销商应运而生。经销商设立商行,修建仓库,收购农场主的谷物,等到谷物湿度达到规定标准后再运出出售。

但在贸易实践中,存在这样两个问题:一是经销商需要向银行贷款以便从农场主手中购买谷物来储存;二是经销商在谷物过冬储存过程中要承担因价格波动而无利可图甚至亏本的风险。为了解决这两个问题,经销商只好通过“未买先卖”的方法,以远期合约的方式与芝加哥的贸易商和加工商联系,来转移价格风险和获得贷款。这样,现货远期合约交易便成为一种普遍的交易方式。

然而,芝加哥的贸易商和加工商同样也面临着当地经销商所面临的问题。所以,他们只肯按他们估计的比远期价格还要低的价格来支付给当地经销商,以避免交割时价格下跌的风险。由于芝加哥贸易商和加工商的买价太低,到芝加哥去商谈远期合约的经销商为了自身利益而不得不去寻找更广泛的买家。一些非谷物商认为有利可图,就先买进远期合约,到交割期临近再卖出,从中盈利。这样,购买远期合约的非谷物商渐渐增加,改善了当地经销商的经营状况,当地经销商支付给农场主的收入也有所增加。

1848年3月13日,第一个近代期货交易所——芝加哥期货交易所成立。芝加哥期货交易所成立之初,还不是一个真正现代意义上的期货交易所,它只是一个集中进行现货交易和现货中远期合约转让的场所。

在期货交易的发展过程中,出现了两次堪称革命的变革:一是合约的标准化,二是结算制度的建立。

1865年,芝加哥期货交易所实现了合约标准化,交易所规定按合约总价值的10%缴纳交易保证金。合约标准化是指合约中商品品质、数量、交货时间、交货地点等条款的标准化。标准化的期货合约反映了最普遍的商业惯例,使得市场参与者能够非常方便地转让期货合约。同时,生产经营者能够通过对冲平仓

来解除自己的履约责任,交易者能够方便地参与交易,从而大大地提高了期货市场的流动性。

随着期货交易的发展,结算出现了较大的困难。芝加哥期货交易所起初采用的结算是环形结算法,但这种结算方法既繁琐又困难。1891年,明尼亚波里谷物交易所成立了第一个结算所,随后,芝加哥期货交易所也成立了结算所。直到现代结算所成立,真正意义上的期货交易才算产生了,期货市场也才算完整地建立起来了。因此,现代期货交易的产生和现代期货市场的诞生,是商品经济发展的必然结果,是社会生产力发展和生产社会化的内在要求。

## 二、期货市场的发展

期货市场的发展经历了由商品期货到金融期货、交易品种不断增加、交易规模不断扩大的过程。

### (一) 商品期货

#### 1. 农产品期货

农产品期货是产生得最早的期货品种,也是目前全球商品期货市场的重要组成部分。1848年,芝加哥期货交易所诞生以及1865年标准化合约推出后,随着现货生产和流通的扩大,不断有新的期货品种出现。除小麦、玉米、大豆等谷物期货外,从19世纪后期到20世纪初,随着新的交易所在芝加哥、纽约、堪萨斯等地出现,棉花、咖啡、可可等经济作物,黄油、鸡蛋以及后来的生猪、活牛、猪肚等畜禽产品,木材、天然橡胶等林产品期货也陆续上市。

#### 2. 金属期货

最早的金属交易所诞生于英国。1876年成立的伦敦金属交易所(LME)开了金属交易之先河。它自创立以来,一直生意兴隆,至今伦敦金属交易所的期货价格依然是国际有色金属市场的“晴雨表”。现在它交易的品种包括铜、铝、锡、铅、锌等等。美国金属期货的出现晚于英国。纽约商品交易所(COMEX)成立于1933年,由经营皮革、生丝、橡胶和金属的交易所合并而成,交易品种有黄金、白银、铜、铝等,其中1974年推出的黄金期货合约,在20世纪70~80年代的国际期货市场上有一定影响。

#### 3. 能源期货

20世纪70年代初发生的石油危机,给世界石油市场带来了巨大的冲击,石油等能源产品价格剧烈波动,直接导致了石油等能源期货的产生。能源期货始于1978年,虽产生较晚但发展很快。目前,纽约商业交易所(NYMEX)是世界上最具影响力的能源交易所,上市的品种有原油、汽油、取暖油、丙烷等,其中原油期货合约最为活跃;此外,英国伦敦国际石油交易所(The International Petroleum Exchange, 简称IPE)也是最主要的原油期货交易所。

## (二) 金融期货

随着第二次世界大战后布雷顿森林体系的解体,20 世纪 70 年代初国际经济形势发生了急剧变化,固定汇率制被浮动汇率制所取代,利率管制等金融管制政策逐渐取消,汇率、利率频繁地剧烈波动,促使人们重新审视期货市场。在这种背景下,金融期货应运而生。

### 1. 外汇期货

1972 年 5 月,芝加哥商业交易所(CME)设立了国际货币市场分部(IMM),首次推出包括英镑、加拿大元、(原联邦德国)德国马克、法国法郎、日元和瑞士法郎等在内的外汇期货合约。

### 2. 利率期货

1975 年 10 月,芝加哥期货交易所上市国民抵押协会债券(GNMA)期货合约,从而成为世界上第一个推出利率期货合约的交易所。1977 年 8 月,美国长期国债期货合约在芝加哥期货交易所上市,是迄今为止国际期货市场上交易量最大的期货合约。

### 3. 股指期货

1982 年 2 月,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)开发了价值线综合指数期货合约,使股票价格指数也成为期货交易的对象。

进入 20 世纪 90 年代后,在欧洲和亚洲的期货市场,金融期货交易占了市场大部分份额。在国际期货市场上,金融期货也成为交易的主要产品。金融期货的出现,彻底改变了期货市场的发展格局。世界上的大部分期货交易所都是在 20 世纪最后 20 年诞生的。目前,在国际期货市场上,金融期货已经占据了主导地位,并且对整个世界经济产生了深远的影响。

## (三) 期货期权

20 世纪 70 年代推出金融期货后不久,1982 年 10 月 1 日,美国长期国债期货期权合约在芝加哥期货交易所上市,为其他商品期货和金融期货交易开辟了一片新天地。这是 80 年代出现的最重要的金融创新之一。期权交易与期货交易都具有规避风险、提供套期保值的功能。但期货交易主要是为现货商提供套期保值的渠道,而期权交易不仅对现货商具有规避风险的作用,而且对期货商的期货交易也具有一定程度的规避风险的作用,相当于给高风险的期货交易买了一份保险。因此,期权交易独具的或与期货交易结合运用的种种灵活交易策略吸引了大批投资者。目前,国际期货市场上的大部分期货交易品种都引进了期权交易方式。

应当指出的是,在国际期货市场的发展过程中,各个品种、各个市场间是相互促进、共同发展的。可以说,目前国际期货市场的基本态势是商品期货保持稳定、金融期货后来居上、期货期权方兴未艾。期货期权交易的对象既非物资商

品,又非价值商品,而是一种权利,是一种“权钱交易”。期权交易最初源于股票交易,后来移植到期货交易中,发展更为迅猛。现在不仅在期货交易所和股票交易所开展期权交易,而且在美国芝加哥和荷兰阿姆斯特丹、英国伦敦等地还有专门的期权交易所。芝加哥期权交易所(CBOE)就是世界上最大的期权交易所。

#### (四)其他创新类期货品种

随着期货市场的不断发展,期货品种也不断创新,一些与传统的商品期货和金融期货不同的新的期货品种也应运而生。主要包括:

##### 1. 经济指数期货

由于股指期货运作成功的经验,促使经济发达国家出现了一批以经济发展指数为标的的期货合约。其中较有影响力的是CRB商品指数期货。1986年,纽约期货交易所(NYOT)开发出CRB商品指数合约,这个期货品种使用户无需购买一种或多种商品即可更加全面地把握商品市场。之后,芝加哥商业交易所推出了GOLDMAN-SACHS商品指数(GSCI),芝加哥期货交易所推出了道·琼斯AIG商品指数(DJ-AIG),纽约期货交易推出了S&P商品指数(SCPI)。现在,CBOT是推出经济指数期货最多的期货交易所。

##### 2. 天气期货

天气衍生产品是20世纪90年代出现的一种金融工具,它的结算是以一个或多个天气因素为交易对象,比如降水量、积雪深度、气温或风速等。天气衍生产品的出现,主要源于一些公司为解决市场萎缩而设计出来的转移天气风险的工具。众所周知,国民经济中许多重要部门如农业、能源、交通、建筑、旅游等都与天气变化密切相关。天气变化的不确定性往往引起某些商品的生产成本和市场需求发生巨大波动,从而引起企业收益的不确定性变化,这被称为天气风险。实际上,天气对人类经济生活的影响是非常巨大的。1998年,美国前商务部秘书William Daley在一篇对国会的陈述中说,至少有1万亿美元的经济活动与天气密切相关,占美国商业活动总额的70%。

天气衍生产品市场于1997年首次在北美出现。1997年8月,安然公司与佛罗里达西南电力公司交易了世界上第一笔天气衍生合同。两家公司以美国威斯康星州东南部港市密尔沃基1997—1998年冬季气温为参考,基于主要气温指数安排了一个交易。到了1998年后期,欧洲和亚太地区也陆续出现了天气衍生产品市场。那时的市场一直是场外交易市场,交易双方通过店头经纪人达成交易。

到了1999年,芝加哥商业交易所正式将天气衍生产品引入场内进行交易,推出了四个美国城市的HDD(取暖指数)和CDD(制冷指数)期货和期货期权合约,交易双方通过交易经纪人进行交易。2001年,伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)推出了伦敦、巴黎和柏林三个城市的每日气温汇编指数的合约,并通过其电子交易平台LIFFE Connect进行交易。虽然这些场内交易的最初尝试最后

均以失败告终,但是这标志着天气衍生产品合约已经开始进入交易所内。同时,正是这些期初的尝试,才会有现在 CME 气温指数交易的快速发展。

### 3. 保险期货

作为分散风险、分摊损失的一种特殊行业,保险业几百年来始终遵循稳健经营的原则。但是世界经济的发展、风险性质的变化和巨额损失的频繁发生,给保险经营者提出了新挑战,同时也对保险风险转移形式提出了更高的要求。目前,在国际金融市场上,尤其是在美国保险市场上出现的新衍生工具——保险期货、期权,使保险业的风险管理进入了新阶段。

1992 年 12 月 11 日,美国芝加哥商业交易所推出巨灾保险期货,正式拉开了巨灾风险证券化的序幕。作为一种全新的风险转移方式,它立即引起了市场中各类投资者的广泛关注。巨灾保险期货和商品期货的套期保值运作机制基本相同。在商品期货市场上,如果投资者预测在未来某一时间内,某种商品价格上升,他就会购买期货合约来进行套期保值操作。如果正如他所料,商品价格上升,他在现货市场上将亏损,但在期货市场上将盈利,他就可以用期货市场的盈利来弥补现货市场的亏损,这样,投资者就很好地实现了保值的目。同样,如果保险公司预测到巨灾损失会发生,它就会购买巨灾保险期货。如果该损失未发生,或低于某一界线,那么保险公司将在期货市场上受到损失,但由于保险损失较小,保险人可用保险方面获得的收益弥补其期货方面的损失,这样,就可以使保险企业免受巨灾带来的巨大损失。

巨灾保险期货作为一种全新的风险转移方式,无论在巨灾风险证券化理论上还是实践上的重要意义都是不可替代的。后来,由于指数的准确性不高、严重的道德风险以及其他因素,该合约于 1994 年出现交易量陡降,1995 年停止了交易。但是,它毕竟是人们在巨灾风险证券化领域内迈出的第一步,为今后其他品种产品的成功推出提供了重要的借鉴。

当前,国际期货市场品种创新不断,一些交易所已着手上市污染指数、自然灾害等没有基础现货市场的衍生产品。可以预见,更多的期货新品种将不断出现。

### (五) 国际期货市场的发展趋势

20 世纪 70 年代初,布雷顿森林体系解体以后,浮动汇率制取代了固定汇率制,世界经济格局发生了深刻变化,出现了市场经济货币化、金融化、一体化的发展趋势。利率、汇率、股价频繁波动,金融期货应运而生,使国际期货市场呈现出一个快速发展的趋势。20 世纪最后十几年,世界经济全球化、一体化取得了显著进展,而加速全球一体化的最大推动力就是市场经济。在这一进程中,国际期货市场起到了重要的作用。目前,国际期货市场的发展趋势有以下几点: