



期货市场研究丛书

期货交易经济学

第二版 为商业和个人盈利

[美] 托马斯·A·海尔奈莫斯 著
王学勤 译



中国财政经济出版社



期货交易经济学

为商业和个人盈利

第二版

[美] 托马斯·A·海尔奈莫斯 著

王学勤 译

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

期货交易经济学：为商业和个人盈利：第2版/（美）海尔奈莫斯著；王学勤译．—北京：中国财政经济出版社，2003.12

书名原文：Economics of Futures Trading: For Commercial and Personal Profit

ISBN 7 - 5005 - 6929 - 7

I . 期… II . ①海…②王… III . 期货交易 - 经济理论 IV . F713.35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 111432 号

Economics of Futures Trading: For Commercial and Personal Profit

by Thomas A. Hieronymus

Copyright © 1977 by Commodity Research Bureau

Reprinted with Permission, © 2002 Commodity Research Bureau

330 South Wells Street, Suite 1114, Chicago, Illinois 60606, USA

Chinese language copyright © by China Financial and Economic Publishing House. All rights reserved.

本书中文简体字版由中国财政经济出版社出版。

未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 28.5 印张 440 000 字

2004 年 2 月第 1 版 2004 年 2 月北京第 1 次印刷

印数：1—3060 定价：60.00 元

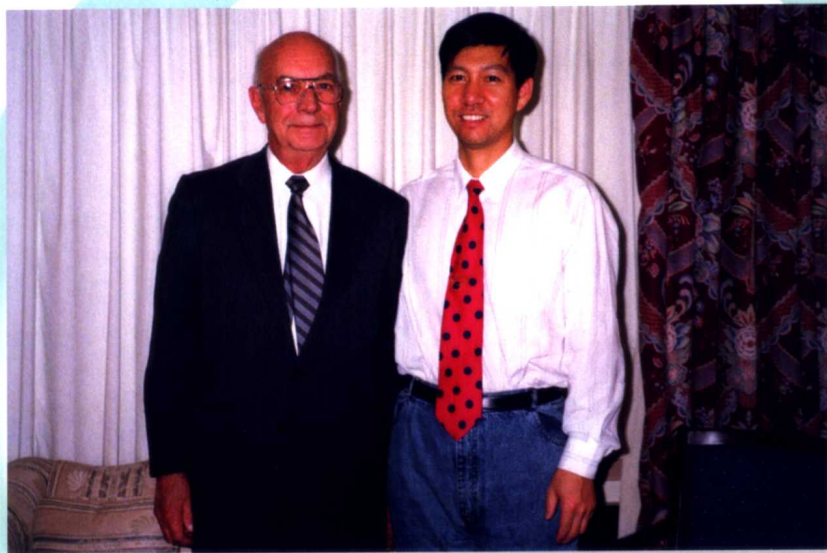
ISBN 7 - 5005 - 6929 - 7/F·6058

(图书出现印装问题，本社负责调换)



托马斯·A·海尔奈莫斯
Thomas A. Hieronymus

译者王学勤与作者托马斯·A·海尔奈莫斯先生合影



译者王学勤与世界金融期货创始人利奥·梅拉梅德 (Leo Melamed) 先生合影



编纂委员会



顾问

(按姓氏笔划为序)

李经谋 张学仁 萧灼基
董辅初 戴园晨
安妮·派克
杰弗利·威廉斯

主任

王献立

副主任

张晋生 汤庆荣

委员

(按姓氏笔划为序)

王献立 张晋生 汤庆荣
李守堂 程晓滨 陶 珩
童宛生

出版说明

中国郑州商品交易所（CZCE）是我国最早开展期货交易的综合性的交易所，几年来，以其规范的运作、优质的服务誉声海内外。中国郑州商品交易所根据中国国情在注重总结期货运行实践经验的同时，更愿与国内外有志于期货研究的志士仁人共同探索中国期货市场发展、创新之路。

由中国郑州商品交易所资助出版的“期货市场研究丛书”，旨在鼓励有志于期货市场研究的专家、学者多出书，出好书，以推动我国期货市场稳步健康发展，发挥期货市场在国民经济中的积极作用。

期货市场研究丛书编纂委员会

1997年6月

序 言

董辅初

中国期货市场的建立为时不过几年，但发展迅速。全国一些大中城市相继成立了几十家期货交易所、几百家期货经纪公司（以后经过调整数量减少），参与期货市场的套期保值或投机以及二者兼而为之的企业更为数众多，还有许多从事期货交易的个人。期货市场的固有功能已有所发挥。

但是，我国期货市场发展的历史（不计解放前的历史）毕竟太短，同国际期货市场的距离仍很大。我国目前的期货交易还限于为数不多的实物商品期货交易（曾经有过一点金融商品期货交易，如国债期货），而国外70年代以来，新的金融商品期货合约不断推出，其交易额和作用远远超过实物商品期货交易。在此过程中，期货交易的理论在发展，期货管理的规则也在变化和进一步完善。这些都表明，国际期货市场正处于迅速创新之中。目前，我国期货市场的发展还受到各种限制，还无法跟上国际期货市场的发展，但它作为现代市场经济不可缺少的部分，必定会随着中国市场经济体制的建立和完善而发展。在我国经济与国际经济相融合的过程中，我国的期货市场也一定会与国际期货市场相融合，跟上国际期货市场的发展步伐。

虽然我国仍是一个发展中国家，经济还相当落后，但我国毕竟是一个大国，经济总量巨大，不少产品的生产量和消费量都相当大，在不太远的将来，其经济总量将居于世界前列，我国期货市场的价格和交易迟早会对国际期货市场的价格和交易产生较大的影响。我们必须看到我国期货市场发展的这种前景，并为把这种前景逐渐变为现实作好准备。在各种准备中，为期货市场的发展在理论和人才方面作好准备是最重要的准备。一些有识之士和机构已经认识到这一点。

中国郑州商品交易所是我国最早开展期货交易的综合性交易所，其理事长李经谋先生则是我国最早从事期货交易的高层管理者之一。中国郑州商品交易所和李经谋先生为我国期货市场的创立和发展做出了许多贡献。他们认识到，为了促进我国期货市场在未来的大发展和与国际期货市场的融合，必须加强对期货市场的研究，既要研究我国期货市场的实践经验，也要研究国际期货市场的实践经验及其近来的创新和发展，还要介绍和研究国际期货市场的理论。这些研究会提高我国从事期货交易的各方面人士对期货市场的功能、运行、操作和管理及其发展趋势的认识和理论水平，将会对我国期货市场的未来发展起到难以估量的作用。有鉴于此，中国郑州商品交易所决定资助出版期货市场研究丛书，由李经谋先生任丛书编纂委员会主任。该丛书既包括我国研究者自己的研究成果，也有译自国外的著作；丛书的作者既可以是我国的专家，也可以是外国的专家。这是一件大有益于我国期货市场发展的盛举，一定会受到我国广大期货从业人士以及关注期货市场发展的各方面人士的欢迎和支持。我们期望会有许多优秀著作列入这个丛书出版，以飨广大读者。

1997年6月

致中国读者

序 一

利奥·梅拉梅德*

《期货交易经济学》1971年问世时，托马斯·A·海尔奈莫斯(Thomas A. Hieronymus)说这部书讲述的是“一个几乎被所有大学课程——尤其是商学院和金融学院——所忽略的领域”。这种说法太对了，因为那时人们对期货市场以及与之相关的经济学不仅知之甚少，而且缺乏理解。这部书一问世，很快成为近乎期货交易“圣经”之类的经典之作，不容置疑地被列入每一位“虔诚”的行业人士的必读书目，而托马斯·A·海尔奈莫斯(汤姆)自己也随之成为期货交易领域的“神父”。

我们有理由认为《期货交易经济学》是“播种机”。从对期货交易所体系结构的描绘，到对套期保值动态学的详细解说，《期货交易经济学》也许是第一部全面阐述期货领域的著作。它从描述、经济学、使用和市场运作等四部分介绍期货交易的术语、奥妙特性和历史发展。书中阐明了什么是期货合约、投机的作用是什么、市场竞争力量怎样满足价格发现要求、为什么需要市场监管以及期货交易内在的基本原理，如风险转移、持仓量、现货与期货的关系等。

* 利奥·梅拉梅德先生(Leo Melamed)是世界金融期货创始人、芝加哥商业交易所名誉主席、资深政策顾问。

自汤姆教授写作《期货交易经济学》以来，如果仅仅说期货市场经历了漫长的道路，那只不过是一种停留于20世纪的保守说法。首先，《期货交易经济学》首次出版时的期货市场完全是以农产品为基础的。事实上，从期货市场起源之日起，大约在1650年的日本，农产品期货市场就一直独占鳌头。芝加哥商业交易所的国际货币市场1972年5月16日上市第一个金融期货合约恰值汤姆教授的著作出版之时。14年后，诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒（Merton H. Miller）认为金融期货是“过去20年来最重大的革新”。如今，95%的期货市场是以金融工具为基础的。

横跨过去的30年时间长河，期货市场从只作为美国所拥有的经历和感受已经延展到包括世界各个金融中心的交易市场。1971年，仅在美国就有9家交易所，它们是芝加哥交易所（CBOT）、中美洲商品交易所（MidAM）、芝加哥商业交易所（CME）、堪萨斯城交易所（KCBT）、明尼阿波利斯谷物交易所（MGE）、纽约咖啡、糖和可可交易所（CSCE）、纽约棉花交易所（NYCE）、纽约商业交易所（NYMEX）和纽约商品交易所（COMEX），上市合约大约68个，而当时国际上的其他交易所是不足挂齿的。而今，除了美国的12家独立交易所外，国际上至少还有41家交易所，上市合约总数达223个。

正如汤姆教授在出版这部书时所说，“期货市场”这一主题内容几乎被学院课程完全忽略了。他希望这部教科书像催化剂一样，能够获得更多的教学内容，从而使大学教师产生足够的信心，为学校提供更多的课程。现在看来，汤姆教授的使命已经超额完成了。他所从事的工作发起了一场在理论上肯定作为综合商业学科的期货市场的运动。这一进程至今不仅没有停止，而且还因1990年默顿·米勒（Merton H. Miller）、哈瑞·马克维茨（Harry Markowitz）和威廉·夏普（William F. Sharpe）宣布

衍生品的商业应用价值，并由此获得诺贝尔经济学奖而达到重要关头。他们在金融经济学领域的研究开创了现代风险管理的新纪元，并成为世界范围内可接受的标准。今天，我们不仅能够互联网上找到大量关于期货和期权的信息，全球几乎每一个重点学院和大学都至少开设了一门关于期货和期权的课程。例如，在美国，排名最前的25所大学里有54个班；在亚洲，排名最前的25所大学里有33个班；在欧洲，排名最前的25所大学里有44个班。

汤姆教授在书中不仅试图指出或处理一些错误的期货交易观念，而且还直率地向许多所谓的“神话”和“权威”挑战。例如，他花了很大篇幅阐述投机与赌博的区别，而这正是目前中国需要弄懂的东西。虽然承认投机与赌博之间存在许多明显的相似之处，但是，他还是就其中的不同点加以清晰的解释，揭穿了期货投机与赌博别无二致的错误认识：赌博包含着原本不存在的、人为的风险，而投机行为则承担着那些包含在商业行为中必然的、不可避免的风险。因此，汤姆教授正确地阐述了期货市场不仅能够减少市场的现存风险，甚至可以转变成盈利机会。

同等重要的问题是作者对套期保值的诠释。在赞同将套期保值定义为只是转移或减少信用和价格风险的市场交易这一传统观点的同时，汤姆教授提出了更完善、更成熟、更具操作性的见解，即“套期保值在保留对价格关系变化投机机会的同时，也可用于转移价格水平变化的风险”。因此，他强调套期保值者有时在进行套期保值交易时不仅可以规避风险，而且可以赚取一定利润。这种理解已经帮助了期货市场的发展。

当然，自该书出版以来发生的巨大变化几乎使期货和期权无孔不入地应用于商业与贸易的各个方面。像汤姆教授当年著书时那样基于狭窄市场容量的环境时代已经一去不复返了。在与股票、债券、指数、汇率、期货、远期、选择权、掉期和现

货相关的众多投资策略中普遍应用期货和期权也已经是当代的家常便饭了。交易总量已经远远超越了汤姆教授所能触及的最大想象。1971年，那是金融期货即将推出的前夕，美国期货市场交易总量还不足1460万张合约，而且这些成交合约主要是农产品合约。然而，到了2002年底，全球期货和期权交易总量已经达到令人震惊的60亿张，不可思议地增长了41056%。而这仅仅代表了传奇发展经历的1/3而已，因为在20世纪80年代早期的计算机技术普及之后，金融工程师模仿芝加哥集中化的期货交易场所的运作程序，依靠他们的聪颖才智，设计出了应用于风险管理的场外金融产品那永无止境的发展阵列。

显然，从汤姆教授首次向公众展露期货领域的那些最初日子起，我们已经穿行了漫长而遥远的路程。然而，这部书所有的精华之处依然闪耀不止。作为商品期货交易的启蒙书，《期货交易经济学》与最初出版时没有什么不同，它的现实教育意义与最初出版时同等重要。把《期货交易经济学》翻译成中译本确实是王学勤先生为中国经济做出的突出贡献。当前正值中国从中央计划经济秩序向实行更多自由市场原则逐步转轨，迫切需要期货市场在转轨过程中发挥作用。期货市场的经济作用——为具有内在经营需要的基准群体提供安全保障网络，或是把细分的风险转给那些愿意承担和管理风险的群体——必须适应于中国市场。就像美国联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘所说的那样，这是一个促进国民生产增长和改善人民生活水准的过程。

因此，期货和期权的教育及其应用必须放在中国理论界研究的首要位置，《期货交易经济学》中译本的出版将推进这一目标的实现。

2003年12月

于芝加哥

迟来的箴言

序 二

李经谋*

美国著名经济学家、依利诺斯大学托马斯·A·海尔奈莫斯教授（汤姆）长期从事美国农业政策和期货市场理论研究，在美国和世界学术界享有很高的声望，他在国际上享有盛誉的期货权威经典著作——《期货交易经济学》中译本即将出版了，这对中国期货界来讲，是可喜可贺的。

《期货交易经济学》是美国第一部全面论述农产品期货市场的启蒙著作，该书对期货市场的产生、发展、基本原理、运作机制和功能作用等作了深入浅出的论述，文中穿插了许多鲜为人知的美国期货历史故事，具有很强的可读性和实用性。

特别需要指出的是，作者在本书中提出了许多具有挑战性的观点。最为突出的，一是从经济学理论层面证明期货交易最接近于完全竞争模式。作者认为：“期货交易与完全竞争一样，都不是邪恶的。期货交易是一种难玩的博弈，但它却是竞争性的，就像规则规定得那样公平。”二是期货市场是一种投资媒介。作者认为，根据期货市场的融资概念，可以得出结论：投机者是生产和经营过程中的真正投资者。相对于总的风险负担

* 李经谋先生是中国粮食批发市场和期货市场的创始人之一，原郑州商品交易所总裁、理事长，现中国郑州粮食批发市场总经理、中华粮网董事长。

来说，市场是小的，需要有更多的投机。“商品投机”确是一种投资。三是彻底打破了套期保值的标准理念，明确指出“套期保值的相等、相对原则仍然是投机”。作者提出了投机与套期保值的关系以及本质联系，认为“所有的套期保值都是或多或少的投机，而所有的投机也或多或少是套期保值”。四是论述了市场操纵。作者不仅给出了关于操纵的简洁定义，即操纵是有目的地促使价格偏离正常供求力量作用下的价格水平的交易行为，而且“任何导向性的技术结算平仓都减少一方或另一方的力量，其本身就是一种操纵”。

《期货交易经济学》出版于30年前，尽管美国期货市场发生了翻天覆地的变化，农产品占主导地位的期货市场已被金融产品取而代之，但对于美国的期货从业人员，至今仍是一本必读的教材。那么，美国期货市场前期的经验和教训对于发育初期的中国期货市场来讲，无疑是“前车之鉴，后事之师”，更具十分重要的现实意义。

中国的期货市场是在我国尚未确立社会主义市场经济体制的情况下开展试点工作的。自1990年10月12日中国郑州粮食批发市场成立迄今，期货市场走过了13个春秋。13年来，我国期货市场建设的最大成就，是把市场经济条件下的期货机制成功地移植到中国这块充满希望的热土上，并扎下了根，逐步实现了由盲目扩张到规范发展的嬗变。1999年《期货交易管理暂行条例》的颁布、2000年中国期货业协会的诞生、2002年“十五”发展纲要“稳步发展期货市场”的提出、2003年《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》都进一步确立了“稳步发展期货市场”，充分表明期货市场的发展已纳入国家经济发展总体目标。

中国期货市场的迅速崛起，在世界范围内引起了很大反响，既树立了我国继续坚持改革开放的良好形象，也为发展中国家

建立期货市场提供了重要的范例。早在1998年，美国著名学者、斯坦福大学粮食经济研究所所长杰弗利·威廉斯教授等就在《一个期货市场的崛起》这篇文章中，对郑州商品交易所市场经济并不发达的条件下取得的成功给予很高的评价，认为这与国际期货市场的一条“公认理论”相悖，“暗示着对所谓公论的重大修正”。他认为郑州商品交易所期货与现货相结合的模式是发展中国家发展期货市场的良好模式，并认为该所的一系列期货创新机制是对国际期货市场做出的新贡献。

然而，中国期货市场建立初期一度盲目发展，“鱼目混珠，泥沙俱下”，致使期货市场风险迭起，危机四伏，损害了中国期货在国内外的形象，甚至出现了严重的生存危机，大有“为山九仞，功亏一篑”之势。当时，本可以“亡羊补牢”的《期货法》的起草工作又中途搁浅。期货市场进入一个“欲进不能，欲罢不止”的尴尬境地。所幸两次规范整顿，盲目发展的势头得到有效遏制，规范发展逐步成为期货市场的主旋律。近几年来，在业内人士的共同努力下，刚刚走出低谷并初见发展成效的期货市场，却又面临着一次次如出一辙的风险袭击，“祸故多藏于隐微，而发于人之所忽”。这的确是期货界需要认真反思的问题。

综观中国的期货市场，无论是在监督机制上，还是在一线管理上，或是投资主体的理念上，或多或少都存在一些偏离国际期货市场规范、自律原则的问题。诸如政事不分的管理体制，对交易品种的严格限制，对一些风险调控手段的不当集中；在一线管理中，重视交易规模而忽视对交易过程的理性分析，对大户违规的失察、无奈甚至默许，对交割和套期保值的不当诠释；少数投资大户利用“实力”、“关系”违规操作、肆意分仓、串通交易、影响价格，成为至今期货风险不断的重要原因。凡此种种，都会成为中国期货市场规范发展和走向国际的制约因

素。

那么，影响我国期货市场健康发展的根本原因在哪里？“欲正其末者，先端其本；清其流者，必先洁其源。”无论反映在哪个层面上的问题，归根结底是个认知问题。我国的期货市场是在由计划经济向市场经济转轨过程中开展试点工作的，基本上是在无法可依的环境里发展起来的，加之理论准备不足，出现一些问题在所难免。但是，随着中国经济进入一个稳定增长的历史时期，作为市场经济前沿的期货市场，目前的发展状况显然是不适应的。中国的期货界有必要对十几年期货市场的实践进行一次全方位的反思。“广直言之路，启进善之门”，这应该是期货市场健康发展的当务之急。

《期货交易经济学》的翻译出版，无疑填补了中国期货理论研究和大专院校教科书的一项空白。国内一些业内人士可能对书中的某些观点持保留意见，但认真阅读和正确理解《期货交易经济学》将有助于提高期货市场的理论水准和管理水平，有助于期货市场经济功能的发挥和社会公众形象的重塑，有助于提高市场投资主体的素质。我相信，如果该书能为经历了盛夏的疯狂、晚秋的霜寒和严冬的折磨的中国期货业产生一些启迪、取得某些共识、增强必胜信念的话，那么，“子规夜半犹啼血，不信东风唤不回”。

汤姆教授是郑州市场的良师益友，他对中国期货市场十分关注，给予过许多无私的帮助。早在1992年秋，在郑州市场紧锣密鼓起草中国第一部期货交易规则、准备推出期货交易之际，汤姆教授访问了中国郑州粮食批发市场，与为中国期货市场的发展做出重要贡献的威廉·格罗斯曼先生、正在郑州市场帮助工作的美国芝加哥交易所（CBOT）公共董事邓怡乐女士一起，成为我们最早的外籍顾问。当时，他慷慨解答了我们苦于资料匮乏、理论基础薄弱和没有任何实践经验、常常争论不休的许多