

21  
世纪

经济管理精品教材  
金融学系列

*Futures and Options Investment*

# 期货与期权投资

何志刚 编著

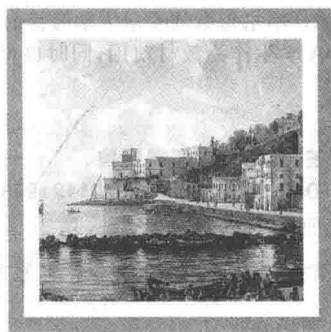


清华大学出版社



金融学系列  
经济管理精品教材

21  
世纪



*Futures and Options Investment*

# 期货与期权投资



何志刚 编著

清华大学出版社  
北京

## 内 容 提 要

本书较为系统地阐述了期货市场的交易制度、价格理论、基差与套期保值理论,概念表述力求精准,理论分析尽可能透彻。基于期货投资较强的实践性,本书也提供了投资的基本分析及技术分析方法,对套期保值及投机交易策略进行了讨论。基于中国场内期权交易市场发展的最新进展,本书最后简要介绍了期权交易的基本概念及理论。

本书共计12章。第1至第4章为期货市场基本理论;第5章至第6章讨论了期货市场投机交易策略及技术分析方法;第8章至第10章讨论了金融期货合约的基本内容、定价方法、套期保值及投资策略;第11章及第12章介绍了期权的基本知识。本书每章均提示了学习目的,并附小结及习题,供复习之用。

本书适合财经类专业本科生、MBA学生作为教材使用,同时也可供市场相关人士参考。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

### 图书在版编目(CIP)数据

期货与期权投资/何志刚编著. —北京:清华大学出版社,2018

(21世纪经济管理精品教材. 金融学系列)

ISBN 978-7-302-48709-8

I. ①期… II. ①何… III. ①期货—投资分析—高等学校—教材②期权—投资分析—高等学校—教材 IV. ①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第271391号

责任编辑:梁云慈

封面设计:李召霞

责任校对:宋玉莲

责任印制:沈露

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质量反馈:010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印装者:三河市君旺印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm

印 张:26

字 数:585千字

版 次:2018年2月第1版

印 次:2018年2月第1次印刷

印 数:1~3000

定 价:56.00元

产品编号:063251-01



# 前言

1972年芝加哥商品交易所推出的外汇期货合约标志着国际金融衍生品市场的建立。此后40多年,随着衍生品的风险管理功能和定价功能获得市场逐步认可,金融衍生品在全球范围内迅速发展,对促进经济增长、发展金融市场和维护金融市场安全起到了重要作用,成为国际金融体系中不可或缺的重要一环。

目前,国际衍生品市场呈现多层次发展格局,场内衍生品市场主要交易期货、期权等标准化合约,但由于品种有限且期限固定,无法完全满足市场对冲风险的各种需要。场外衍生品市场则由于具有个性化定制及交易成本低的特点,可较好地适应企业多样化套期保值及金融机构精细化风险管理的需求,其品种日益丰富,标的资产涵盖利率、外汇、股权、商品以及信用五大类,已逐渐占据国际衍生品市场的中心地位。

然而,场外衍生品交易也具有其劣势:其一,由于场外市场没有清算所在其中进行履约担保,故其交易各方将承担对手方违约风险;其二,场外市场具有交易信息透明度低的特点,加大了监管难度。

场外衍生品的上述缺陷,在2008年金融危机中暴露无遗。为此,20国集团领导人在2009年匹兹堡峰会达成协议,要求各国监管机构推进场外衍生品的标准化。所有标准化的场外衍生工具合约都应在交易所或经批准的电子交易平台进行交易,都必须通过中央交易对手进行清算且需报告给交易数据库。中央交易对手清算相对于场外双边清算面对多个交易对手而言,减少了交易对手的信用风险,同时,提升了交易信息的透明度。这被称为场外衍生品市场的期货化倾向。自此以后,国际上主流交易所便开始研究和推出标准化后的场外衍生品。以互换合约为例,国外的标准化路径主要有两种:一种是场内标准化模式,即互换期货模式,通过某种手段将原先的互换合约转化为标准化后的期货合约,并在交易所上市;另一种是场外标准化模式,即可清算互换合约模式,这种模式将原先互换合约的相关条款进行标准化设计,并由中央对手方清算所负责对其进行清算。

中国衍生品市场发展起源于期货市场,相较于国际衍生品市场,中国衍

衍生品市场呈现出以期货为代表的场内衍生品市场发展较快,场外市场发展滞后的格局。20世纪80年代始,即开始期货市场的探索,之后发展虽有曲折,但随着全球经济的一体化进程加快,以期货价格为基准的国际大宗商品交易已经越来越多地引导经济走势和影响经济格局,国家经济利益的博弈从传统的制造业领域转向衍生品领域。衍生品市场作为现代经济体系中各类资产重要的风险管理场所及定价中心,已被各国政府视为提升金融市场竞争力的重要战略资源。为此,近年来,期货市场发展不断提速,交易品种由2010年的23个品种增加到2017年的54个品种,基本覆盖全球主要大宗商品,期货市场在全球衍生品市场中已占有一席之地。据美国期货业协会(FIA)统计的2016年全年成交量数据,上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融期货交易所的成交量世界排名依次为第6、第8、第11和第37名。在期货市场取得快速发展的基础上,证监会又积极推进了场内期权市场的发展,陆续推出ETF期权、期货期权等新品种。与此同时,期货期权市场在服务实体经济方面的作用也日益发挥,如期货行业近年已经在农产品“保险+期货”“企业供应链风险管理”“个性化风险管理工具开发”等方面做了大胆尝试和创新,有效推进了期货市场与现货市场的融合,在产融结合方面迈出了新的步伐。

国内场外衍生品市场目前已推出品种有外汇互换(远期)、利率互换(远期)、信用违约互换和场外期权等,开展场外衍生品业务的金融机构主要为银行、券商和期货公司等。

2005年6月15日,中国人民银行在银行间债券市场正式推出债券远期交易,标志着我国首个场外人民币衍生产品正式诞生。2006年1月24日,人民币利率互换交易试点启动。2007年11月1日,远期利率协议业务正式推出,进一步丰富了我国金融衍生产品种类。2014年1月,中国人民银行宣布对银行间市场参与者达成的场外金融衍生品实施集中清算,其中人民币利率互换交易于7月1日开始实施强制性集中清算。2016年10月,银行间市场开展首批信用违约互换交易。

2013年2月,中国期货业协会发布了《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》,此后各期货公司逐步设立风险管理子公司,并依托子公司开展场外衍生品业务。目前各期货公司推出的场外衍生品业务以场外期权为主,由于该业务可有效提升期货公司服务实体经济的能力,为广大产业客户提供个性化的风险管理和价格管理服务,推出后即受到了市场的欢迎。2016年,中央“一号文件”将“保险+期货”模式写入其中,同时证监会积极鼓励各类金融机构开展场外衍生品创新。

虽然近年来,国内以银行间市场的信用互换类衍生品和外汇交易中心的外汇类衍生品为代表的金融衍生品业务发展迅速,期货公司也在积极推进场外衍生品业务。但总体来看,预计短期内,场内衍生品仍然是风险管理的主要工具,其原因在于:第一,期货市场的保证金制及在此基础上的每日结算制度客观上有助于解决交易的信用风险,这对于处于从计划经济向市场经济转型过程中,市场信用尚不够成熟的中国而言,是一个现实选择;第二,场外衍生品交易透明度低,现有监管体系难以有效应对市场风险;第三,市场参



与者尚有待成熟。我国各类投资者在公司治理、内部风险控制,以及投资研究能力等方面,与国外成熟的机构投资者相比,还有差距。不过,随着场外衍生品场内清算的国际发展趋势,国内目前也正考虑构建集中统一的结算体系,以承担我国场内、外衍生品市场资金统一结算职能,这将有利于解决场外衍生品市场的交易风险问题。此外,也有研究者提出利用区块链技术具有的去中心化、去信任等特点,或许有望克服国内场外衍生品市场发展的监管难点。如此,长期来看,国内场外衍生品市场的发展还是值得期待的。

伴随我国期货及其他衍生品市场的发展,相关专业人才需求大幅度增加。特别是随着近几年股指期货、国债期货以及ETF期权、期货期权的陆续推出,衍生产品逐渐丰富。利用衍生品进行风险管理、套利等技术也日趋复杂,量化投资技术也广泛运用于衍生品投资中。故若不掌握衍生品专门知识,则难以胜任相关投资咨询、交易、管理等工作。

在衍生品相关人才培养方面,中国期货业协会做了大量的工作。为普及金融衍生品知识,培育行业后备人才,协会联合中国金融期货交易所先后举办了四届“中金所杯”全国大学生金融及衍生品知识竞赛,受到境内外大学生、高等院校和市场机构的欢迎。1100余所中外高校参赛,11.5万多学生报名,114所高校将大赛与评奖评优、保研加分挂钩,200多家金融机构接收获奖学生实习就业。期货业协会还多次举办“全国高校期货教学与人才培养研讨会”,交流全国高校期货教学经验,并面向高校博士、硕士及本科生,举办了全国“期望杯”高校期货论文大奖赛,笔者所在的浙江工商大学金融学院也曾有两位同学获奖。同时,国内不少高校与期货公司采取各种形式联合培养期货人才。例如,笔者所在的浙江工商大学金融学院连续多年与永安期货以“永安新星成长计划”人才订单班形式合作培养期货人才。上述举措对于在高校学子中形成良好的期货氛围,推进期货行业的人才培养具有积极作用。

在高校衍生品人才培养上,虽然目前重点高校专门开设期货类课程较少,相关内容一般移至金融工程学或衍生品课程中介绍,但也仍然有不少财经类高校保留了期货课程。

在教材建设方面,随着我国期货及其他衍生品市场的发展,相关教材供给也大幅度增加,且内容更新很快。在20世纪90年代初期我在江西财经大学从事期货教学时,衍生品市场刚刚兴起不久,教材匮乏,且多为参照国外教材编写而成,对一些概念理解尚不够精准。有教科书将“Long Position”(多头头寸)翻译为“长的位置”甚或“长的板凳”。记得当时用的一本教材是北京工商大学胡俞越教授编的《期货投资技巧与实例分析》,是难得的一本写得通俗易懂的教科书。

本书借鉴现有教材体例框架,并力求有特色:其一,衍生品有场内和场外之分,基于中国衍生品市场发展的实际情况,本书在内容取舍上,侧重于场内衍生品的介绍,内容涵盖期货及场内期权产品。其二,作为一本教材,本书较为系统地阐述了期货市场的交易制度、价格理论、基差与套期保值理论,概念表述力求精准,理论分析尽可能透彻。其中,本书利用市场微观结构的方法分析期货市场的交易制度,及解释技术分析方法的有效性,具有一定的创新性。基于期货期权投资较强的实践性,本书也提供了投资的基本分析及技

术分析方法,对套期保值及投机交易策略进行了讨论。其三,相对于商品期货而言,金融期货相关理论较为复杂。为此,本书结合国内金融期货的发展实际,在篇幅允许范围内,对此作了较为详尽的探讨。其四,考虑到中国场内期权交易市场发展的最新进展,介绍了期权交易的基本概念及理论。最后,本书每章均提示了学习目的,并附小结及思考与练习,供复习之用。总体看,本书适合财经类专业本科生、MBA 学生作为教材使用,同时也可供市场相关人士参考。

在本书撰写过程中,程赵宏、陆奕雯、林映彤、高凌雨、张诺然、温晓丽、孙华栋、赵静晨、刘畅、韩阳、周文荣、虞金凤、李晨红、张芳芳、刘振宇及刘萌等同学在资料搜集、初稿撰写,以及校对等诸环节均做了大量工作,许香存博士承担了第 2 章的初稿撰写工作。由于本人水平所限,不当及疏漏之处在所难免,敬请广大读者谅解并指正。笔者从事期货及其他衍生品教学与研究二十多年,撰写本书是笔者夙愿,但由于琐事缠身耽搁多年,此次承蒙清华大学出版社梁云慈编辑的支持,使本书终得出版,在此表示感谢。

何志刚

2017 年 10 月 31 日

于浙江工商大学金融学院



# 目录

<b>第 1 章 期货市场概述</b> .....	1
学习目的 .....	1
1.1 期货市场的产生和发展 .....	1
1.1.1 期货交易的产生 .....	1
1.1.2 中国期货市场的产生和发展 .....	4
1.1.3 期货市场的发展趋势 .....	6
1.2 期货市场的合约分析 .....	10
1.2.1 期货合约的概念 .....	10
1.2.2 期货合约的主要条款 .....	10
1.2.3 “迷你型”期货合约 .....	14
1.2.4 成功期货合约的特点 .....	15
1.2.5 期货合约交易与其他交易的区别 .....	16
1.3 期货市场的功能 .....	17
1.3.1 转移价格风险 .....	18
1.3.2 价格发现 .....	19
1.3.3 资产配置 .....	20
1.3.4 投机 .....	21
1.4 期货市场的监管 .....	21
1.4.1 一般监管模式 .....	21
1.4.2 我国期货市场监管 .....	22
本章小结 .....	23
思考与练习 .....	24
<b>第 2 章 期货市场的交易制度</b> .....	25
学习目的 .....	25
2.1 期货市场的组织架构 .....	25



2.1.1	期货交易所 .....	25
2.1.2	期货经纪公司 .....	26
2.1.3	期货结算机构 .....	27
2.1.4	期货市场的交易者 .....	29
2.2	期货市场的交易机制 .....	32
2.2.1	期货交易流程概述 .....	32
2.2.2	交易机制的主要内容 .....	34
2.2.3	交易机制设计的基本目标和原则 .....	40
2.2.4	交易机制目标间的矛盾和协调 .....	42
2.3	保证金及其结算制度 .....	43
2.3.1	保证金制度的含义和特征 .....	43
2.3.2	保证金的功能 .....	44
2.3.3	保证金的分类 .....	45
2.3.4	保证金的管理 .....	48
2.4	期货市场的交割制度 .....	48
	本章小结 .....	50
	思考与练习 .....	51
<b>第3章</b>	<b>期货价格理论 .....</b>	<b>52</b>
	学习目的 .....	52
3.1	期货价格理论概述 .....	52
3.1.1	期货价格理论的演进 .....	52
3.1.2	期货价格的构成要素 .....	63
3.1.3	基差和价差 .....	64
3.2	期货定价模型 .....	66
3.2.1	期货定价的持有成本模型 .....	67
3.2.2	期货定价的预期模型 .....	75
3.2.3	期货定价的资本资产定价模型 .....	78
3.3	期货价格的特征 .....	79
3.3.1	期货价格与远期及现货价格之间的关系 .....	80
3.3.2	期货价格的波动性特征 .....	82
	本章小结 .....	83
	思考与练习 .....	84
<b>第4章</b>	<b>期货市场的套期保值 .....</b>	<b>86</b>
	学习目的 .....	86
4.1	套期保值交易概述 .....	86
4.1.1	套期保值的含义 .....	86

4.1.2	套期保值的作用 .....	87
4.1.3	套期保值者 .....	88
4.1.4	套期保值实现的条件 .....	89
4.2	套期保值交易的类型 .....	90
4.2.1	买入套期保值和卖出套期保值 .....	90
4.2.2	直接套期保值与交叉套期保值 .....	92
4.2.3	完全套期保值与不完全套期保值 .....	92
4.3	基差与套期保值 .....	93
4.3.1	基差与基差风险 .....	93
4.3.2	基差的特点 .....	95
4.3.3	基差的影响因素 .....	96
4.3.4	基差的作用 .....	97
4.3.5	基差变化对套期保值效果的影响 .....	98
4.3.6	基差交易 .....	101
4.4	套期保值的动机及影响因素 .....	104
4.4.1	企业套期保值动机理论的演进 .....	104
4.4.2	企业套期保值决策的影响因素 .....	107
4.5	套期保值的操作策略及案例 .....	109
4.5.1	套期保值的操作策略 .....	109
4.5.2	套期保值的案例分析 .....	113
	本章小结 .....	115
	思考与练习 .....	116
<b>第5章</b>	<b>期货投机与套利 .....</b>	<b>117</b>
	学习目的 .....	117
5.1	期货投机交易概述 .....	117
5.1.1	期货投机概述 .....	117
5.1.2	期货投机的功能 .....	118
5.1.3	期货市场的过度投机问题 .....	120
5.1.4	期货投机是否能获得超额利润 .....	120
5.2	期货投机的交易策略 .....	122
5.2.1	资金管理 .....	122
5.2.2	资金管理与风险控制技术的使用经验 .....	123
5.2.3	时机选择 .....	125
5.2.4	期货的量化投资策略 .....	127
5.3	期货市场的套利 .....	129
5.3.1	套利交易概述 .....	129
5.3.2	套利交易策略 .....	130

5.3.3 期货套利操作的策略 .....	137
本章小结 .....	138
思考与练习 .....	139
<b>第6章 期货投资的技术分析 .....</b>	<b>140</b>
学习目的 .....	140
6.1 技术分析理论概述 .....	140
6.1.1 技术分析概述 .....	140
6.1.2 技术分析是否有效的两种观点 .....	142
6.1.3 技术分析的基本理论 .....	146
6.1.4 技术分析方法的分类 .....	151
6.2 图表分析 .....	152
6.2.1 图表分析概述 .....	152
6.2.2 趋势分析 .....	154
6.2.3 价格形态分析 .....	165
6.2.4 成交量与持仓量分析 .....	184
6.2.5 图表分析评述 .....	187
6.3 指标分析 .....	189
6.3.1 移动平均线 .....	190
6.3.2 价格振动法 .....	194
6.3.3 相反意见指标 .....	199
本章小结 .....	201
思考与练习 .....	202
<b>第7章 农业、能源和金属期货合约 .....</b>	<b>203</b>
学习目的 .....	203
7.1 农产品期货 .....	203
7.1.1 农产品期货概述 .....	203
7.1.2 农产品期货价格波动的季节性特点 .....	205
7.1.3 小麦期货合约价格走势分析 .....	205
7.2 能源及化工期货 .....	208
7.2.1 能源及化工期货概述 .....	208
7.2.2 能源期货的主要品种 .....	210
7.2.3 中国能源及化工期货市场 .....	211
7.2.4 能源化工期货价格波动的特点 .....	213
7.3 金属期货 .....	213
7.3.1 金属期货概述 .....	213
7.3.2 铜期货价格走势分析 .....	215

7.3.3	黄金期货价格走势分析 .....	217
7.4	商品期货价格的基本分析法 .....	220
7.4.1	影响因素的结构分析 .....	220
7.4.2	影响因素的内容分析 .....	221
	本章小结 .....	224
	思考与练习 .....	225
<b>第8章</b>	<b>利率期货</b> .....	<b>226</b>
	学习目的 .....	226
8.1	利率与利率期货概述 .....	226
8.1.1	利率和债券概述 .....	226
8.1.2	利率期货的产生和发展 .....	230
8.1.3	利率期货的概念、分类和特点 .....	230
8.1.4	利率期货的功能 .....	231
8.2	利率期货合约 .....	232
8.2.1	美国国库券期货合约(U. S. T-Bill Futures Contract) .....	232
8.2.2	欧洲美元期货合约(Eurodollar Futures Contract) .....	234
8.2.3	美国中长期国债期货合约(U. S. T-note/T-bond Futures Contract) .....	235
8.2.4	中长期国债期货的卖方选择权 .....	237
8.3	利率期货合约的定价 .....	238
8.3.1	持有成本定价模型 .....	238
8.3.2	短期利率期货合约的定价 .....	239
8.3.3	中长期利率期货合约的定价 .....	241
8.3.4	利率期货价格的影响因素 .....	246
8.4	利率期货的套期保值 .....	247
8.4.1	利率期货套期保值的步骤 .....	248
8.4.2	国库券期货合约的套期保值 .....	249
8.4.3	欧洲美元期货合约的套期保值 .....	252
8.4.4	长期利率期货的套期保值 .....	254
8.5	利率期货的投机与套利 .....	255
8.5.1	利率期货的投机 .....	255
8.5.2	利率期货的套利 .....	256
8.6	中国国债期货市场的发展 .....	260
8.6.1	早期国债期货的试点 .....	260
8.6.2	中国国债期货的重启 .....	261
	本章小结 .....	263
	思考与练习 .....	264

<b>第 9 章 股指期货</b> .....	266
学习目的 .....	266
9.1  股价指数与股指期货合约 .....	266
9.1.1  股价指数及其编制 .....	266
9.1.2  股价指数期货的产生与发展 .....	269
9.1.3  股价指数期货的交易规则 .....	271
9.2  股指期货的套期保值 .....	276
9.2.1  股价指数期货的空头套期保值 .....	276
9.2.2  股价指数期货的多头套期保值 .....	277
9.2.3 $\beta$ 系数 .....	278
9.2.4  资产配置 .....	279
9.2.5  投资组合保险 .....	280
9.3  股指期货的定价及指数套利 .....	281
9.3.1  股指期货价格的确定 .....	281
9.3.2  指数套利 .....	283
9.3.3  程序化交易(program trading) .....	287
9.3.4  股指期货与股灾形成:案例分析 .....	288
9.4  股票期货 .....	293
9.4.1  股票期货市场概述 .....	293
9.4.2  股票期货合约及交易特点 .....	293
本章小结 .....	295
思考与练习 .....	295
<b>第 10 章 外汇期货</b> .....	297
学习目的 .....	297
10.1  外汇期货概述 .....	297
10.1.1  外汇与汇率 .....	297
10.1.2  外汇风险 .....	299
10.1.3  外汇期货 .....	300
10.1.4  外汇期货合约 .....	303
10.1.5  外汇期货和远期的异同 .....	307
10.1.6  外汇期货价格的影响因素 .....	309
10.2  外汇期货价格的确定 .....	312
10.2.1  外汇期货的定价模型 .....	312
10.2.2  期货价格与远期价格的关系 .....	314
10.3  外汇期货的投机和套利 .....	314
10.3.1  投机交易 .....	314

10.3.2	套利交易 .....	316
10.4	外汇期货的套期保值 .....	319
10.4.1	外汇期货买入套期保值 .....	320
10.4.2	外汇期货卖出套期保值 .....	320
10.4.3	外汇期货的交叉套期保值 .....	321
	本章小结 .....	322
	思考与练习 .....	323
<b>第 11 章</b>	<b>期权入门 .....</b>	<b>324</b>
	学习目的 .....	324
11.1	期权和期权市场 .....	324
11.1.1	期权的内涵 .....	324
11.1.2	期权的分类 .....	325
11.1.3	期权市场发展概述 .....	329
11.2	期权交易 .....	335
11.2.1	期权合约 .....	335
11.2.2	期权的买卖 .....	336
11.2.3	期权的了结 .....	340
11.2.4	期权的结算 .....	344
11.3	期权价格 .....	349
11.3.1	期权的价格构成 .....	349
11.3.2	影响期权价格的因素 .....	351
11.3.3	期权价格的上限和下限 .....	353
11.4	期权的定价模型 .....	357
11.4.1	期权定价的理论基础 .....	357
11.4.2	布莱克—斯科尔斯—默顿期权定价模型 .....	362
11.4.3	二叉树期权定价模型 .....	367
11.5	期权的套期保值 .....	371
11.5.1	买期保值 .....	372
11.5.2	卖期保值 .....	376
	本章小结 .....	381
	思考与练习 .....	381
<b>第 12 章</b>	<b>期货期权 .....</b>	<b>383</b>
	学习目的 .....	383
12.1	期货期权概述 .....	383
12.1.1	期货期权的概念 .....	383
12.1.2	期货期权的分类 .....	384



12.1.3	期货期权的优势 .....	385
12.2	期货期权定价 .....	386
12.2.1	采用二叉树对期货期权定价 .....	386
12.2.2	期货期权定价的布莱克模型 .....	387
12.3	期货期权的看跌—看涨平价关系 .....	388
12.3.1	欧式即期期权和欧式期货期权 .....	388
12.3.2	美式期货期权与美式即期期权 .....	390
12.4	期货期权的风险管理 .....	390
12.4.1	期货期权自身面临的风险性 .....	390
12.4.2	国外期货期权风险管理 .....	391
12.5	中国期货期权市场的发展 .....	392
12.5.1	我国期货期权合约的内容 .....	392
12.5.2	中国推出期货期权的积极意义 .....	395
	本章小结 .....	395
	思考与练习 .....	396
	参考文献 .....	397

# 期货市场概述

## 学习目的

本章介绍国内外期货市场的成因及发展现状,详细解读期货合约的构成要素,分析期货市场具有的功能,介绍国内外期货市场的发展趋势。通过本章的学习,要求理解期货市场产生的动因,期货合约的特点,期货市场的基本功能,总体把握期货市场的现状、存在的问题,以及未来发展,从而为以后章节的学习打下良好的基础。

## 1.1 期货市场的产生和发展

### 1.1.1 期货交易的产生

#### 1. 商品期货的产生与发展

##### 1) 商品期货交易的起源

一般认为,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,是在现货及远期合约交易发展的基础上,基于广大商品生产者、贸易商和加工商的广泛商业实践而产生的。

美国土地的西部是落基山脉(Rocky Mountains),绵延千里但植被缺乏,而中部平原地带有世界第四长河密西西比河(Mississippi River)、密歇根湖(Michigan Lake)、密苏里河(Missouri River),发达的水系,以及适合的温度致使中部的土地更适合于种植农作物。美国主要的农作物为玉米、大豆、小麦,地理优势集中的芝加哥(Chicago)地区逐渐形成了大型农产品交易区。1833年,芝加哥已成为美国农产品贸易的一个中心,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中心,大量的农产品在芝加哥进行交易,人们沿袭古老的交易方式在大街上面对面讨价还价进行交易。

农作物的生长周期受到季节影响,一般春玉米和春小麦的播种时间在春季,收获时间在秋季;夏玉米播种时间在夏季,秋末收获;冬小麦则在秋季播种,次年夏季收获;大豆一般也是5月、6月播种,秋季收获。当作物大量成熟时,大批成熟作物汇集,芝加哥(Chicago)交易市场就出现了大规模的供大于求,农作物没有良好的储存方法,就出现了大量作物被贱卖的情况。但到了作物播种的季节却又出现资源匮乏的情况,粮比油贵。商人们为了应对这其中的经济矛盾,创立了远期合约(forward contract)交易,用远期合约购买农作物储存后分批出售,同时再以远期合约向下游加工企业出售还未到手的农作物,从中获利,转移风险。逐渐在一买一卖中,有些逐利者发现商机,开始投机买卖远期合约,大大增加了这种交易方式的活跃度。1848年3月13日,第一个近代期货交易所——芝加哥期货交易所(CBOT)成立,其成立之初,并不是一个真正现代意义上的期货交易

所,只是一个集中进行现货交易和远期合约转让的场所。然而,远期合约存在转让困难的缺陷,导致交易违约现象时有发生,从而促进了期货发展史上的两大创新,即远期合约的标准化,以及随后与之相配套的基于保证金的结算制度的建立。

1865年,芝加哥期货交易所实现了合约标准化,推出了第一批标准化期货合约。合约标准化包括合约中品质、数量、交货时间、交货地点及付款条件等要素。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,使生产经营者能够通过对冲平仓来解除自己的履约责任,也使投机者能够方便地参与交易,大大提高了期货交易的市场流动性。芝加哥期货交易所合约标准化的同时,又于当年10月实行了保证金制度。交易所向立约双方收取合约总价值的10%作为交易保证金,用以履约保证。远期交易也随之发展成了现代期货交易。

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,但这种结算方法既烦琐又困难。1891年,明尼亚波里谷物交易所第一个成立了结算所,随后,芝加哥交易所也成立了结算所。直到现代结算所的成立,真正意义上的期货交易才算产生,期货市场才算完整地建立起来。

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。

## 2) 商品期货的种类

商品期货历史悠久,种类繁多,主要包括农产品期货、金属期货和能源期货。

农产品期货,是指以农产品为标的物的期货合约。随着现货生产和流通的扩大,需要借助期货市场转移风险的农产品种类日益增多,新的期货品种不断出现。除了谷物期货之外,棉花、大豆、咖啡、白糖等经济作物,生猪、活牛、木材、天然橡胶等产品期货也陆续上市。

金属期货,是指以金属为标的物的期货合约。世界上金属期货品种主要是有色金属(除黑色金属铁、铬、锰以外的金属)。从全球来看,交易的金属期货品种主要有铜、铅、铝、锌、镍、锡、金、银、钯期货。世界上主要的金属期货交易所是伦敦金属交易所和纽约商品交易所(COMEX,隶属于芝加哥商业交易所集团旗下)。

能源期货,是指以能源为标的物的期货合约。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冲击,石油等能源产品价格波动剧烈,直接导致了石油等能源期货的产生。纽约商业交易所(NYMEX,隶属于芝加哥商业交易所集团旗下)已成为目前世界最具影响力的能源期货交易所,上市的品种有原油、汽油、取暖油、天然气、电力等。

## 2. 金融期货的产生与发展

金融即货币流通和信用活动的总称。金融活动对整个国民经济的运行发挥着提供支付手段、媒介商品交换、积累储蓄并引导投资的重要作用。金融期货源于自由化进程中金融产品规避风险的需求,它是指以金融产品为标的物的期货合约。这种合约成交时,双方对规定品种、数量的金融商品协定交易价格,在约定的未来时间进行实际交割,承担着在若干日后买进或卖出该金融商品的义务和责任。

金融期货是20世纪70年代世界金融体制发生重大变革,世界金融市场日益动荡不安的背景下诞生的。在经历了第二次世界大战后最长的一次经济繁荣后,西方资本主义