



期货与期权教程

李一智 主编

罗孝玲 杨艳军 编著



清华大学出版社

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

期货与期权教程

李一智 (主编)
罗孝玲 编著
杨艳军

清华大学出版社

(京)新登字 158 号

内 容 简 介

本书系统地阐述了期货与期权交易的理论和运作实务。本书共分七章,第一章是期货交易的概念和全貌概论;第二至第六章是期货市场的管理以及期货交易技术、期货价格分析、金融期货交易与期权交易的专论;最后一章是期货市场风险的分析与控制。本书在商品期货交易的内容上,尽可能运用或结合我国的实际资料;金融期货,特别是期权交易的内容,引用了国际上最新的资料。本书运用了数学方法和计算机技术,以期更科学地表述有关问题。

本书可作为高等院校经济管理、金融、贸易等专业的 MBA、硕士生和本科生高年级的教材;也适于期货行业内的从业人员的培训或学习参考。

书 名: 期货与期权教程

作 者: 李一智(主编) 罗孝玲 杨艳军 编著

出 版 者: 清华大学出版社(北京清华大学学研大厦,邮编 100084)

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

责任编辑: 魏荣桥

印 刷 者: 北京市清华园胶印厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 787×1092 1/16 印张: 15.25 字数: 329 千字

版 次: 1999 年 10 月第 1 版 2001 年 9 月第 3 次印刷

书 号: ISBN 7-302-03694-2/F·236

印 数: 7001~10000

定 价: 19.00 元

序

董辅初

在我国期货市场刚刚建立 8 年左右时间,懂得期货交易的人还不多。人们对期货交易还有不少错误的看法。虽然,这与期货交易风险大,与我国期货市场发展中发生过不少问题,与国外发生过几起震动世界的事件(如巴林银行事件)有很大关系,但说到底还是因为人们对期货交易缺乏了解。

在国外期货市场越来越发展。人们并没有因为期货交易的风险大,出过一些问题而限制它的发展,甚至取缔它;相反,还在不断推出新的期货品种,有些原来没有期货市场的国家新建立了期货市场。例如,最近韩国就建立了期货市场,推出了一些金融期货合约。这是因为,市场经济发展了,市场的参与者需要规避市场的种种风险,特别是价格变动的风险,需要有能规避风险的办法。在世界经济日益走向一体化的今天,各国间的经济联系日益密切,彼此影响。谁能想到泰国的金融危机会把许多国家卷进去呢?在此情况下,如果有期货市场,如果企业能在期货市场套期保值,那就可以规避国际市场价格波动带来的风险。这里说的价格不仅指货物的价格,还包括汇率、利率、证券指数等。期货市场就是为规避市场风险,尤其是为规避价格风险而建立和发展起来的。因此各市场经济国家,有条件的就建立自己的期货市场,没有条件的也要参与和利用别的国家的期货市场。

世界上任何事物都是在矛盾的统一和斗争中发展的,期货市场也不例外。期货市场本是为规避风险而建立和发展起来的,但它本身又存在巨大风险。期货市场的保证金制度,一方面起着保证交易正常进行,不至于发生无法履约的问题,但保证金又有杠杆效应,大大地放大了风险。期货市场中不断推出的新交易品种,都是为规避某种特定的市场交易的风险而设计的,但它们本身又会带来新的风险。期货市场有风险,人们又会用一套风险管理的办法,通过金融创新去规避其风险。世界就是这样在矛盾不断产生又不断克服中发展的。如果考虑期货市场有风险就不去建立和发展期货市场,岂不是因噎废食么?要是这样,各个市场参与者岂不是无法规避市场的价格风险么?要知道在世界经济一体化的进程中这种风险比以往要大得多了。你不通过期货市场规避风险,别人通过期货市场规避风险,你如何与别人竞争?期货市场不是可有可无,更不是市场经济的祸害,而是市场经济发展的客观需要和必然产物,它在规避市场价格风险和发现价格方面是其它市场和其它办法无法替代的。在当代许许多多金融创新出现于期货市场。

我国已经有了期货市场,要使它规范地健康地发展,需要从许多方面努力。其中一个方面就是让参与市场活动和管理市场的人懂得期货交易。不管是期货市场中的套期保值

者、投机者、套利者还是管理者,不管是生产企业、流通企业还是金融企业,不管是已经参与了期货交易者,还是尚未参与期货交易者,都需要懂得期货交易。只有与期货交易有关的各方懂得了期货交易,期货市场才能规范地健康地发展。也只有更多的人懂得期货市场的功能及其运作,才会有更多的企业参与期货交易。在各类市场中,期货市场最接近经济理论中的完全竞争市场。在期货市场中,参与期货交易者越多,竞争越公平,期货市场的套期保值和发现价格的功能就发挥得越好。

为了发展期货市场,让更多的人懂得期货交易,需要采取各种方式介绍、论述、研究期货交易。这些年我国出版了不少这方面的书,这是可喜的。但用于高等学校的教材还不多。这本《期货与期权教程》是一本有特色的教科书。它是为MBA的教学而专门编写的。近几年来,越来越多的高等学校开办了MBA班,参加学习者大多来自企业,学员大多是企业的管理者。他们更需要懂得期货市场和期货交易。他们也更有条件学习期货交易的知识,因为期货交易比现货交易要复杂,在学习上要具备多方面的知识,包括金融知识等。但是,我国还缺乏适合MBA的有关期货交易的教材。因此,编写这本教材是很有必要的。

这本教材有几个特点:

首先,有关期货交易的观念表述得清晰、准确。期货市场发展得很快,不断出现新的概念,有不少概念在一些老的著作、辞典中也找不到。而且,有些概念用得比较混乱。把有关概念讲得清晰、准确,不容易,这是一本好教材必须做到的。

第二,本书的体系和结构较为恰当,使学员在学习中能循序渐进,能对期货交易形成系统的了解。

第三,本书在理论讲解上力求严谨、透彻,使学员不仅知其然,而且知其所以然,对期货交易中的问题能从理论上理解和分析。

第四,期货交易中涉及许多数量关系,为求精确和严密,本书较多地运用数学方式来表述和推导。这对于MBA的学员来说不仅是可行的(因为他们已具有较好的数学和经济基础),而且也是必要的,因为他们中的许多人将从事企业的经营管理工作,甚至参与期货交易,需要对期货交易中的问题从精确的数量上来把握。

第五,尽可能地介绍国际期货交易中的各种新技术,如计算机交易、异地同步下单、期权定价模型、介绍新的金融衍生品等。对MBA学员的培养来说,除了要懂得期货交易的理论以外,还要懂得期货交易的基本操作。这本书能适应这种需要。

第六,注重理论联系实际,讲述我国期货市场的现状、问题、法规和政策。

由于具备了上述几个特点,此书作为一本MBA课程的教材,应该说是一本好的教材。我自己认为,在讲授本书时,最好更多地结合分析国内外期货交易中一些具有典型意义的案例,包括成功的案例和失败的案例。可以考虑编一本这样的案例分析,与本书相配合。结合实际案例讲授本书,就能收到更好的效果,使MBA学员能获得更多的实际的知识。

这本书是为MBA编写的,也可用作高等院校的经济管理、金融、贸易等专业的高年级教材。

1999年5月16日

编者的话

随着社会主义市场经济体制的确立,我国证券、期货市场先后兴起,并且不断地规范发展和完善。期货交易所经历了短期的盲目发展后,现已通过两次大的整顿、调整,由1995年的试办15家,到1999年调整为3家。在这一过程中,期货市场的运作水平按照“继续试点,加强监管,依法规范,防范风险”的原则得到了不断的提高;不到8年我们走过了西方期市100多年的进程。在用电脑终端下单、网络化交易的技术上,我国堪称领先;据不完全统计,期货从业人员已有上百万;有关高等院校开办了证券投资与期货交易专业,有不少硕士、博士生撰写期货业的学位论文;经济管理类专业以及当前兴办的MBA班都增设了期货与期权课程供其选修。因此编著一本期货与期权教学用书,特别供经济管理研究生和MBA学员选修、学习,同时也为期货行业人员的培训学习,实属必要,且有深远意义。中南工业大学工商管理学院(原为管理工程系)最早培养期货业硕士生,最早参与筹办期货交易所,也最早培养大批量参与期货行业工作的毕业生。此后,1993年我们开发过期货交易与结算计算机软件投入使用。近两年来我们成立的“南方证券与期货研究中心”,资助了多个有关研究项目,包括本书的出版。1998年我们开展了国家自然科学基金资助研究项目“中国商品期货市场的风险控制与预警系统研究”。基于上述的期货业实践经验、理论研究和教学积累,适应MBA教学之需,我们重新编著了此书。不久,配合该书,将编写一本有关的案例教材。

本书第一、二、七章由中南工业大学工商管理学院博士生导师李一智教授编写,第三、六章由杨艳军讲师编写,第四、五章由罗孝玲副教授编写,博士生侯晓鸿参与了第七章部分节的编写工作,全书由李一智主编。编写中引用了博士生刘咏梅讲师提供的宝贵研究成果和资料;湖南先锋期货经纪公司曾江洪副总经理提供了不少资料和数据;湖南省证监会李金玉博士也提供了宝贵意见;硕士生肖志英协助整理数据、图片。于此,向上述有关单位和人士深表谢意。我们还要感谢中南工业大学工商管理学院博士生导师、南方证券期货研究中心主任熊维平教授和工商管理学院院长、南方证券期货研究中心副主任陈晓红教授,对本书的出版他们给予了极大的支持和赞助,在本书编写中他们提供了宝贵意见和研究成果,深表感谢。还要感谢中南工业大学工商管理学院与清华大学出版社的领导对本书的出版所给予的大力支持。最后,我们要特别感谢原全国人大常委会财经委员会副主任、北京大学董辅初教授,他热情地为本书写了序言。

本书的编写虽说有了一些基础,但新情况新问题不断出现,有些业务还未成熟,我们承担的国家基金项目还未完成,因此,书中疏漏、不当之处难免,敬请读者指正。

编者

1999年秋

目 录

序	I
编者的话	Ⅱ
第一章 期货交易导论	1
第一节 期货交易的历史概况	1
第二节 商品期货交易的形成与基本概念	9
第三节 期货交易的性质和功能	22
第四节 期货市场同现货市场的关系	28
第五节 期货商品种类与上市条件	30
第六节 商品期货交易的运作	32
复习题	41
第二章 商品期货市场的管理	42
第一节 商品期货市场的政府行政管理	42
第二节 商品期货市场的行业管理	45
第三节 商品期货交易所的组织与性质	45
第四节 商品期货交易所的制度和法规	48
第五节 期货经纪公司	51
复习题	56
第三章 商品期货交易技术与策略	57
第一节 套期保值交易	57
第二节 基差交易与叫价交易	69
第三节 “场外”期货交易	72
第四节 投机与套期图利交易	73
第五节 商品期货交易基本策略	84
复习题	87
第四章 商品期货价格分析和预测	89
第一节 基本分析法	89
第二节 技术分析法的图形方法	93
第三节 技术分析法的指标方法	110
复习题	123
第五章 金融工具期货交易	124

第一节	外汇期货	124
第二节	利率期货	132
第三节	股票价格指数期货	140
第四节	新型金融衍生证券简介	148
复习题		149
第六章	期权交易	151
第一节	期权交易概述	151
第二节	期权的定价	162
第三节	期权交易策略	176
第四节	新型期权(exotics)	195
复习题		199
第七章	商品期货市场的风险控制	201
第一节	期货市场风险的概念	201
第二节	期货市场的风险辨识	202
第三节	期货市场风险评估	212
第四节	期货市场风险预警指标体系	214
第五节	期货市场风险控制	218
复习题		220
参考文献		221
附录一	累积正态概率分布表	222
附录二	期货交易有关常用术语(英汉对照)	225
附录三	国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知	231

第一章 期货交易导论

本章将对期货(futures)及其期权,或叫选择权(options)交易的由来与发展,远期合约与期货合约交易的基本概念,期货交易的性质与功能,期货品种的分类,商品期货的上市条件,以及期货交易的运作,进行概括性的阐述,使读者通过本章的阅读能对期货交易获得基本概念性的理解。

第一节 期货交易的历史概况

期货交易是商品交易发展的产物,整个商品交易的历史可以以 19 世纪为界线划分为两段。

19 世纪以前,经历了由产品交换发展到商品交易的漫长历程。远古时代,特别是奴隶制社会中,还没有实行货币制度时,随着各个部落生产的产品自给有余、需求有缺,开始出现了产品的交换。这种产品交换是原始的,并非现时的易货贸易形式。

到了封建社会,产生了真正的货币制度,以适应产品变成商品概念的需要。这时才实行了商品交易,即商品—货币—商品的初级现货交易的形式,一手交钱,一手交货。

大约到了 13 世纪,上述现货商品交易获得了广泛发展,许多国家都形成了中心交易场所、大交易市场以及无数的定期集贸市场,如罗马帝国的罗马大厦广场、雅典的大交易市场以及我国当时各地的大小集贸市场,它们都是按照既定的时间和场地范围进行大量的现货交易活动。在现货商品交易普遍推行的基础上,产生了专门从事商品转手买卖的贸易商人,因而也出现了大宗现货批发交易。由于那时交易的商品主要为农产品,而农产品的生产具有季节性,因而逐渐产生了根据商品样品的品质签订远期供货合同的交易方式。这种贸易商人和商品生产者签订的远期供货合同,由初级形式到远期合约(forward contracts)经过了漫长的发展时间,主要是合同的条款、计价方式与价格以及合同的信用等方面,经过了不断的演变和完善,一直到 19 世纪中叶才开始形成较完善的远期合约交易。

1825 年起,美国中西部的交通运输条件发生了惊人的变化,货物运价大为减少,如过去马车的吨英里运价为 25 美分,而铁路运价只要 4 美分,水运为 2 美分,于是西部农业区农民生产的粮食大量运往芝加哥,以便卖个好价钱。但往往由于供过于求,事与愿违,因而产生了预先签订买卖合同,到期运来交实货的想法和交易方式。随着农业技术的发展,农产品产量大大增多,贸易量大增,仓储技术和仓库有了巨大的发展,芝加哥的粮食储运商能够储存大量粮食,因而促进了农产品的远期合约交易。

于是,1848 年由 82 位商人发起组建了美国第一家中心交易所,即芝加哥交易所

(Chicago Board of Trade),简称为CBOT,在交易所内,进行规范化的远期合约交易,由交易所承担买卖双方的信用担保和中介,远期合约的条款内容包括:商品的品质(规格、等级)、产地/生产场家、交易数量、价格或计价方式、交收实货日期和地点、付款方式、买者与卖方等条款。此外,交易所也制订了有关维护远期合同交易的规定、制度。类似的交易所,1570年英国伦敦就开设了第一个皇家交易所,1730年日本大阪也创办了“米相場”,荷兰、比利时也开设了农产品交易所。19世纪中叶这类交易所开展的远期合约交易,目的还是到期交收商品实货,还是属于现货交易,还没有演变发展为期货合约交易,只是为以后的期货合约交易创造了条件。自从1851年3月13日签订的第一份玉米远期合约交易(数量为3000蒲式耳,交货期为当年6月份,价格为每蒲式耳低于3月13日当地玉米市价1美分)以来,经过数十年的发展,现货交易的基础逐渐稳固和扩展,对远期合约中的有关条款实行规范标准化,大约在上世纪末与本世纪初,出现了现代标准化期货合约的交易,这种期货交易不再是以到期交收实货为目的的性质,而是标准化期货合约本身的买卖以及合约到期前的不断被转让,因此交易的目的是联系商品所有权的价格风险的转嫁。这时,除了联系实货的交易者以外,又有一种不联系实货的投机者参与期货交易。至此,期货交易的性质已发生了质的变化,对此以后还要论述。

1972年,在上述商品期货交易有成效的发展的启迪下,美国芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange),简称为CME,开始实行了第一笔金融期货交易——外汇期货合约的交易,它开辟了国际货币市场分部(IMM),进行英镑、加拿大元、德国马克、意大利里拉、日元、瑞士法郎和墨西哥比索等币种同美元的汇率期货合约的交易。后来,其它期货交易所也接着开展了金融期货交易,先后不断推出抵押证券期货、国库券期货、股票指数期货等金融工具期货合约的交易。一般商品的期货交易经历了一二百年的发展才到今天的规模,而金融期货交易只经过短短的十几年便一举成型。据统计,1986年金融期货交易量占总的期货交易量的70%以上。

本世纪80年代初,又推出了期货合约的选择权(options on futures contracts)交易,简称期权交易,为扩大期货合约交易开辟了一种新的方式,有利于回避期货合约交易的风险。

关于金融期货与期权以及其它创新的金融衍生品交易的概念、方式等内容,将专门章节论述。

关于中国期货交易的历史,概要介绍如下。

一、新中国成立以前期货交易概况

一百多年前,紧闭的中国大门被鸦片战争中英国的船炮闯开了,中国从此逐渐沦为一个半封建半殖民地的国家。

这时,中国的民族工业在外国侵略的空隙中缓慢地发展,为求生存,积极学习资本主义管理经验,其中包括开展期货交易。

清朝末年，主张“维新变法”的梁启超曾倡议组织交易所，称作“股份懋迁公司”。

后来北洋政府工商部长张謇主张“国非富不强，富非实业不能”的实业救国论，曾于1913年组织讨论在通商口岸建立交易所。

梁启超最初并未动手创建期货市场，在中国1914年建立了上海机器面粉公会。公会虽然不是期货交易所，但与交易所相似。

1914年，在张謇推动下，北洋政府颁布了《证券交易所法》；翌年4月，又颁布了《证券交易所法细则》。

1916年，孙中山先生得知外国人要在上海滩建立交易所，他即与上海总商会长虞洽卿商量，准备建立上海交易所股份有限公司，并上报农商部审批，以消除外国人垄断上海市场的欲望。

1917年2月，农商部批准建立证券交易所，随后虞公与另一些人又积极筹办了上海证券交易所和上海证券金银交易所。

就在上海紧锣密鼓筹办交易所之际，1918年夏，北京证券交易所成立了。

1920年7月1日，虞公等人正式开办了上海证券物品交易所，开始了中国商品的期货交易，1921年3月，北洋政府颁布了《物品交易条例》；4月，又颁布了《物品交易所条例实施细则》。

1920年7月1日开张营业的上海证券物品交易所，半年就赚了50万元。

1921年初开业的上海面粉交易所，因其盈利而股票价格不断上涨。

由于片面理解和利益驱动，一时间形成了办交易所的热潮。从1921年5月起，上海新开办交易所“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”，迄止1921年底，仅半年时间，就有140多家交易所新的面孔出现在上海滩。

上海办交易所热浪席卷全国。天津、北京、广州、汉口、南京纷纷筹备。上海不仅各大行业有交易所，而且烟、酒、火柴、麻袋、泥灰等小行业也都办起了交易所。

五花八门的交易所建立之快之多，连商业经济发达的国家也被惊得目瞪口呆。芝加哥才两三家，美国也才几十家交易所，英美自叹弗如！摇旗呐喊的交易所还没来得及放开喉咙大声喊价竞价，就因其周转不灵，经营不得要领，许许多多交易所陷入困境而被迫停止营业。到1922年3月，仅剩12家交易所能撑起门面营业，最后又有半数夭折，被称之为“民十信交风潮”（注：民十指民国十年，即1921年）。经过“民十信交风潮”，加上战乱频繁，大多数国民对公债和股票都失去了信任，因此，在1921年后的七八年时间里，中国的交易所发展极为缓慢，直到1929年10月国民政府正式颁布了《交易法则》，1930年1月又颁布了《交易所法施行细则》，交易所的发展和管理才有了比较统一的依据。这时期没有真正的期货交易，但后来实行了一种延期交割的方式，称“便交”，这实际上是一种变相的期货交易。抗日战争胜利后，时局相对稳定，旧中国各地的证券交易所和期货交易逐渐步入正轨。1946年9月，上海证券交易所股份有限公司成立，共有证券和物品两个市场，经纪人230人。天津证券市场的原华北证券交易所也恢复营业，上市股票达23种。刚开始，

由于股市疲软,业务冷清,经纪人申请退出者不断增多,故而,人们举办了延期交割业务,又称“递交”,实为变相的期货交易。结果,极大地刺激了证券交易的活跃,吸引了大量的社会游资。据统计,许多居民都参加了证券和期货交易,整个上海滩证券市场吸引游资大约1500~2000万元,从而导致交易所的短暂繁荣。上海解放以后,为了打击投机商人的投机倒把行为,人民政府于1949年6月10日查封了上海证券大楼,1952年7月,天津证券交易所也宣布停止。至此,交易所在中国大陆上宣告完全进入停止阶段。

二、新中国成立以后对期货市场的认识与研究

随着新中国的成立,建立了社会主义公有制。伴随着人们对经济体制的认识,对期货市场的认识也走过了崎岖不平的弯路,我们可以把这段时间分为二段。

第一阶段,自建国到十一届三中全会,这一时期,一切以公有制为主导,实行计划经济体制,期货交易当然被认为是投机倒把行为,早就在三反五反,割资本主义尾巴时销声匿迹;再者,当时施行计划经济,许多商品凭票供应,自由市场极为狭窄,几十年价格一贯制,期货市场的主要功能是回避价格风险以及发现价格,此时,又有何用!当然,期货也就被掷之于废纸堆,无人问津。

第二个阶段,80年代初期至今。

中共中央《关于经济体制改革的决定》指出:“社会主义经济是公有制基础上有计划的商品经济”。新体制的转轨要求,国家更多地依靠经济手段,依靠市场这只“无形的手”来调节经济。市场和价值规律越来越重要。改革的深入,经济的发展,要求中国期货市场的产生。期货市场是商品经济发展的产物,它同现货市场一起构成一完整统一的市场。市场机制的完善,除了要加强现货市场的功能外,还有赖于期货市场功能的补充。80年代改革以来,随着市场调节范围的扩大,我国农产品和生产资料的生产流通迫切需要期货市场等类似市场来加以调节,借以减少生产和经营过程中的盲目性,实现契约经济,并为商品经济实施有计划的调整提供新的可能性。期货市场在中国大陆中断近40年后,其作用又重新得到了正确的评价,期货市场在中国大陆得以出现。

最早提出在中国大陆发展期货市场的是香港的杨竞羽先生。这一提议得到了理论界和有关领导的重视。

1988年初,国务院发展研究中心、国家体改委、商业部等部门根据有关中央领导的指示,组织力量开始进行期货市场的研究,并成立了期货市场研究工作小组,系统地研究了国外期货市场的现状和历史,组织人员进行了国外期货市场的考察研究,积累了大量有关期货市场的理论知识。随着我国市场调节范围的进一步扩大,期货贸易的初级形式——远期合同交易的增加,许多经济学家和政府领导人认为有可能在此基础上加以规范,成为现代期货合约。于是,某些省市和地方的政府开始抽调人员研究组建期货市场的方案,并紧锣密鼓地付诸实施。1987年,理论界和实践界开始设计期货市场兴办方案时,郑州、武汉、沈阳先后设计出以经营农产品为主的期货市场方案,石家庄设计出钢材、木材为主的期货

市场方案,这些方案都报送所属省市和国务院,作更深入的论证和探讨。这些方案的设计都一方面参考了国外期货交易所的做法和经验,另一方面也充分考虑到要符合中国国情。方案明确提出期货市场的发展道路要分三步走:

第1步,建立以现货交易为主的批发市场;

第2步,开展远期合同转让,扩大远期合同的交易数量和参与范围,并要逐步规范化,标准化;

第3步,由远期合同发展到现代化、规范化的期货市场。

几个方案的设计都充分考虑到中国区域性发展的不平衡和条件的差异。

让我们把广角镜的焦点对准下面的一连串时间表。我们会发现期货交易理论准备的进程:

——1988年6月26日至6月29日,在北京,期货市场研究小组召开了第二次期货市场研究工作座谈会;

——1988年11月,河南举办全国第一期期货市场讲习研讨班,传授研究成果;

——1989年1月10日,一份《关于结合国情试办期货市场的研究报告》送到了国务院;

——1989年,改革出版社推出了《期货市场》,新中国第一部公开倡导办期货市场的专著;

——1990年4月,在上海物贸中心,中国物资部召开了“国际期货交易研讨会”;

——1990年5月,在北京长城饭店,商业部,经贸部和美国芝加哥期货交易所举办了大型研讨会;

——1990年7月,国务院批准商业部,国务院发展研究中心,国家体改委呈报的《关于试办粮食中央批发市场的报告》。

三、郑州粮食批发市场的成立

中原,我国粮食作物的集中产区和谷物集散地,河南小麦产量属全国之首,其流通在全国举足轻重。郑州,中原腹地,河南省会,河南政治经济中心,汇聚京广陇海两大铁路干线,得天独厚的条件,当然把郑州推向了举办期货市场的前沿阵地。

1990年10月12日,这是一个新中国期货交易史上值得纪念的日子:中国第一个农产品中央交易所“郑州粮食批发市场”正式成立并开业。它是由商业部和河南省政府合办的面向全国粮油交易批发市场,是非盈利的服务性机构。这是个现货批发市场,还不是期货交易市场,只是引进了部分期货交易的制度,逐步向期货市场过渡。其原则与交易形式都有一套相应的规定。比如,会员制,委托代理制,保证金制,手续费制,代理结算制,上市品种,开市时间,交易方式,合同形式,合同转让,价格形成,价幅限制,配额指导,交割运输,履约保障,风险分担,信息服务等,一律纳入正规化规范化轨道。具有统一性、公开性、规范性、公正性、服务性,最终把它与传统的批发市场区别开来。尽管“生不逢时”的郑州市

场,在开业时就碰上了粮食市场连续两年疲软,但是,通过优化外部环境,完善运行机制,强化自身服务功能等三大措施,使其渡过了启动难关,吸引力大大增强。进场交易的省市由几个扩大到 22 个,会员发展到 384 家,行业由粮食扩大到商业、供销、外贸、轻工、农牧,企业由单一的粮食经营企业,扩大到粮食生产、加工消费企业。企业性质由单一全民扩大到集体、个体和三资企业。共成交粮油 365 万吨,成交金额 31 亿元。经过一年多的风风雨雨,1993 年 5 月 28 日,中国郑州粮食批发市场又挂起了中国郑州商品交易所的牌子,规范化、标准化的农产品期货市场诞生了!

四、深圳有色金属交易所(SME)的成立

受海内外瞩目的深圳有色金属交易所,自 1992 年 1 月 18 日,由深圳市长敲响开市的第一锤以来,不负众望,仅一年,成交总额就突破 70 亿元,成交合同 2203 份,合同履约率 100%。被权威人士称之为“中国第一个规范化的期货市场”,期交所经过四年的发展,创下了中国期货市场发展史上的八个第一。

(1) 全国第一家期货交易所;

(2) 全国第一家由地方政府颁发《管理暂行规定》和《交易规则》,作为期交所运行和管理的行政法规;

(3) 全国第一家推出期货商品标准合约——《特级铝标准合约》;

(4) 全国第一家设立会员自律管理组织——会员专业委员会;

(5) 全国第一家推出标准仓单,进行“一手,一单,一位”的实物交割;

(6) 全国第一家实行标准仓单抵押作为保证金;

(7) 全国第一家通过有线电话开通远程实时信息系统;

(8) 全国第一家建立交易所年会制度。

前些年,SME 价格已经成为反映我国有色金属市场的晴雨表,且 SME 的形象亦被国际国内认识,已经成为规模交易的深圳有色金属交易所在一年来成交的 48.65 万吨金属中,铜占了 42.8%,铝占了 47.8%,两个月以上的远期合约占 84%,履约率达到 100%,平仓率从开始的 10%上升到 84.4%,而国外成熟的期货市场的平仓率也一般才为 90%。

根据国发[1998]27 号文件,深圳有色金属交易所停业撤消。现转为一家期货经纪公司,隶属金牛集团。

五、上海金属交易所的成立

上海,国际性的大都市,旧中国时的期货市场曾经有声有色。当占尽天时、地利、人和之便的深圳特区发展了,腾飞了,上海则躁动不安。没有在上海搞特区,使中国改革总设计师感到几分遗憾。后来者居上,大上海不仅要再展昔日雄风,还要再造今日之辉煌。1992 年 5 月,上海金属交易所(SHME)由物资部和上海市人民政府共同组建。被权威人士称之为“标志着我国在建立规范化的生产资料市场方面,迈开了重要的一步”,具有“示范效应”的

上海金属交易所,实行资源公开,价格公开,物资品种、生产厂、交货日期、交货地点、价格、数量等数据,全部显示在电脑屏幕上,充分的公开、公平、公正交易。

其实行会员制,下设理事会,监事会。总裁主持日常工作。内部服务机构包括交易、信息、结算、交割、综合五个部。交易所会员经纪商有权接受客户委托,代理客户买卖或转让合约。交易所实行保证金和统一结算制度。世界上最大的伦敦金属交易所总裁在参观上海金属交易所后说:“中国已经有了真正的期货交易”,上海与伦敦、芝加哥这两大世界期货交易中心处于不同的时间区域,可填补其闭市近5小时时差的交易真空,且上海具有地理、经济、金融、交通、信息等条件优势。故而一些外国厂商则毫不掩饰地断言,上海有可能成为继伦敦、纽约之后的世界第三大金属交易所。可否呢?我们将拭目以待。

六、1993年盲目发展失控,至初步整顿

悄然起步的我国期货市场,正在冲击着我们的经济生活。以辩证的眼光来看待问题,任何事物都有两面性。关键在于趋利避弊。当年,上海滩不到三个月功夫,就冒出了一百多家交易所,不到半年又稀里糊涂地垮掉,此情此景,想必期货界同仁应记忆犹新。80年代,新加坡、台湾都受到了没有管制的期货公司的伤害,“一朝被蛇咬,十年怕井绳”,这些地方对此都采取了相应行动,从立法、行政、管理等方面规范期货的发展。1991年,全俄办起了500家交易所,仅一年时间就垮掉了一半。

“前车之鉴,后事之师”,可能是国人陶醉在期货的美梦里没有看见,抑或是为了地方利益,“诸侯经济”的短视而根本不理睬,随着期货市场的热潮卷来,虽不是举国皆玩期货,但也是一下子冒出了数十家交易所。

1990年10月还是一片空白,而到了1994年5月,自称为期货交易所的市场就有约40家。这些交易所声称他们拥有2337家会员,有近50个可进行期货交割的上市品种。同一时期,400至500家期货经纪公司先后成立,并接受30000多客户的委托,这些公司有144家取得了国家工商行政管理局(SAIC)颁布的营业执照,而这144家中又有110家经SAIC批准可从事境外期货业务。

交易所林立,自然就存在着竞争,为了扩大交易,吸引交易,纷纷开发新的期货上市品种,其中有许多是不规范、不合标准的。这种盲目发展,带来的负面效应主要是权威价格不能形成。由于交易所增加交易品种有限,你有的,我也要有,造成了交易分散。交易量不能达成规模,期货的两大功能之一发现价格功能不能发挥。这一功能实现必须是众多的交易者参与期货交易活动,参与者越多,交易所聚集经济信息就越多,市场的透明度也就越高,就越能在更广泛的范围内实现期货供需的最佳结合,形成合理的有指导性的价格。交易量一分散,合理的权威性价格就不可能形成。

针对1993—1994年中国期货交易所的盲目发展,国务院于1993年11月4日发布了国发[1993]77号文件,以及于1994年5月30日发布国发[1994]69号文件,对该行业进行整顿。69号文件最为重要的是要求所有期货交易所需经中国证监会(CSRC)的审核批

准,结果只有 15 家期货交易所获准继续从事期货交易;69 号文件同时规定禁止成立新的期货经纪公司,而且要求已成立的期货经纪公司办理重新申请许可手续。尤为突出的是,该文件要求期货经纪公司停止境外期货业务。作为例外,国有大进出口集团公司可以成立新的期货经纪机构,代表集团公司的利益而从事境外期货业务。

15 家交易所部分名称、上市期货合约及试运行合约列于表 1.1。

表 1.1 1994 年我国部分期货交易所

交易所名称	上市期货合约	试运行期货合约
郑州商品交易所	绿豆	小麦、玉米、花生仁、豆粕、芝麻、棉纱、425 号普通硅酸盐水泥、5 毫米无色浮法玻璃、胶合板
重庆商品交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅锭、锌锭、锡锭、电解镍
大连商品交易所	玉米、大豆	干海带
上海粮油商品交易所	大豆	玉米、白小麦、粳米、绿豆、红小豆、啤酒、大麦、黄麻、红麻
上海商品交易所	胶合板	天然橡胶、聚氯乙烯、高压聚乙烯、聚丙烯、棉纱、525 号普通硅酸盐水泥、5mm 浮法玻璃
海南中商期货交易所	棕榈油、天然橡胶	咖啡、可可、啤酒大麦
上海金属交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅、锌、锡、镍
深圳有色金属期货联合交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅锭、锌锭、锡锭、电解镍
广东联合期货交易所	重熔用铝锭	粳米、豆粕
苏州商品交易所	胶合板	红小豆、羊毛、毛条、豆粕
沈阳商品交易所	电解铜	落叶松加工用圆木、白松加工用圆木、水曲柳加工用圆木、高粱、花生仁、啤酒大麦
天津联合商品交易所	天津红小豆、电解铜、重熔用铝锭	大豆、铸造生铁、硅铁、天津胶合板

七、1998 年进一步整顿和规范至今

1994 年批准的 15 家期货交易所,没有多久,又由于运作不规范而关闭了一家。1994 年以来,期货市场盲目发展的势头得到了有效遏制,市场行为逐步规范,监管能力有所加强。但是,期货市场仍存在一些突出的问题,期货交易所与经纪公司过多,运作还不规范,联手操纵市场,牟取暴利,非法从事境外期货交易,监管不力及手段落后。于是 1998 年国务院根据全国金融工作会议精神和党中央统一部署,发布了国发[1998]27 号文件《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》(见附录)。按此《通知》,对现有 14 家期货交易

所进行整顿和撤并,只在上海、郑州和大连保留了3家期货交易所;交易品种由35个削减为12个,即保留铜、铝、大豆、小麦、豆粕、绿豆、天然橡胶、胶合板、粳米、啤酒大麦、红小豆、花生仁。期货经纪机构应进一步清理整顿,严格控制境外期货交易,进一步加强对期货市场的监管。

在1998年下半年贯彻执行上述27号文件以来,原有14家期货交易所都已经撤并,做好善后处理工作。新的上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所都已开始运作。可以期望,期货市场进一步整顿以后,期货市场的作用功能将会得到更好的发挥。

第二节 商品期货交易的形成与基本概念

一般商品从现货远期合约交易发展到标准化期货合约交易的过程中,经历过种种纠纷和周折,同时也在不断地探索,试行种种制度和技术的创新。概括起来,实现了四项制度和技术的创新,即远期合约标准化,保证金制度,合约对冲平仓制度,结算体系和制度,才形成现代的期货合约交易。当前,全球期货交易所又面临着一项技术革新,即计算机网络上交易的全面实现,以取代传统的交易池内打手势和喊价的交易方式。

一、远期合约的标准化

远期合约产生后,在交易实践中遇到了不少的问题和纠纷。首先是商品品质的纠纷,因为农产品的生产与其质量往往受自然包括气候条件和作物技术的影响,收获后交付的农产品实货可能与原先议定的质量发生差异;其次,期货交易的数量都是大批量的,因而一份合约的数量和计量单位应该根据不同的商品制定不同的统一标准,更不能像商品零售那样出现零星数量,以利于合约的交易和核算;再次,商品期货的交收期限的确定,最初都不够合理,应该考虑商品的生产周期和产出季节,制定不同商品不同的统一交割期(月份);最后,关于期货合约到期交割地点,也应该确定统一的地点。以下结合我国这几年期货合约标准化的设计,阐述其标准化的内容。

1. 关于商品品质的标准化

商品品质不同,则价格相异,而且同名的商品,其产地或生产厂家较多,其产品的品质也不一定相同。因此,为了使远期合约能够实现合约的买卖与转让,过渡到期货合约的交易,首先必须对相关商品的品质予以标准化,即制定相关商品品质的统一标准,以免交易中产生品质纠纷。最初美国有关当局曾授权芝加哥交易所制定粮食品质的统一标准,对谷物品质实行分级。如将小麦分为白麦和红麦,以2号软红麦、2号硬红冬麦、2号黑北春麦、1号北春麦为标准,其它替代品价格差距由交易所规定;玉米以2号黄玉米为标准;大豆以2号黄大豆为标准等等。日本一交易所的大豆以我国产的黄大豆为标准。

我国郑州、大连期货交易所对其交易的农产品如绿豆、大豆、小麦等,都在其标准化期货合约中制定了统一的品质标准。上海金属交易所制定了阴极铜的标准:阴极铜,其等级