

期货市场学 教程

Course for
FUTURES MARKET



徐 雪 ©主编

经济日报出版社



期货市场学 教程

Course for
FUTURES MARKET 

徐 雪 ©主编

经济日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

期货市场学教程/徐雪著—北京:经济日报出版社,2005.3

ISBN 7-80180-455-4

I. 期... II. 徐... III. 期货市场—教材 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 013416 号

期货市场学教程

著 者	徐雪
责任编辑	崔亚欧 肖小琴
责任校对	徐建华
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市宣武区白纸坊东街 2 号 (邮政编码:100054)
电 话	010-63567690(编辑部) 63567683(发行部)
网 址	edp.ced.com.cn
E-mail	edp@ced.com.cn
经 销	全国新华书店
印 刷	北京朝阳区小红门印刷厂
开 本	710mm×1000mm 1/16
印 张	25.5
字 数	450 千字
版 次	2005 年 3 月第一版
印 次	2005 年 3 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 7-80180-455-4/F·177
定 价	46.00 元

版权所有 盗印必究 印装有误 负责调换

Course for
FUTURES MARKET

责任编辑：崔亚欧 肖小琴

封面设计：



(010)84273460

Course for FUTURES MARKET



本书全面系统地介绍了期货交易的基本概念、基本原理和基本方法,阐明了期货交易的程序及交易策略与技巧。

前 言

作为重要的风险管理工具,期货市场在现代市场体系中发挥着越来越重要的作用。国家“十五”计划纲要确定了中国经济与社会发展的宏伟目标,并明确提出了“稳步发展期货市场”的方针。2001年12月11日,中国成为世界贸易组织的正式成员。入世后,我国国民经济对风险管理的需求迫切增加,而期货市场是增强国民经济抗风险能力的重要机制。正如美联储主席格林斯潘(Greenspan)指出的:“衍生工具具有一种与生俱来的化解各种风险的能力。并将这些风险分配给那些最有能力且又最愿意承担风险的投资者。这种化解和转移风险的过程改善了市场形成各种金融产品价格和资产价格的机制……合理的、非扭曲的金融产品和资产价格信号将有利于促使企业家更合理地分配实物资产资源,从而创造出在消费者看来最有价值的产品和服务。毫无疑问,这一过程提高了生产力,改善了人民生活水平。”可以预见,我国的期货市场在经历了产生、发展、整顿、规范的风雨历程之后,将在我国社会主义市场经济体系中发挥越来越重要的作用。

《期货市场教程》是为满足经济类学科期货市场学的教学需要而编写的。本教程广泛吸收了专家学者对期货市场的研究成果。体系力求科学、系统、完整。为突出期货市场学实践性强的特点,本教程收录了我国期货市场试点以来的典型案例并加以必要分析。

本教程由四部分组成。第一部分:第一章至第五章。主要阐述期货交易的概念、特点、期货市场的功能作用、组织结构与运行规则制度及期货交易品种等;第二部分:第六至第八章。主要阐述套期保值和投机交易的原理、作用、方法和期货价格预测的两种基本方法;第三部分:第九章、第十章。金融期货和期权交易;第四部分:第十一章。期货市场的风险管理及监管体制。各章都明确了具体的学习目的与要求,并附有复习思考题,以帮助学生更好地理解 and 巩固知识点。

本教程收录的案例来自相关的文献和网站,并进行了适当的整理。在此,对原作者表示感谢。本教程由徐雪策划、主笔并总纂。马方方副教授、陈玲老师和研究生刘宁、王建萍、杜学辉、李玮同学参与了本教程部分章节的编写工作,在此表示诚挚的感谢。对吴慧小姐录入校对的辛勤工作表示衷心谢意。

由于作者水平所限,书中错误疏漏之处,恳请专家学者不吝赐教。

徐雪

2005年1月

目 录

第一章 导论

第一节 期货交易界定	1
第二节 期货市场的产生与发展	6
第三节 期货市场的发展趋势	12
复习思考题	16

第二章 期货市场的功能与作用

第一节 规避风险的功能	17
第二节 发现价格的功能	25
第三节 期货市场的作用	29
复习思考题	32
经典案例	32

第三章 期货市场的组织结构

第一节 期货交易所	36
第二节 期货结算机构	42
第三节 期货经纪公司	45
第四节 期货市场交易主体	47
复习思考题	52

第四章 期货交易规则制度与交易流程

第一节 期货交易的规则制度	53
第二节 期货交易的流程	68
复习思考题	86
经典案例	87

第五章 期货交易品种及上市条件

第一节 期货商品种类及其上市条件	90
第二节 国际期货市场主要期货品种	94
第三节 国内期货品种及合约	119
复习思考题	132
经典案例	133

第六章 套期保值交易

第一节 套期保值概述	136
第二节 买入套期保值和卖出套期保值	143
第三节 基差与套期保值	148
复习思考题	165
经典案例	166

第七章 投机交易与套期图利

第一节 投机概述	170
第二节 投机交易方法与策略	173
第三节 套利交易	180
复习思考题	186
经典案例	187

第八章 期货市场价格分析技术

第一节 期货市场价格理论构成	190
第二节 期货价格的基本性分析方法	195
第三节 期货价格的技术性分析方法	204
复习思考题	248

第九章 金融期货

第一节 金融期货的产生与发展	249
第二节 外汇期货	255
第三节 利率期货	272
第四节 股票指数期货	284
第五节 股票期货	300
复习思考题	306
经典案例	307

第十章 期权交易

第一节 期权交易概述	312
第二节 期权的定价	318
第三节 期权交易	322
第四节 期权交易策略	331
复习思考题	336

第十一章 期货市场风险管理及监管体制

第一节 期货市场风险概述·····	338
第二节 期货市场风险监管体系·····	347
第三节 国外期货市场监管体制的基本模式·····	354
第四节 国外期货监管体制的变化与趋势·····	360
复习思考题·····	364
经典案例·····	364
附录一	
《期货交易管理暂行条例》·····	368
附录二	
《期货交易所管理办法》·····	379
附录三	
《期货经纪公司管理办法》·····	388
附录四	
《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》·····	395
参考文献·····	401

第一章 导 论

学习目的与要求:

本章将通过期货交易基本概念的阐述及期货交易与现货交易及股票的比较,使读者掌握期货交易的基本概念及其特点,并了解期货交易的产生发展历史,特别是我国期货市场的建立与发展过程,了解国际期货市场的发展趋势。

第一节 期货交易界定

期货交易是商品经济发展到一定阶段的必然产物,是社会经济发展的客观要求,是市场发展的高级形态,它在形成规范的交易秩序和有影响的预期价值方面显示出巨大的优越性和市场导向作用,已经成为现代市场经济不可缺少的组成部分。

一、什么是期货交易

期货交易(Futures Trading)是一种与现货或实物交易完全不同的交易方式,如果用一句话来概括就是在期货交易所内买卖标准化期货合约的交易。即投资者交纳一定数量的履约保证金,通过在期货商品交易所公开竞价买卖期货合约并在合约到期前进行对冲,或通过期货转现货进行实物交割来了结义务的一种交易方式。

进行期货交易,买卖的是标准化合约,这种标准化合约规定了在将来某一特定时间和地点交割某种特定品质、规格的商品。但由于参与期货交易的投资者的基本目的是回避价格风险或投机获利,所以进行实物交割的比例很少,一般不超过合约成交量的3%。

可见,期货市场上交易的并不是商品实物,而只是以商品实物为基础的一纸标准期货合约,所以有人说“期货不是货”。在期货市场上投资者不论是否拥有商品实物,也不论是否需要商品实物,都可以进行期货合约的交易。

期货市场是市场经济发展的产物。随着商品生产和商品交换的发展,现货市场逐渐呈现出局限性。其主要表现是:商品的市场价格经常会出现剧烈波动,而价格波动的风险又完全落到商品的生产者、经营者和消费者身上。由于现货市场价格调节的滞后性,必将导致市场供求的不平衡,形成巨大的市场风险,这对大宗初级产品和中间产品(半成品)生产和经营的影响尤其明显。为了保持生产的连续性,生产者、加工者、经营者往往还要储备一定数量的原材料,而若长期持有大量的存货,就会面临市场价格波动的风险。一旦原材料的市价下跌,就会导致生产者、

加工者、经营者发生巨大亏损。为了弥补现货交易的不足,人们在长期实践中探索出一种能回避风险和价格发现的新的交易方式,即期货交易。建立期货市场,开展期货交易,借以保护生产者、加工者和经营者的利益并作为一种风险投资手段,有助于形成均衡价格和转嫁市场风险。因此,期货市场和期货交易是市场经济发展到一定阶段的客观必然产物。

二、期货交易与现货交易的区别

现货交易(Cash Trading)是指买卖双方以即期现货合同或远期合同所确定的价格与付款方式、交割方式进行商品实物所有权转移的交易。现货交易根据交货期的不同可分为即期交易(Spot Contract)和远期合同交易(Forward Contract)。人们习惯上常把远期合同交易也称为“期货”,由此导致许多人误将现货远期合同交易与期货交易混为一谈。虽然期货交易是从现货交易中的远期合同交易发展而来的,但它已完全脱胎换骨,形成一种高级的市场交易形式。我们列表对照一下它们之间的区别:

表 1-1-1 期货交易与现货交易的区别

交易方式 比较点 区别	现 货 交 易		期货交易
	即期交易	远期合同交易	
①交易目的	获取实物或转让合同以获利	回避价格风险或投机获利	
②交易对象	商品实物	商品实物或非标准合同	标准合约
③交易方式	一对一磋商,讨价还价	拍卖或双方协商	公开竞价,公平竞争
④交易场所	无限制	无限制	期货商品交易所
⑤付款方式	全额付款(分期或一次性)	全额付款(分期或一次性)	保证金交易
⑥结算方式	双方直接结算	双方直接结算	通过结算所结算
⑦履约方式	实物交割	实物交割	合约对冲,少部分实物交割
⑧交割方式	双方约定	双方约定	固定交割方式

交易方式 比较点 区别	现 货 交 易		期 货 交 易
	即期交易	远期合同交易	
⑨信用风险	需要买卖双方诚信,风险大	需要买卖双方诚信,风险大	双方资信由交易所负责,风险小
⑩商品范围	无限制(一切商品)	无限制(一切商品)	有限制(交易所上市品种)

由此可见,期货交易与现货交易是两种截然不同的交易方式,它们有着根本的区别:

第一,交易目的不同。现货交易的目的是进行实物交割,实现商品所有权的转移。所以现货交易是一手交钱、一手交货,或在一定时期进行实物交收和货款清算。期货交易的主要目的不是到期获得实物,而是转移现货交易中的风险,包括价格风险、汇率风险和利率风险等,或猎取风险利润,因此在交易中进行实物交割的数量很少。

第二,交易对象不同。现货交易的买卖对象是商品实物本身,而期货交易买卖的对象是以商品实物为基础的期货合约。

第三,交易方式不同。现货交易一般是一对一谈判签订合同,具体内容由双方商定。期货交易是以公开、公平竞价的方式进行交易。

第四,交易场所不同。现货交易一般分散进行,不受场所的限制。但是期货交易必须在交易所内依照法规进行公开、集中的交易,而不能分散地进行交易。

第五,付款方式不同。现货交易无论是分期付款还是一次性付款,最终都要全额付款,而期货交易只交纳交易额5%—18%的保证金即可进行交易活动。只有少量进行实物交割的交易才需收付全额款项。

第六,结算方式不同。现货交易中买卖双方根据双方签订的合同中约定的方式直接进行结算,而期货交易的结算是通过结算所或交易所的结算部门进行的,双方不直接发生结算关系。

第七,履约方式不同。现货交易的履约方式是实物交收方式。虽然远期合同交易中也可采用背书方式转让合同,但最终的履约方式还是实物交收。而期货交易有对冲平仓和实物交割两种履约方式,并且绝大多数期货合约都是通过对冲平仓的方式了结的。期货转现货实物交割仅占交易量的3%左右。

第八,交割方式不同。现货交易的交割方式由双方约定,交割时间、地点、验收等内容由双方在合同中具体约定。而期货交易的交割方式是固定的,是通过交易所的指定注册仓库进行的。

第九,信用风险不同,现货交易中需要双方诚信,交易者面临可能的信用风险;而期货交易有保证金制度、每日无负债制度,并有结算公司担保,不必担心履约问题。买卖双方的任何一方万一破产不能履行合约时,交易所清算公司就会出面拍卖其财产用来抵债。

第十,商品范围不同。现货交易的品种是一切进入流通的商品,而期货交易品种是有限制的。各交易所都有自己的上市品种,在不同的交易所只能进行该交易所上市品种的交易。

三、期货合约与现货合同的区别

期货合约是在交易所内达成的,标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定地点和时间交收某一特定商品的合约。它是一种参加交易人的共同约定、共同契约。

现货合同是即期或在未来一定时期交付某种商品的销售协议。期货合约与现货合同虽都是一种契约,但二者有着很大的区别:

1. 标准化与非标准化的区别

期货合约是标准化的合约。商品的品种、规格、等级、数量、价格单位、交割日期及交货地点等都是特定的,只有价格需要在交易时确定。而现货合同是非标准化的,合同条款中有关商品的品质、数量、价格和交货条件等都是买卖双方通过谈判分别商定的。

2. 价格决定方式的区别

期货合约中商品的价格是在商品交易所以公开公平竞争的方式形成的。而现货合同中的商品价格是由买卖双方协商而确定的,是非公开非竞争性的,甚至是不公平的。

3. 有无签约者的区别

期货合约是一种公众约定,所以不是买卖双方签订的,也没有一个个的纸面合同,其买卖转让更没有背书,没有初始签订者。现货合同是有买卖双方签字画押的,一般难以转让。若有一方不能兑现,需要公证背书等繁琐程序才能把责任和义务、权利转给第三方。

四、期货交易与股票交易的区别

对于投资者来说,期货交易与股票交易都是一种投资工具或手段,期货合约在外部形态上表现为相关商品的有价证券,而股票是股份公司所有权的标准化合同,期货合约和股票都可以被看作一种凭证。但是期货交易与股票交易又有重要区别。见下表 1-1-2:

表 1-1-2 期货交易与股票交易的区别

	期货交易	股票交易
①标的资产	期货合约	股票
②交易目的	规避价格风险或猎取风险收益	让渡证券所有权
③市场功能	提供避险机制和价格发现	企业融资市场
④市场结构	交易所、会员、投资者	一级市场、二级市场
⑤保证金	占交易额的 5% - 18%	100% 全额资金
⑥交易部位	双向交易可做多、做空	单向交易,只能做多
⑦持有日期	合约到期日	可长期持有
⑧盈利机会	双边市	单边市
⑨回报率	回报率高	回报率低
⑩风险控制	非系统风险可控	非系统风险较难控制

五、期货交易的特点

(一)以小博大。这是期货交易的巨大魅力,期货交易只需交纳比率很低的履约保证金,通常只占交易额的 5% - 18%,从而使交易者可以用少量资金进行大宗买卖,节省大量的流动资金。

(二)交易便利。期货市场中买卖的是标准化合约,只有价格是可变因素。这种标准化合约既代表实物商品,又作为一种交易单位,实物商品本身并不进入市场。合约的标准化提高了它的互换性和流通性,使采用对冲方式了结义务十分便利,因此,期货合约可以在交易所内连续买卖、转手,频繁地进行交易,创造了许多盈利机会。

(三)履约保证。所有期货交易都通过商品结算所进行结算,且结算所成为任何一个买者或卖者的交易对方,为每笔交易做担保。因为结算所会员都是财力雄厚的大证券商、大银行和大公司,所以交易者不必担心交易的履约问题。

(四)公开、公正、公平。期货交易市场透明,交易信息完全公开。且交易采取公开竞价方式进行,使交易者在平等的条件下公开公平竞争,机会均等。

(五)高效严密。期货交易是一种规范化的交易,有固定的交易程序和规则,高效率运作,一笔交易通常不超过一分钟即可完成。

第二节 期货市场的产生与发展

期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物,其交易方式是从初级到高级、从简单到复杂长期演进的结果,从易货贸易到商品货币交换,从现货市场的现货交易发展到批发市场的远期(合同)交易,进而发展到期货市场的期货交易。

一、期货市场的产生

对于期货交易的起源,有着各种不同的观点。有人认为日本 17 世纪就开始了世界上最早的大米期货交易,也有人认为比利时在 13 世纪就开始进行了最早的期货交易,更有甚者认为古希腊、古罗马时期便有了期货交易的萌芽。但我们对照当代期货交易的特征就会看到:现代意义上的期货交易在 19 世纪中期产生于美国芝加哥。19 世纪 30~40 年代,随着美国中西部大规模的开发,芝加哥因毗邻中西部平原和密歇根湖,从一个名不见经传的小村落发展成为重要的粮食集散地。中西部的谷物汇集于此,再从这里运往东部消费区。由于粮食生产特有的季节性,加之当时仓库不足,交通不便,所以粮食供求矛盾异常突出。每年谷物收获季节,农场主们用车船将谷物运到芝加哥,因谷物在短期内集中上市,供给量大大超过当地市场需求,而恶劣的交通状况使大量谷物不能及时疏散到东部地区,加之仓储设施严重不足,粮食购销商无法采取先大量购入再见机出售的办法,所以价格一跌再跌,无人问津。可是,到了来年春季,因粮食短缺,价格飞涨,消费者又深受其害,加工企业也因缺乏原料而困难重重。在供求矛盾的反复冲击下,粮食商率先行动起来。他们在交通要道旁边设立仓库,收获季节从农场主手中收购粮食,来年发往外地,缓解了粮食供求的季节性矛盾。不过,粮食商因此承担很大的价格风险。一旦来年粮价下跌,利润就会减少,甚至亏本。为此,他们在购入谷物后立即跋涉到芝加哥,与这里的粮食加工商、销售商签订第二年春季的供货合同,事先确定销售价格,进而确保利润。在长期的经营活动中摸索出了一套远期交易的方式。

1848 年芝加哥的 82 位商人发起组建了芝加哥谷物交易所(现名芝加哥期货交易所,简称 CBOT)。严格地讲,芝加哥谷物交易所成立之初,首先进行的也只是农产品远期合同交易,而未开始期货交易。当时,粮食运输很不可靠,轮船航班也不定期,从美国东部和欧洲传来的供求信息很长时间才能传到芝加哥,粮食价格波动相当大。在这种情况下,农场主既可利用远期合同保护他们的利益,避免运粮到芝加哥时因价格下跌或需求不足等原因而造成损失。加工商和出口商也可以利用远期合同减少因各种原因而引起的加工费用上涨的风险,保护他们自身的利益。

但是,这种远期交易方式在随后的交易过程中遇到了一系列困难,如商品品质、等级、价格、交货时间、交货地点等都是根据双方的具体情况达成的,当双方情

况或市场价格发生变化,需要转让已签订合同,则非常困难。另外,远期交易最终能否履约主要依赖对方的信誉,而对对方信誉状况作全面细致的调查,费时费力,成本较高,难以进行,使交易中的风险增大。

针对上述情况,芝加哥期货交易所于1865年推出了标准化合约,同时实行了保证金制度,向签约双方收取不超过合约价值10%的保证金,作为履约保证。这是具有历史意义的制度创新,促成了真正意义上的期货交易的诞生。随后,在1882年,交易所允许以对冲方式免除履约责任,这更加促进了投机者的加入,使期货市场流动性加大。1883年,成立了结算协会,向芝加哥期货交易所的会员提供对冲工具。但结算协会当时还算不上规范严密的组织,直到1925年芝加哥期货交易结算公司(BOTTCC)成立以后,芝加哥期货交易所的所有交易都要进入结算公司结算,从此,现代意义上的结算机构出现了。

由于芝加哥谷物期货交易的成功,很快带动了期货交易在其他地方和其他领域的发展。1874年5月,一些供货商在芝加哥建立了农产品交易场所,为黄油、鸡蛋和其他农产品提供了一个有组织的交易市场。1899年,这些供货商建立了一个独立的组织,叫做芝加哥黄油和鸡蛋委员会。1919年9月,芝加哥黄油和鸡蛋交易所正式更名为芝加哥商业交易所(CME)。同年,统一的清算机构——芝加哥商业交易所结算公司宣布成立。

第二次世界大战之前,芝加哥商业交易所交易的期货品种有鸡蛋、黄油、奶酪、洋葱和土豆。二战后又陆续上市了火鸡、苹果、家禽、冷藏鸡蛋、铁、废钢和猪肚期货。

直到20世纪60年代,上市交易的期货品种仅仅局限在那些耐储藏、不宜变质的商品,而不考虑品种是否到收获时间。1964年,交易所一反传统率先推出了活牛期货品种,后来又推出了活猪期货合约。到1969年,芝加哥商业交易所已发展成为世界上最大的肉类和畜类期货交易中心。

继美国之后,英国伦敦金属交易所(LME)于1876年正式成立。19世纪中期,英国已经成为世界上最大的金属锡和铜的生产国。但随着工业需求的不断增长,英国出产的锡和铜已不能满足本国工业生产的需要,英国开始从国外运输铜矿石和锡矿石回国进行精炼。在当时条件下,铜矿石和锡矿石的价格因运输路途遥远,运输过程中的种种问题而经常大起大落,价格风险很大。当时的英国商人和消费者面对铜和锡的价格风险,采取了预约价格的方式,在货物没到之前就对“未来到货”签订合同,以保证货物运来很多时都可以卖掉,运来很少时也不至于价格暴涨。1876年12月,300名金属商人发起成立了伦敦金属有限公司,并于1877年1月开始营业,当时的营业地点设在伦敦的伦巴德街的一家帽子商店上面。同年,公司委任了第一任秘书,至此,交易有了统一的组织。1881年会员们组织了一个委员会,建立了金属市场与交易所有限公司,接管了原公司的资产。1987年7月组

建了新的公司——伦敦金属交易所。

二、期货市场的发展

自 1848 年成立的芝加哥谷物交易所开创期货交易之先河以后,从 19 世纪末到 20 世纪初,新的期货交易所世界各地不断涌现,交易品种不断增加,交易规模不断扩大,推动了世界期货交易的高速发展。

20 世纪 70 年代以前,期货交易以农产品和金属期货交易为主。20 世纪 70 年代初发生的石油危机,给世界石油市场带来巨大冲击,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。

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、利率频繁剧烈波动,促使人们重新审视期货市场。在这种情景下,金融期货应运而生。率先出现的是外汇期货。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、西德马克、法国法郎、日元和瑞士法郎等在内的外汇期货合约。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金融期货合约。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。至此,金融期货三大类别的外汇期货、利率期货和股票价格指数期货均上市交易,并形成一定规模。进入 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的大部分份额。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,使期货市场发生了翻天覆地的变化,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、我国期货市场的建立与发展

(一)期货市场的理论探索与试点阶段

早在 20 世纪 70 年代末 80 年代初,随着我国对外开放的发展,为了规避国际商品市场价格波动风险,我国对外贸易部所属的一些国营进出口贸易公司开始关注国际期货市场的动态,试探性地在西方期货市场上买卖期货合约、进行期货交易。1984 年,CBOT 与中国建立了一项教育交流计划,这一计划对促进中国期货市场研究与建立起了关键性的作用。