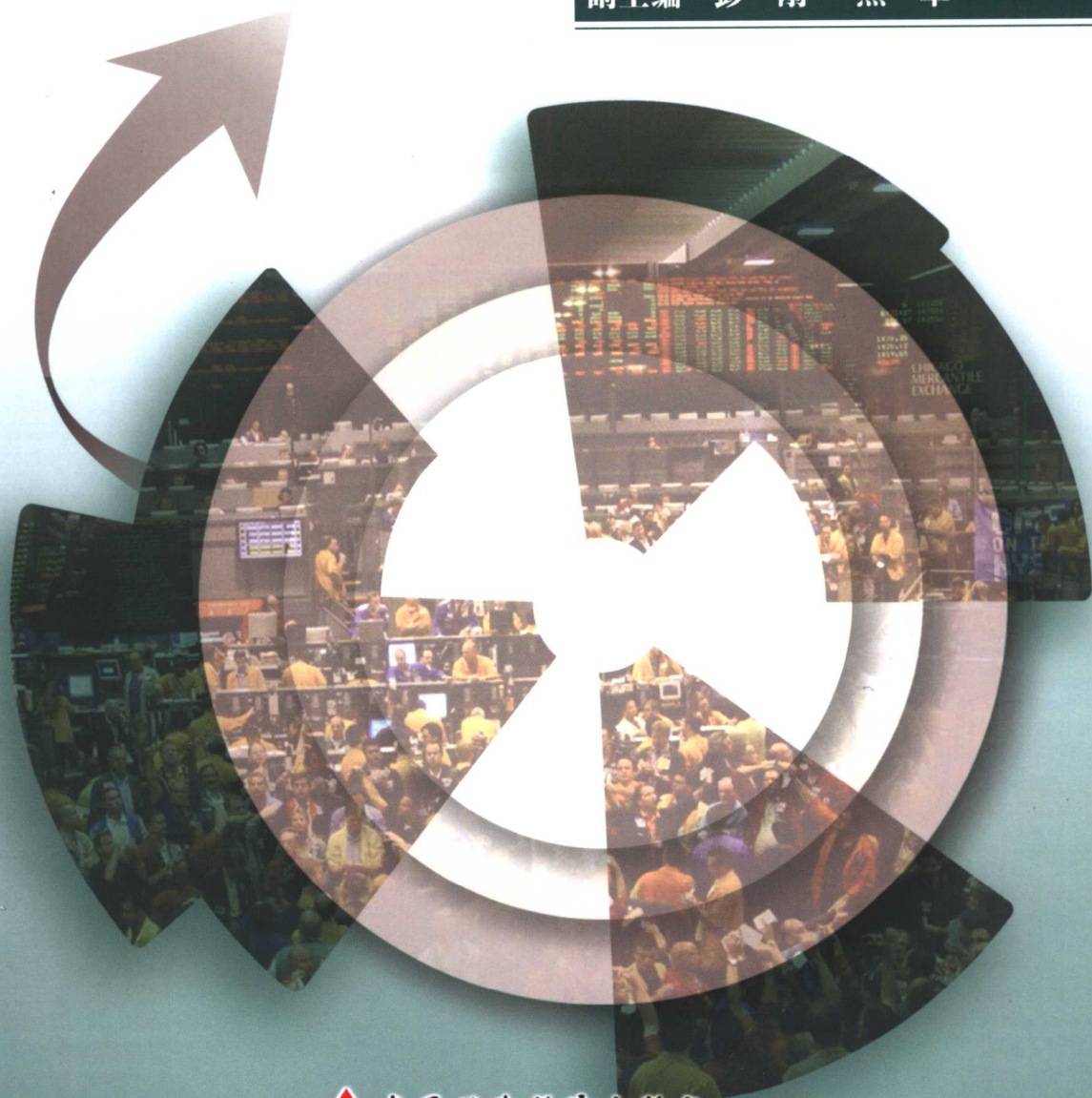



Overseas futures trading

境外期货交易

主 编 刘志超
副主编 彭 刚 熊 军



 中国财政经济出版社

境外期货交易

Overseas Futures Trading

主 编 刘志超
副主编 彭 刚 熊 军

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

境外期货交易/刘志超主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2005. 12
ISBN 7-5005-8657-4

I. 境… II. 刘… III. 期货交易—外国 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 114211 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 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 23.5 印张 517 000 字

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 53.00 元

ISBN 7-5005-8657-4/F·7531

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

编委会

主 编	刘志超		
副主编	彭 刚	熊 军	
成 员	胡俞越	刘仲元	王春卿
	汤进喜	张荣辉	杨 超
	李 辉	高 扬	杨艳军
	易铁林	裴 勇	王定红

Xu Yan

序言

中国证监会副主席 范福春

随着市场经济体制的确立和对外贸易的高速发展，中国已成为继美国 and 德国之后世界第三大贸易国，中国经济已更紧密地融入到世界经济体系中。作为全球最大的黑色金属、有色金属、农产品和能源的生产与消费国之一，“中国因素”对国际市场价格的影响越来越大，国际初级产品市场价格波动对中国经济稳定性的影响也逐渐上升。然而，由于我国市场经济体制还处在发展的过程中，引导市场价格的期货市场还很弱小，既是大买主又是大卖主的中国在国际市场上更多的是被动的价格接受者，我国众多企业面临着价格波动的巨大风险。遵循现有国际贸易规则，利用境外期货市场来发现价格和规避风险，已成为越来越多的企业的必然选择。

期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物，也是金融市场中为现货服务的最为有力的工具之一。经过百余年的发展，西方经济发达国家期货市场已经成为沟通世界贸易供需、实现经济平稳运行、实施宏观调控和国际竞争的重要工具，成为主要大宗商品的国际市场定价中心。其中，国际原油价格以美国纽约商业交易所（NYMEX）的 WTI 原油期货价格和英国伦敦国际石油期货交易所（IPE）的布伦特原油期货价格为基准，铜、铝、铅、锡等金属的价格主要在伦敦金属交易所（LME）确定，主要大宗农产品价格则在美国芝加哥期货交易所（CBOT）形成。

20 世纪 70 年代初，我国一些国家级大型进出口公司和少数银行为规避国际市场商品价格和外汇汇率变动的风险，通过境外代理商在国际期货市场成功地进行了套期保值和贸易定价。典型成功案例是 1973 年 4 月中国粮油进出口总公司通过香港华润公司下属五丰行，利用伦敦、纽约期货市场完成采购 47 万吨原糖任务，并净赚 240 万英镑。时任国务院副总理的陈云同志

对此给予了高度的评价，对企业参与境外期货交易给予了充分的肯定。然而，由于商品期货市场的复杂性以及企业进行境外期货交易经验的缺乏、风险防范机制的不健全，我国企业参与境外期货交易经历了一段曲折的历程，发生了一些影响恶劣的亏损事件。1994年起，我国开始对境外期货交易进行清理整顿。1999年6月2日国务院发布《期货交易管理暂行条例》，对套期保值企业进行境外期货交易实行严格控制，2001年中国证监会联合国家经贸委、外汇管理局等部门发布了《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，随后有关境外期货交易的一系列管理办法和细则相继出台，逐步将中国企业境外期货业务引上了有序发展的良性轨道。从2001年开始至今，国务院先后批准了四批共31家企业进行境外期货交易的资格。企业境外期货套期保值资格审批步伐的加快，从另一个侧面反映出我国企业利用境外期货市场规避经营风险的紧迫性。

期货市场由于众多投机资金的参与，具有很好的流动性和转移价格风险的功能，但也因此成为各路基金角逐的战场。以套期保值为目的的我国企业进行境外期货交易，成功的关键在于知己知彼，谨慎操作。学习境外期货市场的法律法规，了解境外期货市场的监管要求和运行规则，研究上市品种合约与市场供求信息，熟悉市场参与者及其操作手段，建立一支专业化的期货交易管理队伍，制定严格的业务规程和风险控制制度，严格遵循我国关于境外期货交易的有关规定，是我国企业进入境外期货市场的前提条件。为此，中国证监会期货部会同中国期货业协会，组织有关高等院校、期货交易所、国内部分有实战经验的境外套期保值企业以及期货公司等专业人士，编写了这本《境外期货交易》，这也是我国首部系统介绍境外期货交易的专著。该书从套期保值的实际需要出发，结合我国企业的实践经验，全方位介绍了境外期货市场的现状及监管框架、主要交易方式和品种、国际主要大宗商品的期货与现货市场状况，以及企业进行套期保值的风险控制体系，并以丰富的套期保值案例对有关问题进行了分析，各章节引用数据基本为截至2004年的最新数据，是一部集系统性、知识性和实践性于一体的境外期货交易的指导用书，为今后更多企业参与境外期货交易提供了有益的借鉴。

中国的发展已离不开世界，在经济全球化进一步拓展的大环境下，我们必须利用好国内与国际两个市场和资源，参与境外期货交易是利用国际市场和资源的最好的方式之一。相信本书的出版有助于更多有识之士了解境外期货市场，参与境外期货交易，从而更好地为我国的经济建设和发展服务。

第一章 国际期货市场概述	(1)
第一节 国际期货市场的起源	(1)
第二节 国际期货市场的现状及其特点	(8)
第三节 主要期货交易所及交易品种介绍	(15)
第二章 国际期货交易基本规则	(23)
第一节 期货合约	(23)
第二节 国外期货市场组织结构	(34)
第三节 期货交易流程	(41)
第四节 国外重要的交易制度	(51)
第三章 交易方式和交易工具的应用	(59)
第一节 套期保值交易	(59)
第二节 套利交易	(67)
第三节 商品期权	(77)
第四章 国际农产品期货	(93)
第一节 国际农产品现货市场概况	(93)
第二节 国际主要农产品期货市场现状	(114)
第三节 国际农产品期货市场参与者	(123)
第四节 农产品期货行情分析及信息来源	(135)
第五节 国际农产品套期保值案例	(156)
第五章 国际金属期货	(162)
第一节 国际金属现货市场概况	(162)
第二节 国际金属期货市场的现状	(171)

2 境外期货交易

- 第三节 国际金属期货价格影响因素及信息来源 (185)
- 第四节 国际金属产品套期保值案例 (192)

第六章 国际能源期货 (195)

- 第一节 国际石油现货市场概况 (195)
- 第二节 国际石油期货市场的产生、发展与现状 (204)
- 第三节 影响石油期货价格的主要因素 (209)

第七章 境外期货套期保值风险管理 (223)

- 第一节 套期保值风险案例 (223)
- 第二节 套期保值风险分析 (228)
- 第三节 内控制度和风险管理制度 (237)

第八章 境外期货监管 (247)

- 第一节 国际期货监管概述 (247)
- 第二节 美国期货市场的监管 (251)
- 第三节 英国期货市场的监管 (264)
- 第四节 中国境外期货监管 (276)

附录一 主要期货合约 (282)

- 第一部分 农产品期货合约 (282)
- 第二部分 金属期货合约 (304)
- 第三部分 能源期货合约 (338)

附录二 专用术语中英文对照 (357)

参考文献 (364)

后 记 (365)

第一章

国际期货市场概述

在当今世界经济中，期货市场不仅已成为全球市场经济的重要组成部分，而且是最活跃的组成部分，在整个市场经济体系中所发挥的作用越来越重要。期货市场不仅起着全球定价中心的作用，成为全球相关物品的报价中心，同时也成为相关人士进行风险管理的中心。由于期货交易与现代市场经济的发展高度贴合，促进了现代市场经济的发展与繁荣，其自身的规模也因此得以壮大。

第一节 国际期货市场的起源

世界期货市场最早从农产品交易开始起步；后来又出现了金属及能源产品；再后来，金融产品也成为交易对象；现在，又产生了许多新型品种。一部期货交易史就是期货交易品种不断创新、交易规模不断扩大的历史。

一、农产品期货市场的起源

世界上最早开始进行期货交易的品种是农产品。在期货交易的早期历史中，农产品不仅是期货交易的当家品种，而且由于发展时间长，其家族成员也相当庞大。

（一）农产品家族成员

按照通常的划分，农产品期货可分为下列几种类型：

1. 谷物类期货，如玉米、小麦、稻米、大豆（其副产品豆粕、豆油）、红小豆等；
2. 经济作物类期货，如棉花、生丝、咖啡、可可、白糖等；
3. 畜禽类期货，如黄油、鸡蛋、生猪、活牛等；
4. 林产品类期货，如木材、天然橡胶、胶合板等。

上述农产品期货交易不仅都有很长的历史，而且绝大多数品种至今仍在交易。

（二）世界上最早的期货交易所

现代意义上的期货交易最早出现在美国。芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）是世界上最早的农产品期货交易所。

芝加哥是全美最大的谷物集散地。但在19世纪初期，交通不方便、信息传递方法

落后以及仓库稀缺是芝加哥粮食交易商们面临的最现实的环境。在农产品收获季节，由于集中上市造成供大于求的局面，导致价格大幅下跌，农场主被迫降价销售；而在收成不好的年份或农产品上市较少的季节，供给短缺又会导致价格大幅上涨。价格波动频繁且剧烈是所有农场主、农产品贸易商、加工商们的头痛之事。1848年，82位谷物商人（农场主、农产品贸易商、加工商）自动发起设立了芝加哥谷物交易所。成立之初的目的只是为了改进运输和储存条件，同时为会员提供价格信息等服务，促成买卖双方达成交易。

1851年，交易所引进现货远期合约交易。远期合约交易方便了交易商，受到了交易商们的欢迎，但远期合约交易的缺陷是合约非标准化，在买卖双方要求不同时很难成交；并且，合约签订之后最终能否履行与买卖双方的信用有关。在实践中，违约和交易纠纷经常发生。

1865年，芝加哥交易所推出标准化合约。标准化合约是交易所事先对商品的数量、质量、交货地点、交货时间等方面都做出统一规定。标准化合约的诞生，标志着现代意义上的期货交易及其基本交易原则已在芝加哥交易所内萌芽。同年5月，芝加哥期货交易所又开始推行履约保证金制度。该制度规定，交易者在芝加哥期货交易所内进行交易，必须先向交易所及其代理机构存入一定数额的履约保证金，为其买卖的合约提供履约担保。

1882年，交易所开始允许交易者以对冲方式免除履约责任，此举方便了投机者，使交易流动性得到了提高。1883年，交易所又成立了结算协会，专门为协会会员提供交易结算。结算体系的出现，标志着现代意义上的期货交易终于成形。1925年，芝加哥交易所结算公司成立后，规定所有在交易所内达成的交易都必须在结算公司进行结算，从而进一步规范了期货交易行为，推动了期货交易的完善与发展。

（三）芝加哥期货交易所的示范作用

芝加哥期货交易所开展期货交易后，由于解决了长期困扰农产品交易商们的难题，因而大受欢迎，交易日趋繁荣。在芝加哥期货交易所获得成功的启示下，美国兴起了一股举办交易所的热潮。芝加哥商业交易所（CME）、纽约咖啡交易所、堪萨斯期货交易所、中美洲商品交易所、明尼阿波利斯谷物交易所、纽约棉花交易所、纽约商品交易所等先后在19世纪下半叶成立，而且这种交易方式又进一步扩散到世界各地。期货交易的普及，也使期货交易所的作用和功能逐渐被人们所认识。

美国早期的期货发展史证明了：期货交易并非哪个聪明人士拍脑袋的产物，而是在市场经济条件下，当市场规模发展到一定程度时自发产生的。市场经济与市场规模的发展是期货市场得以产生的最本质的条件。期货交易的产生不仅适应了市场经济发展后对不同交换形式的需要，推动与促进了商品交易的发展，也进一步完善了市场体系和市场机制。

二、金属与能源期货市场的诞生

（一）金属期货市场的诞生

最早的金属期货交易诞生在英国并非偶然。英国在工业革命之后国力迅速上升。

1760—1830年，英国制造业从占世界经济总量的1.9%上升到9.5%，1860年达到了19.9%，成为世界经济史上第一个被称为“世界工厂”的国家。制造业的高度发达，使其对各种工业原料有着庞大的需求量。尽管在19世纪中期英国就已经是世界上最大的金属铝和铜的生产国，但随着需求的不断增长，仍旧发生了自给不足的情况，因而迫切地需要从南美、非洲和远东地区新开发的矿山进口原料。在当时的条件下，穿越大洋运输铜和锡都是一种货物和资金的冒险，一些货物可能会误期到达，还有一些则可能根本不会到达。“未来到货”市场的兴起，使得商人们着眼于预约价格，而预约价格的得出则来自于商人们对可能的到货期和届时用户需求的判断与估计。为此，金属商们开始在伦敦皇家交易所附近的一些高级咖啡馆里聚会交易，耶路撒冷咖啡馆是他们最经常去的地方。在那里，金属商们围着用粉笔在地板上画出的圈进行交易，交易采取公开喊价（open outcry）和货主间直接交易的方式进行。

1876年12月，伦敦金属交易所有限公司作为最初的伦敦金属交易所（LME）正式成立，并于1877年1月开始营业。当时地点在伦敦的伦巴德院的一家帽子商店的上面，并安装了电信线路。1880年装设并开始使用电话。从那时起，交易开始有了统一的组织。尽管当时还没有正式的标准合约，但已经确定了以智利铜棒、马来西亚和新加坡的锡分别作为铜与锡的基准级别，并以3个月作为远期合同的交货期（从圣地亚哥和新加坡到英国的航行时间大约为3个月）。

由于董事会和会员之间对于价格报告方法以及对于围绕交易圈进行公开交易的做法意见不一致，1881年，会员们组织了一个委员会并建立了一个新的公司，即金属市场与交易所有限公司，并接管了原公司的资产。1882年交易所搬到惠延顿路，并在那里工作了98年。

1899年，铜和锡的交易开始采用现在交易的方式，即分上、下午两场，每场又分为两轮交易。当时生铁、铅和锌的交易是围绕在一个小一些的次圈进行的，没有固定的交易时间和标准合约，直到1920年，铅和锌才围绕主圈进行交易。由于交易所禁止正式交易时间结束后的场内交易，而正式交易的时间又太短，满足不了交易商们的需求，于是一些商人便在正式交易时间结束后跑到大楼外面的街上去继续进行交易。在街上交易的喧嚣声引起了警方的干预。交易所随后便允许交易商们在正式交易时间结束后继续在场内进行非正式的交易，而由此引出的“场外交易”（kerb dealing）这个名词一直沿用至今。

美国的金属期货交易起步晚于英国，具有代表性的是成立于1933年的纽约商品交易所（COMEX），该交易所目前上市的金属品种有黄金、白银、铜、铝等。1974年该所上市的黄金期货在国际市场上有一定影响。我国在1993年开始进行期货交易试点时，也推出了金属期货交易，具有代表性的品种有铜、铝及线材，其中铜和铝一直保留到现在。

（二）能源期货市场的诞生

能源期货交易尽管产生较晚，但非常活跃。据有关统计，目前世界上交易量排名前10位的期货品种中，只有原油品种还属于商品期货，其余都是金融期货。目前，在世

界上影响较大的能源商品交易所有纽约商业交易所（NYMEX）和伦敦国际石油交易所（IPE，成立于1981年4月）。纽约商业交易所的上市品种有布伦特原油、轻质原油、燃料油、天然气、无铅汽油、瓦斯油等，伦敦国际石油交易所的上市品种有布伦特原油、天然气和柴油（gas oil）等。

1973年以前，尽管美国、西欧和日本的石油供应很大部分来自中东地区，但由于第三世界产油国的政治经济力量都比较弱小，国际油价实际上控制在以美国为首的一些国家手中。当时，以固定价格为主的长期合同一签订就是若干年，油价几乎没有短期变化。国际石油市场长期处于平稳状态，自然也就不需要期货市场。

1973年，中东产油国政府从各大石油公司手中将石油开采、销售权收归国有。当年10月，第四次中东战争爆发。为打击以色列及其支持者，石油输出国组织的阿拉伯成员国当年12月宣布将其基准原油价格从每桶3.011美元提高到每桶10.651美元，使油价猛然上涨了两倍多，从而触发了第二次世界大战之后最严重的全球经济危机。1978年底，世界第二大石油出口国伊朗的政局发生剧烈变化，石油产量受到影响，从每天580万桶骤降到100万桶以下，打破了当时全球原油市场上脆弱的供求平衡关系。油价在1979年开始暴涨，从每桶13美元猛增至每桶34美元，导致了第二次石油危机。

两次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剧烈波动，导致了石油等能源期货的产生。1974年，纽约商业交易所在年轻的主席迈克尔·马克（Michel Mark）的领导下，尝试推出了交割地为鹿特丹的燃油期货。1978年，纽约商业交易所又推出了以纽约港为基准的2号取暖用油，由此影响了美国北部、后来逐渐发展到海湾地区的石油产品的价格。目前，纽约商业交易所已是世界上最具影响力的能源产品交易所。

三、金融期货市场的产生和发展

金融期货是指以金融工具或金融产品作为标的物的期货交易。由于其标的物不是传统的实物商品，而是外汇、债券、股票及股票指数这些金融工具或金融产品，故称之为金融期货；同时，将以往的农产品、金属产品、能源产品等有形产品作为标的物的期货交易称之为商品期货。

金融期货产生至今只有30多年，然而其发展势头非常迅猛，诞生后没几年便超越了商品期货。目前，全球金融期货在全部期货交易中所占的比例高达85%以上。金融期货的出现不仅改变了期货市场的格局，而且引发了世界期货市场的空前发展。近二三十年来，不少国家和地区新推出的期货交易基本上都是以金融期货作为突破口。

金融期货由三大类组成，按其先后出现的次序，是外汇期货、利率期货及股指期货（包括股票期货）。

（一）外汇期货的产生

第二次世界大战行将结束的1944年，西方主要工业化国家首脑在美国的布雷顿森林召开了会议，创建了国际货币基金组织。根据布雷顿森林协议，每1美元币值相当于1/35盎司黄金含量，并规定各国的中央银行将本国的货币汇率与美元含金量挂钩，将

汇率波动范围限制在上下各1%之内，这就是所谓的固定汇率制。固定汇率制对战后世界经济的发展，特别是对西欧各国经济的复兴和国际货币金融秩序的稳定都起到了重要的作用。由于汇率波动极为有限，各经济主体的外汇风险自然有限，因此对外汇避险工具的需求也不大。

20世纪60年代，随着美国经济实力的相对下降和国际收支逆差日益增大，以及欧洲经济得到恢复和实力相对增强，固定汇率制发生动摇。联邦德国等欧洲先进工业国家积累了大量的美元外汇，由于害怕美国无法实现自由兑换的承诺，纷纷向美国挤兑黄金，造成美国黄金储备急剧减少。为挽救此局面，美国政府不得不于1971年8月15日宣布实行“新经济政策”，停止其对外国政府和中央银行履行美元兑换黄金的义务。年底，“十国集团”在美国签订“史密森协议”，宣布美元对黄金贬值7.89%，且汇率波动范围限制扩大到2.25%。但是，此举仍无法阻挡美元危机的继续发生与进一步加剧，拖至1973年2月，美国政府不得不宣布美元再一次贬值10%，引发各国政府纷纷宣布其货币与美元脱钩。布雷顿森林体系就此崩溃，浮动汇率制从此取代了固定汇率制。

芝加哥商业交易所（CME）一直关注着货币市场。他们明白，一旦布雷顿森林体系破产，浮动汇率制必将给期货市场带来新的机遇，为此，理事长梅拉梅德在1971年专程拜访了诺贝尔经济学奖得主弗里德曼博士，弗里德曼博士非常赞同当布雷顿森林体系破产时推出外汇期货，并于当年12月写下了题为《货币需要期货市场》的论文，极大地鼓舞了芝加哥商业交易所开设外汇期货的决心和信心。芝加哥商业交易所随即着手组建国际货币市场分部（IMM），并于1972年5月16日正式推出英镑、加元、德国马克、日元、瑞士法郎、墨西哥比索及意大利里拉7种外汇期货合约。

国际货币市场分部推出外汇期货可谓生逢其时，随后产生的经济动荡以及布雷顿森林体系的正式崩溃，使外汇期货在市场上很快站稳了脚跟。

（二）利率期货的产生

在布雷顿森林体系下，不但各国的汇率是相对固定的，利率政策上也基本一致。他们均以凯恩斯主义宏观经济学为指导思想，为刺激消费需求和投资需求的增加而推行低利率政策。一旦市场利率出现上扬趋势，就扩大货币供应量来降低利率，将利率稳定下来。到20世纪70年代，这种政策的负面效应日渐显露，严重的经济滞胀局面以及布雷顿森林体系的最终崩溃使各国的经济政策纷纷改弦更张，弗里德曼的货币主义经济学被各国政府所青睐。与放弃固定汇率制一样，控制利率、稳定利率不再是金融政策的重要目标，更为重要的是控制货币供应量。利率非但不是管制的对象，反而成为政府着意用来调控经济、干预汇率的一个工具。利率管制的取消使利率波动日益频繁而剧烈，利率风险日益成为各经济主体、尤其是各金融机构所普遍面临的一个最重要的金融风险。在这种背景下，利率期货应运而生。

1975年10月，芝加哥期货交易所在美国政府有关机构的协助下，经过数年的周密调查研究后，推出了有史以来第一张利率期货合约——政府国民抵押协会抵押凭证（Government National Mortgage Association Certificates, GNMA）期货合约。政府国民抵押协会抵押凭证是美国住房和城市发展部批准的银行或金融机构以房屋抵押方式发行的一

种房屋抵押债券，平均期限12年，最长可达30年，是一种流通性较好的标准化息票信用工具。政府国民抵押协会抵押凭证期货合约交易推出后，深受金融界的欢迎，它的成功引发了一系列新的利率期货品种陆续登场。其中重要的有：3个月后的1976年1月，国际货币市场分部在弗里德曼的发起下，推出了90天期的美国国库券期货合约；1977年8月，芝加哥期货交易所又推出了美国长期国债期货合约；1981年7月，国际货币市场分部、芝加哥期货交易所及纽约期货交易所（NYFE）同时推出美国国内可转让定期存单期货交易。更为重要的要数1981年12月国际货币市场分部推出的3个月欧洲美元定期存款合约，因为它不仅仅是创设了一种新的且以后一直非常活跃的利率期货品种，更为重要的是：它是在美国首次采用现金交割的期货合约。正是这一引起传统期货业发生革命性变化的新举措，为后来股指期货的出现铺平了道路。

（三）股指期货的产生

20世纪70年代，西方各国的股票市场在经济危机和金融混乱的双重压力下，波动率明显加大。面对汇率风险和利率风险，当时期货交易所已开发出了外汇期货和利率期货这两个专用避险工具供投资者使用。如何创造一个适宜于股市的避险工具，自然被提上了议事日程。美国堪萨斯市期货交易所（KCBT）于1977年10月向美国商品期货交易委员会（CFTC）提交了开展股票指数期货交易的报告，并提议以道·琼斯的“30种工业股票”指数作为交易标的。由于道·琼斯公司的反对，堪萨斯市期货交易所转而寻求与标准·普尔（S&P）指数公司合作。然而标准·普尔指数公司已经与芝加哥商业交易所在讨论这方面的构想。最后，堪萨斯市期货交易所找到Arnold Bernhard & Company，后者非常乐于提供它的价值线指数（value line index）作为期货合约的标的物。1979年4月，堪萨斯市期货交易所修改了给美国商品期货交易委员会的报告，等待其核准。

在此同时，其他一些交易所也在积极准备。如芝加哥商业交易所与标准·普尔指数公司达成了协议，有权独家采用标准·普尔指数公司的指数作为期货合约的基础指数；纽约期货交易所（NYFE）采用其母公司纽约证券交易所（NYSE）的综合指数。

尽管美国商品期货交易委员会对这些报告非常重视，然而，由于早期方案中仍是采用实物交割，导致美国证券交易委员会（SEC）认为应由他们来管理股指期货合约交易。1980年，澳大利亚在美元期货交易中首先推出的现金交割，1981年芝加哥商业交易所也推出了现金交割的3个月期欧洲美元期货交易，使得股指期货采用现金交割已不再成为难题。各交易所都向标准·普尔指数公司重新递交了以现金交割为基础的方案。同年，新任美国商品期货交易委员会主席和新任美国证券交易委员会主席达成“夏德—约翰逊协议”，明确规定股指期货合约的管辖权属于美国商品期货交易委员会。该协议在1982年美国国会对美国商品期货交易委员会认可时得到通过，成为法案。

1982年2月，美国商品期货交易委员会批准了堪萨斯市期货交易所的报告。2月24日，堪萨斯市期货交易所推出了价值线指数期货合约。4月21日，芝加哥商业交易所也推出了S&P500股指期货。紧接着是纽约期货交易所于5月6日推出了纽约证券交易所综合指数期货。

股指期货一诞生就取得了空前的成功。价值线指数期货合约推出的当年就成交了35万张，S&P500股指期货的成交量则更大，达到150万张。1984年，股票指数期货合约交易量已占美国所有期货合约交易量的20%以上，其中S&P500股指期货的交易量更是引人注目，成为世界上第二大金融期货合约，S&P500指数在市场上的影响也因此急剧上升。

股指期货的成功不仅迅速地扩大了美国国内期货市场的规模，而且也引发了世界性的股指期货交易热潮。不但引起了国外一些已开设期货交易交易所竞相仿效，纷纷开办其各有特色的股指期货交易，就连一些从未开展期货交易的国家和地区也往往将股指期货作为开展期货交易的突破口。

（四）股票期货的产生和发展

股票期货是以股票为标的物的期货合约，与股指期货一样，也是从股票市场衍生出来的期货交易。两者的差别为：股票期货合约的标的物是单一的股票，而股指期货合约的标的物是代表一组股票价格的指数，市场上通常将股票期货称为个股期货。

个股期货并非美国首创，这与美国当时的政策有关。1981年，“夏德—约翰逊协议”在解决股指期货难题的同时，做出了禁止单一股票与窄基股票指数期货交易（所谓窄基股票指数，是指由9只或更少的股票组成的指数）的决定。然而，美国的禁令并不能捆住其他国家的手脚。从20世纪80年代末起，北欧的一些交易所开始推出股票期货，之后陆续有10多家交易所推出了股票期货合约。其中主要有澳大利亚悉尼期货交易所、瑞典期货交易所（OM）、芬兰赫尔辛基交易所、英国伦敦国际金融期货与期权交易所（LIFFE）等。在国际竞争的压力下，美国国会于2000年12月通过了《2000年美国商品期货现代化法案》，取消了以往对证券期货、期权合约的禁止性规定。不久，芝加哥期权交易所（CBOE）、芝加哥商业交易所（CME）和芝加哥期货交易所（CBOT）就联合发起成立了一个取名为One Chicago的新交易所，于2002年11月8日正式开始个股期货交易。

股票期货是近年来发展较快的一个期货品种，尽管从绝对量来说并不是很大，但增加的幅度极其可观。

四、期权交易的出现及演化

1973年前，非集中性的期权交易（主要是股票期权交易），即场外（OTC）期权交易，在美国已经存在了约有大半个世纪。但是，由于场外期权交易存在着流动性差、成本高及很大的违约风险等缺陷，一直没有得到很好的发展。尽管投资者确实需要期权交易，期权交易也有着其他投资方式所无法替代的优点，但是，频频出现的违约情况使得期权交易在公众心目中的形象越来越差。在70年代以前，美国政府一度禁止进行期权交易。

1973年4月26日，芝加哥期货交易所出资成立了芝加哥期权交易所（CBOE）。芝加哥期权交易所开创了期权交易在场内集中交易的先例，使期权交易进入了统一化、标准化以及管理规范化的全面发展新阶段。由于期权交易合约标准化了，投资者进行交易

时的方便程度大大提高。历史资料显示,芝加哥期权交易所开张不久的1974年3月,一个月的成交量就超过了美国1972年全年的场外期权的成交量,市场的流动性大大增加,产生了良好的马太效应。一些原来在场外进行交易的交易商也纷纷改换门庭,场外市场的交易量不断萎缩,业务越来越局限于那些交易期限较长、不大符合上市要求的期权品种。

芝加哥期权交易所在股票期权交易上的成功起到了极好的示范作用。1978年,英国伦敦证券交易所、荷兰的欧洲期权交易所也开始进行股票期权交易。进入80年代,期权交易出现了新变化:一是世界各国的期货交易所迅速扩展,从南北美洲的美国、加拿大、巴西、阿根廷到欧洲的法国、荷兰、德国、瑞士、芬兰、英国,一直到亚太地区的日本、新加坡、澳大利亚及中国香港等,都建立了期权交易所或推出了期权交易;二是期权交易的对象逐渐扩展到其他品种上。70年代中期以后,英国伦敦金属交易所开始非正式地大量开展金属期权交易。1982年,加拿大蒙特利尔交易所引进外汇期权交易。尔后,澳大利亚的悉尼期货交易所开始了银行票据和带息证券期权(即利率期权)交易。1981年,美国解除了以往的期货交易所不得开展期权交易的禁令,拉开了将期权交易方式应用于其他传统农产品期货合约和金融期货合约的序幕。1982年,芝加哥商业交易所全面开展了股指期货期权等期权交易。同时,芝加哥期货交易所也成功地将期权交易方式应用于政府长期国债期货合约买卖活动。期权品种队伍迅速壮大,以致于现在的期权交易再也不是仅仅以股票为对象,而是包括了各种传统的实物商品(农产品、能源产品、金属产品等)与金融产品(股票、股指、外汇和利率)。可以这么说,在当今世界上的期货交易所内,凡是具备一定交易规模的期货合约都有相应的期权合约,期权合约已成为相关期货合约的配套合约,期权交易已成为期货市场的有机组成部分。期权交易双扩展局面的形成,使期权交易量增长迅猛。2000年,全球期权交易的总量第一次超过了期货交易的总量。

第二节 国际期货市场的现状及其特点

经过150多年的孕育和发展,世界期货市场已从最初的涓涓细流汇合而成蔚为壮观的大江大河。当今世界期货市场有五大特点值得注意。

一、规模不断壮大

世界期货市场的规模越来越大,这可以从成交量的变化上看出。图1-1是根据美国期货业协会(FIA)的有关统计数据制作所得。该图反映了1993—2003年11年间全球进行集中交易的期货及期权的交易量(数据中未包括个股期货、期权交易量)。

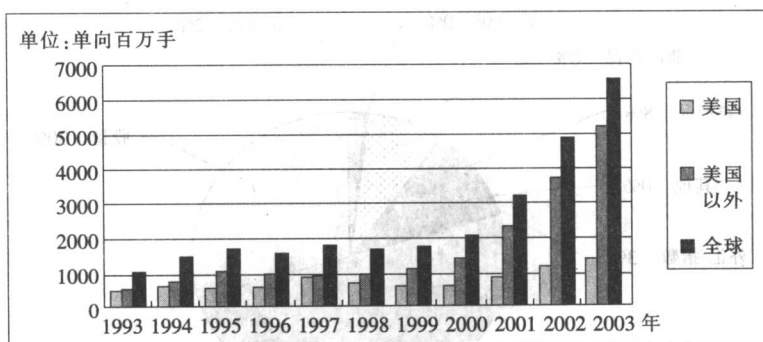


图 1-1 1993—2003 年全球期货及期权（不包括个股期货、期权）交易量

从图 1-1 中可以看出以下三个特点：

第一个特点是 10 年间全球交易量增长速度非常快，1993 年全球期货、期权交易量为 10.60 亿张，2003 年这一数字已上升至 65.64 亿张，是 10 年前的 6.19 倍，平均年增长率为 51.9%。

第二个特点是交易量增长呈现加速趋势。自期货交易开展以来，全球期货、期权年交易量经过 100 多年，直到 1993 年，才第一次登上 10 亿张的台阶；而第一次登上 20 亿张台阶是 2000 年，中间一共只用了 7 年；2001 年，只用了 1 年时间，又登上了 30 亿张的台阶；2003 年的交易量又登上了创纪录的 65 亿多张的新台阶，比两年前翻了一番。

第三个特点是全球期货、期权交易量的迅猛增长主要来自于美国以外的交易所。美国原本是世界期货交易的大本营，1993 年之前，美国的交易量一直是超过美国以外的交易量总和的。1993 年，美国以外的交易量总和第一次超过了美国。1993 年，美国的交易量为 5.217 亿张，2003 年为 13.809 亿张，10 年间增长了 165%。美国以外的交易量从 1993 年的 5.384 亿张上升至 2003 年的 51.733 亿张，10 年间增长了 861%。美国的交易量占全球交易量的比例也迅速从 1993 年的 49.2% 滑落到 2003 年的 21%。

二、金融产品成为期货市场的主角

金融产品已成为期货市场挑大梁的主角。尽管 30 多年来，商品期货、期权交易仍旧有所增长，但增长速度远低于金融期货、期权。图 1-2 至图 1-7 分别反映了 2003 年美国、非美国及全球各交易品种成交量的分布情况。

从图 1-2 可见，2003 年，美国期货、期权（不包括个股期货、期权）交易量中，金融期货、期权的比例高达 82%，商品期货、期权的比例为 18%。