



杨锁柱 王晋生 等著



期货理论与实务

QIHUO LILUN YU SHIWU



经济科学出版社

期货理论与实务

杨锁柱 王晋生等 著

经济科学出版社

责任编辑：刘金刚

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

期货理论与实务

杨锁柱 王晋生等 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京欣舒印务有限公司印刷

河北三河德利装订厂装订

880×1230 32 开 11.25 印张 270000 字

2005 年 1 月第一版 2005 年 1 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-4664-7/F·3936 定价：25.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

期货市场在世界上已经出现了 150 多年，进入 20 世纪 90 年代以来世界期货交易量高速增长，全球期货成交额远远超过全球所有国家商品贸易和非商品贸易额总和。期货是一种增强竞争力的金融技术，一个国家没有这种技术，整个市场体系是不够完善的，投资者不掌握这种技术，防范市场风险的能力是不够强大的。

期货市场是一个高端市场。我国的期货市场还很不发达，20 世纪 90 年代成立的新中国期货市场的交易规模曾在 1995 年达到 10.06 万亿元人民币，后来随着长时间的规范整顿而下降到 2000 年的 1.61 万亿元人民币，整个行业出现大面积亏损；2001 年全国期货市场交易总额回升到 3.02 万亿元人民币；而 2001 年 12 月中国正式加入 WTO 后，在国民待遇、市场准入等世贸规则的制约下，各类资源、产品的价格变动在全球供求这一无形之手的左右下变得日益剧烈，客观上要求中国加快发展期货市场。2003 年全国期货交易总额达到 10.84 万亿元人民币。

中国期货市场的健康发展，亟须进一步加强期货理论研究，作者就是在上述背景之下，在长期积累期货与证券资料并进行研究的基础之上，开始本书写作的。本书是高

校与期货界携手共同推进期货理论研究的结晶，书中理论联系实际，力求充分反映和体现期货市场发展的规律和中国期货市场发展的特色；注重吸收国内外期货理论研究的新成果；对于中国期货学科的一些基本理论和观点进行了重新认识，对于中国期货市场发展中的某些重要问题进行了重新定位，并做出了较为详尽的论述。希望本书的出版，能够为转变传统发展理念，积极稳妥地推动期货交易规范化、交易品种金融化、运行系统现代化、投资参与国际化，适应市场经济发展需要而做出贡献。

本书既可供从事期货理论研究、期货政策制定、期货市场实践的人员作为参考，又可供高等财经类院校教学使用。

限于作者水平，书中不妥之处在所难免，恳请读者批评指正。

作者

2004年10月

目 录

第一章 期货市场概述	(1)
第一节 期货市场的产生	(1)
第二节 国际期货市场的发展	(13)
第三节 我国期货市场的回顾与展望	(19)
第二章 期货市场的功能和作用	(31)
第一节 期货市场的基本经济功能	(31)
第二节 期货市场的其他功能	(40)
第三节 期货市场功能的拓展	(44)
第三章 期货市场组织结构	(50)
第一节 期货交易所	(50)
第二节 期货结算机构	(59)
第三节 期货经纪公司	(63)
第四节 期货交易者	(66)
第五节 期货市场监管体系	(74)

第四章 期货交易制度	(80)
第一节 期货合约	(80)
第二节 期货交易程序	(85)
第三节 期货交易基本制度	(106)
第四节 期货交易制度创新	(114)
第五章 套期保值	(118)
第一节 套期保值概述	(118)
第二节 套期保值的应用	(126)
第三节 基差与套期保值	(133)
第四节 基差交易和套期保值交易的发展 ...	(142)
第五节 套期保值方案设计	(146)
第六章 期货投机	(151)
第一节 投机概述	(151)
第二节 投机原则和投机方法	(155)
第三节 期货投机方案设计	(161)
第四节 期货套利	(166)
第七章 期货品种	(175)
第一节 商品期货	(175)
第二节 金融期货	(191)
第三节 期货期权	(204)
第四节 期货品种的发展趋势	(207)
第八章 期货交易技巧	(213)
第一节 基本分析法	(213)
第二节 技术分析法	(228)

第三节 交易策略和资金管理	(274)
第九章 期货市场风险及其管理	(283)
第一节 期货市场风险	(283)
第二节 期货市场风险管理	(289)
第三节 期货投资基金与风险防范	(297)
第四节 风险控制是期货市场的生命	(319)
附录 期货英语	(329)
参考文献	(347)
后记	(350)

第一章

期货市场概述

第一节 期货市场的产生

一、期货交易的起源

商品经济是一种为交换而进行生产的经济。商品交换的发生又反过来推动商品经济向前发展，随着商品经济的发展，商品交换的方式也不断发展，期货交易的出现是人类经济生活中重要的金融创新行为。

（一）早期期货交易的出现

期货，从广义上讲，是指未到期的货物，这种货物可能已被生产出来，但尚未进行交换，或者还没有生产出来，但预期会生产出来。而狭义的期货是指在期货交易所上市交易的商品，期货交易与人们日常生活中所熟悉的现货交易不同，它不是一手交钱，一手交货的商品交易，而是一种在交易所内买卖标准化期货合约的交易方式，可以说期货交易的产生是商品交易方式的又一次革命。

在人类商品交易史上，按时间顺序依次出现物物交换、现货交易、现货远期合约交易、期货交易。

原始时代的物物交换，实质上是商品直接换位的一种方式。这种交换方式由于局限性极大，已经较为少见。

随着商品生产规模的扩大和产品的日益丰富，物物交换已不能适应人类对商品交换的需要，于是便产生了货币。货币的产生，大大拓展了商品交易的空间范围，增强了商品交换的灵活性，使以货币为等价物的现货交易方式成为商品交易的主要形式，并有力地促进了商品经济的发展。现货交易目前仍然是极为常见和普遍的交易形式。

现货交易虽简便易行，但商品价格常因供需变化而大幅波动，给生产、经营者带来一定风险。为解决这些问题，便出现了预先约定购买未来商品的远期合约。例如，城里的商人在农产品收获以前先向农民购买农产品，等到收获后，农民才将产品交付，这是最早的先买卖后交割的远期交易。

远期合约虽然在一定程度上降低了生产经营的价格风险，但因其规范性程度差，缺乏强有力的履约制约机制，买卖双方经常发生违约、毁约现象，使远期合约的功能大打折扣，为弥补远期交易的不足，期货交易便应运而生。世界交通运输和通讯条件在13世纪得到不断完善，地方性的远期交易集市逐渐发展为交易中心。1251年，英国大宪章正式允许外国商人到英国参加季节性交易会。在交

易会中诞生了一种新的贸易方式,买卖双方先买卖一种文件,文件列明货物的品种、数量及价格,可先交付一笔定金,而不交付全部货款,等货物交收时才缴清全部货物或货款,至此交易才告结束。后来这种交易方式又有了进一步的发展,买卖双方为了转移价格波动风险,在货物尚未运到之前,可先将文件合同转卖,随着交易形式的复杂化,来自西班牙、荷兰、法国、意大利等国家的商人还组成了一个同业协会,对会员买卖文件合同提供担保,这就是期货交易雏形。1571年,英国创建了世界上第一家集中的商品市场——伦敦皇家交易所,后来成为伦敦国际金融期货、期权交易所的原址。其后,荷兰的阿姆斯特丹建立了一家谷物交易所,17世纪前后,荷兰在期货交易的基础上发明了期权交易,在阿姆斯特丹交易中心形成郁金香的期权市场。1726年,另一家商品交易所在法国巴黎诞生。日本的期货交易历史也较为悠久。17世纪上半叶,作为当时日本政治、经济中心的大阪建立了大米交易所,进行米的交易。商人将用稻谷交换来的收据即米券作为货币使用,许多人发现米券的价值随稻谷价格的涨跌而起落,投机者便进行代表稻谷远期交割合同的米券买卖。由于稻谷实物交割没有保证金,米券买卖业务与赌博相差无几,加上不进行交割,米券买卖与商品本身的价格脱钩等因素,使得公开交易的合约价格会出其不意地大幅度猛烈涨跌,因此,日本政府曾在一段时间禁止期货交易,后来日本政府正式规定了市场交易规则,同意重新开放期货市场,1730年认可了位于大阪的大米交易所。以上这些国家的情况,表明当时的期货交易基本上具备了现代期货市场的雏形。

(二) 现代意义上的期货交易的出现

1. 1848年芝加哥期货交易所成立,1865年推出了期货标准化合约

一般认为,现代意义上的期货交易在19世纪中期产生于美国芝加哥。美国大的交易所主要在芝加哥和纽约。选择这些地方是由

于它们都在交通要道上的缘故。纽约地处海运的重要港口，是理想的国际交易场所。芝加哥位于通向美国农业心腹地带的铁路和水路中心，是美国国内交易最理想的地点。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，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。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，而当时相对落后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。为了解决这些问题，谷物生产地的经销商应运而生，他们设立商行，修建仓库，通过现货远期合约交易方式收购农场主的谷物，先储存起来，等谷物湿度达到规定标准后再分批出售运出。当地经销商在贸易实践中存在着两个问题：他们需要向银行贷款以便从农场主手中购买谷物储存，在储存过程中要承担着巨大的谷物过冬的价格风险。解决这两个问题的最好的办法是“未买先卖”，以远期合约的方式与芝加哥的贸易商和加工商联系，以转移价格风险和获得贷款，这样，现货远期合约交易便成为一种普遍的交易方式。芝加哥的贸易商和加工商同样面临着价格风险问题，也需要活跃的远期合约交易。1848年，芝加哥的82位商人发起组建了芝加哥期货交易所（CBOT），该所发展初期主要是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，该交易所引进了现货远期合约交易，以保护农场主、粮食经销商、加工商和出口商各方面的利益。

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、数量、价格、交货时间、交货地点、付款条件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。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；在期货交易发展过程中，出现了两次堪称革命的变革，一是前面已经阐述的期货合约标准化；二是结算制度的建立。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，期货市场才算完整地建立起来。

2. 1874 年芝加哥商业交易所成立

19 世纪 60 年代，芝加哥市由于其优越的交通条件，已成为美国集中化的大宗肉类、谷物和其他农产品的交易中心。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。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黄油、鸡蛋、奶酪、洋葱、土豆，第二次世界大战后陆续增加了火鸡、苹果、家禽、冷藏鸡蛋、铁、废钢等，1964 年后又陆续推出活牛、活猪期货品种，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。

3. 1876 年伦敦金属有限公司（伦敦金属交易所前身）成立

19 世纪中期，英国已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，以保证货物运来较多时都可卖掉，运来较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；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。

4. 1885年法国期货市场产生

法国是个老牌的资本主义国家，商品经济比较发达，法国商品交易所早在1726年就诞生于巴黎，但那时交易所的功能主要是进行现货交易；1885年法国通过一个重要法令，允许在法国开展商品期货方面的交易。此后，法国政府又颁布了期货交易的管理制度。法国商品期货合约品种一直较少，交易量较大的主要是白糖、咖啡、可可、大豆等传统的期货交易品种。

总之，随着现代商品经济的发展和劳动生产力的极大提高，国际贸易普遍开展，世界市场逐步形成，市场供求状况变化更为复杂，仅有一次性地反映市场供求预期变化的远期合约交易价格已经不能适应现代商品经济的发展，而要求有能够连续地反映潜在供求状况变化全过程的价格，以便广大生产经营者能够及时调整商品生产，规避由于价格的不利变动而产生的价格风险，使整个社会生产过程顺利地进行，在这种情况下，期货交易就产生了。

二、期货交易与现货交易、远期交易的关系

期货交易作为一种特殊的交易方式，它的形成经历了从现货交易到远期交易，最后到期货交易的复杂的演变过程，它是人们

在贸易过程中不断追求交易效率、降低交易成本与风险的结果。在现代发达的市场经济体系中，期货市场作为重要的组成部分，与现货市场、远期市场共同构成既各有分工又密切联系的多层次的有机体。

（一）期货交易与现货交易的联系与区别

1. 期货交易与现货交易的联系

现货交易是指买卖双方根据商定的支付方式与交货方式，采取即时或在较短时间内进行实物商品交收的一种交易方式。现货交易覆盖面广，不受交易对象、交易时间、交易空间等方面制约，随机性大。由于没有特殊限制，交易灵活方便。

期货交易是指在期货交易所内集中买卖期货合约的交易活动，是一种高度组织化的交易方式，对交易对象、交易时间、交易空间等方面有较为严格的限定。期货交易的对象是标准化的期货合约，它是由期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量和质量商品的标准化合约。

期货交易是一种高级的交易方式，是以现货交易为基础，在现货交易发展到一定程度和社会经济发展到一定阶段才形成和发展起来的。没有期货交易，现货交易的价格波动风险无法规避，没有现货交易，期货交易就没有了产生的根基，两者相互补充、共同发展。

2. 期货交易与现货交易的区别

（1）交割时间不同。现货交易一般是即时成交或在很短时间内完成商品的交收活动，买卖双方一旦达成交易，实现商品所有权的让渡，商品的实体即商品本身便随之从出售者手中转移到购买者手中。

商品的买卖实际上包含着两种运动：一种运动是商品作为使用价值的载体而发生的空间运动，称为物流；另一种运动是所有权从

让渡者向受让者的转移,称为商流。所以,在现货市场上,商流与物流在时空上基本是统一的。

期货交易从成交到货物收付之间存在着时间差,发生了商流与物流的分离。例如,买卖双方于2004年6月30日达成一笔2004年9月30日交割的铜期货合约,实物交割在2004年9月30日完成;6月30日双方买卖的是标准化的铜期货合约,期货交易成了买卖标准化期货合约的交易,期货市场成了买卖期货合约的市场。

(2) 交易对象不同。现货交易的对象主要是实物商品,期货交易的对象是标准化合约。从这个意义上说,期货不是货,而是关于某种商品的合同。并且,现货交易涵盖了全部实物商品,可以说,有商品就有相应的现货交易;而期货合约所指的标的物则是有限的特定种类的商品,如粮食期货、金属期货等。也就是说,并不是所有的商品都能够成为期货交易的品种。

(3) 交易目的不同。现货交易的目的是获得或让渡商品的所有权,是满足买卖双方需求的直接手段;期货交易的目的一般不是为了获得实物商品,套期保值者的目的是通过期货交易转移现货市场的价格风险,投机者的目的是为了从期货市场的价格波动中获得风险利润。

(4) 交易的场所与方式不同。现货交易一般不受交易时间、地点、对象的限制,交易灵活方便,随机性强,可以在多种场所与交易对手进行交易;期货交易必须在高度组织化的期货交易所内以公开竞价的方式进行。目前期货市场上的竞价方式主要有公开喊价和电子化交易,处在场外的交易者必须委托期货经纪公司代理交易。

(5) 结算方式不同。现货交易主要采用一次性结清的结算方式,同时也有信用交易中的分期付款方式等;期货交易实行每日无负债结算制度,交易双方必须缴纳一定数额的保证金,并且在交易过程中始终要维持一定的保证金水平。

（二）期货交易与远期交易的联系与区别

1. 期货交易与远期交易的联系

远期交易是指买卖双方签订远期合同，规定在未来某一时间进行实物商品交收的一种交易方式。现货交易组织的是现有商品的流通，远期交易组织的是未来生产出的、尚未出现在市场上的商品的流通。从这个意义上来说，远期交易在本质上属于现货交易，是现货交易在时间上的延伸。

期货交易与远期交易有许多相似之处，其中最突出的一点是两者均为买卖双方约定于未来某一特定时间以约定价格买入或卖出一定数量的商品。远期交易是期货交易的雏形，期货交易是在远期交易的基础上发展起来的。

2. 期货交易与远期交易的区别

（1）交易对象不同。远期交易的对象是交易双方私下协商达成的非标准化合同，所涉及的商品没有任何限制。远期交易代表两个交易主体的意愿，交易双方通过一对一的谈判，就交易条件达成一致意见而签订远期合同；期货交易的对象是交易所经过精心选定若干品种，而统一制定的一种可以反复交易的标准化合约。

（2）功能作用不同。远期交易尽管在一定程度上也能起到调节供求关系，减少价格波动的作用，但由于远期合同缺乏流动性，所以其价格的权威性和分散风险的作用大打折扣；期货交易的功能是发现价格和规避风险。期货交易是众多的买主和卖主根据期货市场的规则，通过公开、公平、公正、集中竞价的方式进行的期货合约的买卖，易于形成一种真实而权威的期货价格，指导企业的生产经营活动，同时又为套期保值者提供了规避、转移价格波动风险的机会。

（3）履约方式不同。远期交易履约方式主要采用实物交收方式，虽然也可采用背书转让方式，但最终的履约方式是实物交收；