

期货交易指南

QI HUO MAO YI ZHI NAN

赵杰 主编



改革出版社

期货交易指南

赵 杰 主编

改革出版社

(京) 新登字 053 号

主 编: 赵 杰

副 主 编: 钱 巍 贾文广

编写人员: 田 源 常 清 王新政 陈宝琪 朱玉辰
刘俊英 吴 硕 李经谋 张洛辉 黄 海

期货贸易指南

改革出版社出版

新华书店总店北京发行所发行

4229 工厂印刷

开本: 787×1092 毫米 1/32 印张: 10.4375 字数: 230 千字

1992 年 10 月北京第 1 版 1992 年 10 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

书号: ISBN7—80072—386—0/F·008

定价: 6.40 元

序

柳随年

改革开放以来,我国物资流通朝着市场化方向迅速推进,传统的以指令性计划分配为特征的流通体制,已初步转向以市场调节为主的新体制。指令性计划分配物资的种类从1980年的837种减少到目前的72种,其数量大大减少,价格也已接近市场价。随着物资流通市场化的进展,市场交易规模的扩大,价格波动日趋频繁,经营风险加大,因此,建立符合现代化商品经济发展要求,能够为生产企业、经营单位和广大用户从事购销活动、获取市场信息提供配套服务的生产资料交易市场,已成为当前物资工作的一项重要任务。近几年,在生产资料市场建设方面有了较大突破,全国已建立钢材市场300个,地市以上物资贸易中心400个。在此基础上,去年上半年物资部又提出了建设有中国特色的生产资料市场体系的设想,在步骤上,首先着手建立一批重要生产资料国家级批发市场或交易所,以加强对产需衔接和大宗交易活动的组织管理,规范交易行为,使市场交易公开、公正、公平和有序地进行。在品种上,我们选择了有色金属和木材开始起步。继今年初深圳有色金属交易所开业后,又在黑龙江建立了中国北方木材批发市场,在上海建立了上海金属交易所。其中上海金属交易所,从5月28日开业到8月17日的两个多

月中,6种有色金属成交量已达31万吨,成交金额16亿元。他们从现货交易起步,引进期货机制,发展势头喜人,受到国内外普遍关注。国外有人预测,上海金属交易所很可能成为世界第三大金属期货贸易中心。

引进期货机制,建立期货市场,是我国生产资料市场建设的新发展。期货交易是商品经济发展到一定时期的必然产物,至今已有一百多年的历史。目前,期货交易遍布世界,交易额巨大,一些主要期货市场形成了庞大的世界性商品交易活动网络,对促进各国经济的发展发挥了十分重要的作用。

期货交易之所以在全世界如此兴盛,在我国也受到广泛的重视,是因为这种交易方式具有独特的功能:1、套期保值,转移风险;2、“发现”真正的价格;3、合理利用闲置资金,主要是吸引企业、个人手中的闲置资金参与期货交易;4、促进经济国际化。尤其重要的是,由于期货交易可以进行套期保值,能最大程度减少因价格波动而带来的风险,有利于提高企业抗风险的能力;由于期货价格预先给出了今后时期交易商品的价格信号,而且一般来说比其它渠道的价格信息多而正确,有利于生产企业和用户合理安排生产,减少盲目性。期货交易的这些功能,对于客观地反映供求、提高市场的透明度、建立稳定的产需关系、改善宏观调控手段、改变风险全部由国家承担和减少财政补贴等都具有重要意义。今后,我们要在认真总结上海金属交易所、深圳有色金属交易所、中国北方木材批发市场经验的基础上,会同有关部门和地方抓紧建立其他重要物资的批发市场,少数大的交易所将向期货市场方向发展,逐步形成国家和省市生产资料市场体系。

组织期货交易比较复杂。根据国外兴办现代期货市场的经

验,除需具备一定的经济条件外,还需要进行大量的人才培训和法规建设。人才培训是办好期货市场的当务之急,适应这个需要,中国物资经济研究所举办了期货市场高级培训班,收到了较好的效果。培训班不但传播了现代商品经济和期货贸易知识,提高了人们的认识,为期货市场的健康发展进行了必要的人才准备,同时也创造了良好的社会舆论环境。现在,应学员的要求,在培训教材的基础上,整理出版了《期货贸易指南》一书。

与以往同类书籍相比,这本书有一个显著特点,就是理论与实际的紧密结合。书中不但讲述了期货市场产生、发展的历史,阐述了基本理论、概念、术语,论述了套期保值、短期投机和市场竞争战略,而且详细介绍了美国、英国、香港等国家和地区著名期货市场的法律法规、管理办法,以及我国上海金属交易所、深圳有色金属交易所和郑州粮食批发市场的经验、制度、结构、运行方式。论述全面,资料丰富,深入浅出,通俗易懂。既适用于负责经济工作的各级政府领导、工商企业的经理、购销人员,也适用于大专院校的教师、研究人员等。

我们希望,该书的出版,对加速试办中的我国期货市场的发展,具有实际指导作用。

目 录

序	柳随年
---------	-----

上 编 理论讲座

第一讲 期货市场概论	田 源(1)
第二讲 期货市场的组织结构与业务流程	常 清(32)
第三讲 伦敦金属交易所与期货交易	王新政(48)
第四讲 套期保值与期货投机业务	陈宝瑛(62)
第五讲 价格分析、市场战略和期权交易	朱玉辰(75)
第六讲 期货市场的管理与法规	刘俊英(82)
第七讲 价格风险与期货市场	吴 硕(115)
第八讲 郑州粮食批发市场的建立和经验	李经谋(126)
第九讲 深圳有色金属交易所的建立、特色和发展	张洛辉(145)
第十讲 办好批发市场,走向期货市场	黄 海(156)

下 编 参考资料

香港期货市场概况	(174)
香港期货市场中结算系统分担风险的功能与结算程序	(191)
美国的期货市场	(203)
美国芝加哥期货交易所	(217)
中国郑州粮食批发市场	(230)
深圳有色金属交易所	(254)
上海金属交易所	(270)

附录:期货贸易名词解释 (299)

发展期货贸易 搞活商品流通——跋..... 杜 岩(316)

上编 理论讲座

第一讲 期货市场概论

一、期货交易的发展过程与创新

1. 期货交易发展的历史背景

现代的期货市场和期货贸易是在数百年商业实践的基础上逐步形成的，许多早期的商业惯例一直影响到今天。

在古希腊和古罗马时期，就已出现中央交易场所、易货交易、货币制度，还发展了按照既定时间和场所进行交易的活动。在罗马帝国鼎盛时期，罗马大厦广场是一个中心交易场所。雅典的大市场也具有同样性质。尽管这些文明古国相继衰败，但建立中央交易场所的传统却延续下来。直至13世纪，在普遍采用的现货交易的基础上，开始出现根据样品的质量而签订远期合同的做法。

中世纪集市交易对现代期货发展的主要贡献，在于其自我管理原则、仲裁原则以及其正规的交易方式。早期的英国商法规定了一系列被普遍接受的经营准则。这些准则为后来使用合约、抵押证券、运费收据、栈单、信用证、契据、汇票奠定了基础。在交易中，任何人违背了规则，就可能被同行判罚，停止其任何交易活动。这种自我管理原则经移民传入美国殖民地。大约从1752年开始，美国发展了一系列商品市场，包括农产品、

纺织品、皮革、金属和木材等。大多数交易采用即期交割方式。这些市场促进了现货交易的发展，并为以后的期货交易创造了有利的条件。

现代期货交易于 19 世纪中叶勃兴于美国的中西部地区，其中心则在芝加哥。在这个时期，一系列十分重要的经济、技术因素出现并孕育了早期的期货市场。

首先，交通运输状况发生了巨大的变革。在 1820 年之前，美国中西部的交通十分不便，给农民和商人造成很大的销售困难。每当收获季节过后，农民和商人只能用马车运粮食到附近的市場，在一年的大部分时间里，雨雪使得从农场通向市场的路泥泞不堪，甚至无法通行，虽然有些用木板铺成的道路可供使用，但费用很高。在这种条件下，如果农民利用这种道路去 60 英里以外的市场，运费就几乎等于粮食的售价。运输的落后把粮食市场限制在每个生产地区周围很小的范围内。这个时期的粮食贸易基本上是地区性事务，粮食的贸易量也是十分有限的。早期的出口贸易主要是通过密西西比河的船队完成的。圣路易斯、新奥尔良和辛辛那提曾经是地区性的贸易中心。

1825 年，中西部的交通运输状况出现了惊人的变化。伊利运河的开通，极大地促进了大湖区的贸易。1848 年，伊利诺依州又修建了伊密运河，使交通更加方便。随之而来的是铁路的大发展。1848 年，芝加哥刚刚修建了最初的 10 英里铁路，而到了 1855 年，中西部的铁路网已经建成。1860 年，铁路线发展到 30626 英里，形成了更大的铁路网。与过去的运输方式相比，运河和铁路的运费极为低廉。当时每吨英里的价格是：马车，25 分；铁路，4 分；运河，2 分。铁路运输不仅具有价格优越性，而且缩短了到达东部市场的距离。例如，通过水运到纽约的距

离是 720 英里，而铁路仅有 300 英里。1848 年以前，粮食主要依靠马车运输，到了 1855 年，66% 的粮食通过铁路，29% 通过运河，只有不到 5% 通过马车运输。由于以上这些因素，大大地降低了交易成本，为贸易的大发展创造了极为有利的条件。由于整个交通运输网络覆盖并环绕芝加哥地区，使之由一个名不见经传的小村落迅速地变成了巨大的谷物集散地。

其次，粮食生产和贸易量大幅度增长。由于运输的便利及其低成本，极大地扩张了粮食市场，使美国的小麦、玉米主产区从东北部移向中西部。芝加哥周围地区的粮食产量开始急剧增长。从中西部运到东部销售的玉米，从 1847 年的 6.7 万蒲式耳增加到 1851 年的 300 万蒲式耳。同期的粮食出口也大幅度增长。（见下图）

1823—1863 年美国粮食出口

时期	每年粮食合计值(\$)	每 10 年增长的幅度(%)
1823—1833	67,843,211	
1833—1843 ^{1/2}	73,303,440	8.0
1843—1853	198,594,871	170.9
1853—1863	512,380,514	158.0

第三，仓储技术和仓库有了巨大的发展。在 19 世纪 40 年代之前，仓储技术很落后，粮食只能装袋库存。由于缺乏有效的提升设备，必须依靠人力把粮袋运进或运出仓库，相应的质量检查很麻烦，必须经常拆开粮袋检查等级，然后封口入仓，防热也很困难。1785 年发明了“循环挂斗提升系统”，使库存方法有所改进，但由于使用畜力，效率依然不高。1843 年，蒸汽机的发明和应用带来了仓库技术的革新。蒸汽引擎代替畜力去发动循环提

升系统,大大地提高了效率。1948年,芝加哥建立了第一个使用新技术的仓库,随后很快被普及。这种革新的连带效应是:第一,使面粉厂从农村集中到城市;第二,使农民摆脱本地小面粉厂和商人的垄断,他们可以生产更多的产量去满足更大的市场的需要。

在这个时期,其他方面的进步也很迅速,例如公路建设迅速发展,大量的小运河被开通,各种金融工具和信用的使用日益广泛和便利。

以上各种因素奇迹般地汇集于19世纪40年代,交通的发展促进了市场的扩大,巨大的市场容量又刺激了农业的发展和供给的增加,由于这些因素的共同作用,使芝加哥地区的现货贸易急剧地增长起来。但是,对于农民、库存商、运输商、出口商、面粉商等各种市场参加者来说,在获得巨大的利益的同时,也面临着比过去更大的风险的威胁。在这个时期,农产品的供应与需求之间出现不平衡是司空见惯的。当农民在收获季节将谷物和牲畜运至当地市场出售时,经常遇到供过于求的风险。在这种情况下,即使把售价压到最低的水平,产品还是难以为短期的需求所吸收。由于找不到买主,大量粮食被倾倒在大街上或湖里。这种商品过剩只是一方面的问题,在青黄不接的季节或不好的年景,又出现价格飞涨。起伏不定的价格波动使农民、商人和消费者遭受到很大的损失。

为了改进芝加哥地区的贸易状况,1848年,由82位商人发起并成功地组建了美国第一家中心交易所——芝加哥贸易局(CBOT)。最初创建这家交易所的目的在于为买卖双方提供交换商品的地点,以促进当地的商业活动。当时进行贸易的商品是多种多样的,除了粮食之外,还交易牛肉、猪肉、羊肉、种子、盐、皮

革、葡萄酒、白酒、鱼、煤炭、木材、羊毛、石头、砖和其他产品。在所有产品中，活猪和猪肉产品交易量最大，后来，粮食买卖远期合同交易的重要性逐渐增加，以至成为交易所的主要收入来源。很多粮食商人转向学习利用这种工具，使这里的粮食交易有了巨大的增长。CBOT 的成立，是世界粮食贸易史上的一个里程碑，标志着世界期货交易时代即将到来。

2. 期货交易的发展与创新

现代期货交易方式的产生经历了一个很长的过程。从 CBOT 成立到建成比较完善的期货交易所，经历了近半个世纪的时间。CBOT 作为世界上最早成立的交易所，经历了从现货—远期合约—期货的发展过程。在此期间内，逐步地完成了两项至关重要的创新。一是远期合约的标准化；二是“对冲”原则的完善。

远期合约的发展与标准化过程主要包括如下环节：

1) 远期合约的产生。

当交通运输的发展极大地扩张了农业生产能力之后，芝加哥作为商品集散地有很大的发展。但是，到了冬季，由于冰冻的原因，河、湖运输都必须停止一段时间。在农业地区，农民通常愿意在收获之后马上卖出以得到货币。（1854—1858 年的统计资料显示，80% 的玉米在 5 月—9 月销售。）因此，库存商必须大量收购粮食，增加冬季库存。直到第二年春末或夏初，才能经芝加哥转运到东部消费地区或出口市场。这种方式使他们面临很大的风险。为了扩大本地仓库容量，产区的水路运输商要到芝加哥去发展买主。他们同玉米商人签订来年春季交货的远期合约，通过这种方式来扩大收购和库存，确定谷物的销售和价格。根据记载，最早的一份合约签订于 1851 年 3 月 13 日。该合约的交易量

为 3000 蒲式耳,交货期为 6 月份,交易价格低于 3 月 13 日当地玉米市价 1 美分。同玉米相比,小麦的远期合约来得晚一些。在交易中,芝加哥商人同样面临储藏谷物期间价格变动的风险,因此,他们也需要通过远期合约交易将小麦卖给东部地区的面粉加工商和出口商。

2) 实行分级制度。

最初的远期合约是不正规的,有各种各样的远期合约被发展。一般来说,每份合约中都有确定的数量、价格、质量和交货期。在这一时期,质量的混乱以及缺少统一的标准经常使交易出现争端。CBOT 最先认识到商品分级的重要性。在 1848 年第一次会议上,就任命了一位鱼的检查者。1856 年,CBOT 开始规定和管理小麦的标准和分级。当时将小麦分为白麦和红麦。1859 年,伊利诺依州授权 CBOT 建立统一的粮食标准。CBOT 按照每蒲式耳的最低检验重量将标准分成 1 号、2 号和次品。由于春小麦、特别是 2 号春小麦重要,它后来变成了小麦期货合约的基本等级。建立标准分级体系是远期合约标准化的关键环节。这种体系对签订远期合约十分有利。通过这种可靠的、同一的分级体系,具体的交易可以在任何一级粮食的基础上签约。这种创新使传统的开包检查变成多余的环节,人们开始用船舱而不是袋子装运粮食,大大减少了库存成本,扩大了远期合约的市场。

3) 合约的容积和平均份额。

芝加哥地区很早就开始处理容积问题。1848 年,当第一个重要的仓库建成后,芝加哥地区的商人不再用麻袋装货,而是改用了船舱。最初合约的平均份额是多种多样的,例如 1000 蒲式耳或 5000 蒲式耳。由于玉米的交易量很大,而且每船玉米是 5000 蒲式耳,人们逐渐地习惯用 5000 式蒲耳作为一个合约的

平均份额,无论现货或远期合约交易,人们都使用这一标准。后来,期货也沿用了这一平均份额,并且成了一种约定俗成的传统。由于统一采用蒲式耳作为谷物计量单位,同时建立了复杂的检验程序,在交易的数量和质量上做到了有章可循。

4) 选择适当的交货月份。

在 50 年代,各种合同种类繁多,交货时间各不相同。后来,由于分级系统的建立,交易逐步地集中为几种合约。谷物交易商根据收获季节的运输状况选择适当的交易月份,并逐步形成统一的惯例,3 月是一个比较合乎逻辑的交割月份。因冬季的结束使得运输道路重新畅通,5 月份也是理想的交割月份,因为前一作物年度的谷物和燕麦已经收割完。12 月被选定为新收获玉米的第一个销售月份,同时 12 月也是农民得以将玉米在冬季道路封冰之前运至城市的最后一个月份。

在整个五六十年代,远期合约大量增长,极大地促进了粮食贸易。在这个过程中,为了简化程序、提高效率、降低成本,合约被逐渐地标准化。大约是在 1850—1870 年间,非标准化的远期合同发展成标准化的远期合约。在这种形式上,有关产品的品质、数量、交货期、交货地点都是由交易所事先规定的,所有的交易者对此都是清楚的,唯一不定的因素是价格。这种标准化的合约便利集中交易,具有很大的流动性,可以在期货交易所内公开按规则交易。最重要的信息是交易的数量和价格,这种交易的过程和结果都是透明的,通过信息系统的传播,可以马上被交易所内外的用户了解,不仅成为期货市场上,而且成为现货市场的重要信息,帮助生产者和中间商作出正确的决策。

在期货交易发展的历史上,另一项重要的创新是“对冲”原则的发展和应用。

这种“对冲”原则起源于执行远期合约的需要。在远期合约发展的初期，一方面远期合约有利于在冰冻季节继续交易，延长了现货市场的交易时间，扩大了现货市场；另一方面远期合约包含了买卖双方毁约的风险。因为从签订远期合约到履行合约，通常要经过几个月的时间。在此期间，价格可能发生大的变化，无论价格升或降，总有一方得利而另一方遭受损失，因此，毁约或将产品卖给另一用户及从另一用户处买进是有利的。在1863年之前，由于毁约事件时常发生，影响了交易的正常发展。因此，为了提高远期合约兑现率，交易所曾经制订规章，主要的惩罚是行政性的，即对不履约的成员暂停交易资格。显然，这种惩罚没有足够的力量制约交易双方执行远期合约。为了有效地促进交易双方执行远期合约，从1865年起，开始使用“保证金条款”。这是期货市场历史上一项有历史意义的发明。根据保证金条款，当交易所成员之间签订远期合约时，双方都必须交纳保证金。这种保证金作为一种押金，促使双方履行合约。如果一方拒绝履约，那末已经交纳的保证金就是他必须付出的成本。保证金的主要作用是增加合约的安全性，促进了远期合约的发展。

在实行保证金的基础上，对冲原则得以发展，这是使远期合约向期货交易发展的桥梁。对冲原则的发展经历了两个阶段。第一阶段是开始于1883年的“环形结算法”。在这一阶段，对冲原则实际上也是基于远期合约需要。这是因为当远期合约签订之后，双方都可能因为价格变动、交易意图变化以及各种原因而需要改变自己的签约地位。例如，在远期合约中包含着一种广泛的投机空间，与现货合约相比，使用远期合约实际上允许交易者在价格变动时去做有利的经营。如果交易者“看涨”，他可以买一月之后交货的远期合约。假如三天之后价格下跌，或者他预测价

格有变化,而他可以将此合同卖出的话,他就可以不通过毁约去限制他的亏损。在市场上,这个合同可能在重新谈判价格的情况下被转移到另一个交易者手中。如果交易者在签约时“看跌”,即买进一个合约,当后来情况变化对他不利时,假如他不希望交货,也可以通过买进一个相同的合约而平衡他的交货责任。

由于远期合约本身包含再转让的可能性,当这种交易日益流行之后,远期合约的转让变成经常性的。安排这种转让成为交易所的责任和业务。为此,一种专门服务于这种远期合约转让的“环形结算法”被发展起来。“环形结算法”是对冲原则发展的初级阶段。在每一个环中,可能涉及到几个交易者。假定商人 A 从商人 B 处购买 5000 蒲式耳玉米在五月份交货,几周以后,这位商人发现不再需要粮食,他可以通过环形结算,将货卖给商人 C。结清责任的办法是清算两次交易的价差。假如第一次交易时的价格是 1.00 元,第二交易时价格变成 0.90,这 0.10 元的价差需要经过环形结算付给商人 B。当这种结算完成之后,商人 A 将不再与这 5000 蒲式耳有任何关系。商人 C 是按新价格 0.90 元从市场上买到玉米。这些玉米仍来自于商人 B 处。商人 B 通过环形结算,从商人 A 处获得 0.10 元价差补偿,在交售时从商人 C 处得到收入 0.90 元,实际上依然得到每蒲式耳 1.00 元的价格。在远期合约到期之前,这个环实际上会通过多次转让自动延长。由于涉及到多个交易者,必须通过交易所进行环形结算,使得“环形结算法”不断发展。

“对冲原则”发展的高级阶段是建立完整的结算系统。1891 年明尼阿波利斯建立了第一个完整的结算系统,以后,其他交易所陆续仿效这种系统建立了自己的结算系统。

在新的结算系统中,主要的变化在于以下几点: