

杨玉川 岳华 王化栋 刘俊民 著
闫鸣 刘倩 于扬 王月欣

现代 期货期权创新与 风险管理

经济管理出版社

现代期货期权创新与风险管理

杨玉川 岳 华 王化栋 刘俊民 著
闫 鸣 刘 倩 于 扬 王月欣

经济 管 理 出 版 社

本书各篇作者名单

- 第一篇：岳 华，天津一德证券经纪有限责任公司
副总经理、经济学硕士
- 第二篇：王化栋，一德期货经纪有限公司总经理、
天津市期货市场研究会副会长、
经济学硕士
- 第三篇：刘俊民，天津汇金期货经纪有限公司市场
部经理、经济学硕士
- 第四篇：闫 鸣，广发证券有限责任公司研发中心
高级研究员、经济学硕士
- 第五篇：刘 倩，一德期货经纪有限公司高级研究
员、经济学博士
- 第六篇：于 扬，证券时报记者、金融学硕士
- 第七篇：王月欣，天津财经学院会计学博士
- 第八篇：杨玉川，南开大学金融学系教授、天津市
期货市场研究会会长

4/26/02

前言

我于 20 世纪接近末期，在研究商品经济、市场经济并取得突破性进展时，进一步把研究领域拓展到期货期权市场领域。我的这一行为，直接影响我的部分弟子的研究方向、涉猎领域的选择，甚至改变了他们未来职业的选择。回首我和我的这些弟子十几年的研究进程，真是历历在目。

最先受我影响的当数岳华。他不仅直接参与了天津联合期货交易所及前身之一的天津金属交易所的实习、组建活动，而且日后留在了天津联合期货交易所，先后任职总裁助理、研究发展部主任；最近则改任天津一德证券经纪有限责任公司的副总经理。他在从事期货市场实践工作中，深感期货市场虽然相对于现货市场具有转移、回避价格波动风险的功能作用，而其自身也产生了新的无限的风险，这种无限的风险则成为投资者望而却步的障碍。这使他真切感到风险问题是期货市场的核心问题。于是他毅然决然地早在 1993 年就选择了《期货市场风险管理研究》作为研究课题，这在中国期货市场刚刚兴起之时，确实是难能可贵的。而他以惊人的毅力、超强的勇气，完成了这一研究，这就是本书第一篇的内容。

王化栋、刘俊民的研究选题同样来自于实践。他们在天津联合期货交易所的前身天津商品交易所、北洋（天津）商品交易所和天津金属交易所进行了较长时间的实习；并且，王化栋直接参与了天津商品交易所、天津联合期货交易所的组建工作，先后任交易部、稽查部主任，直至目前任一德期货经纪有限公司总经理。这些实践活动，使他们痛切感到期货市场这个在西方国家的

老课题，而在中国仍然属于新课题，众多厂商和广大民众对其不了解，更不熟悉。正是这种实践，促使他们在1994年和1995年选择了属于期货市场基本理论和基本实务的研究课题，分别为《期货市场功能研究——中国期货市场功能缺陷及治理对策》、《中国期货市场套期保值研究》。他们在研究该选题中，针对中国期货市场功能缺陷和业务缺陷，提出了实现中国期货市场规范、发展、创新的治理对策及其理论依据，这是很有远见的。这两项研究成果，就是本书第二篇和第三篇的内容。

闫鸣、刘倩、于扬的研究选题，则从期货市场的物质商品领域推进到了金融商品领域。他们在深圳财经期货经纪公司、上海证券报社、国泰君安证券公司、深圳证券时报社实习过程中，接触到大量物质商品期货市场、金融商品现货市场的材料，深感中国市场经济要取得长足发展、进而同现代世界市场经济接轨，不仅需要大力发展金融商品现货市场，而且更需要发展金融商品期货市场，由此他们于1996年、1997年、2000年分别选择了《中国国债期货市场研究》、《股指期货市场研究——兼论中国股指期货市场的创建对策》、《中国外汇期货市场研究》的课题，并以明显的独立见解和突出的应用价值为特点，完成了各自的研究，其内容构成了本书的第四篇、第五篇、第六篇。

王月欣也是受我和她的师兄弟、师姐妹影响最直接的一个。她本来在一所高校任会计学教师，可是在我和我的弟子们研究、谈论期货市场的潜移默化之影响下，于1996年一举“改变”了原来的单一研究领域，把会计学应用于期货市场，选择了《期货业务的财务与会计研究》的课题，并在缺乏资料和可资借鉴的研究成果的情况下，高质量地完成了这项研究，从而填补了中国在该领域的研究空白，开创了会计学与期货学的跨学科研究的先河。这项研究成果就是本书的第七篇。

最后还要写几句我自己。我在鼓励、指导弟子们选择期货市

场之重要课题进行研究的同时，则主要涉猎到期权市场这个“空缺”的研究。期权作为期货的延伸和发展，是期货期权市场理论和实务中的难点、重点，但它毕竟是期货市场发展的趋势和归宿，也必将是21世纪中国期货市场发展的“终极目标”。因而，期权理论与实务不可或缺。基于这种思考，我才撰写了第八篇，作为本书的卷终。

本书各课题在研究过程中，参阅了相关研究成果，并尽量一一注明。尽管如此，仍对相关研究成果作者，表示我们的深深谢意。中国社会科学院工业经济研究所党委书记、副所长兼经济管理出版社管委会主任孟昭宇先生、苏全义编审，为本书的出版付出了辛勤劳动，在此一并表示我们的诚挚谢意。

限于我们的水平，书中的缺陷、失误难以避免，恳请金融期货界专家、同仁、朋友和广大读者提出批评指正。

杨玉川

2001年7月于南开园



杨玉川, 1937年生于河北省沧县, 1964年毕业于南开大学经济学系。现为南开大学经济学院金融学系教授、职业技术学院“证券投资与管理专业”专业主任, 天津市期货市场研究会会长。

专长于市场经济、证券与期货市场的教学和研究, 主持多项国家社会科学基金、国家教育部、天津市和横向重点课题研究, 发表论著80余项, 获国家级、国家教育部级和天津市级奖多项, 代表性论著有: 《社会主义市场经济论》、《对我国发展金融期货期权市场的探讨》、《现代期货市场学》、《生产要素市场结构和运行机制研究》、《金融期货期权市场研究与策划》等。

目 录

第一篇 期货市场风险管理

第一章 现货市场风险与期货交易	(1)
第一节 风险与风险管理.....	(1)
第二节 现货市场风险及其管理.....	(6)
第三节 期货交易	(17)
第二章 期货市场风险分析	(22)
第一节 期货市场风险：定义与分类	(22)
第二节 期货市场风险具体分析	(27)
第三节 期货市场的风险传导	(43)
第三章 期货市场风险管理	(48)
第一节 期货市场风险管理概说	(48)
第二节 期货市场风险管理体系	(55)
第三节 期货市场风险管理机制	(70)
第四节 期货市场风险管理评价	(78)
第四章 中国期货市场风险管理现状与完善	(87)
第一节 中国期货市场风险管理现状	(87)
第二节 中国期货市场风险管理的完善	(95)

第二篇 期货市场功能——中国期货市场 功能缺陷及治理对策

第一章 期货市场功能的理论分析	(101)
第一节 市场交易的成本与效率	(101)
第二节 期货市场制度创新的经济学分析	(105)
第三节 期货市场功能分析	(112)
第四节 科学认识与研究期货市场的功能	(117)
第二章 中国期货市场功能的实证分析	(122)
第一节 期货市场功能的初步显示	(122)
第二节 期货市场功能的不完全性	(125)
第三章 中国期货市场功能缺陷的原因分析	(131)
第一节 期货市场主体发育不成熟	(131)
第二节 期货市场客体不规范	(135)
第三节 期货市场组织系统不完善	(136)
第四节 期货市场规模不健全	(140)
第五节 期货市场的内部管理缺陷	(143)
第六节 期货市场运行的外部条件制约	(144)
第七节 期货市场的宏观管理与调控滞后	(147)
第四章 中国期货市场功能缺陷的治理对策	(149)
第一节 期货市场自系统的完善	(149)
第二节 深化体制改革, 创造期货市场运行的体制 条件	(159)
第三节 完善中国期货市场的宏观管理与调控	(160)

第三篇 中国期货市场套期保值

第一章 期货市场套期保值理论分析·····	(163)
第一节 套期保值的理论界定·····	(163)
第二节 套期保值的理论基础·····	(172)
第三节 套期保值实现的市场基础·····	(181)
第二章 中国期货市场套期保值实证分析·····	(193)
第一节 期货市场套期保值功能初步显示·····	(193)
第二节 期货市场套期保值交易严重不足·····	(199)
第三节 期货市场套期保值不足的原因分析·····	(203)
第三章 中国期货市场套期保值不足的治理对策·····	(218)
第一节 培育套期保值交易主体·····	(218)
第二节 恢复和搞活大品种的期货交易·····	(220)
第三节 完善期货市场交易机制·····	(225)
第四节 改善期货市场外部环境·····	(233)

第四篇 中国国债期货市场

第一章 国债期货市场理论基础·····	(237)
第一节 国债期货的界定及其特征·····	(237)
第二节 国债期货市场的功能·····	(239)
第三节 发展国债期货市场的基本条件·····	(242)
第二章 国债期货市场实证分析·····	(253)
第一节 发展成熟的美国国债期货市场·····	(253)
第二节 试点中的中国国债期货市场·····	(260)
第三章 国债期货合约设计·····	(269)
第一节 中国试点国债期货合约设计·····	(269)

第二节	美国国债期货合约设计·····	(273)
第三节	两种设计模式的比较与启示·····	(278)
第四章	中国国债期货市场的发展对策·····	(281)
第一节	进一步培育国债现货市场·····	(281)
第二节	加快利率市场化改革步伐·····	(287)
第三节	建设中央国债登记结算系统·····	(290)
第四节	加强期市的规范化管理·····	(293)

第五篇 股指期货市场——兼论中国股指期货 期货市场的创建对策

第一章	股指期货市场的理论基础·····	(299)
第一节	股指期货的界定与特征·····	(299)
第二节	股指期货市场的制度性分析·····	(301)
第三节	股价和期指价格均衡与互动分析·····	(307)
第二章	股指期货市场的实证分析·····	(314)
第一节	发展成熟的美国股指期货市场·····	(314)
第二节	后来居上的香港股指期货市场·····	(322)
第三节	中国境内股指期货交易的萌发与关闭·····	(326)
第四节	发展股指期货市场的基本条件·····	(329)
第三章	中国股指期货合约模式设计·····	(333)
第一节	股价指数的编制·····	(333)
第二节	股指期货合约模式设计探讨·····	(339)
第四章	中国股指期货市场的发展对策·····	(346)
第一节	进一步培育股票现货市场·····	(346)
第二节	完善产权制度, 培育真正的市场主体·····	(357)
第三节	加强期市的规范化管理·····	(362)

第六篇 中国外汇期货市场

第一章 外汇期货理论基础·····	(369)
第一节 外汇期货的产生与发展·····	(369)
第二节 外汇期货交易·····	(380)
第三节 中国外汇期货的理论研究·····	(388)
第二章 外汇期货市场的实证研究·····	(390)
第一节 发展成熟的美国外汇期货市场·····	(390)
第二节 新兴的亚洲外汇期货市场·····	(394)
第三节 中国外汇期货与外汇按金交易·····	(399)
第四节 开展外汇期货市场的基本条件·····	(412)
第三章 中国外汇期货市场发展对策·····	(416)
第一节 外汇风险构成及防范手段·····	(416)
第二节 中国外汇期货市场发展基础·····	(423)
第三节 中国外汇期货市场的构架·····	(428)

第七篇 期货会计与财务管理

第一章 期货会计的基本理论·····	(433)
第一节 期货会计产生与发展·····	(433)
第二节 期货会计定义、对象与分类·····	(436)
第三节 研究期货会计与财务的意义及应注意问题·····	(439)
第四节 期货业务对传统财务会计模式的冲击与 期货会计现实选择·····	(444)
第二章 期货交易所的会计核算·····	(449)
第一节 期货交易所会计核算内容·····	(449)
第二节 期货交易所会计科目设置与账务处理·····	(454)

第三节	期货交易所会计报告的改进·····	(461)
第三章	期货经纪公司的会计核算·····	(464)
第一节	期货经纪公司会计核算内容及存在问题·····	(464)
第二节	期货经纪公司会计科目设置及账务处理·····	(466)
第三节	期货经纪公司会计报告的改进·····	(473)
第四章	期货投资企业会计核算·····	(476)
第一节	套期保值交易和投机交易会计核算的理论 差异·····	(476)
第二节	期货投资企业会计核算存在问题及科目 设置与账务处理·····	(479)
第三节	期货投资企业会计报告的改进·····	(489)
第五章	期货交易所与期货经纪公司成本管理·····	(492)
第一节	期货交易所与期货经纪公司成本管理概述·····	(492)
第二节	期货交易所与期货经纪公司加强成本管理的 对策·····	(495)
第六章	期货市场风险的财务管理·····	(505)
第一节	期货市场风险概述·····	(505)
第二节	期货交易所期货风险的财务管理·····	(508)
第三节	期货经纪公司期货风险的财务管理·····	(515)

第八篇 期权交易理论与应用

第一章	期权交易理论·····	(519)
第一节	期权和期权交易·····	(519)
第二节	期权价值和期权价格·····	(534)
第三节	期权合约·····	(544)
第二章	期权交易应用·····	(548)
第一节	期权交易程序与策略·····	(548)

第二节	商品及其相关期货的期权交易·····	(562)
第三节	金融及其相关期货的期权交易·····	(568)
第四节	世界主要期权市场·····	(582)
主要参考文献 ·····		(586)

第一篇 期货市场风险管理

第一章 现货市场风险与期货交易

风险与人类相生相伴，无处不在，无时不有。风险可能给我们带来损失，也可能带来收益。为了避免损失，人类创造发明了一系列处理风险的办法和工具。期货交易便是人类创造的一种处理现货市场风险的工具。期货交易的出现，不仅创新了风险处理工具，创新了商品交换方式，而且创新了人类观念和行为，极大地改变了整个世界。本章首先分析风险一般，重点剖析价格风险与期货交易的内在联系。

第一节 风险与风险管理

一、风险的含义

关于风险的含义，理论界存在着不同的理解。以下三种观点具有代表性：①风险是指保险的标的。②风险是指损失的机会。③风险是指损失的不确定性。对于不确定性又有两种不同的理解：一些人，如威廉及赫因二人认为，风险（不确定性）乃是在一定情况下有关未来结果的客观疑惑。一个人即使知道各种可能的结局及其或然率，对于将发生哪种结局，仍不免有所疑惑，这就是风险。例如，在一定情况下，可能的结局为没有损失、损失

2000 元或损失 1 万元三种，现假定某人已知道三种结局的或然率分别为 0.8、0.1 及 0.1，但他仍不知道此三种可能有的结局之中，究竟发生何者；另一些人认为，不定性可解释为一定情况下有关未来结果的主观疑惑。一个人不论其是否知道各种可能的结果及其或然率，他都会有此种主观的疑惑发生，而其不定性的大小，则随个人了解与估计风险的能力而定，如其估计是完全的，则不定性就与风险一致（在一定情况下，任何人遭遇的风险都是一样的）。这种解释显然带有强烈的主观色彩。例如，在未来一段时期内，实际的结果可能变化很大，就此而言，我们可说有了很大风险。然而，有些人可能低估了各种结果的差异性，因之他们的不定性就会小于风险；而另一些人可能高估各种结果的差异性，因之他们的不定性就会大于风险。本书采用威廉及赫因二人的意见。

风险与损失机会并不相同。因为，如果损失是确定发生的，则损失机会为一，而风险为零；反之，如若确定没有损失，则损失机会为零，风险也为零。

二、风险的分类

风险可从不同的角度或依不同的标准进行分类。经济上的风险（带来财产损失）通常分为以下几类：

1. 依发生的原因，可分为：①自然风险，是指由于自然界发生的物理或化学变化而引起损失的风险。如暴风、洪水或火灾等所致财产毁损的风险。②社会风险，是指由于个人行动，如罢工、暴动、战争等而引起损失的风险。③经济风险，是指在生产与销售的过程之中，由于各项有关因素的变动或估计错误，导致产量减少或价格跌落的风险。

2. 依是否具有获利的机会，可分为：①纯粹风险，是指只有损失可能而无获利机会的风险。例如汽车所有人面对碰撞风险，当有碰撞发生时，他将遭致金钱上的损失，如无碰撞发生，

他也无利可得。②投机风险，是指既有损失机会，也有获利机会的风险。例如，扩充现有工厂的规模，就兼有损失机会与获利机会。纯粹风险总是不幸的，而投机风险则具有若干诱惑性，使得一些人为了获得赚钱的机会而甘冒亏本的风险。

3. 依产生损失的环境，可分为：①静态风险，是指自然力不规则变动或人的错误与恶行导致损失的风险，这种风险是任何静态社会所不可避免的。②动态风险，是指与社会变动有关的风险，尤其与欲望的改变及技术的改进有关。两者不同的是：静态损失通常既是个人也是社会的损失，而动态损失则不一定如此。静态损失在一段期间内呈现较多的规则性，而动态损失则否。静态风险总是属于纯粹风险，动态风险则是纯粹风险与投机风险兼有。

4. 有人也将风险分为基本风险与特定风险，虽然两者的界限并非十分清楚。他们认为基本风险也是团体风险，在起源与影响方面，都不只与特定的人们有关，至少是个人所不能阻止的。至于特定风险，则在起源与影响方面，都只与特定之人有关，容易为人们所控制。例如与经济制度内的动荡或摩擦有关的风险，与主要社会或政治变动有关的风险，与自然灾害有关的风险，都是属于基本风险。而由非职业原因引起死伤的风险，由纵火、爆炸、失盗、破坏等所引起之财产损失的风险，对他人财产损失与身体伤害所负法律责任的风险，都是属于特定风险。特定风险往往也是纯粹风险，而基本风险则包括纯粹风险与投机风险在内。

三、风险的度量

风险有大小之分，科学的度量风险，对于有效控制和管理风险具有重大意义。人类对风险大小的度量，长期停留在经验估计上，只是进入本世纪后，随着数学、统计学和计算机科学的发展，才获得了重要进展，这方面的研究尤以投资风险度量的进展为先。下面我们通过一个例子略作说明。