

市场经济系列丛书

期货市场

唐方杰等 编著

中国金融出版社

0.9

总 序

关广富

党的十四大已确定我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。这一理论上和实践上的突破和创新,对我国社会主义事业和现代化建设有着深远的影响。

社会主义制度是优越的,它符合社会化生产的客观要求,符合人民群众的根本利益。但是,我们过去的经济体制在很大程度上脱离了具体的历史条件,脱离了现实生活的需要,使得社会主义制度的优越性未能充分发挥出来。旧体制的根本缺陷,是排斥市场经济,经济权力高度集中于国家机构,致使企业缺乏活力,资源配置效率低下。针对这种情况,我们十多年来进行了经济体制改革,实行了对外开放。在改革开放的过程中,邓小平同志多次指出,市场经济不等于资本主义,社会主义制度和市场经济并无根本矛盾,社会主义也可以搞市场经济。这一精辟论断,从根本上解除了把市场经济与资本主义划等号的思想束缚,使我们对市场经济有了新的认识。邓小平同志提出社会主义搞市场经济,着眼点是为了更加有效地发展社会生产力,因为在现代经济条件下,尤其在社会主义初级阶段,市场经济对优化资源配置、促进生产力发展有着巨大的、不可替代的作用。世界范围的经济已经证明了这一点,我国改革开放以来的经验也证明了这一点。在过去的改革开放中,我

们仅仅部分地引入了市场机制，减少指令性计划，逐步扩大市场调节的范围，逐步增加放开价格的商品品种等，就促进了国民经济快速增长，使我国出现了从未有过的经济繁荣，城乡人民生活显著改善。进一步来看，哪个地区、哪个企业，市场机制作用发挥比较充分，经济活力就比较强，经济发展就比较快。一般来讲，沿海地区经济发展是比较快的，内陆地区经济发展是相对慢一点，产生差距的一个重要原因，就是市场机制发挥作用的大小不同。完全可以预料，在我国建立社会主义市场经济体制，发挥市场调节的基础性作用，必将大大解放生产力，推动生产力大发展和经济效益大提高，更快更好地实现我国第二步、第三步战略目标，人民生活更快达到小康水平并进而迈向富裕和比较富裕，我们的国家更快跨进强国之林，社会主义制度将充分显示其优越性。

建立社会主义市场经济体制，发展社会主义市场经济，是前无古人的、崭新的和复杂的事业。我们的广大干部和群众要有胆有识，才能适应发展市场经济的要求。胆，是胆略，要敢想敢干，不能怕这怕那。识，是知识，要懂得搞市场经济的方法，不能这不懂那不懂什么都不懂。胆和识从哪里来？要从学习和实践中来。我们要深入学习和领会邓小平同志建设有中国特色社会主义的理论和党的十四大精神，弄清楚社会主义为什么应当和可以搞市场经济，市场经济的优点和缺陷，我国建立社会主义市场经济的途径和特点等，在马克思主义理论的基础上，大胆地闯，大胆地试，大胆地探索，大胆地创造。我们还要学习市场经济的基本知识，学习发展市场经济所必要的一切知识，学习资本主义国家市场经济的有用经验和方法等，把产品经济的观念和方法换成市场经济的观念和方法，这样

才可能在深化改革和扩大对外开放中,在发展市场经济中增长才干,有所作为,而不致在眼花缭乱的市场经济中打败仗。因此,湖北教育出版社约请武汉大学经济学院的教授、博士撰写这套理论和实际相结合、深入浅出的《市场经济系列丛书》,比较系统地向读者介绍发展社会主义市场经济的理论和知识,是一件很有意义的工作。我相信,这套丛书的出版,对帮助干部群众更新观念、更新知识会起到良好的作用。

1993. 10. 武汉

目 录

第一章 期货市场与期货交易概述·····	(1)
一、期货市场的发展沿革·····	(1)
二、套期保值·····	(8)
三、投机交易·····	(27)
第二章 农产品期货·····	(38)
一、农产品期货的契约特征·····	(39)
二、农产品期货交易的基本方式和技巧·····	(43)
第三章 股票价格指数期货·····	(57)
一、主要股票指数及其编制方法·····	(58)
二、股票指数期货的特点和功能·····	(61)
三、股票指数期货的功能及其交易策略·····	(76)
第四章 利率期货·····	(88)
一、债券价格及其收益率·····	(89)
二、利率期货市场·····	(95)
三、利率期货的套期保值和投机交易·····	(106)
第五章 国际货币期货·····	(117)

一、外汇交易	(118)
二、国际货币期货的交易原理	(124)
第六章 黄金期货	(144)
一、黄金市场供求与价格	(145)
二、黄金期货市场	(152)
第七章 金融期权市场	(162)
一、期权交易的基本原理	(163)
二、股票期权交易及其策略	(171)
三、期货合同的期权交易	(183)
第八章 期货价格预测方法	(196)
一、基本因素分析法	(196)
二、技术分析法	(206)
第九章 期货交易管理规则	(241)
一、美国期货业自律性管理条例	(242)
二、美国期货业的政府管理条例	(250)
三、世界其他地区的期货交易法规	(257)
第十章 中国期货市场	(266)
一、建立中国期货市场的意义	(267)
二、培育中国的期货市场	(270)
三、如何建立中国期货市场	(274)
后记	(281)

第一章

期货市场与期货交易概述

一、期货市场的发展沿革

期货交易(Futures Trading)是商品经济发展的产物,它是一种与现货交易差异极大的交易方式,目前已在许多国家流行。关于期货交易的起源,却是众说纷纭,有人认为期货交易最早形成于 13 世纪的比利时,也有人认为最早出现在 16、17 世纪的日本。但是,真正具有现代意义上的期货交易所,是以 1848 年在芝加哥成立的芝加哥期货交易所为标志的。事实上,无论在交易所的机构与组织、交易法规与交易制度还是在合约特点等方面,芝加哥期货交易所(CBOT)都堪称现代期货交易的鼻祖。

在此之后 100 多年的时间内,期货交易发展很快,期货交易的对象不断扩大,种类日益增多。在商品期货中,农产品期货交易品种十分繁杂,目前上市交易的有谷物、棉花、小麦、黄豆、糖、咖啡、可可、橙汁、活牛和小牛、冻猪肚和活猪等 20 余

种,金属期货数量扩展很快,约有9种金属产品上市交易,如金、银、铂、铜、铅、锌等。

自本世纪70年代以来,世界期货市场发展呈现出一个显著特征,即金融期货迅速崛起,到了80年代,金融期货交易取代传统的农产品期货交易而成为期货市场的主要交易对象。目前流行的金融期货主要有外汇期货、利率期货、股票指数期货。

在世界期货市场上,美国期货交易影响最大,规模亦最大。比如美国的芝加哥,是世界商品期货交易的中心,纽约是世界金融期货交易的中心。由于美国芝加哥期货交易所成立最早,其制度最为完善,因此,它的交易规则与运作方式一直为世界其他期货交易所所借鉴和模仿。目前,全世界的期货交易所已有100多家,除美国外,英国、日本、法国、新加坡、澳大利亚、马来西亚、加拿大、巴西和中国都已正式开办期货市场。香港的期货市场于1976年12月正式开办,至今以金融期货为主要上市品种,在国际上影响较大。

中国的期货市场,以1990年郑州粮食交易所开办为标志,也已开始起步发展了。而实际上,郑州粮食交易所只是一个大型批发市场。严格说来,1992年1月正式开业的深圳有色金属交易所则更具有期货市场的特点。那么,究竟什么是期货交易与期货市场呢?

所谓期货交易,简单地讲就是即期交易,远期交割。具体地讲,就是买卖双方预先签订一个统一的合同,而货物和货款的交割则在双方约定的未来某一时间中进行。合约的卖方承诺在未来的某一日期,在指定的地点,交出一定数量和质量的货物,并按约定价格收取货款;合约的买方则承诺在未来的某

一日期，在指定的地点，接收一定数量和质量的商品，并按约定的价格付清款项。

期货合同与现货合同的不同之处在于，期货合同是一种“标准化合同”，即期货合同的交易单位、品质等级、交货时间和地点等都是由期货交易所统一制订的，期货交易双方只需确定价格和合约数目。因此，期货无非就是一种标准化的期货合同，它只是一纸契约而已。期货交易是经由买卖期货合同而进行的。实际上，在实际期货交易中，真正实现实货交割的情况极少，一般只占期货合同的2%左右。其余的期货合同则在期限之前就通过平仓而了结履约义务。

期货市场(Futures Market)或期货交易所，就是进行期货交易的场所。交易所本身不参加期货买卖，它既不影响也不确定价格。世界上大多数期货交易所都是非盈利性机构，实行会员制，只有交易所的会员或其雇员方能在交易所内进行交易活动。

期货交易所最初是由商人们自发组织起来的，其初始动机是为了维护交易秩序、减少和调解经济纠纷、提高交易效率。经过近100余年的变化，现代期货市场除继续保留上述功能外，主要是发挥如下的基本经济功能：一是发现竞争性价格，二是降低商业价格风险(俗称“保价”)，三是方便资金周转以及分配资源。

一般说来，期货市场上的价格反映了众多买家和卖家的观点，而这些观点，既反映目前的市场供求状况，也反映对未来一段时期供求关系的预测。期市的成交价格必然反过来影响商品生产、加工、流通等各个阶段的决策，企业的计划工作、管理工作必然得到改进，从而提高经济体系运行的效率。

在商业活动中,价格波动风险是随时存在的。在期货市场上,通过期货交易可以转嫁价格风险,实行“保价”目的。例如,某面粉加工商要在3个月后进买一批小麦,但届时小麦价格有可能上涨,从而增加其生产成本,该加工商可以在期货市场上先买进3个月后交割的小麦期货合约。如果3个月后进买小麦现货时,小麦价格真的上涨了,该加工商的原料成本就会增加,但由于期货价格与现货价格走势大致相同,所以小麦期货价格也会上涨。在这种情况下,该加工商将原先买入的小麦期货卖出,就可赚取期货买卖的差价。结果,他在现货市场的亏损部分,就可以由期货市场的盈利所弥补,从而达到“保价”目的。

期货市场也有助于消除市场割据局面,使分散的市场统一起来,促进竞争,使市场价格更趋于稳定。期货市场的公开叫价制度以及其交易结果的公开性均有助于改进市场效率。

期货交易所的组织结构颇为复杂,其组织形式通常都为股份公司形式,一般实行会员制,会员的名额一般有严格限制。如芝加哥期货交易所所有正式会员1402名,会员资格可以转让。期货交易所由理事会或董事会管理,理事会是交易所的最高权力机构,由交易所会员选举产生,也有一些非会员理事,如银行界、农业界等的代表。理事会制订主要政策,制订并修改交易所规则,此外,还有裁决资格,处理会员的不当行为。理事会任命一位总经理或总裁负责交易所的日常行政事务。同时,理事会下设有许多职能部门,如调查审计部、经济分析部、场内业务部、国际业务部、公共关系部、研究部等。期货交易所还通过会员委员会来加强自己的自律性。会员委员会由交易所的全体会员组成,一般下设有仲裁委员会、咨询委员

会、财务委员会、会员资格委员会等。这些委员会主要向理事会提出建议，协助理事会工作并行使与期货交易业务有关的具体职责。

现代期货交易所的一个最突出的制度安排是清算所的设立及其相应的清算规则。清算所(Clearing House)又称结算行或票据交换所，它在期货交易中发挥十分重要的作用。清算所对所有的期货买方而言，它是卖方，对所有的期货卖方而言，它是买方。即期货买卖双方都以清算所为自己的交易对手，这样，期货契约履约的基础就不再取决于个人的忠诚，而取决于清算所的信用。

清算所可以是期货交易所下设的一个职能机构，也可以是一个业务完全独立的机构。清算所由清算会员组成。所有的期货交易业务均经由清算所来进行。为了确保清算所的财务可靠性，对清算所会员的财力要求有很严格的规定。目前，世界各地的清算所的会员资格大都是由大证券商、大银行和大公司拥有。

为了保证期货交易的顺利进行，维护投资人的利益，世界各地的期货交易所都制定有一些类似的规章制度，这些规章制度主要有如下几个方面：

(1)保证金制度。 期货是一种期货合约买卖，交易双方必须接受一定的约束，以确保交易顺利进行。而期货交易的保证金就是一种确保履约的信誉保证，即买卖双方若在合约期满前不进行平仓，就必须按照合约的规定进行实物商品的交割。在期货交易中，每张期货契约都包含较大数量的商品，金额较为巨大，但交易者不需付出全部现款。通常的做法是，期货交易的买卖双方如初订期货合约时将一笔款项存入按金帐

户,其额度一般为交易金额的5%~10%,这种保证金称之为初期保证金(Initial Margin)。保证金由客户交给经纪行,再由经纪行存入清算所,客户保证金必须单独列帐。期货交易所在每日市场收盘之后,要根据市况的变化对交易双方的初期保证金进行调整,即将盈余加在初期保证金上,将亏损从初期保证金中扣除。在调整保证金时,必须确保保证金维持在所规定的最低水平上。这种保证金就是“维持保证金”(Maintenance Margin)。如果客户因交易亏损而使保证金帐户中的金额低于维持保证金水平,经纪人会要求他的客户追加存款,并使按金达到初期保证金水平。因交易盈利而超出初期保证金的部分,客户也可随时提取。

(2)清算制度。 期货交易的所有买卖都是通过清算所进行的,由于期货的买方和卖方只与清算所发生关系,所以买卖双方均无须知道交易对手是谁,也不必担心对手是否会履约,因为清算所对每一笔交易都负有担保的责任。清算之所以能发挥如此独特而重要的作用,关键在于清算所有一套严谨的保证金制度。清算所要求清算会员交纳一定数额的清算保证金,以作为会员履行其客户未清算合约所必需的财力保证。初始清算保证金必须是在清算所会员执行买卖期货指令时就存入帐户中,其额度由清算所规定。非清算所会员的经纪行必须通过清算所会员才能进行清算。清算所会员必须每天在清算所的保证金帐户中保有足够的资金,在每个交易日后,清算所对每一笔期货交易都进行登记,并依据各个会员拥有期货合约的数量的变化来调整所需的保证金水平。对必须追加的保证金,会员必须在第二天交易开盘前存入。有时在市场剧烈波动期间,清算所可以在交易日的任何时间内要求其会员存

入额外的保证金。

(3)交易地位限制和价格限额制度。期货交易所除上述制度安排之外,还有一些其他的具体规定,最主要的就是交易地位限制和价格限额制度。所谓交易地位限制(Position Limits)是指市场上的一个交易者最多可持有的期货合约的数目。一旦交易者持有的合约数目已经达到或超过这个最高数目,交易者就必须逐日向交易所报告。价格限额或每日停板额(Daily Trading Limits)是指任何一个交易日,某种期货合约交易价格不得超过或低于前一个交易日收盘价的_{最大波动幅度}。若超过价格波动的最高限额时,就必须暂停交易(俗称停板),停板时间从30分钟到几天不等,由各交易所根据交易的期货品种来具体规定。例如,美国芝加哥期货交易所规定,在正常情况下,大豆每日的最大价格变动限额为每蒲式耳30美分,假定上一个交易日的大豆收盘价是每蒲式耳6美元,那么本交易日的大豆交易价格波动范围就应当保持在5.70美元至6.30美元之间,若价格超过此范围,就必须停板。

现代期货交易所都有一套完整的规章制度和组织机构,具有规范性、自律性、竞争性的特点。由于期货市场既能提供一种保价机制,降低市场风险,又能给投机商提供投机的机会和场所,所以,期货市场就像一块磁石一样,吸引着众多的买家和卖家在期市上进行交易活动。对于企业,通过相应的期货买卖业务,可以获得一个较稳定的收入;对于投机者,由于期货市场的以小博大原理(即较少的投资获得较大利润的可能性),能使其以一笔较少的资金控制较大的期货合同,从而有可能获取较高的风险收入。当然,较大的风险仍然存在。

期货市场有助于经济运行稳定,通过使买卖双方直接见

面而提高交易效率,降低交易成本,一般能促进市场的竞争,从而使资源能更有效地分配和使用。但是,期货市场并不是万能的。一方面,期货市场并不能保证商人获利。如果一个商人经营不善,期货市场并不能像魔术师一样,使他的生意变得有利可图。另一方面,期货市场本身对价格的高低并无重要影响,期货市场只是为商品交易提供了一个公开性的竞争环境。商品价格归根结底仍是由其供求关系来决定的,只不过通过期货市场,能够较综合地反映出供求因素及其相互作用。

二、套期保值

在期货市场上,参加期货交易的人根据各自的目的基本上可分为两大类:一类是套期保值者(Hedger),又叫保价者或冲抵者;另一类是投机者(Speculator),即希望通过正确预测期货价格的变动来赚取利润。它们各有其不同的类型、经济功能和相应的策略与具体应用。

期货市场最初主要是为了避免和降低商人的价格风险。期货市场的一个最主要的功能是熨平价格波动,它是通过交易者的套期保值活动来实现的。所谓套期保值,基本上是指一个交易者在期货市场采取与现货市场相反的立场,而将现货市场价格波动的风险转予第三者的交易活动。套期保值者的保价目的之所以能实现,其理论基础是现货和期货合同的价格变动趋势长期看来基本是一致的,而且,愈临近交割期,现货与期货合同的价格愈趋于一致。因此,套期保值者在现货市场上之所失,可由期货市场之所得来弥补。反之,期货市场之所失可由现货市场之所得来抵消。例如,假定某商人在现货市

场买进或持有现货 10 万公斤小麦,若小麦价格每公斤上涨 5 分时,该商人会增加 5 000 元的收入;但是价格若每公斤下跌 5 分时,该商人会减少 5 000 元的收入。显然,这种价格波动的风险是存在的。为了减少这种价格波动的风险,该商人可在期货市场出售等量的小麦期货,即为套期保值。这时候,该商人在现货市场的立场是多头(long),而在期货市场是空头(short)。如果现货商品的价格下跌,则期货市场价格也随着下跌,那么,商品现货价值的损失以期货市场的利润来抵消,反之亦然。无论价格是上涨或下跌,该商人(现货或期货)的损失将由另一方来弥补。见表 1—1。

表 1—1 仓储商的套期保值

现 货 市 场	期 货 市 场
9 月 10 日,买进小麦 10 万公斤,价格 1.2 元/公斤	卖出 10 万公斤小麦期货(12 月份),价格 1.4 元/公斤
11 月 10 日,卖出小麦 10 万公斤,价格 1.15 元/公斤	买进 10 万公斤小麦期货,价格 1.35 元/公斤
现货市场亏损 $10\text{万} \times 0.05 = 5\text{000元}$	期货市场盈利 $10\text{万} \times 0.05 = 5\text{000元}$

计算结果,该商人现货市场之亏损由期货市场之盈利来抵消。

可见,套期保值者一旦采取了保值措施,即不再担心商品实际价格水平的变动。通过套期保值,价格波动的风险已降至最低。但是,在套期保值之后,必须指出两点:第一,价格风险依然存在,只是相对要小一些。实际价格波动风险已转变成现货价格与期货价格差额变动的风险,即基差变动的风险。第二,有可能出现两亏的情况,即现货市场与期货市场同时亏

损。当然,这是极个别的情况,但也不可能完全排除。

在期货市场上进行套期保值,主要有三种基本的类型:一是出售保值(或称空头保值),二是买入保值(又称多头保值),三是基差交易的套期保值。

1. 出售保值(空头保值)活动

出售保值(Selling hedge)是指在期货市场中出售期货,以空头立场来保护其在现货市场的多头立场,从而避免价格下跌的风险。即当持有现货或在现货市场购买现货时,立即在期货市场卖出相同数量的期货,此即出售保值活动。其目的在于针对价格下跌的可能性,保护存货的价值。一般地说,现货市场价格下跌时,期货市场价格也会下跌,这样现货商品的损失可由期货的利润来弥补。反之,如果价格上升,空头的期货会发生亏损,但这种亏损可由现货提高了的价值弥补。无论发生哪一种情况,一般总是一方面的损失由另一方面的盈利补偿,这样使存货的实际成交价接近于当时市场价格而不致发生过大的波动。

从期货市场交易者的行为来看,出售保值者基本上是商品生产者或持有者用来保障他们即将生产出来或库存商品的出售价格。因此,产品生产经营者、储存商人的套期保值活动一般是出售保值。而加工商人的套期保值行为,可能是出售保值,也可能是买入保值,主要视其对价格之预期来确定。

假设某储运商购进 10 万公斤小麦,当时现货市价为 1.40 元/公斤,而两个月后的小麦期货价格为 1.50 元/公斤,在买进小麦现货的同时卖空两个月以后的期货。如果该储运商在两个星期之后将小麦存货脱手时,现货价格已降至 1.25

元/公斤,期货市场价格也同时下跌为 1.35 元/公斤。该储运商的存货亏损 0.15 元/公斤,总计亏损金额为 1.5 万元,但因期货市场价格也同时下跌,由 1.50 元/公斤跌至 1.35 元/公斤,在买进期货以对冲当初的卖空时,可以盈利 0.15 元/公斤,总计盈利 1.5 万元,抵消了现货市场的亏损,见表 1-2。

表 1-2

出售保值

现货市场(Cash Market)	期货市场(Futures Market)
买进现货 10 万公斤, 价格 1.40 元/公斤	卖出两个月期的期货, 10 万公斤, 价格 1.50 元/公斤
两个星期后, 卖出存货 10 万公斤, 价格 1.25 元/公斤	两个星期后, 买进期货 10 万公斤, 价格 1.35 元/公斤
亏损 $10 \times 0.15 = 1.5$ 万元	盈利 $10 \times 0.15 = 1.5$ 万元

储运商利用期货市场来对冲现货市场,结果盈亏相抵——现货市场上亏损 1.5 万元,而期货市场上盈利 1.5 万元。这样,该储运商可以获得适当的利润。可见,套期保值主要是指商品生产者、拥有存货的商人担心以后市场价格下跌而给自己带来损失,因此卖出期货合同为自己的现货保值,即使将来价格跌落,以低价买期货合同中赚取的利润可以弥补实物价格下跌所带来的损失。

2. 买入保值(多头保值)

买入保值(Buying Hedge)是在期货市场购入期货,以多头立场来保障其在现货市场的空头立场,而避免价格上涨的风险。买入保值也称为“买期保值”或“买入对冲”或“购入冲抵”等。买入保值行为具体来说,就是指经营者卖出一批以后交货的实物时,在期货交易所买进同样数量、同一交货期的期货合