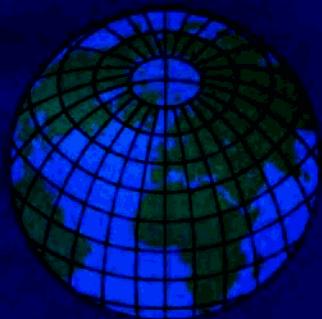


顾问：谢玉堂

FUTURES MARKET 期货市场

张丽娟 / 李玉亮

主编



山 东 大 学 出 版 社

序

社会主义市场经济体制这一改革目标的确立，把人们带进了价值规律大学校。换换脑筋我们就会看到，过去被人们斥之为带赌博性质的投机生意，表现资本主义社会本质特征的充满尔虞我诈罪恶行为的期货交易，本不是如此模样，它原来是能够极大地促进社会经济高速发展进步的高层次的贸易方式。樊笼一经打开，当许多人认识上还没有真正转过弯来的时候，期货市场在我国就雨后春笋般地生长起来了。

现代意义上的期货市场，可以说是一种在初期的商品批发市场或集散中心基础上形成的有组织的期货合约交易市场，它在空前的更大的范围内提高了商品的流通性，使整个商品市场更具有完整性，在促进所有资源的有效利用方面，有着无可比拟的作用。它所形成的价格，反映了整个市场的供求平衡关系。这种价格信息为世界范围内的现货交易与远期交易提供了重要的参考价值，它通常被称作世界市场价格。期货市场这一价格发现机制在宏观上对企业生产和经营起着重要的引导作用。期货合约不同交易部位的拥有与调整，使产品的销售有了市场保障，同时也使产品价格得到了预期保证，可以使企业经营者有计划地安排生产和经营。期货合约的交易，产生了套期保值的技术，期货市场这种价格风险转移机制，使现货市场的价格风险大大降低。因此，期货市场特别为实业界青睐。

同任何事物一样，期货市场同样具有两面性。期货交易的投机性，在国际上曾引起过长期争议，由此也对其存在的必要性产生过不少非议，有些国家也曾经通过立法来限制期货交易。但这并没有阻挡期货交易的发展。相反，期货交易适应商品经济高度发展的客观需要，在全世界更健全、更完善、更广泛、更迅速地发展起来了。与现货市场相对应，期货市场在资本主义市场经济中占有举足轻重的地位，而且越来越重要。

稳步推进中国期货市场的发展必将为实现我国市场与世界市场接轨，为我国企业走向世界，为我国市场经济的大发展产生巨大的推动力。然而，我们必须看到，在我国建立和发展期货市场还刚刚起步，不论在理论的探索和实践的完善上，还是在观念的转变和知识的普及上，我们都面临着艰巨的任务。张丽娟、李玉亮同志主编的《期货市场》一书通过对期货市场基础理论、基本知识和运行机制的介绍，将理论与实务于一体，为普及期货市场知识作了一次尝试和努力。书中文笔流畅，言简意明，通俗易懂，可读性强。从换脑筋树立市场经济观念的角度来说，它无疑是一本具有启蒙作用的书。从健全和发展期货市场的角度而言，它是一本很有价值的指南和参考书。

相信此书的发行一定会有助于实业界参与国际竞争，迎接市场的挑战，必将对社会主义市场体系的健全和完善产生积极的推动作用。同时也诚恳地希望作者在期货市场的研究上作出不懈的努力。

济南市市长



目 录

序.....	(1)
导言.....	(1)
第一章 期货市场的产生和发展	(1)
一、从中世纪市场到初期商品交易所.....	(1)
二、从初期商品交易所到期货市场.....	(3)
三、现代意义上的期货市场的形成.....	(4)
四、期货市场的发展.....	(15)
五、期货市场提供的交易性质.....	(18)
第二章 期货市场的价格发现机制	(21)
一、期货价格及其影响因素.....	(21)
二、期货价格的走势.....	(24)
三、期货价格的参考价值.....	(28)
四、对期货价格的分析.....	(28)
第三章 期货市场的风险转移机制	(47)
一、套期保值.....	(47)
二、期货投机.....	(60)
三、期权交易.....	(71)
第四章 商品期货交易	(76)
一、可以进入期货市场的商品应当具备的一般条件.....	(76)
二、农产品期货.....	(78)
三、黄金期货.....	(89)
四、其它金属期货.....	(101)
五、石油期货.....	(103)
第五章 金融期货交易	(105)

一、外汇期货	(106)
二、利率期货	(120)
三、股票指数期货	(127)
四、外币期权	(136)
第六章 期货交易所	(141)
一、期货交易所的含义与性质	(141)
二、期货交易所的会员	(142)
三、期货交易所的组织形式	(143)
四、期货交易所的组织机构	(144)
五、期货交易所的运行	(145)
六、期货交易价格	(151)
七、中国的期货交易所建设	(152)
八、深圳有色金属交易所概况	(156)
第七章 前景广阔的中国期货市场	(160)
一、市场经济呼唤着期货市场	(160)
二、建立期货市场的条件业已具备	(166)
三、建立期货市场的障碍分析	(168)
四、中国期货市场的现状	(170)
五、稳步推进中国期货市场的发展	(175)
六、关于中国期货市场建设步骤的总体构思	(177)
附录(一) 期货交易词汇英汉对照	(186)
附录(二) 主要国际期货市场期货合约规格	(212)
附录(三) 国际常用计量标准换算表	(242)
附录(四) 世界主要货币名称表	(246)
附录(五) 深圳经济特区有色金属期货经纪商 管理暂行规定	(248)

第一章 期货市场的产生和发展

现代意义上的期货市场及其交易准则是经过数百年的实践和总结逐步形成的。在最初的可以称之为期货萌芽状态的市场里，有许多很不规范的交易行为，而研究当代期货市场的产生却又必然从那时谈起。

一、从中世纪市场到初期商品交易所

据史料记载，早在中世纪的古希腊和古罗马时期，就已经出现了中央交易场所、易货贸易等等，而且这种交易基本已经就范于固定的场所和既定的时间安排。在古罗马的集市贸易上，许多商人带着商品按照既定时间和场所去交易，但交易过程中往往出现这种情况，一种商品有买无卖，即货已售完，仍有买主。此时，卖主采取了一个“打白条”的方法，给预期买主开个条子，并指定到某地取货，最初的远期交货合约出现了。甚至有的西方学者认为，此时已经产生了新的支付工具——汇票。

在罗马帝国鼎盛时期，罗马议会大厦广场便成了一个各地商人荟萃的中心交易场所。尽管这些文明古国已经衰败，但它曾建立的中央集中交易场所的基本原理却延续下来了。

但是无论如何，那时的交易基本上还是以现货（Spot）

为主，直到13世纪以后，这种状况才有所改变，即在普遍采用的即期现货合同交易的基础上，开始出现根据样品(Sample)而签定远期交货合约的做法。这一时期所进行交易的固定场所已经可以被称为初期的“商品交易所”。

有趣的是，初期的商品交易所的旧址多半是茶馆、咖啡馆等等。原因何在呢？最初进入交易场所开展交易的人员当中包含了经营各类商品的商人，随着交易范围的扩大，各个商人开始关心与自己交易同类商品的价格，这种关注往往更容易使买卖同种商品的人聚集到一起，交流商品供求及价格讯息，并最终导致了交易向着专业化发展。而从事专业化交易的专业商人在客观上需要一个聚会以便交流讯息的场所，在西方，咖啡馆便成了最好的去处。这些专业性商人自发组织起来，自然形成一种民间组织，自订规矩，每天按时在咖啡馆碰头商谈交易情况。随着参加交易的队伍的壮大，这些咖啡馆便成了商品交易所的旧址。这一点，无论在美国，还是英国、日本都有过类似的发展史，只是发展速度不同而已。

显然，初期的商品交易所是一个由专业交易商共同参加的民间组织。这里的专业交易商绝非现代意义的经纪人，那时，主要参加交易者还是两种人：一是商品生产者(Producer)或供应者(Supplier)；二是实用户(User)，如工厂主。而中间商人的比例是很小的。在这种初期商品交易所里所交易的商品极具专业性，这一特点一直延续到今天。比如：芝加哥期货交易所(CBOT)主要做粮食期货；伦敦金属交易所(LME)只做金属期货。这种专业性的集中竞价所产生的商品价格往往更具有代表性。

不可否认，初期商品交易所里的买卖仍然以现货(Spot)为主，商品的样品陈列在交易所里，交易者看样出价，经过讨价还价，最终达成交易。即便如此，也不能否认初级商品交易所是期货市场之“源”这个结论。虽然它给人的印象是一个供求双方直接见面的现货交易场所，但个别中间商的参与以及远期交货合约的出现，无疑是期货市场的萌芽。对此，目前学术界仍有些争议。

二、从初期商品交易所到期货市场

初期商品交易所性质的改变可以追溯到19世纪。那时资本主义世界产品大规模增加，流通领域压力很大，价格风险突出。以美国为例，位于美国西部肥沃平原的芝加哥，得益于其得天独厚的条件，小麦产量大增。然而，由于当时交通不便，仓库奇缺，致使小麦的季节性供求矛盾日渐突出。收获季节，小麦充斥芝加哥城，粮价自然暴跌，即使把价格压到最低水平，销售依然有困难，因而农业资本家面临着投入资本无法回收的风险；而此时的工业资本家由于缺少仓储而无力大量购置。到了非收获或歉收季节，小麦供应奇缺，价格飞涨，农业资本家手中无货，无法受价高之益；工业资本家却不得不高价购入作为生产原料，因而生产成本加大，于是，整个市场秩序混乱不堪。

在英国也有这种情况。英国本土资源贫乏，对进口依赖程度很深，其工业发展所需的原材料主要依靠进口。当时粮食进口主要来自乌克兰，棉花进口主要来自印度。收获季节，乌克兰粮食集中送到伦敦，集中到货导致伦敦粮价下

跌，粮商无利可图甚至有亏本的可能，棉花也存在这一问题。随着交易范围扩大，地域越来越广，信息、通讯极不发达，使交易商面临着的价格风险越来越大。19世纪中期，世界市场已初步形成，商品生产规模和交通范围都有了一个突破性的扩展，客观上要求有一个转移价格风险的机制，期货市场应运而生。

期货市场是商品经济发展到一定阶段的一个必然产物，自从期货市场产生以来，在流通领域，以普通商品作为交易对象的一般商品市场中的一部分“特定”商品，开始进入期货交易，按照一定的规章制度进行期货合同(Futures Contract)的买卖，但这还不意味着期货市场的最终形成。

三、现代意义上的期货市场的形成

由初期的商品交易所到期货市场，绝非是一蹴而就的，其间经历了雏形、改革、完善和发展等不同阶段，而可以被称为期货市场形成标志的主要有三项内容：

(一) 期货合同标准化

期货合同(Futures Contract)是期货交易的标的物，属于双向合约，由买卖双方共同商定。在初期的交易中，期货合同包括众多内容：

1. 记载事项
2. 交易单位
3. 最小变动价位
4. 每日价格最大波动限制

5. 合约月份

6. 交易时间

7. 交割等级

8. 交割地点

9. 交割方式

10. 每日交易限量

11. 其他，如品质、重量等的误差范围，检验程序与费用等。

上述内容由于只根据初次交易开始时的买卖双方协商形成，一旦条件发生变化，如果其中任何一方想转让合同都会遇到各种困难，比如：卖方手持9月份交割的500吨No.2软红冬麦合同2张，据预测，小麦价格将有下跌趋势，于是卖方急于卖出手持合约，虽然市场上有许多买方，但买方有众多不同需求，买主A想买No.2硬红冬麦，而卖者只有No.2软红麦，双方无法成交；假设品质一致，但买方B只想要400吨，数量又不一致，卖主担心余下的100吨无法出手，于是又难以成交；……如此等等，合同内容的多样化使其转让出现了种种矛盾。市场愈发展，这种矛盾表现得就越突出。极差的合同交换性（Interchangeability）使交易不那么容易做成，违约事件时有发生，直接影响了整个商品交易所的流量。从商品交易所建立后的很长一个时期内，如何增强合同的交换性，创造有利条件促成更多交易，已经成为摆在市场管理者面前的一个严峻课题，合同条款统一化的问题由此提出。

在解决这一问题时，美国历史上第一家中心交易场所——1848年由82位商人发起并成功组建的——芝加哥期货交

易所（又称芝加哥谷物交易所，CBOT）最早采取行动。1865年，它推出了一种被称为期货合约的标准化协议，使期货合约区别于原始的远期合约，成为一种在所交易商品的品质上、数量上、交货时间和交货地点等方面都有统一规定的标准化合同。该交易所规定，凡是在本交易所做交易的会员，都必须按规定使用标准合同，于是，在大约前后20年的时间里，期货合同条款统一化了。

合约条款统一的内容包括：

1. 商品品质等级的统一。如：美国咖啡、糖和可可交易所11号原糖（世界级）期货合约交割等级为平均旋光度为96度的原蔗糖，并列明了可交割产地品种。芝加哥期货交易所小麦期货合同交割等级明确规定为No. 2软红麦、No. 2硬红冬麦、No. 2黑北春麦、No. 2北春麦等。

农产品以及初加工的金属原材料期货合同中的标准品质与未来实际装货时会有出入，这时一般都允许在标准合同规定品质的一定范围内有微差，并可规定增减价幅度。由于交易所同时也建立了复杂的检验程序，给交易商提供了很大方便，在交易商品品质上基本上有章可循。

2. 交易单位的统一。统一采用Bushel（蒲式耳）作为谷物计量单位。如：在芝加哥期货交易所，一个合同代表小麦数量5000Bushel（蒲式耳），即5000Bushel为一个交易单位。

3. 交割月份的统一。谷物交易商根据收获季节的运输状况，选择适当的交货月份，并逐步形成统一的惯例。比如芝加哥的玉米期货交割月份就是根据芝加哥收获季节及其不便的运输状况而设定为3月、5月、7月、9月、12月。

4. 交割地点统一，规定在指定仓库提货。

标准合同给交易所和交易双方带来了诸多便利：

第一，大大简化了交易所中的交易手续和程序。统一标准化之后的期货合同只有2个项目是待定的：敲定价格(**Striking Price**)和交货期。因而买卖双方交易中只谈价格和交货期即可，出什么价？要几月份的货？交易谈判过程大大缩短。

第二，大大方便了合同的转让，增加了合同的互换性。由于期货合同都是标准合同，使得买卖双方完全可以用一张合约去交换另一张合约，以对冲掉其交割现货的责任，换句话说，买方（卖方）在价格发生有利变化时可以做与原先交易部位完全相反但数量相等的交易部位，这样，他只需根据赔赚情况与清算所清算，而免去了现货交割的责任，这在期货市场上称为对冲（**Offset**），也称平仓或了结。可见，如果没有标准合同，这一过程的实现会是极其困难的。关于具体清算办法将在后面讲到。

（二）特殊的清算制度

在初期的商品交易所，没有一套完整的清算制度，当时交易的清算仍然很大程度上延用了一手交钱一手交货的现货结算方式。但是，随着交易量的扩大，交易品种的增加，买卖双方直接交易已经变得不太实际了，同一种合同可能会被多次转买转卖，这一时期的结算方式是“环形记录法”。负责结算的经纪行雇员利用环形记录法，在一种环形记录本上记载客户每日交易进展的帐目记录（见图1—1）。

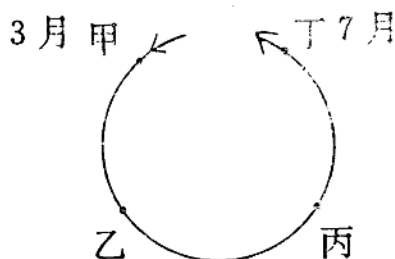


图1—1

假定甲手中持有小麦期货合同1张，据测小麦价格将回落，于是甲通过经纪商把合同卖给乙，结果小麦价格未跌反涨，乙从中谋利，为避免最后交割，乙选择时机卖出合同给丙，丙持合同后2天，价格下跌，为减少损失丙转售其合约给丁，此时交割月份已到，丁无法再转让，而必须履行交割义务。

期货市场在相当长的一段时期内都是沿用环形结算法，一直到19世纪20年代才出现了第一家正式的交易结算所（Clearing Houses）或称票据交换所，建立了期货市场特有的一套清算制度。

1. 清算所的设立。各期货交易所都设立专门的清算机构——清算所（Clearing Houses）。清算所与交易所可以是内部隶属关系，也可以是业务完全独立的两个机构。在美国，著名的期货交易所如芝加哥期货交易所（CBOT）、纽约期货交易所（NYSE）都有自己的清算所，有些小的交易所则没有自己专门的清算所，但可以委托专门的金融机构来发挥同样的清算作用。

2. 清算所的功能。清算所负责在交易所内全部交易的最后清算，它的主要作用是结算交易合同及交易帐户、收集和维持交易保证金（Margin）、管理实货交割、报告交易数据等。对于所有期货合同的交易双方而言，清算所起到了第三方的作用。它是所有卖方成员的买方，而又是一切买方的卖方，正因为如此，清算所与其成员之间客观上存在着一种担保责任，清算所向所有成员负责，同样地，所有成员也只得向清算所负责，而交易者之间的责任基本上成为虚无的了。

3. 清算所的构成。清算所也实行会员制，由许多清算成员（Clearing Member）构成，这些成员具有双重身份：一是经交易所批准可以在交易所参加交易的交易所会员；二是清算所成员。在此之前，交易所自然会对其资格进行审定，包括其资信状况等等。其中，财力状况的要求是最为严格的。经核准的Clearing Member必须在清算所开立帐户，把全部交易体现于该帐户，一直到交割期进行最后总清算。

4. 清算制度的运行机制。每个清算所成员必须在清算所开立帐户。比如：现有12月份交货的No. 2软红麦标准合同10个，（每个合同5000Bushel）。该合同在其交割月份之前，历经A、B、C、D、E 5位交易所会员之手，其交易情形便体现于A、B、C、D、E在清算所开立的专门帐户上，帐户情况的收集非常简单，每当交易所中买卖双方成交，便立即到清算所去办理登记手续，而这个登记手续的实际运作是：清算所派员到交易所，每笔交易达成后，买卖双方各自当场填写一个卡片，填明交易价格、交货期并签上会员名字，放在交易台面（Pit）上，由清算所工作人员定期收集入帐，一般情况下，清算所的工作始于每天交易所全部交易结束之后，

因为需要把当天全部交易情况记入帐户，并涉及后面将要谈到的做亏时的押金补缴问题。现在把A到E的帐户体系做个假设：（见图1—2）

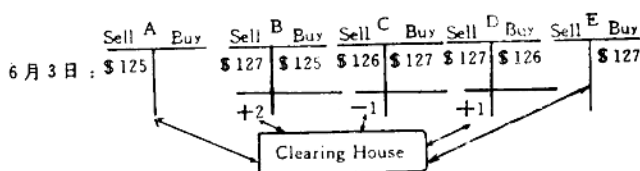


图1—2

A持有10个合约，每张合同12.50美元，A与B先行谈成卖出合约，B买进后，受有利因素推动，小麦现货价上涨，于是期货合同价随之涨到127美元，因而几天后B为谨慎起见，谋取小利便抛出合同，由C买进；C按127美元买进后，新闻媒介传出不利消息，小麦合同价格回落，经过一段时期已跌到126美元，从目前看市价回升乏力，为避免损失扩大，C忍痛卖出以平仓，D以126美元买进合同，价格出现反弹迹象，但不稳定，市场消息利弊并存，当价格稍作回升，到127美元时，D决意卖出，由E买进，买价127美元，此时12月份的交货期已到，E持有合同。

在每个成员的帐户下，记载着各自买进卖出的情况，现

在交割期已到，清算所开始清理帐户。在A的帐户上，A只有卖出没有买进，而在E的帐户上，E只有买进没有卖出，怎样完成交割呢？在一般意义看来，A先与B成交，A把小麦给B，B再给C……如此到E，而在期货市场上绝非如此。在期货市场上，清算所以对每一位清算成员卖方而言是买方，而对每一位清算成员买方而言是卖方，期货交易双方即A与B、B与C、C与D、D与E之间互不对对方负责，是所有清算所成员向清算所负责，清算所向所有成员负责。根据这一制度，最后交割清算时，A应把50000蒲式耳（10个合同）No.2软红麦的仓单直接交给清算所，并从清算所得到125美元货款，E是最后买方，应向清算所付127美元，并从清算所取出仓单，按指定地点提货。而B、C、D有买有卖，只需进行差额的清算，B通过买卖赚2美元，C赔1美元，D赚1美元，这些差额全都与清算所清算。由于清算所从E那里收进127美元，付给A125美元，还余2美元，但清算所是不以盈利为目的的服务性机构，虽然要收取一定手续费但不赚取成员的差价利润。B、C、D都向清算所负责，C赔了1美元，就要向清算所付1美元，再加上E与A的差价2美元，共3美元分别支付给这张合同交易中的净利润者，B得2美元，D得1美元，差额与成员盈利正好相抵，清算所本身不赔不赚，每天的交易结束之后，各个帐户运动结果（余额）一定是零，因而西方称这种帐户体系下的清算制度为“Zero Game”，帐面上总是平衡的。

5. 清算制度对现行法律的冲击。这套清算制度出现后从法律意义上带来了许多变化：

（1）买卖双方的责任关系发生变化。在期货市场上，

进行期货合同的交易，交易一经确立，买卖双方实际上不存在履约方面的法律关系。这与一般商品买卖完全不同了。一般商品交易一旦双方成交，一方必须履行交货义务，另一方必须履行付款责任。但在期货市场上，交易双方互不对对方负责，不存在横向的履约关系，而只对清算所负责。这对现行法律是一个冲击，使人很快联想到了买空与卖空便是期货市场的主流。

(2) 标准合同的转让具有随意性。一般地，经济合同法要求合同的转让必须要经当事人同意，而在期货市场就大不一样了。在这种清算制度之下，标准合同的转让可以随意进行，B从A那里买进标准合同，再卖给C，无须A同意；同样地，C再卖给D无须征得B同意，D卖给E也无须征得C同意，只要合同的交割期没到，这种转让便可以无休止地随意进行下去，形成一个很长的链条，这种随意性更增加了期货市场上的投机活动，因而使市场更加活跃。

(3) 买卖双方履约的方式发生了质的变化。一般商品交易的必然结果是一手交钱一手交货，但期货市场上的交易者完全可以通过相反方向的合同对冲来结束交易，即买(卖)合约之后，合同到期前，再卖(买)交割月份相同的标准合同予以对冲，最后只须与结算所进行差额的清算，基本上不存在实际货物交割问题。然而，总会有一位交易者在合同到期日持有合同未及对冲，此时只买或只卖的交易成员则有可能进行实物交割了，但这一比例很低，据估计“仅有1~3%的合约最终进行实物交割。”^①

期货市场特殊的清算制度已经成为它的一大重要标志，

注：①《Commodity Trading Manual》Partrick J. Catania第61页。