

利奥·梅拉梅德是一位成功的投机商和公认的学者，他是远见卓识、求真务实的现实主义者，他是推动者和震撼者，不仅对私营机构，而且对公共政策产生了重大影响。

—— 诺贝尔经济学奖获得者 米尔顿·弗里德曼

利奥·梅拉梅德

Leo Melamed

论市场

[美] 利奥·梅拉梅德 著
王学勤 译

他发起了
市场革命，
目击了20年的
金融发展史





利奥·梅拉梅德论市场

Leo Melamed

[美] 利奥·梅拉梅德 著
王学勤 译

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

利奥·梅拉梅德论市场/ (美) 梅拉梅德著; 王学勤译. —北京: 中国财政经济出版社, 2005.9

(期货市场研究丛书)

书名原文: Leo Melamed on the Markets

ISBN 7-5005-8594-2

I. 利… II. ①梅…②王… III. 梅拉梅德, L. - 期货市场 - 文集
IV. F830.9-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 105697 号

著作权合同登记号: 图字 01-2004-3473

Leo Melamed

Leo Melamed on the Markets

ISBN 0-471-57524-0

Copyright © 1993, by John Wiley & Sons, Inc.

All rights reserved. Published simultaneously in Canada.

Reproduction or translation of any part of this work beyond that permitted by Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act without the permission of the copyright owner is unlawful. Requests for permission or further information should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc.

This publication is designed to provide accurate and authoritative information in regard to the subject matter covered. It is sold with the understanding that the publisher is not engaged in rendering legal, accounting, or other professional services. If legal advice or other expert assistance is required, the services of a competent professional person should be sought. *From a Declaration of Principles jointly adopted by a Committee of the American Bar Association and a Committee of Publishers.*

All rights reserved. Authorized translation from the English language edition publishing by John Wiley & Sons, Inc.

本书中文简体字翻译版由威利公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾) 独家出版发行。未经出版者书面许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京外文印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 17 印张 268 000 字

2005 年 9 月第 1 版 2005 年 9 月北京第 1 次印刷

定价: 40.00 元

ISBN 7-5005-8594-2/F·7483

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

编纂委员会



顾问

(按姓氏笔划为序)

李经谋 张学仁 萧灼基

董辅初 戴园晨

安妮·派克

杰弗利·威廉斯

主任

王献立

副主任

张晋生 汤庆荣

委员

(按姓氏笔划为序)

王献立 张晋生 汤庆荣

李守堂 程晓滨 陶 珩

童宛生

出版说明

中国郑州商品交易所（CZCE）是我国最早开展期货交易的综合性交易所，几年来，以其规范的运作、优良的服务蜚声海内外。中国郑州商品交易所根据中国国情在注重总结期货运行实践经验的同时，更愿意与国内外有志于期货研究的志士仁人共同探索中国期货市场发展、创新之路。

由中国郑州商品交易所资助出版的“期货市场研究丛书”，旨在鼓励有志于期货市场研究的专家、学者多出书，出好书，以推动我国期货市场稳步健康发展，发挥期货市场在国民经济中的积极作用。

期货市场研究丛书编纂委员会

1997年6月

序 言

董辅弼

中国期货市场的建立为时不过几年，但发展迅速。全国一些大中城市相继成立了几十家期货交易所、几百家期货经纪公司（以后经过调整数量减少），参与期货市场的套期保值或投机以及二者兼而为之的企业更为数众多，还有许多从事期货交易的个人。期货市场的固有功能已有所发挥。

但是，我国期货市场发展的历史（不计解放前的历史）毕竟太短，同国际期货市场的距离仍很大。我国目前的期货交易还限于为数不多的实物商品期货交易（曾经有过一点金融商品期货交易，如国债期货），而国外70年代以来，新的金融商品期货合约不断推出，其交易额和作用远远超过实物商品期货交易。在此过程中，期货交易的理论在发展，期货管理的规则也在变化和进一步完善。这些都表明，国际期货市场正处于迅速创新之中。目前，我国期货市场的发展还受到各种限制，还无法跟上国际期货市场的发展，但它作为现代市场经济不可缺少的部分，必定会随着中国市场经济体制的建立和完善而发展。在我国经济与国际经济相融合的过程中，我国的期货市场也一定会与国际期货市场相融合，跟上国际期货市场的发展步伐。虽然我国仍是一个发展中国家，经济还相当落后，但我国毕竟是一个大国，经济总量巨大，不少产品的生产量和消费量都相当大，在不太远的将来，其经济总量

将居于世界前列，我国期货市场的价格和交易迟早会对国际期货市场的价格和交易产生较大的影响。我们必须看到我国期货市场发展的这种前景，并为把这种前景逐渐变为现实作好准备。在各种准备中，为期货市场的发展在理论和人才方面作好准备是最重要的准备。一些有识之士和机构已经认识到这一点。

中国郑州商品交易所是我国最早开展期货交易的综合性的交易所，其理事长李经谋先生则是我国最早从事期货交易的高层管理者之一。中国郑州商品交易所和李经谋先生为我国期货市场的创立和发展做出了许多贡献。他们认识到，为了促进我国期货市场在未来的大发展和与国际期货市场的融合，必须加强对期货市场的研究，既要研究我国期货市场的实践经验，也要研究国际期货市场的实践经验及其近来的创新和发展，还要介绍和研究国际期货市场的理论。这些研究会提高我国从事期货交易的各方面人士对期货市场的功能、运行、操作和管理及其发展趋势的认识和理论水平，将会对我国期货市场的未来发展起到难以估量的作用。有鉴于此，中国郑州商品交易所决定资助出版期货市场研究丛书，由李经谋先生任丛书编纂委员会主任。该丛书既包括我国研究者自己的研究成果，也有译自国外的著作；丛书的作者既可以是我国的专家，也可以是外国的专家。这是一件大有益于我国期货市场发展的盛举，一定会受到我国广大期货从业人士以及关注期货市场发展的各方面人士的欢迎和支持。我们期望会有许多优秀著作列入这个丛书出版，以飨广大读者。

1997年6月



序言

全国人大常委会副委员长 成思危

1978年以来，中国的开放改革取得了举世瞩目的辉煌成果，特别是近年来中国积极应对经济全球化，对外贸易及引进外资迅速增长，在世界经济中所起的作用日益重要。2004年，中国的经济总量达1.65万亿美元，居世界第六位；进出口总量达到1.15万亿美元，居世界第三位；引进外资606亿美元，居世界第一位；中国与全球经济体系之间，在生产成本、商品价格、汇率、利率等方面的联系都愈来愈紧密。

面对中国的和平发展，有些西方人士认为，中国廉价的劳动力与人民币的低汇率造成了较大的贸易逆差，影响了他们国内的就业机会，甚至对其经济发展造成威胁。我认为这类观点片面且短视，世界经济体系的联系是多方面和多层次的，中国作为一个开放的经济体，其质优价廉的庞大劳动力市场在帮助中国企业取得增长之外，还维持了较低的生产成本，对外国投资者产生了较大的吸引力，形成了所谓的“中国现象”。这不仅有利于中国的发展，也有利于世界经济的增长。中国经济既享受到全球化带来的利益，也为全球经济增长做出了贡献。中国的GDP虽仅占世界的4%，但中国的经济增长对世界的贡献率却达到了20%左右。

中国要充分体现自己的新角色并逐步与国际体系接轨，还需要把握好经济全球化的特征，即以知识为基础、以金融为核心、以信息技术为先导、以跨国公司为载体。目前，中国作为一个发展中国家，人均国民生产总值居世界100位以后，工业化和城市

化程度较低，金融体系比较脆弱。如何改善国内的金融体制，打造稳健的金融基础，逐步让各类资本在国内和海外市场顺畅流动，从而提高综合国力与人民生活水平，这是我国继续改革开放的重要内容，而发展和完善金融衍生品市场则是其中重要的一环。

中国的期货市场有 15 年历史，大致可分为三个发展阶段。第一阶段从 1990 年到 1995 年，遍布全国各地的交易所数目一度超过 50 家，年交易量达 6.4 亿手，交易额逾 10 万亿元，期货品种近百种，可谓相当活跃。但是由于当时的法规监管较为滞后，发生了不少问题。故当时国务院决定全面清理整顿期货市场，建立适用于期货市场的监管法规，将交易所数目减少至 15 家，期货经纪公司数目大幅缩减，并限制了境外期货交易。

第二阶段是 1996 年至 2000 年，国家继续对期货市场进行清理整顿，加上中国证券市场迅速发展，期货市场步入低潮。1998 年，国家把 14 家交易所进一步削减至 3 家，即上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所。2000 年，期货交易量萎缩至 5400 万手，交易额为 1.6 万亿人民币。

从 2001 年至今是第三阶段。期货市场逐渐复苏，期货法规与风险监控逐步规范和完善。2004 年交易量恢复增长到 3.2 亿手，交易额达 14.7 万亿。铜、大豆、天然橡胶和小麦几个品种发展较为成熟，价格发现和套期保值功能逐步发挥；2004 年，国内新增棉花、黄大豆 2 号、燃料油与玉米 4 个品种。但是，中国所有期货品种均为商品期货，尚未推出金融期货品种。

期货与期权等衍生品市场发展在国际上已有 100 多年历史，特别是在 1972—1982 年间发生了一场重要的变革。当时美国芝加哥商业交易所开创先河，先后推出外汇期货、利率与股指期货等金融期货品种，为期货行业注入了新的活力，拓宽了巨大的发展空间。2003 年，全球金融期货与期权的交易量已占全球期货、期权交易总量的 92%，成为衍生品市场的主流产品。

本书作者利奥·梅拉梅德（Leo Melamed）被誉为世界金融期货

之父，亦是这场变革中最具代表性的人物。他在1972年担任芝加哥商业交易所主席时，克服来自政府、舆论与业界的种种阻力，努力创建了国际货币市场（IMM），推出全球首个外汇期货合约。其后，他带领芝加哥商业交易所开创了欧洲美元期货、股指期货等一系列新的金融期货品种。1987年，他建立了第一个全球24小时电子交易系统，推动了美国金融期货业的重要变革。

我和梅拉梅德先生相识已有数年之久，曾多次切磋有关期货的问题。他那丰富的经验、机敏的思想和风趣的谈吐，给我留下了深刻的印象。本书收入了利奥·梅拉梅德20多年间的精彩文章与演讲稿，39篇文章穿梭于投资者、交易所与监管机构的视点之间，涉及赚钱之道、市场危机、应变大崩盘等等方面，其中并有多篇专为全球不同市场撰写的文稿，为读者提供了全球金融期货发展史的缩影。在中国期货市场即将踏上发展金融期货道路之际，我们更应吸收和借鉴国际上的成功经验。王学勤同志翻译此书可谓恰逢其时，也是对中国期货业发展的一点贡献。我深切希望，通过我国有志之士的共同努力，推动中国期货市场健康发展，努力增强我国的金融竞争力。

2005年8月26日于北京



市场的使命

全国政协经济委员会副主任、中国证监会首任主席

刘鸿儒

在过去几百年的期货市场发展历程中，期货交易的商品历来都是农产品一枝独秀。但是，自从20世纪70年代以来，外汇市场固定汇率制崩溃，汇率、利率频繁波动，金融风险空前增大，直接诱发了金融期货诞生。从那时起，面对影响广泛的金融自由化浪潮，广大投资者规避利率、汇率和股价波动等一系列金融风险的需求与日俱增，金融期货市场顺应时代潮流而发展起来。

金融期货问世至今不过30年历史，远不如商品期货历史悠久，但其发展速度却比商品期货快得多。目前，金融期货交易已成为金融市场的主要业务之一。在许多重要的金融市场上，金融期货交易量超过了相关基础产品的交易量。正如米尔顿·弗里德曼所言：“如果不说金融期货控制了期货市场，也可以说它已成为主流。”

国际惯例和美国经验告诉我们，金融期货市场是现代金融市场体系的重要组成部分，其发展和繁荣对优化资源配置、增强现代金融功能以及提高国民经济运行质量均具有积极作用。金融期货市场具有多种经济功能，首当其冲的是避险功能。此外，它还是市场经济发展的“稳定器”，全球经济的“晴雨表”。金融期货交易的发展不仅有利于稳定企业的生产经营，为其提供避险工具，

而且可以有效地改善政府宏观调控能力，提高社会经济效益，促进社会资源的有效利用。

中国金融改革旨在发展资本市场。金融期货市场应当成为资本市场的组成部分。金融期货市场的发展对于保障经济健康、平稳、安全运行具有重要作用。当前，我国期货市场处在新兴、转轨的初级发展阶段，并迎来了规范发展新时期。商品期货市场在资本市场中的地位与日俱增，交易规模稳步扩大。2004年全国期货市场成交金额达14.7万亿元，比2003年增长36%。商品期货市场的价格发现、套期保值以及调节资源的优化配置功能得到不同程度的发挥。尽管我国商品期货市场与国际上成熟期货市场相比还有一定差距，但是，它的成功运行为金融期货的研究开发奠定了坚实基础，尤其是在当前全球金融市场竞争日趋激烈、国内金融改革不断深入发展的形势下，加强对金融期货市场的研究开发具有十分重要的现实意义。

利奥·梅拉梅德先生是世界公认的金融期货之父，世界金融期货理念的创始人。《利奥·梅拉梅德论市场》是梅拉梅德成为世界金融之父坎坷历程的见证，汇集了梅拉梅德30年来投身金融期货革命写下的颇具代表性的演讲文稿和精粹论文，展现了梅拉梅德的演讲风采和大家风范。通读《利奥·梅拉梅德论市场》，我们不仅可以感受到梅拉梅德的个人魅力和机敏睿智，还可以感悟金融期货诞生的艰辛、期货市场遭遇的不公、美国联邦机构对期货和期权市场的权威评价以及美国金融期货市场发展过程中的历史经验和值得汲取的教训。

王学勤同志翻译的《利奥·梅拉梅德论市场》是一部研究美国金融期货市场发展历史必读的著作，是设计我国金融期货市场整体框架和运行机制的重要参考文献，也是他为中国金融市场发展做出的重要贡献。中国已加入世界贸易组织，成为全球经济不可分割的重要组成部分。因此，中国必须研究和发展金融期货市场。从整体来讲，《利奥·梅拉梅德论市场》这部书有益于中国市场经济

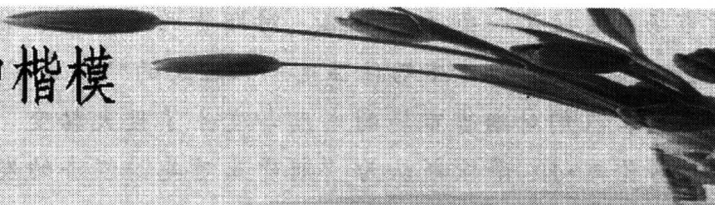
济的发展，有益于中国期货市场健康运行；具体来讲，它将有利于尽早推出我国的金融期货交易，有利于提高期货市场运行质量，有利于指导商业企业规避风险，有利于保护投资者权益。

感佩得知梅拉梅德先生将在《利奥·梅拉梅德论市场》（中译本）出版之际专程赶赴郑州商品交易所参加《利奥·梅拉梅德论市场》（中译本）首发式，他对该书中译本的重视程度可见一斑。我相信，《利奥·梅拉梅德论市场》（中译本）将为中国金融期货市场健康发展提供有益帮助。

2005年9月12日

于北京

创新的楷模



郑州商品交易所总经理 王献立

利奥·梅拉梅德先生是世界期货业的一位传奇人物。年幼时的他为躲避纳粹屠杀离开波兰辗转来到美国，凭借其聪明才智、过人的胆识和坚韧执着，从一名交易厅的跑单员成长为世界金融期货之父。在他执掌芝加哥商业交易所的23年间，该交易所推出了外汇期货，开启了全球金融期货交易之门；上市了现金交割的欧洲美元期货，开辟了现金结算方式的新途径；开发了全球24小时电子交易系统，并将其交易设想变为现实。通过这具有里程碑意义的三大创新之举，芝加哥商业交易所从农产品交易所一跃成为世界一流的金融期货交易所。正如诺贝尔经济学奖获得者米尔顿·弗里德曼所言：“他的影响过去和将来都是世界性的。”

呈现在我们面前的这部著作收录了梅拉梅德先生从20世纪60年代末到90年代初二十多年间发表的39篇各类演讲及文稿。内容反映了布雷顿森林体系解体、外汇期货诞生、1987年股灾、全球化、推出全球24小时交易系统、苏联解体等一系列重大历史背景下期货市场的发展和变迁。这些文稿充分展示了梅拉梅德先生深厚的经济学素养、对期货市场的无比忠诚、对科技进步的敏锐洞察力以及在各种场合、面向各类人群，引经据典、滔滔不绝的演讲风格和大家风范。

读后掩卷长思，正如布雷顿森林体系解体直接导致外汇期货推出一样，社会主义市场经济体制的建立直接催生了中国期货市场。但是，如同中国期货市场并不平坦的发展历程一样，美国期

期货市场也走过了一条坎坷之路，对期货的不信任、嘲讽、诘难和攻击如影相随，期货市场往往是一只理想的“替罪羊”。但是，多年之后，人们对期货市场的态度却发生了巨大转变。美国前财部长劳伦斯·H. 萨默斯认为“期货业对美国经济的发展做出了重大贡献”；美联储主席艾伦·格林斯潘表示：“金融衍生品市场大大降低了成本，并前所未有的地提高了规避风险的能力。与30年前相比，我们的金融体系变得更灵活、更有效，同时增强了经济本身对抗冲击的能力”。历史告诉我们，在期货市场发展过程中，对期货市场的误解是在所难免的。我们要通过大量开拓创新和艰苦细致的工作，充分发挥期货市场功能，为国民经济提供实实在在的服务，实现我国期货市场持续、稳定和健康发展，肩负起时代赋予我们的历史使命。

作为一位成功的期货交易员，梅拉梅德先生有关期货交易的论述也非常精彩。他对交易者“成为仁人，而非斗士”的告诫，对成功交易者三条基本原则及心理素质的阐释，对技术分析必须与基本面分析相互印证的论述以及对市场传闻的态度及其辨识的方法，充满哲理，耐人寻味，相信广大读者都能从中汲取营养。

郑州商品交易所是中国首家试点期货市场，始终坚持走创新之路的理念与芝加哥商业交易所不谋而合。郑州商品交易所率先开辟了电子交易方式，开展期权研究，实现仓单无纸化和仓单通用，实施跨期套利管理办法，采用资金管理电子化系统，开发了容纳多种订单类型、支持期权交易和做市商双向报价等功能的先进交易系统。郑州商品交易所的发展目标是：由粮、棉、油、糖为主的农产品期货交易所发展成为集农产品、能源、原材料和金融产品为一体的现代化期货交易所。梅拉梅德先生卓越的管理思想和芝加哥商业交易所的实践经验是值得我们认真汲取的宝贵财富。

王学勤先生以其极高的翻译水平向国内读者介绍了多部优秀期货著作。继《汤姆期货文集》、《期货交易经济学》之后，《利奥

·梅拉梅德论市场》是他为中国期货市场和“期货市场研究丛书”做出的又一次重要贡献。在此以个人名义向王学勤先生表示感谢。

2005年8月于郑州



致中国读者



当《梅拉梅德论市场》在1993年出版的时候，它承担着极其重要的目的。它记载了那些很快就成为现代商业技术不可或缺的组成部分的新型金融工具在最初20年的发展轨迹。然而，《利奥·梅拉梅德论市场》不仅是对事实和统计的历史陈述，而且是通过矗立于新型金融工具诞生和发展前沿的作者的见解和措辞，为金融界透视历史提供了一个窗口。回顾过去，如果说金融衍生品已经成为商业风险管理和资本有效配置的全球化重要工具的话，那么，《利奥·梅拉梅德论市场》的重要性就更为突出了。

几乎在同一时期，当金融期货在芝加哥商业交易所的国际货币市场诞生之时，邓小平在北京宣布了一些极富远见的决定。这两个事件引起了一场革命性的经济变革。邓小平主张中国应该把精力集中于经济发展和现代化上，以客观事实推动经济发展，而不是以意识形态引导前进方向。自从提出这一主张之后，中国逐渐步入了注重实效、非意识形态的市场经济轨道，其成就令人震惊。当代的中国是世界上经济发展最快的国家，年增长率在9%左右的年份超过25年，这是有史以来主要经济国家中最快的增长率。同期，中国的3亿人口脱贫，人均收入增长4倍。毫无疑问，中国资本市场的增长与发展应该受到全球一致的赞誉，中国政府的领导能力也应该得到高度评价。

当前，中国正处在必须启动金融期货市场的关键时刻。期货