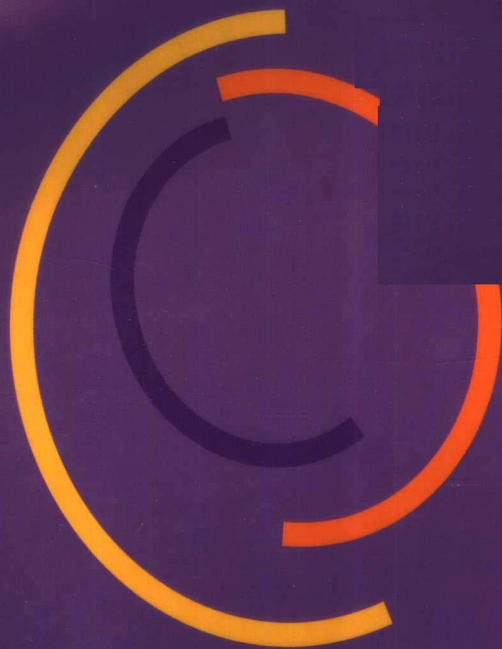


# 国际期货市场的理论与实务研究

ON THE THEORY AND PRACTICE OF THE INTERNATIONAL FUTURES MARKET

吴航 著



中国物价出版社

# 国际期货市场的理论与实务研究

吴 航 著

中国物价出版社

1 2

## 图书在版编目(CIP)数据

国际期货市场的理论与实务研究/吴航著. —北京:中国物价出版社, 2001. 1

ISBN 7-80155-195-8

I. 国... II. 吴... III. 国际市场:期货市场-研究  
IV. F740.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 86761 号

---

出版发行/中国物价出版社(电话:68033577 邮编:100837

地址:北京市西城区月坛北小街2号院3号楼)

经销/新华书店

印刷/杭州商学院印刷厂

---

开本/850×1168毫米 大32开 印张/12.375 字数/310千字

版本/2001年1月第1版 印次/2001年1月第1次印刷

---

印数/1-1000册

书号/ISBN7-80155-195-8/F·150

定价/22.00元

## 前 言

现代期货市场产生的标志是 1848 年美国芝加哥期货交易所的建立,它为世界期货市场的形成和发展翻开了崭新的一页,标志着世界开始进入了现代期货交易发展的新时期。今天,一个交易品种齐全、交易机制完善、最具权威性和影响力的世界期货市场已经形成,它们在各国市场经济中占有举足轻重的地位。尤其是在当今西方国家经济动荡、金融市场危机不断和商品价格波动频繁的情况下,大量资本急于寻找既能迅速增值又能回避风险的途径和场所之时,期货市场更显示了其主要的地位和作用。

随着我国经济体制改革的不断深入,特别是我国市场经济的蓬勃发展,期货交易方式及其理论逐渐被人们所重视,期货市场建设开始起步,一些企业已开始涉足期货市场,一批经纪公司和经纪人也已随之出现。但我国在期货交易理论和实践方面起步较晚,发展的历史太短,发展的道路也很曲折。目前我国的期货交易还限于为数不多的实物商品交易,期货市场的发展还受到各种限制,法律法规尚不完善,经验还相当不足,同国际期货市场的发展差距很大。但可以预见的是,随着我国加入 WTO 进程的加快,我国期货市场将有一个大的发展。为了促进我国期货市场的大发展和与国际期货市场的融合,加快国际化进程,我们必须加强期货理论和国际期货市场的研究。既要研究我国期货市场的理论和实践经验,更要研究国际期货市场的理论和实践及其创新和发展。这些研究将有助于进一步提高我国从事期货工作的各方面人士对世界期货市场的功能、运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促进的作用。

《国际期货市场的理论与实务研究》一书共分三篇。第一篇包括四章,主要研究期货交易的基本经济功能及其理论发展;第二篇包括六章,主要介绍和研究世界主要期货市场的形成和发展特征、期货市场组织架构和运行机制以及期货市场的监督管理体系等,其中包括对中国香港与内地期货市场的发展研究;第三篇包括两章,主要通过比较研究来探讨我国期货市场的发展趋势。杭州商学院统计系副教授吴航撰写第一、二篇,杭州商学院金融系副教授、上海财经大学在读博士生何志刚撰写第三篇。

在本书的研讨、撰写过程中,我们参阅并借鉴了许多中外学者的有关研究成果,也得到了杭州商学院金融系副教授高尔康的大力帮助,在此做出说明并表示衷心的感谢。同时,为此书顺利完成及出版提供支持和帮助的有关部门和人士,一并表示深深的谢意和敬意。

由于我们水平所限,加上资料欠缺,因此书中的某些分析、阐述或论证难免失当,诚恳地希望读者给予批评指正。

作 者

2001年1月于杭州

## 目 录

## 第一篇 国际期货市场理论研究

<b>第一章 期货交易机制的产生与发展</b> .....	(3)
第一节 期货市场的起源及其功能.....	(3)
第二节 期货市场运行机制研究 .....	(37)
第三节 期货市场的发展与创新 .....	(41)
<b>第二章 期货市场的套期保值与投机</b> .....	(46)
第一节 期货市场套期保值理论 .....	(46)
第二节 投机与套期保值关系研究 .....	(62)
第三节 期货市场过度投机问题研究 .....	(76)
<b>第三章 期货市场价格研究</b> .....	(91)
第一节 期货价格形成机制的基本原理 .....	(91)
第二节 蛛网理论与期货价格.....	(101)
第三节 期货市场价格的研究.....	(106)
<b>第四章 期货市场风险问题研究</b> .....	(118)
第一节 期货市场风险的实质和特征.....	(118)
第二节 期货市场风险管理的内涵及其评价.....	(126)

## 第二篇 国际期货市场实务比较

<b>第五章 美国期货市场</b> .....	(141)
第一节 美国期货市场的产生背景与发展特征.....	(141)
第二节 美国期货市场组织架构与运行机制.....	(148)
第三节 美国期货市场管理研究.....	(158)
<b>第六章 英国期货市场</b> .....	(179)

第一节	英国期货市场的产生背景与发展特征·····	(179)
第二节	英国期货市场组织架构与运行机制·····	(185)
第三节	英国期货市场管理研究·····	(194)
<b>第七章</b>	<b>日本期货市场</b> ·····	(206)
第一节	日本期货市场的产生背景与发展特征·····	(206)
第二节	日本期货市场的组织架构与运行机制·····	(216)
第三节	日本期货市场管理研究·····	(223)
<b>第八章</b>	<b>新加坡期货市场</b> ·····	(238)
第一节	新加坡期货市场的产生背景与特征·····	(238)
第二节	新加坡期货市场架构与运行机制·····	(244)
第三节	新加坡期货市场的管理特征·····	(250)
<b>第九章</b>	<b>中国香港期货市场</b> ·····	(255)
第一节	中国香港期货市场产生背景与发展特征·····	(255)
第二节	中国香港期货市场架构与运行机制·····	(263)
第三节	中国香港期货市场管理研究·····	(267)
<b>第十章</b>	<b>中国内地期货市场</b> ·····	(286)
第一节	中国早期期货市场概述·····	(286)
第二节	中国早期期货市场管理体系·····	(299)
第三节	现代中国期货市场的发展·····	(306)
第四节	中国期货市场管理研究·····	(320)

### **第三篇 国际期货市场的发展趋势与中国对策研究**

<b>第十一章</b>	<b>国际期货市场的发展趋势</b> ·····	(339)
第一节	金融期货合约的发展与演变·····	(339)
第二节	金融化趋势·····	(343)
第三节	电子化趋势·····	(345)
第四节	国际化趋势·····	(348)
<b>第十二章</b>	<b>中国期货业发展的对策探讨</b> ·····	(352)

---

第一节	对推出股指期货的几个问题的分析·····	(352)
第二节	我国国债期货市场的发展与问题·····	(369)
第三节	推出货币期货合约问题·····	(375)
第四节	我国期货市场的现代化与国际化·····	(376)



# 第一篇 国际期货市场理论研究



## 第一章 期货交易机制的产生与发展

### 第一节 期货市场的起源及其功能

#### 一、期货市场产生和发展的三阶段及其功能

期货市场是在商品市场不断发展和完善的基础上建立起来的。它从最初自发形成的小规模“贸易集市”发展到今天有组织、规范化、具有权威性和指导性的期货市场,前后经历了漫长的变化过程。在这个漫长的过程中,期货市场在不同历史时期和发展阶段上的功能存在着显著的差别,但它是一步步由浅入深、由表及里地产生和发展的,它促进了当时当地经济的发展。从历史的角度看,期货市场的建立不仅促进了全球商品经济的迅速发展,而且为市场体系和交易方式的不断完善发挥了积极的作用。

##### 1. 早期交易市场的形成及启示

自古以来,人类就从事远距离贩运交易,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,形成了按既定时间和场所开展的正式交易活动,以及签订远期交货合约的做法。在罗马帝国鼎盛时期,人们把从帝国边远领域带来的商品拿到被称为销售市场的交易中心进行交换,当时的罗马会议大厦广场就曾是这样—个中心交易场所,而雅典的大市场也被当作一个商业市场。尽管这些文明古国后来已经衰败,但建立中央交易场所的基本形式在后来的经济发展中被延续下来。在中世纪的欧洲,由

于商业发展受到阻碍,产品的买卖活动只能分散在当地市场上进行,但不久又出现了由那些得到当局资助的商人、手工艺人和推销商组织的事先宣布时间和地点的中世纪集市交易形式。到了12世纪,在意大利北部,英国、法国、比利时、荷兰等国家,交易活动的规模和复杂程度已相当可观。随着交易的不断专业化,有些集市已成为英国、西班牙、法国、意大利商人进行交易的中心场所。还有许多欧洲商人,穿梭来往于各个国家,使交易活动更加国际化,市场规模逐步扩大,并加快了市场信息的传递和交流。

早期交易市场的形成、交易方式和市场组织形式的出现,对于市场扩展和经济发展具有重要意义,也给我们考察新的交易方式和市场组织形式提供了新的借鉴:第一,市场的交易活动总是朝着集中化的方向发展,提供能够实现安全、迅速地进行交易的交易场所是满足这项要求的一种手段。任何新型交易方式和新的组织形式的确立,都说明它们起到了使交易活动变得更加方便、交易成本更为低廉的作用。一些组织形式之所以被其他形式取代,在于后者技术创新和生产方式的变化创造了更有效率的市场组织形式。建立中央交易场所之所以能够成为市场发展的基本原理,其道理就在于此。第二,要建立减少风险的新型交易方式,需要相应的规则、法律和组织机构的支持和保障,这是市场秩序化的要求。中世纪集市交易的自我管理和仲裁原则以及英国商人协会的集市法庭的实践,都有助于实现市场秩序化。只有实现市场秩序化,才能减少风险。后来美国的商品交易所就曾援引英国普通法中的市场自我管理原则。第三,在新的交易方式和组织形式的市场秩序的维护缺乏有效的制度保障时,有可能出现较为严重的问题,但克服这些问题的努力会成为使交易方式和市场组织制度趋于完善的发展动力。当远期交易出现之后,就曾出现过这类事件。市场经济中历史悠久的投机行为引发的恶性事件不断提醒人们,必须注意旨在减少风险的交易方式和市场组织的运作中,要努力防止风险的

集中和放大。减少和分散风险与限制和防范风险,这在后来期货市场制度的演变和形成过程中,一直是一个核心问题。

早期交易市场的形成在一定程度上实现了集中交易,探索了订立远期交货合同的交易方式,但在改善价格信号质量和风险转移方面,还没有任何突破性的进展,生产者和消费者之间的联系仍较为松散,市场间的沟通尚不紧密,商品交易并不是生产的主要目的,交易价格对生产的影响还十分有限。尽管如此,上述与早期的交易方式和市场组织形式的功能和作用有关的几项内容,在以后期货市场的形成和发展过程中,仍然具有大致相同的规律性。

### 2. 早期期货市场的形成及其功能

早期的期货市场是远期合约的交易市场。期货市场的早期阶段可大致确定为从订立远期合约进行货物买卖较为普遍的时期开始,一直延续到商品交易所成立之后、现代期货交易的有关制度规则和组织形式初步成形之前为止。

13世纪,商品的现货交易开始得到迅速发展。整个欧洲地区形成了以比利时安特卫普市为中心,联接和沟通欧、美、亚、非各洲的全球性初级商业市场。随着市场的不断扩大,交易活动的日趋活跃,交易价格对生产者、消费者和贸易商的市场交易活动影响和制约越来越大。尽管现货交易有多种具体形式,但它们都有一点共同的不足,就是当商品价格波动较大时,无论生产者、经营者和消费者都会有遇到重大经济损失的风险。因此,为了克服这个不足,人们在实践中摸索出一条分担风险的做法,即在生产开始前就由经营者向生产者预购产品,待产品生产出来后,再交付给经营者,从而在一定程度上可以避免价格剧烈波动所带来的风险。

在欧洲,当时在商人们普遍采用即期交货的现货合同基础上,逐步开始出现了根据商品的质量和市场需求,达成远期交易合约的做法。例如在农产品收获以前,商人们往往预先向农民订购各种农副产品,等到收获后,农民才将产品交付,这种原始的先买卖、

后交割的远期贸易方式对当时的市场经济发展和期货市场的形成起到了积极的促进作用。

进入 14 世纪,随着各国交通、通讯技术的不断改进和商业化大都市的建立,地区性的各种集市及交易活动逐渐被大城市中有组织的“专业化交易中心市场”所代替。这些专业化交易中心市场不仅对商品实行了集中交易,而且在交易手段上也更加完备。此外,交易场所也逐步发生了变化。最初,这些交易市场是在城市中比较繁华的露天广场进行,后来为了交易和谈判的需要移至茶馆、客栈或咖啡馆等室内场所进行,并逐步开始转入相对稳定和完善的室内交易大厅之中,为最终建立正式的商品交易所场内交易创造了条件。

进入 16 世纪,欧洲的远期合约交易已初具规模,交易场所也趋于规范化。1570 年,英国率先成立了世界第一家商品交易所——皇家交易所(Royal Exchange)。该交易所主要采取从事商品的现货和部分远期合约的交易方式来实现商品的交易,这便是近代商品交易所的“雏形”。

英国不仅创办了第一家商品交易所,它在完善市场交易机制和健全交易所市场管理手段等方面也做出了重要贡献,为后来期货交易市场的建立和发展奠定了基础。在这一时期中,对现代商业活动具有深远影响的要数中世纪英国集市交易中所形成的“市场交易中自我管理和仲裁原则”。它颁布和制定了一系列为地方当局所接受的,并成为后来制定商业法规重要依据的市场经营准则,这些准则对整个欧洲的商品交易活动也产生了积极的影响。尽管这些准则在某些方面仍有不少缺陷,但却为后来使用和发展信用证、抵押证券、运费收据、栈单、契约转让及其他汇票等单据,并向契约交易和期货交易过渡打下了良好的基础。在仲裁方面,为合理地解决买卖双方的交易纠纷,英国的商人协会被地方和国家当局赋予了“按照行业经营规定管理市场”的权利。这些协会通

过成立集市法庭,对违法现象进行处罚或判决。到14世纪这些集市法庭正式为英国的《普通法》法庭所承认,并取代了地方法庭的有关司法权。在这一时期中,市场经营准则和相应仲裁机制的不断完善,为后来欧洲乃至整个世界贸易市场的发展提供了可靠的保证。

16世纪末至17世纪初,由于受欧洲战乱的影响,商人们将交易活动逐步移至荷兰的阿姆斯特丹,整个欧洲的商业中心也因此转移到这个城市。阿姆斯特丹商业活动的兴旺,不仅促进了荷兰经济的蓬勃发展,也带动了整个欧洲大陆的市场经济,为后来阿姆斯特丹成为世界第一大商业港口城市奠定了基础。在这一时期,阿姆斯特丹最先开始的是以农副产品为主的远期合约交易,并被公认为是欧洲中西部地区期货交易的发源地。

18世纪初,荷兰在阿姆斯特丹建立了欧洲大陆第一家粮食及谷物交易所,之后,比利时也在安特卫普建立了咖啡期货交易市场。欧洲市场体系的不断完善和萌芽型期货市场的发展,使欧洲的商业经济进入了一个新阶段,而且,这种交易方式也逐步扩展到美国。与此同时,日本也出现了这样的交易市场。

应该看到,17世纪以前,尽管市场经济的发展十分迅速,交易方式不断变革,交易场所不断完善,但与现代的期货交易方式和期货交易场所相比仍有很大的不同,它是现货市场向期货市场的过渡。但同时我们也应该看到,早期期货市场之所以能够形成和发展,就在于新的市场组织制度和新型交易方式满足了相关各方面的需要。概括起来,早期期货市场主要有以下几方面的功能:

(1)早期期货市场为交易者提供了安全的可迅速交易的场所,改善了交通、仓储、通讯等交易条件,保证了远期交易的顺利进行。这一点与早期交易市场提供中心交易场所的基本原则是一致的。远期合约给19世纪50年代美国芝加哥的粮商带来了方便。农民可利用远期合同保护自己的利益,供销商、加工商和出口商也借助

远期合同减少风险。此外,当时提高运输和储存能力已成为改进粮食流通的关键。芝加哥期货交易所初期的发展主要就是依靠改进运输和储存条件,而不仅仅是靠改进市场本身。

(2)早期期货市场初步建立了秩序化、公开化和竞争性的市场秩序,促进了产销关系的稳定化。在19世纪中期,经济在按原有交易方式运作的过程中,市场秩序混乱,商业欺诈、毁约和质量不统一等问题十分突出。随着农场主和商人们更多地采用远期交货合约形式进行商品交易,且因这种交易方式未能对商品的质量和交货期规定统一标准,因而在商人和交易者之间时常发生违约现象。为使谷物交易趋于正规化,芝加哥期货交易所于1865年推出了标准化合约,取代原先的远期交货合同。与此同时也制定了其他新的规则。交易所新的交易规则的确立使合约的流动性迅速提高,产销关系进一步稳定化。这是一个从远期合约交易市场向正规化、制度化的期货市场演化的过程。此时大部分现今所知的期货交易基本原则已略具雏形。

(3)早期期货市场减缓了价格波动。在19世纪后期,农产品价格的季节性和区域性波动非常剧烈。在早期期货市场形成过程中,逐渐正规化、集中化的交易活动和公平竞争所形成的远期价格起到了预先指导作用。交易范围的扩大和交易所影响力的增强,有利于减缓区域性价格波动。投机商们利用价格变化频繁买卖,加速了交易合约的转手速度,促进了市场流通,有助于把价格波动幅度降低到最低水平。

### 3. 现代期货市场的形成及其功能

期货交易是在远期合约交易的基础上发展起来的。由于远期合约交易在交易手段和履约保证等方面仍存在很多弊病,因此,许多商人在远期合约到期前,根据自身的经营状况和市场的供求变化,希望把已经签订的远期合约以较小的代价转让他人,形成了事实上的远期合约买卖。随着这种买卖合约活动的逐步发展,集中



的、规范的交易场所——商品交易所开始形成初级型期货市场。

在期货交易形成初期,进行买卖的合约通常是签约者不再需要的合约,交易的目的一是预先确定生产成本、材料来源和交流行情,减少远期合约的商业风险,更好地满足企业生产需要。随着期货合约买卖的进一步发展,交易者发现,由于对未来风险大小的预期存在差异,期货价格与现货价格的走向不同。于是,期货合约的交易者开始通过单纯地转让期货合约牟取收益,这种活动后来就发展成一种纯粹的投机交易。

进入 19 世纪,期货市场伴随着期货交易的蓬勃发展,开始步入兴旺时期。特别是以美国为代表的现代期货交易市场的蓬勃发展以及期货交易所的建立,为世界期货市场的形成、完善和发展翻开了崭新的一页。

19 世纪后期到 20 世纪初期是整个世界期货市场迅速发展的重要时期,出现了许多新的交易所,新的交易品种也开始大量上市。世纪之交经济环境的变化,使期货交易所经受了各种风浪的洗礼,而市场本身的发展又恰是在积极应对这些挑战的基础上实现的。动荡不安的经济环境对期货市场提出了努力完善市场制度体系、抗御经济运行风险的要求。当时频繁的经济危机在产业发展和货币体系运行方面的表现和影响都十分突出。1925 年芝加哥结算公司成立,它通过会员结算制度使买卖双方把交易所当作中介方,并通过它对对方财务能力进行资信审查,使交易所成交的所有合约都能保证财务上的可靠性。结算公司的成立成为 20 世纪初期美国现代期货市场发展的一项显著成就。自此,商品期货市场的发展逐步走入全盛时期。

随着世界金融体制的变化,企业和金融机构价格风险的管理问题日益突出,金融期货应运而生。它作为 20 世纪 70 年代初期一项创新的金融衍生产品市场,吸引了所有人的关注和大部分的投资资本。金融商品改变了期货行业,扮演着出台新合约、成立新