

李文贤 张春荣 编著

国际期货市场

INTERNATIONAL
FUTURES MARKET



中国对外经济贸易出版社

国际期货市场

李文贤 张春荣 编著

中国对外经济贸易出版社

国际期货市场

李文贤 张春荣 编著

中国对外经济贸易出版社出版
(北京安定门外大街东后巷28号)

新华书店北京发行所发行

北京隆昌印刷厂印刷

787×1092 毫米 小 32 开本 7.625 印张 170 千字

1990 年 8 月第1版 1990 年 8 月第 1 次印刷

印数 1 ——5000 册

ISBN 7-80004-174-3/F·118

定价: 3.50 元

前 言

“国际期货市场”是近年来我国经济理论界的热门研究课题之一。当前，在我国对外开放和改革的系统工程中，要形成有计划的市场经济，就要了解西方国家的经济机制，学习和借鉴对我们有用的东西，以其之长补己之短，如市场风险（包括商品市场和金融市场的风险）是客观存在的，在西方国家基本是在期货市场可以抵消或避免的。因此，开展这方面的研究对我国有着十分重要的现实意义，特别是在我国商品期货市场即将开办的时候，让更多的人了解期货市场的交易原理、程序，以便利用这个市场进行套期保值、分散风险是十分必要的。

“国际期货市场”这本书涉及的范围有商品期货、外汇期货、黄金期货以及金融期货等方面的内容。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，而且日趋重要，特别在当前西方国家经济波动较大，股市危机不断发生，而国际资本增殖加速，大量的资本要寻找既能迅速增殖又能避免风险的途径和场所，期货市场则是最理想的场所，特别是金融期货市场，近十年来发生了天翻地覆的变化，千方百计为投资人着想，金融期货产品层出不穷，花样不断翻新，交易额是直线上升的，市场前景一直是看好的。

本书适用于从事涉外经济部门的理论工作者和实际业务人员阅读，如对外经贸系统的科研人员与外销员，银行系统从

事国际业务的人员，经济院校的大专学生。亦可作为大专学生的代用教材。

本书成型较为仓促，加上作者水平有限，错误和遗漏亦不可免，恳请读者批评指正。

作者

1990年3月

目 录

第一章 期货交易所	(1)
第一节 期货交易市场发展概况	(1)
第二节 期货交易的原理	(4)
第三节 期货交易所的组织机构	(14)
第四节 期货合同	(20)
第五节 期货交易的程序	(25)
第六节 期货交易所常用术语	(31)
第二章 世界主要期货市场	(44)
第一节 美国期货市场	(44)
第二节 英国期货市场	(55)
第三节 日本的商品期货市场	(60)
第四节 香港及其他地区商品期货市场	(71)
第三章 商品期货交易	(81)
第一节 商品期货买卖概况	(81)
第二节 商品期货买卖做法之一：卖期与 买期保值	(85)
第三节 商品期货买卖做法之二：基差交 易	(94)
第四节 商品期货买卖做法之三：场外交 易，以期货交换现货	(105)
第五节 商品期货买卖做法之四：预先保 值	(107)

第六节 商品期货买卖做法之五：买空卖空与套利交易	(109)
第七节 对冲交易的策略	(113)
第四章 黄金期货市场	(121)
第一节 世界黄金市场概况	(122)
第二节 黄金期货交易	(131)
第五章 金融期货交易	(138)
第一节 利率期货	(140)
第二节 国库券期货	(143)
第三节 股票期权交易	(155)
第四节 股票指数期货——一种新的套期保值方式	(162)
第五节 主要市场指数期货	(169)
第六章 外汇期货	(176)
第一节 远期外汇与套利交易	(176)
第二节 欧洲美元期货	(181)
第三节 互换交易	(184)
第四节 外币期权交易	(189)
附录	(200)
1. CBT 期货合同规格(1988年)	(200)
2. 有关计量标准换算表	(231)

第一章 期货交易所

期货交易 (Futures trading) 是一种与现货 (实物) 交易不同的交易方式。是指预先签订产品买卖的合同, 而货款的支付和货物的交割要在约定的时间内进行的一种交易。期货交易大多在期货交易所中进行。期货交易所是供买卖双方进行交易的场所。交易所的起源, 是从事商品生产、分配和消费的商人, 基于共同的商业利益自愿组成为有组织型态而且制度化的商人集团, 以提高市场机能为目的, 以市场的公开化和自由化为宗旨的, 能够吸引众多投资人参预交易的市场。交易所最初的业务以现货为主; 随着商业发展的需要, 以后逐渐演变, 出现了期货的买卖, 而后取代了现货交易, 使市场更加规范化、制度化, 形成了目前的期货交易所。这种交易所有别于传统的集散市场和中央市场, 它除了有固定的交易时间和场所外, 一切交易都遵循严格的程序和规则, 有交易的清算机构和仲裁部门的密切配合保证业务能公平进行。

第一节 期货交易市场的发展概况

13 世纪的比利时 (Van Dan Burse) 商人开始进行期货交易。14、15 世纪期间, 发展成为有组织的市场。1580 年前后, 联结、沟通欧洲、美洲、亚洲、非洲进行各种商品交易的中心地区是比利时的安特卫普 (ANTWERP)。当时, 由于

受到西班牙无敌舰队的攻击，商人们为避战祸开始向北转移，最后定居在现今的荷兰阿姆斯特丹，在这里象过去一样，从事国际贸易，整个 17 世纪，阿姆斯特丹作为欧洲的中心城市，迎来了它的繁盛时期，为阿姆斯特丹成为世界最大港口奠定了基础。

阿姆斯特丹不仅产生了期货交易，还发明了期货交易新形式——期权(option)交易。这种期权交易的对象是郁金香的球状根。荷兰是世界花卉的主要出口国，郁金香则是该国的国花，而郁金香的球状根容易腐烂，其生产量受气候影响极大，所以价格变动十分激烈，由于这种原因，逐渐产生了期权交易，只要价格发生变动，便可以赚取差价。

1602 年，世界上最早的股份公司——东印度公司诞生在阿姆斯特丹，该公司的股票就被当作期货交易的对象。

“交易所”名称正式被确立，最早的应为 1517 年“英国皇家交易所”(The Royal Exchange)，但其交易形式与现代不同。事实上，期货交易所的创始地应归于美国芝加哥。1848 年芝加哥成立了“芝加哥谷物交易所”(Chicago Board of Trade—CBT)，1859 年获准特许注册，1865 年正式开始期货交易，而英国的伦敦金属交易所 (LME) 则迟至 1870 年才开办。

期货交易所开办一百多年以来，其数目已近百所，但在国际上能发挥作用的只有十几所。大多数交易所是属于国内市场或地区市场，而上市交易的商品多达百余种，但上市交易商品中有 90% 以上属于地区性商品，对于全球的商品价格无多大影响，真正活跃于国际市场的热门商品仍以大宗初级商品为主，其中有农产品的谷物类、棉花、可可、橡胶以及金属类等。

自本世纪70年代以来，期货市场上商品也在不断变化，盛行一百多年的实物商品谷物，金属等在20世纪的70年代以后逐渐退居次要地位，而黄金、货币、股票证券等金融产品十分活跃地涌进了商品期货交易所，种类繁多，花样翻新，宣宾夺主，倍受市场的青睐，成了主要的期货商品。

从1971年以后，随着美元的两次贬值，国际货币制度由固定汇率演变为浮动汇率，各种货币之间的汇率变动频繁；由于1973年和1978年前后爆发的两次石油危机，西方国家出现了滞胀的局面，利率因而变动剧烈；大量的石油美元又使欧洲美元市场规模不断扩大。为避免利率、汇率的风险，市场在呼唤金融期货，于是各种金融产品应运而生。

1972年5月美国国际货币市场 (International Monetary Market—IMM) 率先推出了外国货币期货。1974年12月31日开始做黄金期货；1976年1月6日又增做91天期短期美国政府库券期货；1978年9月11日加做一年期库券期货；1973年4月26日芝加哥期权交易所开始做买进期权 (Calls option)；1977年6月1日增做卖出期权 (Puts option)；1977年8月22日开始做美国政府长期公债 (在CBT) 期货；1981年12月9日开始欧洲美元期货交易 (在CME)；1982年2月美国堪萨斯农产品交易所 (Kansas City Board of Trade) 开始经营一种新的期货——股票指数期货；1982年5月31日开始做10年期中期库券 (CBT)；1983年出现了指数期货合同的期权交易；1985年6月5日在CBT开始经营地方债券指数期货 (Municipal Bond Index Futures)；1987年5月6日开始做美国政府5年期债券期货 (NYCE)；1988年4月29日CBT开始5年期债券期货；1982年10月CBT开始做美国长期债券期货的期权交易；1985年5月做

中期库券期货的期权交易；1987年6月开始做市政债券指数期货的期权业务。

金融期货市场的飞速发展，不仅表现在品种繁多，而且数量可观，以1988年为例，上半年成交额最高的10种期货商品是：①美国财政部证券(CBT)；②欧洲美元期货(CME)；③原油(NYMEX)；④日本国债期货(东京证券交易所)；⑤法国国债期货(MATIF)；⑥大豆期货(CBT)；⑦标准普尔500种股票指数期货(Standard and poor 500)(CME)；⑧玉米(CBT)；⑨黄金(COMEX)；⑩长期国债期货(LIFFE)。在世界交易额前10名中，金融期货竟占了6种，而且前2名都是金融期货，商品期货相对靠后。当然这是比较而言，实际上传统的实物商品期货发展速度也是很快的，期货商品市场的革新正在各国展开。

第二节 期货交易的原理

期货交易已经存在了六七百年，比资本主义制度的诞生要早几百年，所以说期货交易决不是资本主义制度的产物，也绝不应被西方发达国家所垄断。期货交易是在商品经济中产生的，它的出现进而又促进了商品经济的繁荣，同时也推动了资本主义大农业、加工业和金融业的发展。

期货交易是在商品经济条件下自然出现的交易方式，由于期货交易本身的一些特点，使交易者可以用它作为保值的一种手段。因此，吸引了大批交易者，其中包括批发商、另售商、进出口商人、生产者、加工业者、储运商和大公司企业等。他们要在千变万化的价格环境中避免风险，免于灭顶之灾，于是对套期保值需求甚切，他们明白“上帝”也不能保

佑他们不破产。

期货市场能使企业避免现货市场 (Cash Market) 每日价格变动的影响, 能提供现货市场不具备的弹性 (Flexibility), 能使企业有额外的一种控制成本、卖价及固定最终利润的方式。

期货市场并不象许多人认为的那样, 是一种纯粹买空卖空, 用以赌博的工具。

买卖期货合同, 主要为了保障生产商、贸易商的利益, 避免在现货市场上因价格波动而蒙受损失。他们利用期货市场可以随时随地转卖或补回的特点, 与现货买卖相结合, 便会发挥为现货价格波动保险的作用, 或称之为“对冲”, 或套期保值 (Hedging)。其与远期现货 (Forward) 比较, 期货买卖更为灵活方便。

期货市场的功能

1. 可以控制材料成本

例如几个月后要购进一批原糖, 而糖价估计要上涨, 可在期货市场先购买几个月后的期货合同, 如果届时糖价真的上涨了, 由于期货和现货价格走势是大致相同的, 期货价格也会相应上涨, 卖出期货合同就可以对冲盈利, 以期货的盈利弥补糖价的损失, 使现货糖价的成本被控制住。另外可节省预先购糖需要支付的一部分仓储费用。

2. 保障商品利润

以棉花为例, 如果靠进口棉花加工后再出口, 由于棉花价格下跌可影响棉纺织品价格下跌, 在生产周期内纺织业的利润无法保证, 利用期货的办法则可以减少风险, 保障厂家的预期利润得以实现。

3. 避免或降低外汇风险

例如从日本进口半成品经组装后向美国出口。从日本进口要支付日元,而向美国出口收回的是美元,而在日元对美元的升值幅度很大的情况下,汇价风险就出现了。这时可以在期货市场将要收取的同等价值的美元预先卖成日元,和用日元购进半成品同时进行,形成期货与现货对冲局面,这样,就可以用期货的盈利弥补现货汇率的损失。

4. 协助现货买卖

由于期货市场的功能可使原料成本、商品利润大致得到保障,进行现货买卖时,可以变得更有主动性,可选择最好的时机及顾客进行交易,减少受市场波动的影响。例如要购买铜材,半年后付货,如估计铜价会上涨,而卖家又坚持按交货时伦敦交易所(LME)金属月平均价计,便可在期货市场预先买入期货合同,将价格固定,避免损失。如果铜价是下跌趋势,卖家坚持以现价签约,就可以在期货市场预先卖出合同,价格下跌后补回平仓的盈利可以弥补合同价格较高的损失。只要双方能利用期货市场,谈判会比较容易。

5. 可以协助计划完成

企业在制订计划时,要预算经营的成本和利润,如能利用期货市场作为工具,就能控制住成本和使利润有把握实现。

例如出口石油、汽油每年有一定的外汇任务,而油价的下跌幅度太大就会使计划落空,因为油价近几年的价格在8美元—20美元/桶,相差太大。如果预先在期货市场售出期货合同,日后即使有大幅度下跌,计划也不会受影响。

套期保值(Hedging)(或对冲操作)。

套期保值是在期货市场上采取与现货等量而买卖相反的交易方式,或者说是除了投机性质以外任意运用期货市场的

交易方式。通常套期保值也称“对冲交易”，“对冲操作”，“对冲处置”等。一般最常用的是“卖出对冲”和“买入对冲”。

期货交易的目的是并不是交出或收受实际现货商品物资，其真正目的在于冲销价格波动的风险，所以在全部期货交易交易中，只有极小部分是以现货来交收的，大约仅占总额的1%—2%，而有些商品是无法进行交割的，如股票指数期货的指数；有些则是规定不进行交割的，如欧洲美元期货。其他的都是用“补进”或“卖出”来抵消其合同，俗称平仓。如果买家要了结原先“买进”的期货合同，他只需在期货交易所“卖出”同等数量的同样合同；如卖家要了结他曾“卖出”的合同，他只需要在期货交易所“买进”同等数量的合同。这就是“买卖双向交易”，能使交易者在帐面上结清。买卖之间的差额就是盈利或亏损。低价买进，高价卖出为盈利，反之为亏损。

期货交易不同于现货交易，它可以把交易程序颠倒过来，即没有货物也可以先卖，这就是“卖空”（Short）叫作做“空头”，不需要货物也可以先买，叫作“买空”，是做“多头”（Long position）。只要在到期前再买进或卖出另一个合同，与“卖空”或“买空”的合同对冲，交易就算完结。

套期保值所以能保值，是因为期货市场上存在一些可遵循的规律，只要掌握了这种规律性，就一般来说，是可以达到保值目的的。

第一公理 (The First axiom)

对冲交易的第一公理是指期货价格走势与现货价格走势大致相似。期货市场和现货市场是两个各自分立的市場，价格波动幅度并不完全一致，但变动趋势相同。因为对于某一特定的商品而言（如小麦），无论是现货价还是期货价，都会

受相同因素的影响,如天气的变化,旱、涝、风、虫等灾害,如果现货价格上涨,期货价格也会上涨。但是,由于受时间因素的制约,两个市场的价格升跌幅度不一定相等,这个幅度的差别仍需套期保值者要承担一部分风险,这种风险类似厂家投保火灾保险,万一工厂被烧也不可能得到全部重建费用的赔偿。

同时,这个差别也为对冲者造成一个额外获利的机会,使他可能在运用期货交易时,赚到额外的利润。

对冲操作的主要依据是按第一公理。正因为现货价格和期货价格走势一致,那么在现货市场买入现货的同时,在期货市场卖出期货,如果价格变动方向是越来越高,现货市场会盈利,而期货市场会亏损,盈利和亏损冲销后,价格稳定在原水平上,就达到了保值目的。如果价格走势越来越低,现货市场价格买高而受损,但期货市场补回了结对冲会盈利,可以抵消现货市场的亏损。反之,在现货市场先卖,在期货市场先买,道理相同。

对冲交易的第二公理 (The Second axiom)

这个公理是由期货价与现货价走势相同的,第一公理引申出来的。每个期货合同到交割时可以用现货来交收,而到了交割期的期货价格已大致与现货价格相等,即期货价与现货价汇聚为一,因为期货中的“未来”的意义已不复存在。

期货的价格通常是高于现货的,但并非永远如此,因为有时某种商品后市看淡,以致一般有意的潜在买家失去热忱,而迫使期价下跌。可是通常来说期货价格包括储存该项商品到交割日的一切费用在内,这称为“标准”市况 (Normal Market正规、正常市况) 或“栈储摊销”市况 (Carrying Charge Market, 仓租市况)。接近交货日期时,栈储费用逐渐消失,

而演变成为期货交易公理：到交割期时，现货与期货价格将合二为一。

期货月份越远，期货价与现货价差距越大，这种期货溢价加码（Premium）是对大部分栈储费用的补偿，所以当期货价高于现货价加栈储费时，老练的对冲交易者会买进现货做“多头”，因为两者的价位过了相当一段时间就会合二而一。如果期货价格低于现货价格时，他也会在现货市场做“空头”，而在期货市场做“多头”。

投机者（Speculator）俗称“炒手”，是以在期货市场的价格波动中谋取厚利为目的，而在期货市场进行冒险的人，他对期货市场的润滑作用是必不可少的。

“投机”是一个中性名词，是在预测将来价格可能出现涨跌波动的情况下，当时就购买或出售产品的行为。一般投机对象都是价格容易波动的产品，利用价格波动从中获利。而在一些价格稳定，并且预先能料到将来也不会变化的产品上，则不会产生投机。在价格固定，或对商品价格进行管制的经济制度下，是无法进行投机的。

投机是事先预测将来价格变动趋势，是以获得丰厚利润为目的，向未来不确定的价格进行挑战，促使市场富于流动性和具有朝气。因此，是一种积极的攻击性的经济行动。它和套期保值者的经济目的性质不同，所以说没有这种投机因素市场是很难存在和发展的。

就价格来说，从根本上分析，不是上涨就是下落，两者必居其一。而预测价格变动，不管是使用多么先进的大型计算机，做多么精密的模式分析，也未必就能预测得准确。事实上好多场合做出买卖的决定都是靠非科学的“蒙”，靠“碰运气”。由于这种原因，有人把投机视为赌博的一种，认为是坏

的东西。特别在我国投机经常与政治发生联系，“投机革命”，“投机钻营”，“投机政客”等等，总认为投机全是坏的。将“投机”一词加上了政治色彩，已完全脱离了经济角度的含义。

投机是抓住有利的时机进行有风险的盈利活动。它能够使其他对冲者可达保值目的，所以投机是基于经济的合理行动。在期货市场的参加者中大部分都是投机者，因为很难区分套期保值是从哪里开始，投机从哪里结束。因而价格失常，往往是投机过度造成的，从市场管理角度给予一定限制是理所当然的。但要从市场中将投机因素根本排除，则是不切实际、也是不正确的做法。

期货市场如没有投机者的参加，市场机制便不能圆滑运行。例如有商品存货或订购了某商品的厂家，害怕因价格下跌而遭受损失，必然要在期货市场上订立销售合同。这种卖出对冲的交易者，由于已经以当时的价格在期货市场卖出期货，故不论价格上涨或下降，他都不会发生损失。然而预测价格还会从当时的价格水平上进一步上涨的投机者，则一定会成为期货合同的购买者，以便在将来价格上涨时卖出盈利。相反，预测将来价格下跌的投机者，则会通过在期货市场签立卖出期货合同，期待取得将来价格下跌所带来的利益。

这里存在着两种动机不同的期货市场的参加者，即套期保值者和投机者。如果仅有套期保值者构成的期货市场是难以存在下去的；而仅有投机者组成的市场，则又极有可能招致市场的不稳定。期货市场应该是套期保值者和投机者双方均能自由参加的市场；或者以套期保值者为主，同时也为投机者开辟参加途径的市场。