

期货市场

理论与实务

●王健 编著

○期货市场的产生、形成和作用

○期货交易的对象——期货合约

○期货市场的构成

○期货市场的主要保障制度

○期货市场的价格

○套期保值

○汇率期货交易

○利率期货交易

○股票期货交易

○期权交易

对外经济贸易出版社



期货市场理论与实务

王 健 编著

对外经济贸易大学出版社

(京)新登字 182 号

图书在版编目(CIP)数据

期货市场理论与实务/王健编著. —北京:对外经济贸易大学出版社,1996

ISBN 7-81000-791-2

I. 期… II. 王… III. 期货交易—市场—概论 IV. F713.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 12072 号

对外经济贸易大学出版社

(原对外贸易教育出版社)

社址:北京惠新东街 12 号 邮政编码:100029

北方印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行

850×1168 $1/32$ 12.5 印张 324 千字

1996 年 11 月 北京第 1 版 1996 年 11 月 北京第 1 次印刷

ISBN 7-81000-791-2/F·301 责任编辑:刘传志

印数:0001—5000

定价:16.5 元

序

王健同志从 90 年代初开始研究期货市场,短短几年时间就取得了丰硕成果,这部《期货市场理论与实务》就是其重要成果之一。与目前国内同类出版物比较,本书堪称佳作。的确是后生可畏,可喜可贺。概括起来本书具有如下鲜明特点:

第一,全书体系完整,结构合理。既包含了期货市场这门学科的基本理论和知识,又追踪当前学术发展的最新前沿。演绎阐释,层次结构安排合理,符合教学规律。

第二,作者不是停留在一般现象的表述,而是深思精审达到了一定的理论深度。例如对期货的概念、期货市场与现货市场的关系、期货价格的形成及其运动规律、套期保值、套期保值与投机的关系等等有关期货市场及其运动规律的阐述,作者均能从理论的高度,广征博引,剖析论述,既发扬了我校在这方面的研究传统,又有所创新和突破,这对纠正当前社会上对期货市场的一些误解或偏见,做出了积极的贡献。

第三,作者在写作过程中阅读了大量的资料,掌握了国内外对这个课题的研究动态,难能可贵的是,作者对这些资料能本着实事求是的精神,去芜取精,对一些著名的专家的论点,例如,Working 等,也能批判地予以介绍和评价,提出个人的见解。

第四,实践性比较强。书中除注意原理性的阐述之外,还注意联系实践,特别是外贸实际,其中对套期保值和套利做法的分析,对我国企业如何利用期货市场特别是外经贸企业利用国际期货市场,参与国际期货交易具有较强的指导意义。

尚嫌不足的是,该书对期货市场的作用,尤其是对宏观经济的影

响的剖析和论述稍觉苍白。但作为一部教材,实是瑕不掩瑜,可于将来予以增补,使之更臻完美。

邱年祝

1995年1月9日

前 言

发展规范的期货市场是当前我国经济体制改革中的新课题。在市场经济中期货市场的作用主要表现在两个方面：一是价格发现，二是风险转移。正是由于它在市场经济中所起的重要作用，才使我国在经济体制改革中引入期货市场的交易机制。

从 80 年代末到现在，我国期货市场的发展经历了从理论到实践的过程，其发展是惊人的。据不完全统计，到 1994 年初，冠以“交易所”或“商品交易所”字样的期货交易所全国已达 39 家，其中开业的 34 家；申报国家工商部门要求重新注册的期货经纪公司有 272 家。

但是，在我国期货市场的发展初期，期货交易却经历了几次波折，使我国的期货市场蒙上了一层阴影。在这一发展过程中，尽管一些专家学者对期货市场的运作和做法作了大量的研究和阐述，取得了可喜的成果，但在国内期货市场毕竟是新生事物，国内许多人仍不真正了解期货市场的运作机制，甚至对期货市场的运作存有误解。

1991 年，我担任了对外经济贸易大学研究生“期货市场”课的教学任务，大量阅读了国内外期货市场和期货交易方面的专著和论文，对搜集的资料进行了整理和分析，按照教学需要，编成教案，先后为本校的研究生、本科生、经理班、对外开放班和农科院研究生等进行了多次的讲授。另外，应几家期货经纪公司的邀请对期货经纪公司人员作了多次培训，受到了一致好评。1992 年底，受对外经济贸易大学教材委员会的委托，着手撰写“期货市场”课的教材。

在教学和咨询过程中，笔者发现，中国期货与国外规范期货市场的运作有一定的差距，特别是人们对期货市场的运作存在许多模糊的，甚至是错误的认识。为了进一步认识期货市场的运作机制，澄清

在理论和实践中存在的问题,1994年初,我到北京商品交易所担任“入市代表”,亲自参与了期货交易实践。与此同时,在本校教务处和国际经贸学院的支持下,承担了“期货市场教学实验”和“现代世界期货市场”的课题研究,对国内的几家大的商品交易所和期货经纪公司(如北京商品交易所、郑州商品交易所、苏州商品交易所、上海金属交易所、中国国际期货经纪有限公司、上海物贸商品经纪有限公司等)进行了实地考察。利用在香港讲学之机,对香港期货交易所也进行了考察。

本书就是在此基础上形成的教材。书中突出地介绍现代世界期货市场的主要理论与实践,特别是对国外期货市场运行和发展过程等问题作了客观的概括和总结。本书的目的,一是对国外成熟期货市场理论和实践进行客观的介绍和评价;二是探讨规范期货市场的运作机制和发展规律;三是普及期货市场的理论和实践知识。

因此,本书的内容涉及以下几个主要部分:

1. 期货市场的产生、形成、发展和趋势(第一、十三章);
2. 期货市场的运行机制(第二、三、四章);
3. 期货市场的价格形成机制(第五章,第九、十、十一章部分);
4. 期货交易的做法和交易策略(第六、七、八章,第九、十、十一章部分);
5. 期货市场的价格预测方法(第十四、十五章)。

以上问题是研究期货市场基本理论和实践的核心问题,任何对期货市场进行研究与期货交易实践的人都是不能回避的,本书按照教材的逻辑顺序对以上内容进行了详细的介绍和分析。作者的主要观点和结论是:

1. 期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物,是建立在现货市场基础上的派生市场,期货合约是在现货市场交易活动基础上形成的衍生工具。期货市场的出现弥补了现货市场中存在的不完善性。但期货市场的发展决不可超越现货市场,更不能代替现货市场。

2. 期货市场的运行必须以纯粹的市场经济为条件。这里“纯粹的市场经济”有两层含义：一是指与期货市场运行有关的社会资源(包括商品和金融工具等期货品种)的配置,必须是市场导向的,而非国家垄断或由少数集团控制;二是指法制经济,即期货市场必须建立在规范的基础上,严格按照法规的要求运作,并接受政府行政管理部门和行业管理部门的严密监督和控制。

3. 期货市场本质上属于金融市场,因为期货交易是期货合约的买卖,即与期货合约有关的权利与义务的交易,因此作者不同意用“期货贸易”一词描述期货市场上的交易行为,坚持期货市场应按照金融市场的规范进行管理。期货市场上的实物交割,特别是商品的实物交割,应视为期货交易中多头或空头交易者在期货合约买卖中履行各自权利与义务的一种方式。

4. 在期货市场的运行机制中,清算所是期货市场运行的核心,因为清算所是期货市场运行的财务保障机构。在法律上清算所应该是独立的法人机构,或者由交易所有财力的会员组成,或者由大的金融机构联合组成。它既是期货交易多头者的对方,也是空头者的对方,在期货市场运行中应处于期货交易总负责人的地位。清算所与交易所的关系是在相互制约和相互监督的基础上共同谋求发展。这一点应在期货交易的立法中予以明确。否则,在期货市场中,清算所和交易所只有权利,而没有义务,市场运行的潜在危险并没有消除,市场崩溃随时有可能发生。

5. 期货市场的价格反映现货市场的价格,两个市场的价格应该具有相对稳定的价格关系,期货品种的开发、交易制度的设立,应该充分考虑期货市场和现货市场之间的价格关系。只有在两个市场价格具有相对稳定关系的条件下,套期保值者才能进入期货市场参与交易,否则,期货市场就会演变为一个过度投机的市场。

6. 期货市场的发展趋势是集中和统一。这一趋势贯穿了国际期货市场发展的整个过程。在商品和资本流动比较畅通的地区,期货市

场的集中和统一的趋势就更加明显。从理论上说,期货市场的集中和统一会增加期货市场的流动性,而流动性是期货市场得以发展的重要条件。如果市场没有流动性,那么,套期保值就无法进行,或者套期保值的成本就会相当高昂。如果期货市场排斥了套期保值者,那么,这个市场就是失败的,它既不能起到应起的作用,也对社会没有任何好处,反而会更增加社会的动荡,激化社会矛盾。

7. 国家应对期货市场进行深入的研究,制订规范的法律和可操作的规章制度,建立有效的监督系统,从严管理。特别要指出的是,期货市场的发展和规范与我国经济体制改革的其他方方面面都有关系。如果现货市场中的许多问题没有解决,期货市场的规范化发展是相当困难的。

在期货市场教学实践和本书的写作中,邱年祝教授曾与作者进行多次讨论并给予了悉心的指导,提出了一些极有参考价值的观点和建议,本书初稿完成后,又审定全部书稿。王林生教授也仔细审阅了本书部分内容,提出了许多极有益的指导意见。黎孝先教授对本书的写作给予了许多具体的帮助和鼓励。对外经济贸易大学教材委员会和对外经济贸易大学出版社为本书的出版做了大量的工作。苏金玲女士为本书的出版付出了辛勤的劳动。在此特向他们表示衷心的感谢。

王健

1996年2月于对外经济贸易大学

目 录

第一章 现代期货市场的产生、形成和作用	(1)
第一节 期货市场的产生	(2)
第二节 期货市场的形成	(6)
第三节 期货市场的作用	(13)
第二章 期货交易的对象——期货合约	(18)
第一节 期货合约的概念	(18)
第二节 期货合约的内容及其交易方式	(23)
第三节 期货合约的种类	(32)
第三章 期货市场的构成	(35)
第一节 期货交易所	(35)
第二节 清算所	(41)
第三节 期货交易的参加者	(47)
第四节 期货佣金商	(51)
第四章 期货市场的主要保障制度	(55)
第一节 保证金制度	(55)
第二节 实物交割制度	(61)
第三节 价格制度	(64)
第五章 期货市场的价格	(67)

第一节	期货市场的价格行情表	(67)
第二节	期货市场价格走势	(70)
第三节	期货市场与现货市场的价格关系	(72)
第六章	投机交易	(81)
第一节	投机交易的概念	(81)
第二节	正常投机在期货市场中的作用	(84)
第三节	非正常投机对期货市场的不良影响	(86)
第四节	对期货市场投机的管理	(89)
第七章	套利交易	(91)
第一节	套利交易的含义、原理与作用	(91)
第二节	跨月份套利	(94)
第三节	跨市场套利	(101)
第四节	跨商品套利	(106)
第八章	套期保值	(110)
第一节	套期保值的含义	(110)
第二节	套期保值者的动机	(112)
第三节	套期保值的种类	(114)
第四节	套期保值的做法与一般交易策略	(116)
第五节	进出口商的套期保值策略	(120)
第九章	汇率期货交易	(125)
第一节	汇率期货交易概述	(125)
第二节	汇率期货合约价格的确定	(131)
第三节	汇率期货的套期保值	(138)

第十章 利率期货交易	(145)
第一节 利率期货合约.....	(146)
第二节 短期利率期货合约价格的确定.....	(162)
第三节 中长期利率期货合约价格的确定.....	(171)
第四节 利率期货的套利交易.....	(177)
第五节 利率期货的套期保值.....	(188)
第十一章 股票指数期货交易	(197)
第一节 股票指数的概念及常见股票指数.....	(197)
第二节 股票指数期货合约.....	(206)
第三节 股票指数期货价格的确定.....	(213)
第四节 股票指数期货的套期保值.....	(218)
第十二章 期货合约的期权交易	(223)
第一节 期权交易的基本概念.....	(223)
第二节 期权交易风险与收益的关系.....	(232)
第三节 期权的价格.....	(236)
第四节 期权的主要交易策略.....	(242)
第十三章 现代期货市场的发展	(254)
第一节 70 年代以前:缓慢发展阶段	(254)
第二节 70 年代至 80 年代初:创新发展阶段	(263)
第三节 80 年代以后:国际化发展阶段	(279)
第四节 现代世界期货市场的发展趋势.....	(296)
第十四章 期货市场价格分析方法之一:基本因素分析法 ...	(303)
第一节 基本因素分析法的含义和理论基础.....	(304)
第二节 影响期货市场价格的主要基本因素.....	(307)

第三节	基本因素分析法的局限性.....	(312)
-----	------------------	-------

第十五章	期货市场价格分析方法之二:技术性分析法	(314)
------	---------------------------	-------

第一节	技术性分析法的含义和理论基础.....	(314)
-----	---------------------	-------

第二节	技术性资料分析法.....	(318)
-----	---------------	-------

第三节	条形图分析法.....	(322)
-----	-------------	-------

第四节	点状图分析法.....	(343)
-----	-------------	-------

第五节	移动平均线分析法.....	(357)
-----	---------------	-------

附录:世界主要期货期权市场名录	(364)
-----------------------	-------

主要参考书目

第一章 现代期货市场的 产生、形成和作用

期货交易(Futures Trading)是按一定规章制度进行的期货合约的买卖,期货市场(Futures Market)就是进行期货交易的有组织的市场。期货交易运行所涉及的各种机构及参加者,如期货交易所、清算所、期货佣金商、场内经纪人、投机者和套期保值者等构成了期货市场的基本要素。

期货交易的发展要求完善的市场形态和机制来保障,同时期货市场的形成和发展又促进了期货交易的不断增加和交易范围的扩大。追根溯源,期货交易的发展经历了漫长的历史过程,其产生的最原始动力是商业活动中存在大量的库存风险、资信和价格波动风险。随着商业的发展,人们越来越觉得有必要积累库存,尤其是那些季节性较强的农作物,但是储存商品有很大的财务和价格风险。生产商、加工商和中间商们为了解决这一矛盾,终于发明了远期合同,即用签订远期货物合同的方式来固定购销关系。一旦商人觉得市场价格将会上涨,他就先在市场上签订固定价格的远期货物销售合同,以此来维持购销关系和转嫁货物买卖的价格波动风险。但是,随着交易量的日益增多,市场价格波动使交易风险越来越大,远期合同的局限性渐渐地暴露了出来。远期合同的购销关系并不稳定,在价格波动极为剧烈的情况下,撕毁合同或拒绝履约的情况屡见不鲜。现货市场(Cash Market),或者也可称为实物市场(Physical Market)在一定程度上已经无法解决它自身存在的不稳定性,从而产生了标准化的期货合约,以及为期货合约进行统一清算和结算的机构。正是这一演变,为期货市场的真正形成奠定了基础。

第一节 期货市场的产生

一、中央交易场所

如果追溯期货交易的源头,不难发现,它与商业活动的历史一样悠久。在公元前的古希腊罗马时代,人们为了从事商品交易,千里迢迢不辞辛苦地从四面八方聚集到腓尼基、罗马、希腊和拜占庭帝国的中央交易场所。当时这些中央交易场所已成为西方古老文明经济发展的中心。尽管当时的交易大多数都是在易货或“一手交货、一手交钱”的基础上达成的,但当时希腊和罗马的中央交易场所已经显示了期货市场的某些特点,如在固定场所、按固定时间进行交易等。随着罗马帝国的衰落,自给自足的封建制度使不同地区间的商品交换日益萧条。到中世纪初期,仅法国南部和意大利的几个中央交易场所保持着与远东地区的贸易联系。

关于古罗马中央交易场所,贝伊尔和萨克松在他们所著的《商品交易所和期货交易》一书中^①作了具体的描述:“在罗马帝国统治的全盛时期,在沿海和内陆共有 19 个……交易市场专门从事某些特定商品的分拨和批发,许多商品是由马车商队和海上舰队从遥远的地方运来的。”

二、中世纪集市交易

正如期货交易起源于欧洲一样,现代期货交易的某些规则产生于欧洲的集市交易。中世纪,欧洲的经济和政治日趋稳定,到 12 世纪,两大集市交易中心开始在欧洲繁荣。一处以意大利北部的威尼斯、佛罗伦萨、比萨、米兰等城市为中心,该市场主要吸引远东地区的商人做丝绸、贵金属、香水等商品的交易;另一处以北欧的佛兰德斯

^① 参见 J. B. Bear and O. G. Saxon: *Commodity Exchange and Futures Trading* (New York: Harper & Brothers, 1947), P4.

地区(今天的荷兰和比利时)为中心,主要是与英国商人进行纺织品和羊毛的交易。这些集市刺激了商业活动,并成为欧洲国际商品交流的主要中心场所。交易者除了意大利和佛兰德斯商人之外,有的来自英国,有的来自斯堪的纳维亚,有的甚至不远千里从俄国赶来。这时期意大利的交易市场形成了一系列规则和制度,如为交易者提供保障制度、货币兑换以及仓储的便利;每次集市的最后几天是交易者付款、结帐的日子;由于交易者来自不同的国家,彼此有着不同的文化背景,所以在帐户的登记上经常发生争议,为此,颁布了一部商业法典,该法典的名称为“商人法”(Law Merchant),任何交易者如违反这部商法的规则便会被送上集市法庭。法庭的成员全部由商人自己充当。

这部商业法典在合同条款、样品的抽取、检验、商品分级方法、交货地点以及交货时间上都作了规定。实际上它所起的作用与现代商品交易所的交易规则极为相似。集市法庭解决交易争议的方法实际上就是最早的仲裁制度。

中世纪集市交易的另一大突破就是远期合同的使用,或者也可称为路货交易(To-arrive Trading)。由于当时交通不便、运输缓慢,商人们为了能争取时间,尽快将手中的货物出售或转售,更愿意拿着商品到集市上洽谈生意。买卖双方通过样品达成交易之后,卖方就给买方一份称作“集市买卖证明书”(Lettre de faire)的凭据。其中规定在未来某一时间交付规定商品,并附有声誉极佳商人的签字,以证实确有合同商品已存入仓库,或已在路途。这种集市买卖证明书被商人们广泛认可,并可流通转让。货物实际交割前往往几经易手。这与现代商品期货合约的交易有很多相似之处,但最大的不同是,远期合同是在封闭的市场中私下达成的,且条款是非标准化的。

综上所述,中世纪集市交易的仲裁制度、自我管理原则和交易方式的形成为现代期货市场的产生奠定了坚实的基础。

三、英国商品交易所的出现

中世纪欧洲集市交易逐渐向北发展。不久,英国创立了几个常年运营的交易场所。交易者聚集在这些交易场所买卖初级产品和制成品。1570年在伦敦出现了正式以“交易所”命名的交易场所——伦敦皇家交易所(London Royal Exchange)。这是世界上第一个以“交易所”命名的交易场所。皇家交易所后来被分为数个专业化交易所,统称为伦敦商品交易所。

虽然16世纪已经出现了所谓的交易所,但是其功能只不过是商人们聚集起来交流信息、买卖一般商品的场所,而大量使用远期合同的交易方式是在19世纪的棉花和谷物交易中。^①当时欧洲棉花和谷物的商人主要从美国进口这些商品,他们在进口时通常要冒很大的价格变动风险,货物从美国由他们的代理人运出后,一直到货物抵达口岸并在欧洲大陆最终出售,这一段时间一般要经过数月,一旦遇到市价下跌,他们就损失惨重。为了能够缩短承担风险的时间,争取避免或减少损失,欧洲的一些进口商在货物已经装运时就安排采购代理先将货物详细情况及样品用快速帆船运回,而实际货物却晚些时候才能到达。这样进口商可以先以样品为根据,签订远期合同将货物转售。由于远期合同的广泛采用,英国的利物浦成立了最早的有组织的路货市场(To-arrive Market),当交易量逐渐上升后,许多投机商和经纪人也参加了交易。

1866年,跨洋电报服务首次开通,利物浦一名叫约翰·陆的棉花进口商想出了减少价格波动风险的办法,他让美国的采购代理商将棉花的购买情况及时通过电报向他汇报,然后根据购买数量先在利物浦卖出相等数量的棉花,即使价格下跌,他也不会遭受任何损失。不久,其它许多进口商纷纷仿效这种作法,因此,远期合同的交易

^① 参见 *The Business One Irwin guide To the Futures Markets*. (Stanley Kroll and Michael J. Paulenoff, 1993)P5.