



期货市场研究丛书

中国期货市场运行机制

李经谋 童宛生 主编



中国财政经济出版社



期货市场研究丛书

中国 期货市场运行机制

李经谋 童宛生 主 编
胡俞越 王献立 副主编

中国财政经济出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

中国期货市场运行机制 / 李经谋, 童宛生主编. —北京: 中国
财政经济出版社, 1997.8

(期货市场研究丛书)

ISBN 7-5005-3461-2

I. 中… II. ①李… ②童… III. 期货交易—市场—研究
—中国 IV. F723

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 12178 号

中国财政经济出版社出版

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.625 印张 254 000 字

1997 年 9 月第 1 版 1997 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3 550 定价: 25.00 元

ISBN 7-5005-3461-2 / F · 3201

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

114



期货市场研究丛书

编纂委员会

顾问（按姓氏笔划为序）：

萧灼基 北京大学教授

董辅初 全国人大财经委副主任 教授

戴园晨 中国社科院经济研究所研究员

杰弗利·威廉斯 美国斯坦福大学粮食研究所所长

安妮·派克 美国斯坦福大学人文学院主任

主任：李经谋

副主任：李守堂 韦培新 程晓滨 王献立

委员（按姓氏笔划为序）：韦培新 王献立

李守堂 李经谋 陶珩 童宛生 程晓滨



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

董辅初

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作出了许多贡献。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，以饕广大读者。

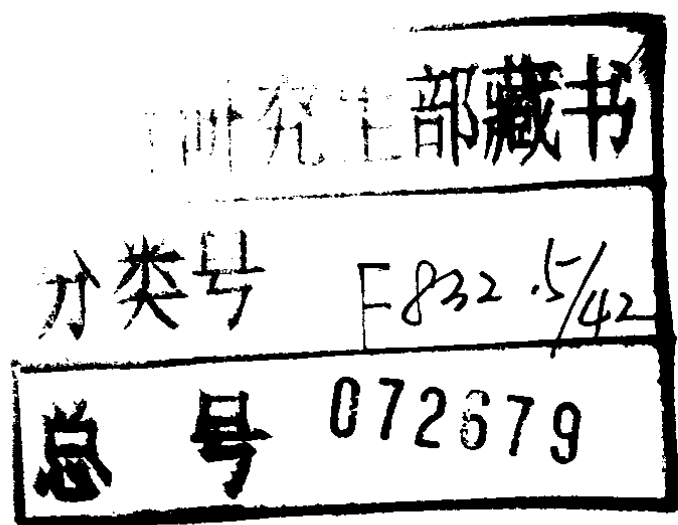
1997年6月



072679

第一章

农产品期货市场



1.1

期货市场概述

1.1.1 期货市场的涵义

自世界上第一家期货交易所成立 140 多年来，国内外对期货市场的涵义众说纷纭，尚无定论。

《新帕尔格雷夫经济学辞典》认为：“远期合同交易是发生于两个当事人之间的、详细商定合同条款，并在未来某个确定时间交货的交易行为。而期货市场的特殊性则在于其所买卖的却是标准化的、交易成本最小的、市场流动性最强的期货合约。这种期货合约的特殊性还在于它在合约到期前可以进行多次转手买卖，这是其与远期合同交易的最大差别……期货市场的功能还在于其有助于分散和减少市场风险，促进有关信息的收集和传播。虽然远期合同交易市场也可以提供相似的分散市场风险的机会，但期

期货市场含义的。世界银行的研究报告着重介绍了期货市场交易的期货合约的特点及期货市场不能取代现货市场的原因。国内学者的定义比较严格、简练且全面，本文同意这一定义。

总之，期货市场是期货合约和期权合约交换关系的总和。它包括期货交易和期权交易市场，在空间上表现为组织期货、期权交易的场所。按交易对象，期货市场分为商品期货市场和金融期货市场。农产品期货市场是商品期货市场的一种，也是整个期货市场中最古老的一种。

期货合约，是期货市场交易的对象。它是在交易所达成的、具有法律效力的标准化契约，其货物质量、等级、数量、交割时间与地点等都是—定的，唯一可变的是价格。期货合约是上市商品的所有权凭证。上市商品必须具备大宗生产销售、可贮藏、品质可明确划分、价格波幅较大等条件，并非所有的商品都可进行期货交易。

期权，又叫期货合约选择权，它与期货交易是密切结合的。在期权交易中，期权合约的买方支付权利金后。在一定时间内拥有以一定履约价格出售或购买一定数量的期货合约的权利，但并不承担必须出售或购买的义务，期权合约的卖方则必须执行买方的要求。期权分为看涨期权和看跌期权。看涨期权是购买者预期某商品期货合约价格将呈上涨趋势，所以付一定的权利金购买一定时期内按某一履约价格买进一定数量期货合约的权利。看跌期权是购买者预期某商品期货合约价格将呈下降趋势，所以付一定权利金购买在一定时期内以某一履约价格卖出一定数量期货合约的权利。

期货市场与现货市场共同构成完整的市场体系。正确认识两者的关系，是把握期货市场涵义的关键。

我们将以实现实际商品所有权转移为最终目的的交易行为称

为现货交易，其总和构成现货市场。现货交易又分为即期交易和远期交易。即期交易是在特定时点完成全部交换过程的交易行为。远期交易是以合同形式进行的在未来某个时间交收实物的交易行为，它将交易过程由一个时点拉长到一个时段，实现了生产经营风险从生产领域向流通领域的部分转移。但现货市场流通领域风险最终会通过滞后的价格信息波及生产领域。远期合同的非标准化，使之难以转让，常常面临违约风险。这从我国的三角债可窥一斑。

与现货市场相比，期货市场的交易行为不以交收实际物品为目的，而是通过标准化期货合约的买卖以获取差价来规避风险或投机赢利。形式上，它有些类似于标准化了的远期合同的交易，但实质上已有了质的变化。期货市场是对现货市场价格波动和合同违约两种风险的反应。我们说远期交易使现货经营风险从生产领域转向了流通领域，期货交易则使风险从现货生产经营转向了大量的投机者，实现了经营风险的再次转移，并且产生了指导生产经营的正确的未来价格信息，弥补了现货市场的缺憾。

可见，现货市场是期货市场的基础，期货市场是在其基础上发展起来并服务于它的。两者在交易对象、目的及功能上存在差别，从价格走势角度考察，现货市场与期货市场反映了价格形成与价格发现之间的关系：现货市场是基石，期货市场是灯塔，二者的“合力”积极反作用于社会主义再生产。

1.1.2 期货市场的运作机制

仓储价格理论是期货理论的核心内容。它认为，期货价格为现货价格加上仓储费用。现货与期货价格之差称为基差。仓储费用是现货价格之外影响期货价格的决定性因素。由于影响现货市场变动的因素也会对期货市场发生基本相同的影响。现货与期货

价格走势基本一致。随着期货合约交割日临近，仓储费用日趋减少，现货与期货价格会趋同。我们称之为期货价格与现货价格的趋同性，它是交易者通过现货与期货两个市场同时反向操作，以一个市场盈亏抵挡另一市场亏盈进行套期保值的基础，也是期货市场存在的基础。

一般情况下，商品仓储时间越长，仓储费用越高。远期期货价格高于近期期货价格，后者又高于现货市场价格。我们称这种市况为正向市场，其中，不同月份合约的价差表示不同的持有成本。相反，现货价格高于近期期货价格，后者又高于远期期货市场的市况称为反向市场，它表明现货供求因素造成的价格涨幅超过了期货商品的仓储费用。

对冲，就是交易者可以通过建立与持仓合约数量相等、方向相反的部位，以了结交易，从而避免实货交割的行为。自从1865年芝加哥期货交易所的标准化合约出现以来，对冲就已成为期货交易最具特色的原则，它是套期保值者和投机者得以自由进出市场的最根本保证，使期货市场流动性极大，现代结算制度更是为对冲的随时进行提供了制度保证。现代期货市场实物交割率一般在1%左右，甚至更低。

期货市场的正常运行及其弥补现货市场缺陷的特殊作用的发挥，主要依赖于一套完整严密的基本制度。

会员制度。它分为产权会员制和交易会员制，我国目前大都实行交易会员制。交易所的会员席位是有限的，只有符合国家期货市场监管部门和各交易所资格要求，经严格审核的交易者才可直接进场交易，非会员必须由会员代理交易。会员制度是通过在交易之前对会员资金和资信条件严格把关而实现的一项重要风险防范措施，是期货交易健康进行的前提。

期货交易过程中的基本制度主要包括资金和价格两方面。它

们共同作用，控制期货交易过程中的风险。

资金方面有保证金制和每日结算制。保证金制是期货交易的履约保证。保证金一般相当于成交额的 5%—10% 左右，它分为初始保证金和追加保证金。初始保证金是按成交额核定的。当初始保证金减低到维持保证金水平时，交易者必须在下一交易日前补足至初始保证金水平，补交部分称追加保证金。期货交易者必须交纳保证金，会员对交易所，非会员对会员经纪公司交纳，层层分流市场风险。交易所一般根据两个因素确定保证金水平，即成交额和价格波动幅度。每日结算制又称逐日盯市，指每个交易日结束后，结算部门根据当日结算价格与成交价格计算每位交易者的盈亏，及时了结债权债务。亏损者必须在下一交易日开市前追加保证金，否则将被停止交易或强行平仓。

保证金制是一把双刃剑。它的杠杆效应使得期货交易具有高度风险性；同时，它又与每日结算制共同保证期货市场的无负债交易。二者是期货市场风险管理的重要手段。

价格制度方面有公开叫价、价幅和头寸限制、大户申报等制度。公开叫价制指期货价格遵循“时间优先、价格优先”的原则，由交易者公开、平等竞争而形成。价幅限制，指交易所规定每个交易日价格上下波动的限度，并可根据市场风险水平进行调整。头寸限制，指交易所规定每个交易者，尤其是投机者分品种最多可持有某种期货合约的数量。大户申报制度，指会员，特别是持仓量大的会员，必须按规定如实向交易所报告交易及其他有关情况，以便交易所及时掌握市场动态，消除风险隐患。这几项制度是防止大户操纵市场的得力手段。它们相互联系，具有很强的连动性。

会员制度、资金制度和价格制度密切相关，互为保证，共同保证期货交易的正常进行。

1.1.3 期货市场的经济功能和农产品期货市场的作用

期货市场的交易活动分为套期保值和投机。

套期保值是交易者将现货市场与期货市场结合起来进行的一种市场活动。商品的生产经营者在期货市场上买进或卖出与现货交易品种数量相等，方向相反的期货合约，以期在未来某一时间通过对冲期货合约而补偿因现货市场价格变动造成的价格风险。它实施的基础在于现货市场与期货市场价格变动的趋同性；其动机是转移或减少现货市场的价格风险，保障生产经营活动顺利进行。

投机，它是交易者在认为能够预测到期货合约价格未来走势的情况下，按照期货市场法定规则，为在将来某个时间通过再卖出或买入获取利润，而在现在买入或卖出期货合约的商业投资行为。它是一种承担价格风险，追求风险收益的市场活动。投机者承担了套期保值者转移出去的价格风险，增大了市场的流动性。

期货市场横跨交换、分配两大环节。首先，套期保值和投机都是通过期货合约所有权反复交换实现的。期货市场是期货合约这一特殊商品交换关系的总和。同时，由于期货市场并不是“零交割”，实物交割部分其实是现货市场的交换行为。作为一种市场组织形式，期货市场属于交换环节。其次，期货市场又涉及分配环节，这是它的独特之处。投机者承担了套期保值者转移的市场风险，这实质上是社会剩余资本在套期保值者与投机者及投机者之间的再分配。标准化期货合约的交换是这种再分配实现的前提，后者又刺激了前者的活跃进行。

期货市场横跨交换、分配两大环节，从而具备了回避危险和发现价格两个经济功能。

首先，社会剩余资本在套期保值者与投机者之间的再分配保

证了现货生产经营者顺利转移、分散现货市场的价格风险，锁定生产经营成本，促进生产经营活动的正常开展。同时，也使每次交易当事人面临的风险分散化，化解了期货市场部分巨大的风险。期货市场回避风险的功能提高了生产经营者抵抗现货市场风险的能力，有利于社会再生产和现货市场的完善与发展。其次，期货市场聚集了大量的套期保值者和投机者，最大量地集中了各种政治经济信息。期货合约“没有商品的物理运动”的交换行为，实质上反映出不同交易者的供求意愿和价格预测，影响价格的各种因素的大小、强弱，均通过期货价格的变化得到充分体现。在这种信息高度集中、市场充分流动基础上形成的期货价格，能够反映上市商品的未来供求状况，成为指导生产经营活动的合理预期价格信息。期货市场发现价格功能在相当程度上弥补了现货市场交易分散、竞争不完全、信息不充分等造成的价格信息滞后和有时误导生产经营活动的缺陷，有助于市场价格体系的完善。

规范化的农产品期货市场同样横跨交换、分配两大环节，同样具有回避风险、发现价格两大基本经济功能，对社会再生产，尤其是农业生产，具有积极的反作用。

首先，农产品期货市场是解决我国“耕者保其利”社会难题的有效途径。由于农业生产面临自然界和市场的双重风险，农民的收益无法保证，这严重影响了农业生产者的积极性。通过在农产品期货市场进行套期保值交易，使非农业生产领域的部分社会剩余资金转向农业生产领域，从而回避、分散农产品现货市场价格风险，确保耕者获其利，刺激农民的生产积极性。

其次，农产品期货市场为农业生产经营提供了较准确的远期价格指导信息，减少了生产的盲目性。期货市场“输进的是价格，产出的是信息”，科学地反映了未来农产品供求的价格信息，这对生产周期长、生产结构调整较其他行业更困难的农业生

产，尤为重要。它对减缓我国农产品“买难”与“卖难”的恶性循环有重大意义。

再次，农产品期货市场的实物交割减少了社会交易成本，也使农民免遭“卖粮难”与“白条”之苦。农产品期货市场的实物交割率虽然非常低，但实际交割数量仍相当可观。期货市场严密的保证金制度、结算制度和实物交割制度有效地杜绝了实物交割中违约现象的发生，保证了供求双方生产经营计划的正常实施。同时，期货合约到期前，所有权与实物完全相分离的充分流动，减少了现货市场物流随商流反复流动造成的交易成本增加和社会运输负担的加重。

1.2

发展中的我国农产品期货市场

1.2.1 改革开放与我国农产品期货市场的兴起

党的十一届三中全会以来，我国推行了以家庭联产承包责任制为核心的一系列农村改革，大大推动了农业经济的发展。

80年代，我国农业生产有很大发展。粮食总产量跨过3.5亿吨和4亿吨两个台阶，到1990年接近4.5亿吨，已基本解决了我国粮食自给问题。目前，我国农业正处在阶段性变化时期，从供给制约到需求制约，以总量矛盾为主转向以结构矛盾为主，这是农产品供求格局的历史性变化。因此，农产品市场的发育成为必然。1990年较1980年，国内粮食商品供给量增长128.3%，商品率达到35.7%，较1980年增加13%。这表明，我国粮食生产正在向商品生产转化。1985年以后，国家放开各

种所有制商业企业，允许商贩经营粮食，农产品现货市场开始发育。多层次、多渠道、多形式、多经济成分的农产品现货市场流通体系，对消化农民剩余产品、调节市场供求、促进农业生产起到了积极作用，也为更高级的市场组织形式的产生奠定了基础。

农业生产要面对自然灾害和市场价格波动的双重风险，自我保护能力差。近十年来，我国农产品市场价格大幅度波动，“买难”与“卖难”相互交替，农民增产不增收，严重影响了农民生产积极性，个别地区甚至出现了抛荒现象。近几年来，我国农业生产徘徊不前，成为国民经济中最薄弱的环节。

农业问题的原因之一，是缺乏指导农业生产的科学可靠的远期价格信息。在社会主义市场经济条件下，市场是资源配置的基础，价格是优化资源配置的最重要的手段。对于生产周期长、受自然因素制约大的农业生产来说，正确的价格信号尤为重要。在只有现货市场的条件下，农民只能根据上一年度的价格制订本年的生产计划。分散的农户种植意向的高度趋同性，会使供求严重失衡、价格大幅波动。这是由于农产品现货市场价格信息滞后的缺陷造成的。

原因之二，是缺乏切实保障农民利益，分散风险的市场工具。获得经营自主权的农民必然走向市场，政府相应的配套措施又没有跟上。小规模分散经营的农户面对市场风险，毫无防范能力，在生产中获得的自主权，又在市场中丢失殆尽。一方面农民需要组织起来；另一方面，迫切需要有能够回避市场风险，保障切身利益的市场工具。

原因之三，是缺乏既能减轻政府财政负担，又能保护农业生产的市场工具。我国经济水平还比较低，国家财力有限，无力完全实现政府对农业的支持政策；而农业的弱质性及其它在国民经济中的基础地位，又决定它必须大力发展。因此，必须寻找一条