

话说投资丛书

主 编：陈东琪 张平义 解书森

期货 胜算



祝合良 著

中华工商联合出版社

期货胜算

祝合良 著

中华工商联合出版社

责任编辑：俊杰、王玉璋

封面设计：敖凌宇

图书在版编目(CIP)数据

期货胜算/祝合良著. —北京:中华工商联合出版社,
1997.1

(话说投资丛书/陈东琪等主编)

ISBN 7-80100-222-9

I. 期… I. 祝… III. 期货交易-基本知识 N.F713.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 25103 号

中华工商联合出版社 出版、发行

北京市东直门外新中街 11 号

邮编: 100027 电话: 64153909

北京市朝阳区科普印刷厂印刷

新华书店总经销

850×1168 毫米 1/32 印张 7.5 180 千字
1997 年 1 月第 1 版 1997 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 7-80100-222-9/F·63

定 价: 16.00 元

《话说投资》丛书顾问及 编委会成员

顾 问：刘国光 刘鸿儒 张镜源 桓玉珊 肖 寒
周 杰 高运甲 徐 杰 戴园晨

编委会主任：陈 耕 郭道夫

编委会副主任：赵 扬 马利生 翟志敏 杜景山

主 编：陈东琪 张平义 解书森

编 委：（按姓氏笔划为序）

马利生	王 丽	杜景山	李舒娅
李广菊	陈 耕	陈东琪	张平义
和颐昭	赵 扬	郑功伦	俞新根
郭道夫	翟志敏	解书森	

丛书总序

刘国光

东琪等同志要我为中国社会科学院投资研究中心组织编写的《话说投资》丛书写一个序，这是一件很有意义的事。最近几月，我在美国斯坦福大学研究讲学，有时也思考与投融资有关的问题，藉此机会，谈几点想法。

以往我们的投融资体制高度集中，投融资项目和方向的选择，全社会资金总量在不同地区、不同产业、不同行业的分布，都由自上而下的指令性计划决定，社会投融资活动宏观化，主体单元化，渠道也十分单一，微观经济主体在投资什么、投资多少等方面缺乏自主抉择的权力。这样一个投融资体制的缺陷，主要是权、责、利不明确，不对称，投融资的责任和风险都集中到政府身上，企业没有追求高投资回报的积极性。其结果，一方面是各地、各企业的预算约束软化，大家都到中央来争投融资项目，不断要求铺新的基建摊子，投资饥渴导致永不满足的投资冲动和投资要求，最终引起投资需求膨胀；另一方面，由于投融资过程中当事人不承担直接的责任和风险，不是自负盈亏，没有激励机制，所以，长期以来投融资效果很低。从1953年搞计划算起，到改革以前的1978年，我们

的增长速度不低，老百姓的消费水平提高并不快，“经济剩余”几乎全都用于投资，但是，有效供给形成的能力并未明显提高。现在回过头来看，前 25 年我国投融资中的主要问题，并不是数量不足，而是结构不当和效率太低，这里的关键又在投融资体制不合理。

近 18 年来，我们在投融资体制上作了一些改革。原来一些宏观层面决定的投融资活动变成微观层面的行为，投融资主体和渠道多元化，选择多样化，当事人基本上有了投融资决策的自主权，权、责、利之间的对称机制有了一定程度的发展。应该看到，改革后的投融资结构和效果有了明显的改善，投融资市场的供求平衡性能有了相应提高。但是，与发展社会主义市场经济的要求相比，我国目前的投融资体制还存在一些问题。其中的主要问题，一是“以间接融资为主，直接融资为辅”的体制，不适应市场经济对资金的高流动性，降低银行的经营风险，使投资者直接接受资金所有者的选择、监督和约束，在投融资者之间建立竞争机制的要求；二是直接投资者特别是国有企业的预算约束还是软的，在直接融资市场，资金所有者的钱放出去以后没有安全保障；三是可供资金所有者作为投资领域的市场，不仅规模很小，资金进出不自由，而且运作规则不健全，价格信号也不很真实，从而增加了资金所有者的投资选择难度，不利于全社会资金使用效率水平的整体提高。随着国民经济和城乡居民收入增长加快，全社会边际消费倾向下降、边际储蓄倾向提高，居民多元化投资意愿增强，以及市场经济的发展要求

在所有企业之间营造一个机会均等的竞争环境，上述问题越来越显得突出，需要尽快研究解决。

90年代初特别是1996年以来，我们加快了投融资体制改革步伐。其办法，一是改革银行制度，使原来单一国家垄断的银行体系逐步走向多元化，改进调节和服务手段，不断进行金融创新，加快利率市场化进程；二是有计划、有步骤地发展期货、房地产和企业并购在内的产权市场，扩展投融资对象，在增加新投资的同时盘活资本存量，提高资金的流动性；三是大力发展资本市场，适度加快发展包括股票、基金、债券在内的证券市场等。

发展资本市场是发展社会主义市场经济的基本课题。目前，这个题目还刚刚破题，今后还要做更大、更多的文章。这是因为，从企业的资金来源来看，现在主要靠间接融资，靠银行，特别是靠国家银行。在目前近5万亿元国家银行贷款中的70%贷给预算约束软化的国有企业的情况下，这种间接融资为主的融资机制，将风险都压到了银行身上，压到了政府身上。如果扩展证券市场，可以使风险分散化。证券市场不仅是一个筹资场所，而且承担着资产重组、收购兼并和结构调整的任务，它的发展将推动国有企业的创新。此外，它还可以通过及时的价格评价，引导资源实现有效配置。

目前，我国证券市场规模还比较小，其市场总额占国民生产总值比重的10%左右，香港、马来西亚、新加坡都在200%以上，泰国超过了100%，印尼和韩国也在30—50%之间。到1995年底，我国国债余额和企业债券分别

为 5000 亿元和 2500 亿元，二者加起来只有同期 5.7 万亿 GNP 的 13.2%，而美国仅国债占 GNP 的份额就达到了 60% 左右。“八五”期间，我国储蓄存款每年以 4500 亿元的幅度增长，平均增长率 33%，而 1993—1996 年每年通过股票融资平均在 150 亿元左右，只占三分之一。到 1996 年底，全国城乡居民的个人金融资产可能达到 5 万亿元，约为同期国民生产总值的 80% 左右。为了推动我国融资机制向“直接融资为主、间接融资为辅”的方向转变，减轻银行的压力和风险，改善企业的投资使用效果，提高资金流动性，实现动态化资产重组，优化资本结构，国家采取适度加快证券市场发展的政策，无疑是很重要的。但是，这个加快发展不能脱离我国国民经济运行的实际需要，不应该使经济泡沫化。在市场规则还不健全、法律还不很完备的背景下，既要强调加快发展，又要强调建立规范、监管、自律的机制。不仅证券市场是这样，期货、房地产、企业产权交易以及外汇市场也是这样。改革和发展都要走稳中求进的路，不能急躁，不能搞大跃进。搞大跃进已有过教训，我们应该牢牢记取。

随着我国资本市场的建立和逐步完善，投资主体多元化和投资方式多样化已经成为社会经济生活的重要内容。与之相应，广大投资者、投资管理者及关心这一领域的各界人士对言之有物的相关书籍具有迫切的需求。为此，《话说投资》丛书编委会组织了一批在海内外专修投资理论与实务的博士编写了《话说投资》丛书。丛书共六册，包括《股市圣经》、《基金实战》、《期货胜算》、《汇市

纵横》、《企业并购谋略》、《房地产经纬》，基本覆盖了股票、证券、基金、房地产、期货、企业并购、汇率等整个投资领域。这套丛书力求突出高品位，坚持权威性、知识性、可读性、可操作性。与国内已出版的同类书籍比较，信息量更大，更贴近国内外经济生活。我希望它能成为投资者、投资管理者不可多得的良师益友，并在今后的再版中不断修改，日臻完善。

是为序。

1996. 11. 20
于美国斯坦福大学

一、期货交易的由来

期货交易由来已久。关于它的起源，曾有各种各样的传说。有人认为，日本 17 世纪便开始了世界上最早的大米期货交易；也有人认为比利时 13 世纪就开始进行了最早的期货交易；更有甚者认为，古希腊时期便有了期货交易的萌芽。但对照当代期货交易的特征，绝大多数人认为，真正意义上的现代期货交易是 1848 年美国芝加哥谷物交易所（现名芝加哥期货交易所，简称 CBOT）成立以后的事。因此，期货交易至今约有 150 年的时间。

严格地讲，1848 年芝加哥谷物交易所成立之时，首先进行的也只是农产品远期合同交易，而未开始期货交易。直至 1865 年该交易所推出世间第一份标准化农产品期货合约之时，才开始真正的期货交易。同年该交易所首次采用了期货交易独特的保证金交易制度之后，期货交易逐步走上了规范化的道路。但期货交易走向成熟，则是该交易所于 1883 年成立期货结算机构之后才有的事。

为什么期货交易会于 19 世纪中期在美国的芝加哥首先得以产生呢？这里有多方面的原因。

一是由芝加哥具有得天独厚的地理位置和战略地位决定的。芝加哥位于美国的中西部地区，背靠密执安大湖，毗邻盛产农产品的中西部平原。因而有较好的水运条件和谷物集散条件。

二是由农产品具有很强的季节性，容易形成季节性的供求矛盾和价格波动造成的。当时的芝加哥常常是在农产品收获季节，因

所有农产品同时上市，供大于求，价格大跌，农场主被迫降价销售，有时降价后仍销售不出去；而在农产品非收获季节或年景不好的时候，因供给不足，又造成价格大幅度上涨，给农产品加工商和城镇居民生活带来了麻烦。同时，由于当时仓库稀缺，运输不发达，因而不能在时间上缓解这种供求上的矛盾，这又进一步加剧了价格的波动。为此，需要寻找有效的解决途径。于是，农场主、农产品贸易商与加工商等开始在传统的即期现货交易的基础上采用了远期合同交易方式进行商品交换，以稳定货源、稳定销路和缓解价格波动的风险。

远期合同交易，即买卖双方通过签订远期合同以规定在未来某一时期进行实物商品交割的这种贸易方式，可以有效地克服传统的一手交钱，一手交货的即期现货交易的不足，如可避免即期现货交易随意性大、供求关系不稳定、价格波动大等缺陷，以达到稳定供需关系与缓解价格波动风险的目的。但远期合同交易仍存有不足。因为它是一种“先物交易”，是在实物商品交割前买卖双方通过签订合同来进行的。但在合同到期之前，由于众多因素的影响，可能会形成一方不能交货、一方无力交款，或一方不愿交货、一方不愿交款的情况。如农产品歉收，农场主便可能不能按合同上规定的数额交货或不愿按原先签订合同时比较低的价格交货。如果此种情形一旦发生，远期合同如同虚设，交易双方就要发生纠纷。这样看来，远期合同交易仍然不能最终有效地解决供需矛盾和价格波动问题，从而要求有新的贸易方式产生。经过不断探索，这种新的贸易方式就是期货贸易。

三是由于 1848 年芝加哥发生了一系列重大有利事件促成的。这些重大事件是：（一）芝加哥第一次接通了电报；（二）伊利诺—密执安运河开通使用成功；（三）以蒸汽为动力的大型谷物提升机建成并使用；（四）运送小麦的铁路延伸至芝加哥；（五）第一艘远洋巨轮驶进了芝加哥。由于这一系列重大事件的发生，有利

地解决了芝加哥向前发展所存在的通信、运输和装卸问题。

在上述诸因素的促动下，1848年82位美国商人在芝加哥所在地发起并成立了芝加哥谷物交易所。由于一时的条件，刚开始还是进行谷物远期合同交易，接着很快进行了标准化合约的期货交易。这就是期货交易最初的来历。由于芝加哥谷物期货交易的成功，很快带动了期货交易在其他地方和其他领域的发展。

二、期货交易的发展

自 1848 年成立的芝加哥谷物交易所开创期货交易的先河以来，期货交易发展至今已形成相当大的规模，并拓展到世界各地。纵观具有约 150 年历史的期货交易的发展历程，我们可以看出，期货交易在如下方面取得了重大发展。

交易的品种大为增加

期货交易的上市品种，最初集中在少数农产品期货上。但到本世纪 30 年代以后，那些广泛应用于工业领域的基础原材料等初级产品，如金属产品，也大步进入期货交易的行列。尤其是本世纪 70 年代以后，由于世界经济环境的急剧变动，特别是固定汇率制度的瓦解与浮动汇率制度的确立，以及两次世界石油危机的爆发，导致了具有很大风险的金融产品和能源产品被积极地引入到期货交易中来，从而大大扩展了期货交易的对象。如今，世界期货交易的品种已形成了三大类一百多个品种。第一大类是农产品与畜产品类，主要有小麦、玉米、大豆、大米、红小豆、燕麦、豆油、棉花、生丝、活畜等；第二大类是金属与能源工业品类，主要有黄金、白金、白银、铜、铝、铅、锌、锡、镍、生铁、钢材、石油、天然橡胶等；第三大类是金融产品类，主要有利率、汇率、股票指数期货等。在这三大类期货品种中，由于金融期货所具有的特性，使得金融期货的发展速度大大超过其他种类的期货商品

交易，成为当今世界期货交易的主流。以期货市场最发达的美国为例，在目前最活跃的 17 个期货品种中，金融商品占了 11 个，其交易额占整个交易额的 70% 以上。又如世界排行第一的芝加哥期货交易所，1994 年总成交量中，金融期货占 84%。

交易的空间大为扩展

期货交易最初产生于美国的芝加哥，如今不仅在全美各地已拥有 24 家期货交易所，其中有影响的达 11 家，而且还延伸到世界各地。目前全球共设有 100 多家期货交易所，分布在世界五大洲。其中以美、欧数量最多，规模最大，交易也最发达。从总体上看，期货交易所的增加，主要在本世纪 80 年代以后，尤以欧、亚两大洲最为明显，大多数交易所都是 80 年代中期发展起来的。90 年代以来，一些正经历由计划经济向市场经济转变的国家，如中国，俄罗斯等也纷纷建立了一大批期货交易所。以中国为例，最多时竟发展到多达 50 余家，目前正式批准试点的交易所有 15 家。以经济发展落后于世而闻名的非洲，近年也组建了期货交易所，如南非 1995 年建立了农产品期货交易所。可以说，期货交易的空间已延伸到世界各地。

交易的规模日益扩大

随着期货交易品种的不断增多与交易空间范围的不断延伸，以及期货交易的功能和作用日益被人们所认识，从事期货交易的人员日益壮大，投资者对期货市场的兴趣日益浓厚等因素，导致期货交易的规模日益扩大。据统计，1995 年 1—9 月，世界期货交易总量达 11.61 亿份合约，比上年同期上升 5.8%。由于各合约面值不一，交易金额不便统计，不过我们可以从某些交易所的交易

额中看出期货交易的规模是何等巨大。据统计,1992年芝加哥所在地四大交易所两大期货交易所,一个期权交易所,一个证券交易所)共成交金额达200万亿美元之巨。又如,一直是世界排名第一的芝加哥期货交易所(CBOT),1994年创下日交易量最高达150万份合约和日交易额最高达7500亿美元的历史纪录;一直是世界排行第二的芝加哥商业交易所(CME),目前已创立日交易量最高达220万份合约和日交易额最高达1万亿美元的新纪录。期货交易起步不久的我国,期货交易额也是相当惊人的,如上海金属交易所最高日成交额接近60亿元人民币;在国债期货曾经火爆之时,上海证交所期货交易额创下日交易额近2千亿元人民币的纪录。由此可见,期货交易规模是何等巨大。

交易的规章制度日趋完备

期货交易的历史,从一定意义上讲,就是一部期货交易规章制度日趋完备的历史。这是因为期货交易与风险紧密相联,因而要确保具有高风险的期货交易健康而顺利进行,制订完备的规章制度就显得极为必要。从现实来看,大凡期货交易规章制度比较完备的国家,期货交易的规范化就比较高,期货市场就能健康运行。如期货市场发达的美国就是如此;反之,期货交易就难于规范化,期货市场也难于健康运行,从而会妨碍期货市场的发展,如一些期货市场刚兴起的国家就是如此。因此,要发展期货市场,就离不开对期货交易规章制度的创立和完备。正因为如此,发展期货市场的国家,现都非常重视期货交易规章制度的建设。

交易的管理体制更加完善

期货交易经历了一个从不成熟到逐步走向成熟的过程,这与

期货交易的管理体制也经历了一个由不完善到逐步走向完善的过程紧密相关。如今，在期货市场比较发达和相当发达的国家，已探讨出了建立一套比较完善的期货市场管理体制，即三级监管体系。进一步讲，形成了一种由国家管理、行业管理和交易所自我管理期货交易的三级监管体系。这对确保高风险的期货市场的正常运作起到了关键性作用。

交易的价格分析方法不断创新

期货交易就其实质来讲，就是对期货价格的判断进行较量。因为在期货交易中，交易者无需对期货交易的其他方面条件进行协商。这又是由于其他方面的条件，如交易的数量和单位、交易的时间、交割的品质等都在标准化期货合约中作了统一明确的规定。因此，期货交易实质上就是对期货价格进行交易。由于期货价格在期货交易中占有如此重要地位，因此，百余年来，交易者和分析家们总是致力于寻找最佳的价格分析方法来判断期货价格未来的行情，以便作出正确的交易决策与及时采取正确的交易行为。时至今日，期货价格的分析方法已相当多。但从各种分析方法的本质来看，可以分成两大派别：一是基本性因素分析派，即侧重于以供求等基本因素为条件来分析期货行情的变化；二是技术性分析派，即侧重于运用各种图表和统计方法来判断期货行情的走势。这两大类分析方法，极有效地指导了期货交易的开展和促进了期货交易的发展。

交易的国际化进程日益加快

本世纪 80 年代之前，世界上虽有许多期货交易所，但所开展的期货交易大多是地区性的。然而，进入 80 年代以后，世界期货

市场的国际化进程明显加快，进入 90 年代以后，进展速度更加明显。具体表现在如下几个方面：

1. 不少国家的期货交易所都在努力拓展国际业务。如闻名于世的芝加哥期货交易所，1986 年在伦敦设立欧洲办事处，首次在欧洲拓展业务；1987 年又在东京设立亚太地区办事处，首次在亚洲拓展业务。1987 年 4 月 30 日，芝加哥期货交易所还首次开办了夜市期货交易，开展全球性期货服务。更有甚者，个别国家创办期货交易所就以国际市场为目标。如新加坡国际金融期货交易所（SIMEX）设立之初就以国际化发展为目标，吸引海外投资者，目前其交易的入市者 2/3 以上是海外客户。由于如此，大大推动了期货交易的国际化。

2. 出现了跨国界的期货交易所的联合和全球交易系统。如 1984 年 7 月，新加坡国际金融期货交易所成立时就与美国芝加哥商业交易所（简称 CME）联合，建立两个交易所之间的“相互对冲”制度。即交易者在新加坡国际金融期货交易所或芝加哥商业交易所建立的多头或空头交易部位，均可以在芝加哥商业交易所或新加坡国际金融期货交易所用相反的交易进行对冲。由于两地交易时间不一致，所以，这一制度实际上等于延长了交易时间。由于这一制度的成功，促使不少期货交易所争相仿效。如 1986 年 10 月和 11 月，澳大利亚悉尼期货交易所分别与伦敦国际金融期货交易所和纽约商品交易所建立了联合，尽管最终以失败而告终。但其他国家却有不少成功的例子。因此，各国交易所联网的趋势仍然有增无减。另外，1992 年 6 月 25 日，全球最大的两个期货交易所——芝加哥期货交易所（CBOT）与芝加哥商业交易所（CME）联合开发的全球交易系统 Globex 采用电脑交易自动撮合获得成功，从而使期货市场正式踏入了自动化与 24 小时交易的新纪元。由于这一自动撮合系统的成功，带动了其他国家的期货交易所也积极开发类似的交易系统。无疑又大大地促成了期货市场的国际