

(修订版)

现代期货市场学

杨玉川 季兴旺 段文斌 王化栋 著

经济管理出版社

11.1.2.7100

现代期货市场学

(修订版)

杨玉川 季兴旺 著
段文斌 王化栋

经济管理出版社

责任编辑 苏全义
版式设计 蒋 方
责任校对 张晓艳

图书在版编目(CIP)数据

现代期货市场学/杨玉川等著. - 修订版. - 北京:
经济管理出版社, 1998. 1

ISBN 7-80118-528-5

I. 现… II. 杨… III. 期货交易-市场学 IV. F713.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 23261 号

现代期货市场学

(修订版)

杨玉川 季兴旺 著
段文斌 王化栋

出版:经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编:100035)

发行:经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷:北京国马印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 19.75 印张 512 千字

1998 年 1 月第 2 版 1998 年 1 月北京第 3 次印刷

印数:12001—20000 册

ISBN 7-80118-528-5/F·507

定价:29.80 元

·版权所有 翻印必究·

(凡购本社图书,如有印装错误,由本社发行部负责调换。

地址:北京阜外月坛北小街 2 号 邮编:100836)

修订版前言

期货市场实践在发展,期货市场理论在深化。正是在这种实践产生理论、理论指导实践的运作过程中,中国期货市场经过 80 年代后期的准备、90 年代初期产生以来,就引起了国际期货界的极大关注。同时,中国期货界在考察研究期货市场发达国家的实践和理论、建设自己的期货市场的过程中,也对现代期货市场理论的发展做出了贡献。

如今的中国,一个包括现货市场和期货市场相结合的市场已经初露端倪。特别是党的“十五大”的召开,更加坚定了建立社会主义市场经济体制的改革方向,这无疑对期货市场的繁荣产生意义深远的影响。为了迎接中国期货市场繁荣的明天,展现期货市场实践和理论的最新成果,我们和经济管理出版社商定对本书第一版进行修订,以更加完整、更高质量的书稿献给读者,这也是对关注本书的朋友的答谢。

本书修订中为了更好的体现上述宗旨和第一版确定的总体构想,在结构、内容、文字等方面,都作了重要调整,删掉了重复的章节,重写了有关章节,修饰了文字。修订中坚持先切磋,再由原作者执笔修改,最后由我总体修改定稿,其中包含重写性的修改,体现主持人负责制。在我修改过程中,季兴旺博士做了协助修改的工作。各章的执笔修改人为:季兴旺博士执笔第一、二、三、九、十、十一章,段文斌副教授、博士执笔第四、五、六、七、八、十二、十三、十四、十五章,王化栋硕士执笔第十八、十九、二十、二十一章,我执笔第十六、十七、二十二、二十三章。

我作为本书及其姐妹篇《期货市场原理与实务》(南开大学出版社 1993 年出版)的主持人,修订中既考虑两本书协调,又要分开档次,以方便不同层次的读者使用。本书更适宜高层次读者使用。

本书在修订过程中,参阅了相关书籍、文章和资料,吸收了金融界、期货界专家、学者的观点。在此,向上述先生、女士,表示我们的深深敬意。经济管理出版社的孟昭宇社长、汪海波研究员、苏全义编审等,为本书的修订再版,付出了辛勤劳动,一并表示我们诚挚的谢意。

限于我们的水平,书中的缺点、失误在所难免,恳请金融界、期货界的同仁和广大读者提出批评、指正。

杨玉川

1997年10月于南开大学金融学系

前 言

当代世界经济是市场经济。现代市场经济,已经进入期货市场时代,其标志是期货市场对世界经济的发展贡献增大了,导向作用强化了。期货市场自产生一个半世纪以来,从一国发展到多国,从西方扩展到东方,几乎覆盖了全球;进入期货交易的商品品种,由少到多,由农产品进到矿产品、工业品,由物质商品进到金融商品,由期货商品进到期货期权商品,几乎囊括了所有交易量大、价格波动大的适宜做期货、期权交易的商品;期货交易额大幅度上升,占世界贸易总额的比重迅速增长。

中国作为享受期货市场“后发利益”的国家,自1990年组建第一家引入期货市场机制的交易市场以来,期货市场发展速度之快、涉及品种之广、交易规模之大,令世人瞩目。1993年,国内期货市场成交额在5,000亿元人民币以上;1994年则达15,000亿元人民币以上。这充分证明中国有着发展期货市场的肥沃土壤,有着高智商的人才,足以驾驭期货市场这匹烈马。但是,中国期货市场的实践和理论毕竟还处在不成熟的阶段。这就急需进行有中国特色的社会主义期货市场理论和实践的探索,这是培养高层次的期货市场人才的需要。为此,我们确立了撰写这本《现代期货市场学》的总体构想:以突出期货市场的理论性、务实性为基准,着力探索既适应期货市场国际化要求,又体现中国特色社会主义期货市场之所在,设计出新结构,研究出新特点,提出新见解。按照这个总体构想,根据我们对期货市场的过去、现在和未来的发展模式的概括、总结,设置了六篇24章和一个附录,六篇是:期货概论篇、商品期货篇、金融期货篇、期货期权篇、期货管理篇、期货趋势篇等;顺其自然,由24章各自的内容所决定,则分别属于相应有关篇中;附录则包括美国、中国的期货考试题及其答案,外国主要期货商品

表。全书对期货交易套期保值原理、期货投机、机遇和风险、境内和境外期货、期货品种选择、期货市场选址等,进行了理论探索,提出了独到见解;对期货交易业务操作策略、期货价格走势分析和预测、风险控制方法、期货合约和期权合约的设计等,进行了应用研究,提供了相应决策。

全书由南开大学经济学教授、天津市期货市场研究会会长杨玉川提出总体构想和基本框架,经南开大学经济学博士季兴旺、段文斌和南开大学经济学硕士、天津联合期货交易所信息中心主任王化栋讨论认定,分别进行调研、撰写,最后由杨玉川进行调整和修改。撰写分工是:季兴旺执笔第一、二、三、九、十、十一、十二章;段文斌执笔第四、五、六、七、八、十三、十四、十五、十六章;王化栋执笔第十九、二十、二十一、二十二章;杨玉川执笔第十七、十八、二十三、二十四章。

在我们调研撰写过程中,国内外期货界人士提供了大量资料和研究成果,其中特别是中国国际期货经纪有限公司总裁助理兼交易二部、交易三部总经理郭晓利硕士,天津联合期货交易所研究发展中心主任岳华硕士和结算中心主任常志武硕士,南开大学出版社经济编辑室主任、副编审纪益员硕士,天津市城市建设综合开发办公室邵七杜硕士,海南中商期货交易所的穆强先生;为誊清书稿付出辛勤劳动者有南开大学的李景岚女士和研究生夏静波、魏斌、赵晓兵,本科生石广宇、胡琼姚、孙兵、孙霞、杜阳、黄莺、蓝庆新、曲万成、董媛、骆建艳、林春阳、葛欣、陈煜及胡启健。在此,对上述女士、先生和朋友的无私帮助,我们深表敬意和感谢。

限于我们的水平,缺点和失误在所难免,希望读者批评、指正。

杨玉川 季兴旺

段文斌 王化栋

1995年3月完稿于 天津联合期货交易所
天津钢铁炉料交易市场

第一篇 期货概论

人类社会迄今为止所经历、实践的贸易方式只有两大类，即现货贸易和期货贸易。现货贸易中又分为即期贸易、近期贸易和远期贸易；正是在现货、近、远期贸易的基础上，出现了期货贸易。因此，期货贸易是商品货币关系、贸易方式发展的一个必经阶段；期货市场是完善的市场体系结构中的一个重要组成部分，是市场经济发展到一定程度，为适应生产厂商、加工厂商和流通厂商回避现货价格波动风险而引发的一种必然结果，是为适应宏观经济通过发现价格取得持续、稳定、协调发展的要求而形成的一种客观趋势，是一种不依人的意志为转移的市场经济客观规律。

本篇正是从理论和实践上集中概括这种探索的结果，以八章的篇幅分析期货市场的基本理论和实务，其中对套期保值的经济原理、期货投机、期货市场主体、期货交易品种提出了独到见解。

第一章 期货市场概论

本章是对期货市场的全面论述，目的是使读者对期货市场有一个总体认识和基本了解，属于鸟瞰期货市场。本章用四节篇幅分别论及期货市场的产生和发展、期货市场的实质、期货市场的功能作用、现代期货市场的特点。本章对期货市场的风险投资功能、投机者的作用和地位以及期货市场的国际化等问题进行了新的探索。

第一节 期货市场的产生和发展

市场的产生是与商品交换分不开的，是生产力发展基础上的社会分工之必然结果。期货市场的产生和发展是商品、货币、市场和市场经济之产物，归根到底是社会生产力发展的结果。现代市场经济已经进入“期货市场时代”，几乎已经成为国际期货学界的共识。这一节将就这些问题进行探讨和分析。

一、期货市场的产生

期货市场（the Futures Exchange）作为市场经济发展到一定程度的产物，成为现代市场体系的一个重要组成部分。它的兴起和发展，是商品交换、商品生产和市场发展到一定阶段的结果，是贸易方式长期演进的结果。

早在古希腊和古罗马时期，在欧洲就出现了中央交易场所，出现了易货交易和货币制度，形成了按照既定时间和场所开展的交易活动，并在此基础上产生了签订远期合同的雏形。在农产品收获以前，城里的商人往往先向农民预购农产品，等收获以后，农民再交付产品，这是世界上比较原始的远期交易。13 世纪的

比利时商人已经开展类似的交易，并在 14、15 世纪发展为有组织的市场。

随着交通运输条件的改善和现代城市的兴起，远期交易逐步发展成集中的市场交易。英国的商品交换发育较早，贸易也比较发达。公元 1215 年，英国的大宪章正式规定允许外国商人到英国参加季节性的交易会，商人可以随时把货物运进或运出英国，从此开启了英国的贸易之门。在贸易过程中，出现了商人提前购买在途货物的做法。具体过程是，交易双方先签订一份买卖合同，列明货物的品种、数量、价格等，预交一笔订金，待货物运到时再交收全部货款和货物，这时交易才告完成。这种交易进一步发展，买卖双方为了转嫁价格风险，牟取更大的收益，往往在货物运到之前将合同转售——买者又将合同卖出，卖者又买到另外的合同，这就使交易进一步复杂化。其后，来自荷兰、法国、意大利和西班牙等国的商人还组成了一个公会，对会员买卖的合同提供公正和担保。

从历史发展来看，贸易方式的长期演进，尤其是远期交易的集中化和组织化，为期货市场的形成奠定了基础。

较为规范化的期货市场的产生，可以追溯到 1848 年美国芝加哥期货交易所的建立。下面就以此为例，来描述和分析期货市场的形成过程。

19 世纪中叶，芝加哥作为农产品的集散地，已发展成当时全美最大的谷物集散中心。随着农业生产的进一步发展，商品量越来越大，农产品供需矛盾日益突出。每当收获季节，农场主都将谷物运到芝加哥，他们沿袭古老的交易方式在大街上买卖，往往使谷物在短时间内供过于求，市场饱和，价格下跌到生产成本以下，甚至一文不值，致使生产者遭受重大损失。而到第二年春季，又出现谷物供不应求，价格昂贵，又使消费者受到严重损害。在这种情况下，储运经销应运而生。当地经销商在交通要道设立商行，修建仓库，他们在收获季节从农场主那里收购谷物，

存到来年春季再运到芝加哥去出售。本地经销商的出现，稳定了同当地农场主的产销关系，缓解了季节性的供求矛盾和价格的剧烈波动。但本地经销商为此将面临谷物过冬期间价格波动的风险。为了回避这种风险，本地经销商在购进谷物后就前往芝加哥，与那里的谷物经销商和谷物加工商签订来年交货的远期合同。

随着谷物交易的不断发展，1848年，由美国82位商人在芝加哥发起组建了世界上第一个较为正规的期货交易所——芝加哥期货交易所（又称芝加哥谷物交易所，英文简称CBOT）。交易所成立之初采用远期合同交易方式，交易的参与者主要是生产者、经销商和加工商，其特点是实买实卖，交易者利用交易所来寻找交易对手，在交易所缔结远期合同，待合同期满，双方进行实货交割，以商品货币交换了却交易。当时的交易所对供求双方来说，主要起稳定产销，避免价格的季节波动等作用。就供给方来讲，提前卖掉产品可锁住生产成本，不受价格季节性波动的影响。对需求方来讲，能够保证稳定的货源，能够锁住经营成本，也能在一定程度上回避价格波动的风险。

后来，一些非谷物商看到转手谷物合同能够赚钱，便也进入交易所，按照“贱买贵卖”的商业活动原则买卖谷物远期合同，赚取一买一卖之间的利差，这部分人就是投机商。

随着交易量的增加和交易品种的增多，合同转卖的情况越来越普遍。为了进一步规范交易，芝加哥期货交易所于1865年推出了标准化期货合约，以取代原先沿用的远期合同。同年，该交易所又实行了保证金制度（又称按金制度），以消除交易双方由于不按期履约而产生的诸多矛盾。此外，为了更有效地进行交易，专门联系买卖双方成交的经纪业务日益兴隆，发展成为经纪行。为了处理日趋复杂的结算业务，专门从事结算业务的结算所应运而生。

随着这些交易规则和制度的不断完善和发展，期货市场的性

质、功能和运作方式等最终发生了质的飞跃，进入现代期货市场阶段。

二、期货市场的发展

19 世纪末、20 世纪初，新的期货交易所在世界各地不断涌现，交易品种也不断翻新，大大推动了世界期货交易的发展。

从 20 世纪 60 年代开始，期货交易打破了只交易耐储藏的农产品的传统局面，一些非耐储藏商品和制造、加工品也陆续进入了期货交易所，从而丰富了期货交易的内容。

20 世纪 70 年代，世界金融体制发生了重大变化，商品市场和金融市场价格动荡不定，企业运营的市场风险骤然加剧。为使企业和金融机构适应这一新的形势，管理好价格风险，期货行业经过长期酝酿，推出了一种新的合约——金融工具期货合约。金融工具期货交易始于抵押证券和外汇期货。在证券交易方面，美国芝加哥期货交易所政府有关部门协助下，经过数年调查研究后，于 1975 年 10 月率先推出了第一张抵押证券期货合约。在外汇期货方面，创始机构为美国芝加哥商业交易所（CME）。该交易所的货币市场分部于 1972 年 5 月首先推出了包括英镑、加拿大元、联邦德国马克、法国法郎、日元和瑞士法郎在内的外汇期货合约。以上两种金融期货交易的成功，迅速带动了一大批其他种类的金融工具期货交易。

美国首创金融期货交易后，其他国家纷纷效仿，相继开始了金融期货交易。

进入 20 世纪 80 年代以后，世界期货市场的发展又出现了新的趋势。

（一）商品的品种结构发生了变化

传统的占主导地位的农产品期货交易的绝对量虽然仍在增加，但其市场占有率却在下降，而金融期货和石油期货则发展迅猛。这种情况可从“美国大类商品期货交易市场占有率变化表”（表 1—1）中得到印证。

表 1-1 美国大类商品期货交易市场占有率变化表

品 种 \ 年 份 \ 比 率	1982	1984	1986	1987
1. 利率商品	25.64%	27.60%	38.08%	42.6%
2. 农产品	41.20%	32.71%	20.76%	19.0%
3. 股票指数	4.37%	12.35%	14.35%	11.2%
4. 石油产品	1.67%	3.09%	6.98%	9.2%
5. 外国货币	7.73%	9.37%	10.50%	9.0%
6. 金属	18.84%	14.37%	9.02%	8.9%
7. 其他	0.55%	0.51%	0.31%	0.3%
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：李宗贤主编：《迎接商品期货世纪》，台湾出版，第 15 页。

（二）亚太地区的期货市场成长迅速

第二次世界大战以来，亚太地区经济发展迅猛，这些国家和地区的企业面对变幻莫测的国际市场，强烈要求通过期货避险，由此构成这一地区期货市场发展的内在动力。

80 年代，亚太地区期货交易的品种增加很快，交易量也急剧上升。东京证券交易所是日本第一个上市金融期货的交易所，交易品种有国库券期货和期权，1987 年总交易量为 1,826.1634 万张，1988 年为 1,871.9722 万张，1989 年为 1,894.1890 万张，1990 年为 1,630.6571 万张。

大阪证券交易所在 1987 年 6 月 9 日开始上市“大证 50”股票期货，1988 年 9 月 3 日上市“日经 225”股票指数期货。后者交易量最大，1990 年总交易量达 1,358.8779 万张合约。

东京国际金融期货交易所于 1989 年 6 月 30 日成立，上市品种主要有 90 日欧洲日元，90 日欧洲美元等，1990 年总交易量为 1,445.0980 万张合约。

悉尼期货交易所上市 10 年期和 3 年期国库券等期货，1990 年总交易量为 1,158.5627 万张合约。

新加坡国际金融交易所建立于 1984 年 7 月，上市品种包括股票指数、货币和石油产品三大类，1990 年总交易量为 572.0610 万张合约。

(三) 期货全球交易网络——GLOBEX，将使全球进入全天 24 小时期货交易时代

GLOBEX 是期货、期权交易的全球电子计算机交易系统。它使世界各地的交易者可以通过这个系统的终端进行全天 24 小时交易。它并不取代目前交易所的公开叫价制，而是在芝加哥白天交易时间以外也能够迅速地进行交易。GLOBEX 将在亚洲和欧洲的工作时间内运行，交易所的会员可以利用其终端，在各自的办公室里进行交易。交易所的询价和报价输入该系统，当电脑找到对方时，向原来的买方或卖方发出确认信息，同时，该交易信息被传送到结算所，进行结算。

GLOBEX 系统的开发，使期货市场在 90 年代进入一个崭新的时代。这个系统是路透社、芝加哥期货交易所、芝加哥商业交易所共同开发的。交易的商品主要有日元、德国马克、瑞士法郎、英镑、澳元、加拿大元、法国法郎、欧洲美元、短期国库券期货与期权。目前，他们还在继续研究其他品种的期货进入该系统。

总之，近 150 年来，世界期货贸易发展迅猛，对世界经济和国际市场产生着日益重要的影响。目前世界期货交易品种达 150 多项，期货交易所近百个，几乎遍布市场经济较为发达的所有国家和地区。据统计，目前，美国有 14 家交易所，英国 11 家，日本 16 家，法国 5 家，德国 11 家，荷兰 2 家，比利时 3 家，巴西 2 家，挪威、芬兰、奥地利、意大利、埃及、澳大利亚、印度、巴基斯坦、马来西亚、新加坡、加拿大、阿根廷、香港等各一家。当今世界主要的期货交易所组成了庞大的网络，全天 24 小

时不停地进行交易。这一方面增加了市场的流动性，提高了交易效率；另一方面也使各个市场在价格上相互影响和制约，形成连续不断的世界商品交易活动。

第二节 期货市场的实质

期货市场作为市场制度的一种创新，有其自身质的规定性。准确把握期货市场质的规定性，是弄清期货市场的关键所在，也是本节的重要任务。

一、期货市场及其主要特性

一般人谈到期货市场，往往把它等同于期货交易所，认为期货市场就是进行期货合约买卖的场所。这种看法有一定的道理，但严格说来不够全面，只看到了事物的表面。从深层意义上讲，期货市场是市场经济发展过程中围绕期货合约交易而形成的一种特殊的经济关系，是一种特殊的交易活动，这种交易活动必须按照特定的规则和程序、在特定的场所内集中进行。它包括期货交易所、期货交易结算所、期货经纪行（公司）和期货交易人士。

期货市场的这种特性，概括起来有如下几方面表现：

（一）交易对象的特殊性

在期货市场中买卖的是一种特殊的“商品”，即期货合约。这是一种在交易所内达成，受一定规则约束必须执行，规定在将来某一时间和地点交收某一特定商品的标准化契约。合约本身不是实货，而是实货的象征、代表，也可以称为“虚货”。在合约中，商品的规格、品质、数量、交货时间和地点等都是既定的，唯一的变量是价格，期货价格在交易所内以公开竞价方式达成。

期货合约与现货合同的相同之处，在于两者都是贸易方式的一种契约。两者的联系在于，期货合约是由远期合同逐步标准化而产生的。但是，期货合约又与现货合同有着重大的区别：

1. 标准化与非标准化的区别。期货合约是标准化的，公众的一种约定；现货合同是双方协商签订的协议，交货时间、地

点、方式、数量、质量、价格都由签约双方议定。

2. 价格决定的公开竞争性与非公开竞争性的区别。期货合约中唯一没有被标准化的是价格。它要在交易所内通过公开竞价的方式形成；而现货合同中的价格是双方个别商定的。

3. 所有交易者的共同约定与双方协议的区别。期货合约的条款是所有交易者共同约定的；而现货合同的条款是双方共同商定的。

（二）上市商品的特殊性

期货市场上所交易的商品是一种代表性的商品，而且并非任何商品都可以上市交易。可在期货市场上市交易的商品一般要满足如下几个条件：

1. 可贮藏性，能够保存一定时间。由于期货合约的交割日期为3个月到1年多，甚至2年，所以其商品必须是可以较长时间保存、不会变质的。

2. 品质可划分性，即有划分和评价标准的商品。由于期货合约是标准化的，所以其品质必须具有明显地进行评价和划分的标准。

3. 交易大宗性，即可以大量进行交易的商品。在期货市场上，只有大宗交易的商品才值得进行交易。

4. 价格波动频繁性，如果某种商品的价格没有波动，生产者和经营者就不会有回避价格风险的要求，投资者也就不会进行投资套利。这是期货交易最重要的一个条件。

这里有必要研究一下期货品种选择问题，其中非耐储藏和划分标准不明显的商品能不能作为期货品种？实践表明，在一定情况下是可以的。例如，美国的期货品种中包括鸡蛋、生猪和活牛等，而这些就很难划分为耐储藏商品。英国、中国曾开展过钢材期货交易，日本也正在研究进行钢材期货交易的可行性，而钢材也很难划分到标准明显商品之列。那么，这些商品为什么能够作为期货品种进行交易呢？关键在于具体情况应具体分析，照搬上

述一般性期货品种的条件去解释这个问题是很难得到正确答案的。例如，美国农业生产很发达，集约化程度很高，甚至连畜牧业中的饲料都有严格的标准，这就决定了生猪、活牛、家禽的生长和育肥都标准化了，因而可以作为期货品种。钢材作为期货品种之所以在英国没有成功，根本原因是英国的钢材供求基本平衡，价格波幅不大；而在中国，钢材期货交易却一度成功，关键在于中国的钢材供求不平衡，价格波幅较大。这种情况说明，选择期货品种，既要坚持一般性条件，又不可完全照搬，而要善于在一般当中发现特殊。

(三) 交易目的的特殊性

人们参与期货交易的目的是，不是为获得商品的使用价值而是为利用期货市场回避风险或套利保值。按照交易目的的不同，期货市场的交易者可分为两类，即套期保值者和投机者。

(四) 交易保障制度的特殊性

期货保证金制度的一个显著特性是其杠杆作用，即用很少的钱就可以做很大的生意。保证金一般为合约价值的 5% ~ 18%，与现货交易和股票投资相比，投资者在期货市场上投资所需资金要少得多。

二、期货市场和现货市场的关系

在分析了期货市场的主要特性后，为了更深入地了解期货市场的实质，有必要进一步探讨期货市场与现货市场的关系。

从历史上看，期货市场是现货市场发育到一定程度才产生的，没有商品交换和商品生产的发展就不会有期货市场的出现。因此，期货市场与现货市场之间有着必然的联系。但是，期货市场发展到今天，已与现货市场有了重大区别。

1. 买卖对象不同。现货交易的对象是实物，是“一手钱，一手物”的商品货币交换；而期货市场上买卖的对象是期货合约，并不是直接的商品货币交换。

2. 交易目的不同。现货市场交换商品，目的是为进行实物