



现代 世界 期货 市场

王健*

对外经贸热点研究丛书

中国青年出版社

(京)新登字 083 号

图书在版编目(CIP)数据

现代世界期货市场/王健著.-北京:
中国青年出版社,1996.6

(对外经贸热点研究丛书;1)

ISBN 7-5006-2059-4

I. 现… II. 王… III. 期货交易-世界 IV. F713.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(95)第 22078 号

社址:北京东四 12 条 21 号 邮政编码:100708

河北遵化胶印厂印刷 新华书店经销

850×1168 1/32 9 印张 2 插页 160 千字

1996 年 6 月北京第 1 版 1996 年 6 月北京第 1 次印刷

印数 1—5,000 册 定价 12.60 元

对外经贸热点研究丛书

10227/13

名誉顾问 安子介
顾问 孙振宇 刘向东 孙维炎

编辑委员会

主任 王林生
委员 朱国兴 秦宣仁 张卓元
杨圣明 郑一奇 张国风
潘 平

策 划 对外经济贸易大学

本丛书得到中国宜兴环保科技工业园循环水设备总公司王腊华总经理的热心支持,谨表感谢!

迎接中国经济发展的新时代

——贺《对外经贸热点研究丛书》出版

改革开放十几年来,中国在经济发展、社会保障和完善政治体制等方面均取得了举世瞩目的成就。这些伟大的业绩,都是与邓小平的改革开放思想密不可分的。正是这一关于改革和开放的决策,揭开了中国发展史上崭新的一页。经过十几年的共同努力,终于使中国在通向繁荣昌盛的道路上迈出了关键性的一步。

机遇对任何人都是公平的,但又不尽如此。历史上美国、日本都曾把握了机遇,抓紧时间,大大发展了自己并取得了成功。这次中国也面临着机遇,而邓小平毅然抓住了它。中国能不能利用今后几十年的时间,全国上下协力、万众一心来实现中华民族十二亿

同胞的愿望——振兴中华呢？我认为十分可能，关键在于稳定、持续而有效地发展。

随着科技不断进步，世界各国之间的相互依存不断加深，这正是所谓“你中有我，我中有你”、“你离不开我，我也需要你”。这种相互依存的局面，既表现在经济上，也表现在政治上，甚至军事上。基于这一点，全世界各种国际经济、金融、科学、技术等方面的组织机构，都应在和平共处、相互依存、取长补短的前提下，求得共同发展，使世界人民都能分享科学技术和经济发展所带来的成果。

既然“相互依存，共同发展”是世界各国间相处的一个前提，那么各国之间相互了解，共同制订并遵守规则就很有必要。中国经过几十年的摸索、实践，终于作出了建设有中国特色的社会主义市场经济的决策。这充分表明了中国政府能高瞻远瞩，有雄才大略。随着中国成为世界贸易组织(WTO)的创始成员国，中国的经济体制向市场经济体制转换的过程也必然会加快。因此，研究中国与世界市场接轨问题就迫在眉睫。对外经济贸易大学一些热心于此事的教授和中国青年出版社的负责人，对这个命题作出了积极的反应，组织了对外经济贸易大学的一些充满活力、颇有才华的中青年教师，及时编写了《对外经贸热点研究丛书》。这是一种有益的尝试，也是对社会的一种贡献。尽管它还是初步的，但有积极意义，我赞成他们的

这一举动。长江后浪推前浪，今朝新人展才华。作为一个在半个世纪前也曾热心为我国国际贸易著书立说的老人，对此我感到非常欣慰。我祝愿我国对外经济贸易界能有更多的优秀科研成果问世。

安子介

一九九五年七月于香港

目 录

一 现代期货市场的产生.....	(1)
1. 期货交易最古老的源头——中央交易所 ...	(2)
2. 中世纪集市交易对期货市场的贡献	(3)
3. 英国商品交易所的出现	(5)
4. 日本大阪大米交易所——最早的期货交易所	(7)
5. 芝加哥商品交易所与现代期货市场的形成	(10)
6. 历经磨难的期货交易	(15)
7. 期货市场的作用	(16)
二 期货合同——期货市场的交易内容	(20)
1. 期货合同的概念	(20)
2. 构成期货商品的条件	(23)
3. 期货合同的内容	(26)
4. 期货合同的履约方式	(31)
5. 期货合同的交易方式	(35)
6. 期货合同的种类	(37)
三 期货市场的运行机制	(41)
1. 期货交易所	(41)
2. 清算所	(47)

3. 期货交易的参加者	(55)
4. 期货佣金商	(60)
四 期货市场运行的主要保障制度	(65)
1. 保证金制度	(65)
2. 期货市场的实物交割制度	(72)
3. 期货市场的价格制度	(75)
五 期货市场的交易方式	(80)
1. 套期保值	(80)
2. 套利交易	(96)
3. 投机交易	(117)
六 期货市场的价格	(125)
1. 期货市场价格行情表	(125)
2. 期货市场价格走势	(128)
3. 期货市场价格与现货市场价格的关系 ...	(130)
七 金融期货价格的形成机制	(140)
1. 汇率期货合同价格的形成	(140)
2. 利率期货合同价格的形成	(148)
3. 股票指数期货价格的形成	(179)
八 现代期货市场的发展	(185)
1. 70 年代以前：缓慢发展阶段	(185)
2. 70 年代至 80 年代初：创新发展阶段	(201)
3. 80 年代以后：国际化发展阶段	(224)
4. 现代期货市场的发展趋势	(245)
九 附录	
世界主要期货期权市场名录	(254)
后 记	(279)

一 现代期货市场的产生

从严格意义上讲，按一定规章制度进行的期货合同的买卖才能称为期货交易 (Futures Trading)。期货市场 (Futures Markets) 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，以及参加者，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各个层次和基本要素。

对于已经确立了完善的运行机制的期货市场来讲，其产生和形成的前提就是存在期货交易，因为期货交易的发展要求有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。追溯期货市场的历史，就有必要先了解期货交易的产生及其发展过程。

期货交易发展至今已经过了漫长的历史时期，其发展与各经济发展阶段所处的经济环境密切相关。从经济角度去考察，期货交易产生的最初动力是：库存风险、资信和价格。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。于是，生产商、加工商和中间商们终于找到了解决这一矛盾的好办法，那就是通过签订远期合同的方式来固定购销关系。一旦商人觉得市场价格将要上涨，他就会先在市场上签订固定价格的远期货物销售合同，以此维持购销关系和转嫁货物买卖的价格波动风险。但是，随着交易量的日益扩大，远期合同的局限性渐渐暴露出来。远期合同的购销关系也并不稳定，一旦价格波动较为剧烈，撕毁合同和拒绝履约的情况屡见不鲜。现货市场（Cash Market），或称实物市场，（Physical Market）已经无法克服其自身存在的局限性，从而产生了标准化的期货合同，以及为期货合同进行统一清算和结算的机构。正是这一变化为期货市场的真正形成奠定了基础。

1. 期货交易最古老的源头——中央交易场所

如果追溯一下期货交易的源头，不难发现，它与商业活动的历史一样源远流长。公元前的古罗马和古希腊时代，人们为了从事商品交易，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，这些中央交易场所当时已成为西方经济发展的中心。尽管那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交易的某些特点，如在固定场所，按固定时间进行交易等。随着罗马帝国在欧洲

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，汉伊尔和萨克松在他们所著的《商品交易所和期货交易》一书中进行了具体的描述：“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。”*

2. 中世纪集市交易对期货市场的贡献

正如期货交易最早源于欧洲一样，现代期货交易的某些规则也出自欧洲的集市交易。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形成。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；另一处是以北欧的佛兰德斯地区（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，甚至俄国。意大利的交易市场还为交易者提供了保障制度、货币兑换以及仓储的

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

便利。每次集市的最后几天往往是交易者们付款、结帐的日子。由于交易者们来自不同的国家，彼此有着很不相似的文化背景，所以在帐户的登记上经常发生争议。为此，一部商业法典“商人法”(Law Merchant)产生了。任何交易者如违反这部商法的规则便会被送上集市法庭，法庭的成员也全都由商人自己充当。

这部商业法典在合同条款、样品抽取、检验、商品分级方法、交货地点以及交货时间上都作了规定，类似于现代商品交易所的交易规则。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，更愿意拿着商品样品到集市洽谈生意。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，并附有声誉极佳的商人的签字，以证实确有合同商品已存入仓库，或已在运输途中。这种集市买卖证明书被商人们广泛认可，并可以流通转让，货物实际交割前往往几易买方。这与现代商品期货合同的交易已很相似，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。

无论怎样说，中世纪集市交易的仲裁制度、自我管理原则，以及交易方式都对现代期货市场产生了深远的影响。

3. 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,世界上第一个以“交易所”命名的交易场所——伦敦皇家交易所(London Royal Exchange)在伦敦成立。皇家交易所后来被分为数个专业交易所,统称为伦敦商品交易所。

16世纪出现的交易所,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,而远期合同的交易方式是在19世纪初的棉花和谷物交易中被广泛采用的*。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以及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,其损失就相当惨重。为了缩短承担风险的时间,避免或减少损失,欧洲的一些进口商在货物装运时就安排采购代理商将货物详细情况及样品用快速帆船先运回,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。由于当时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

* 参见 The Business One Irwin Guide To the Futures Markets 1993 Stanley Kroll and Michael J. Paulenoff P5。

渐上升后，许多投机商和经纪人也加入了交易。

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通过电报及时向他汇报，然后根据购买数量先在利物浦卖出相等数量的棉花，一旦价格下跌，他仍然不受任何损失。在很短的时间内，许多进口商纷纷仿效这种作法，因此，远期合同的交易量在各交易所急剧上升。这种作法后来被演化为套期保值，成为现代期货交易的主要交易方式。

英国早期商品交易所的出现使特定商品有了专业化的交易场所。在早期商品交易所内参加交易的人中有中间商、生产商、加工商、进出口商，另外还有少量的投机商。生产商、加工商和进出口商在交易所的经营活动本质上是为了避免价格波动的风险，不是纯粹的盈利性活动，他们的交易方式主要是签订远期交货合同；而投机商和中间商以固定的价格把商品购买进来，等待时机再把商品转售出去，客观上已成为商品价格波动风险的承担者。市场发展到这一步，还没有产生商品标准化分级制和真正标准化的期货合同，但是它们已具有了现代期货交易的雏形。

英国各交易所出现后，荷兰的阿姆斯特丹也建立了第一家粮谷交易所，比利时的安特卫普也开设了咖啡交易所，而真正有组织的期货交易却诞生在亚洲。

4. 日本大阪大米交易所——最早的期货交易所

历史上与现代期货交易所最相似的有组织的商品交易所最早出现在 17 世纪的日本。

从 1603 年到 1868 年间，当时日本的中央政府设在江户（今东京）。根据法令，各地封建诸侯一年必须有半年时间在江户居住，这主要是中央政府为了提防他们兴兵作乱，威胁中央政府的统治地位。封建诸侯们的生活一方面是自给自足的农村经济，另一方面是大阪、东京的城市货币经济。城市的奢侈生活要求他们手中有足够的现金，然而他们从佃农手中收取的租金却是大米，而且受到天气及其它季节性因素的影响，这一收入是不稳定的。诸侯只得把大米运往东京和大阪等主要城市的现货市场上出售，以换取现金。但是，这仍然不是解决问题的好办法，因为大米在日本的生产有极强的季节性，加之有些诸侯挥霍无度，往往在下个收获季节到来前已经身无分文。因此，他们便开始把大米存货证明书售给批发商和零售商。这种大米存货证明书与远期交货合同极为相似。随着时间的推移，大米存货证明书普遍地被人们接受，并可作为交货的凭证进行流通转让，成为刺激交易活动的一种工具。

商人们有时凭取得存货证明书给封建诸侯以高息贷款。不久，一些商人就操纵了市场，而且越来越富有。大阪的一名富商名叫堂岛，逐渐操纵了大米交易。他家的宅院很快就

成了商人们交换信息、磋商交易的中心，其大米价格被视为大阪的大米权威价格。1665年，以堂岛为核心，大阪的商人正式组建了大阪的第一家大米交易所，并开张营业。由于该大米交易所在大阪及其周围地区影响颇大，1730年，日本中央政府正式承认了这个非官方机构，并命名为“米相場”。米相場曾公布了一整套交易规则，交易规则可以归纳为以下几点：*

- (1) 所有的合同都是以4个月为一个期限；
- (2) 每年被分割为以4个月为期限的三个阶段；
- (3) 合同到期时，市场要关闭若干天；
- (4) 只进行大米交易；
- (5) 每个期限内的合同都是标准化的；
- (6) 合同的基准品级由参加交易者投票表决，有4种品级可供交易；
- (7) 不允许实物交割；
- (8) 所有合同的差价都以现金结算；
- (9) 合同的清算、帐户的结算都必须在交易阶段的最后一日或前几日进行；
- (10) 所有合同都必须在合同期限内完成清算，不准延续到下一个交易阶段内履行；
- (11) 所有交易都必须通过清算所清算；
- (12) 任何不付款的违约都由清算所承担；
- (13) 所有交易者都须在清算所建立信用额度；

* 参见 Perry. J. Kaufman Handbook of Futures Markets, John Wiley & Sons, Inc. 1984 P17。