

期货市场概论

(第二版)

主编 陈阿兴

副主编 续秀梅
白文周

第一章

期货市场概述

期货市场是商品经济发展到一定阶段的产物,是社会化大生产和信用制度发展的必然结果。作为当今世界最高级和最复杂的一种市场组织形式,商品及有价证券等的交易形式和资本保值增值的实现方式,期货市场已经在世界上许多国家得到了充分的发展和广泛的采用,并且在各国的经济增长和发展中担负着非常重要的角色。但是,期货市场并不是资本主义社会所特有的经济范畴,社会主义国家也应当积极利用期货市场来发展社会主义市场经济。

第一节 期货市场的含义与特征

一、期货市场的含义

什么是期货市场?这个问题对于许多中国人来说还是比较陌生和模糊的。从典型规范的形态来说,期货市场就是按照法定的程序,通过商品(含证券)交易所和经纪商买卖商品、有价证券、股票指数、期权等的远期交割合约的一种市场。商品、有价证券等不带进期货市场,进行交易的只是通常称之为期货的远期交割合约。某种商品、有价证券等的期货市场总是同一个有组织的商品(含证券)交易所结合在一起,由这个交易所提供一个可以从事期货交易的持续而又稳定的市场。期货市场既是一种市场组织形式,又是一种商品、有价证券等的交易形式,也是资本保值和增值的一种有效实现方式,因而可以为各个利益主体所采用。在期货市场上,商品、有价证券等合约买卖双方通过经纪商在交易所进行公平、公开的竞争和交易,从而实现各自的目的。

期货市场的产生与发展,经历了漫长的历史过程。规范期货市场的产生迄今也有几百年的历史。期货市场作为商品经济社会中的一种市场组织形式和商品、有价证券等的交易形式,遍及世界各地,特别是商品经济发达国家的经济运行中,期货市场起着举足轻重的作用。各国期货市场在基本原则、运行机制和运行原理上具有共性,但在具体形式上是多种多样的。从现代期货市场的组织形

态来看,它基本上由期货(包括证券)交易所、期货结算所和期货经纪商三部分构成。

(一)期货交易所

期货交易所,又称商品交易所,是不以盈利为目的,为商品、有价证券、股票指数、期权等的集中和有组织的交易提供场所、设施,并履行有关职责,实行自律性管理的会员制事业法人组织。期货交易所的组织,主要分同业会员组织和股份公司组织。前者为英、美等国所采行,由同业会员出资经营,参加交易者仅限于会员;后者为日本、香港、中国等国家和地区所采行,由股份有限公司(或国家)出资经营,参加交易者限于特许的经纪人。期货交易所的设立分注册制和审核制。英、美等国家基本实行注册制,日本、中国等国家基本采用严格的审核制。但是,期货交易所的规章制度都必须经过政府主管部门批准后方能实施执行,期货交易所若要修改章程和交易规则,也必须事先获得主管部门的同意。期货交易所是由会员联合组成的,其会员一般分正式会员和特许会员两种,正式会员有权委托交易所场内经纪人直接进行期货交易,特许会员或者不能委派场内经纪人进行直接交易,或者只能进行在某交易所上市的分门别类的期货交易。交易所正常营运所需资金由会员分别认购缴足。交易所在接受会员前,要对会员资格申请人进行包括信誉、财务负债情况、品德等方面在内的全面而又严格的审查。会员资格一旦确立,可以享受以下权利:可以进入交易所内的交易场(交易站、交易池);在交易上只支付较少的佣金或享受其它优惠,获取交易所提供的信息资料;参加交易所的管理等。交易所的日常最高权力机构为董事会或理事会,董事会由交易所会员大会选举产生。交易所下设的各委员会由董事会或交易所会员大会选出的交易所成员组成,这些委员会有权对董事会提出建议,协助董事会工作并行使与交易所业务有关的具体职责。交易所行政工作人员执行董事会和各委员会做出的决策,行政部门的职责基本上与各委员会职能相同,每一个行政部门对交易所的一名执行总裁或高级职员负责。交易所的日常行政工作由一名委任的总裁或受薪的经理负责,由理事会批准聘用。

(二)期货结算所

期货结算所,也称票据交换所,是商品交易所的清算机构。其主要职责一是负责期货合约的结算,包括对销结算和实物交割结算;二是承担保证每笔交易的清算和保证期货合约购买者能最终拥有其所需要的商品或有价证券的担保责任。各交易所为开展期货交易业务都必须有与其挂靠的期货结算所。各国在处理交易所与结算所的关系上方法各异,如美国的期货结算所是以会员公司的形式加入商品交易所的,而西欧及英联邦国家,多数的期货交易所则是通过国际商品结算所(国际)在当地所设立的结算机构来负责结算工作的,日本却又是由商品交易所内部的会计室负责期货交易的结算工作,并没成立独立的结算所。期

货结算所内部设置登记部、结算部、数据核查部、信息部等职能机构,负责处置各项与期货交易结算有关的具体事务。为了更好地完成期货结算所的各项职责,期货结算所除了要有雄厚的资金外,还通过制订与严格执行一整套规章制度来为每一笔期货交易负责,主要包括:登记注册、担保制度、每日无负债制度、最大合约拥有量制度、风险处理制度等。期货结算所的运行机制基本上可描述如下:在当天交易结束后,经纪人把全部交易记录送给结算所登记、注册、担保和处理(这种经过结算所注册的指令,在缴足保证金后,就成为合法的期货合约了)。然后结算所发出一份保证书交给经纪人,再由经纪人发出一份合约通知书给有关交易人士或客户。因此,参加期货交易的人士只是通过经纪人与期货结算所订立了一份期货合约,而买方与卖方无从知道也无需知道彼此的身份。他们可随时通过交易所和各自的经纪人将合约对销或交割实物,通过结算所很少找不到交易的对象。

(三)期货经纪商

交易人士或客户从事期货买卖必须通过经纪商进行。经纪商,又称经纪行或经纪公司,是指在期货市场上为客户负责交易所场内经纪人联系和办理买卖期货并收取佣金的各种公司、组织和个人。在我国,期货经纪商只能是经过主管机关批准的具有一定资格的法人组织。期货经纪商一般都是经注册登记的期货交易所的会员。期货经纪商,不管名称、规模大小以及经营范围如何,基本职能都是代表那些不拥有交易所会员资格的客户利益,代表客户下达指令,征收并单列客户履约保证金,提供基本会计记录,传递市场信息和市场研究报告,充当客户交易顾问和对客户进行期货和期权交易及制订交易策略的培训。为了很好地完成职责,期货经纪商必须接受政府主管机关、行业协会、交易所的多重领导和制约,而且要设置一些与职责相配套的职能机构并配备一定素质的人员:保证金账户部、结算部、信贷部、信息部、交割部、客户服务部等,并建立相应的一系列规章制度,如登记注册制度、开户制度、财务制度、防欺诈制度等。

二、期货合约

在期货市场进行交易的“商品”就是各种各样的期货合约。期货合约是交易所为便于期货期权交易而制订的标准的具有法律效力的合同凭证。一切成交的期货、期权合约要求在将来(从一个月到二年或更长一些时间)必须购买或出售商品实物或有价证券。假如你买下一份期货合约,就等于你已同意在将来某一指定期限,在指定地点、按合约规定接收某等级和数量的商品,并按成交价格付清款项,同样,如果你卖出一份期货合约,也就表明你已答应在将来某一指定期限内,在指定地点,交付某等级和数量的商品,并按成交价收取货款。但在实践中,大多数期货合约在期满之前就通过对销而结束履约义务。在期货交易中,

真正进行实物交割的合约极为少数,一般仅占合约总成交量的 1% 左右。

为了便于成万上亿的交易,为了防止交易双方因对合约的不同理解而可能产生的争议,为了防止合约期满进行实物交割时因为商品或有价证券的质量、数量、规格等方面原因而引起纠纷,确保期货合约的可靠性和可兑现性,所有期货合约都是标准化的。每种期货合约对商品或有价证券等的等级、数量、交割期、交割地点等都有明确统一的规定,交易所和结算所有权规定或修改这些标准。因此,一份期货合约中唯一可变的因素是价格(价格也要受到控制),买卖双方只需就某一种期货的价格达成交易,该期货交易便可告成。尽管各种期货和期权交易各有特点和内容,但各种期货或期权合约基本上都包括以下主要内容:

(一)期货或期权合约的交易单位

期货或期权合约的交易单位是交易所对各种期货或期权商品或有价证券等规定一份合约所包含的单位数量。每一交易所的同一种期货或期权合约的交易单位都是相同的。但是不同的交易所的同一种期货或期权合约的交易单位则不一定相同。如美国芝加哥期货交易所(CME)小麦期货合约的交易单位是 5000 蒲耳式,纽约商品交易所(COMEX)规定一份铜期货合约的交易单位为 25000 磅,而英国伦敦金属交易所(LME)规定一份铜的交易单位为 25 吨。又如纽约金融交易所(NYFEX)和纽约证券交易所(NYSE)股票综合指数期货合约的交易单位是 250 美元乘以 标准普尔 500 综合指数(例如 250 美元乘以标准普尔 500 指数,标准普尔代表当时的指数水平),而其股票综合指数期权合约的交易单位又为:一个 标准普尔 500 股票综合指数期货合约单位,即 250 美元乘以指数数字。

(二)期货或期权合约的报价单位(最小变动价位)

参加期货交易的人士最关心的是瞬息万变的期货或期权价格。但是对期货或期权合约的报价单位也必须关注,不然的话就会铸成大错。期货或期权价格一般都是以市场中最小的销售单位为报价单位。如黄金以每盎司若干美元为单位,谷物类农产品以每蒲耳若干美分为单位,伦敦金属交易所规定有色金属以每吨若干英磅为单位,而纽约商品交易所的铜期货则以每磅若干美分为单位的。其他如外汇、证券、指数、期权也都规定了相应的报价单位。各交易所规定每次报价的最小变动价位,如纽约商品交易所规定棉花、原糖价格的最小价格变动额为每磅 0.01 美分,芝加哥期货交易所规定玉米、小麦、大豆的最小变动额为每蒲耳 0.25 美分或 0.125 美分,我国郑州商品交易所小麦的最小变动额为每公斤 1 厘。

(三)每日价格最大波动限制

为了防止由于某些特发性的爆炸新闻所带来的过渡激烈和不合理的价格波动,以保障交易人士的利益,各交易所在期货或期权合约中都规定了每日交易价

格最大波动限度的涨跌额,即价格上下浮动的限额。它是以上一个交易日结算价格为基准的上限或下限。如芝加哥期货交易所小麦期货、期权的每日价格最大波动限制各为:每蒲式耳不高于或低于上一交易日结算价各 圆美分(每份合约为员圆美分)和每蒲式耳不高于或低于上一交易日结算权利金各 圆美分(每张合约为员圆美分)。有时可能出现某期货连续几个交易日价格波动幅度达到或超过最大波动限额,这时有的交易所规定最大波动限额可以扩大,如芝加哥商业交易所国际货币市场(国际)分部外汇期货合约规定德国马克、日本日元、澳大利亚元、加拿大元、瑞士法郎每日价格最大波动限额为开市早 苑美分~ 苑美分,英镑为 苑美分,以后无限价,英镑为 苑美分,法国法郎为 苑美分。又如纽约咖啡、糖和可可交易所(纽约)世界级 员号原糖的上下波动限额是每磅 苑美分(圆美分)如果连续 猿个交易日收盘价达到上下限时,第 源个交易日的限幅可放大为 苑美分,即 圆美分,第 缘个交易日又回到 苑美分的价限,当市场价格达到上限或下限时,交易所所有权把有限的成交量以先报先得的办法分配给经纪人,再由经纪人通知有关客户;同时,许多交易所对现货和近期期货(如距交割期最近的两个合约月份)不作限价规定,以便于急于对销者有机会结算。

(四)交割月份和最后交易日

交易人士在期货或期权到期时应当按照合约规定的数量和质量交付或接收商品或有价证券,以履行期货或期权合约。交割月份又称交收月份,就是商品或有价证券实际交割的月份。各交易所对各种期货或期权都规定了不同的交割月份。所有期货或期权合约必须在指定交割月份之前再卖出或买进同一交割月份的期货或期权合约,即必须在合约期满前对销,否则就得进行实物交割。期货交割月份有近期和远期两种,近期的一二个月,远期最长可达二年以上。也就是说,并非所有的期货合约的交割月份都是按月份顺序排列的,如芝加哥商业交易所(纽约)生猪期货的交割月份为 圆源远苑愿员圆员圆,因此,期货交割月份不是全年的每个月份都是交易月份,而是集中于某些月份进行交易,主要是为了加大交易月份的交易量,便于集中交易,活跃市场。一般说来,每种期货商品都有适应本身特点的活跃交易月份,如美国大豆期货交易, 员月和 员月是交易活跃月份,而小麦则为 员圆月份,原糖为 猿月和 缘月。

因此,任何期货交易人士在买卖期货合约时,都要留心每一种期货合约的最后交易日。所谓最后交易日是指期货合约进行最终交割时所在当月最后交易日往回数的某个交易日。如芝加哥期货交易所规定小麦期货的最后交易日为交割月份最后交易日往回数的第 苑个交易日。如果某人买了 怨月份 怨月 怨日的小麦期货,那他必须在 怨月 怨日中午前卖出对销(怨月份只有 猿天,第 猿天为星期

四,可以是交易日)否则在手的合约就无法卖出,只好等待交易所发出的交割通知单了。因此,一般交割月份的第一个交易日被指定为第一个通知日,从这天起,买卖双方都可能随时收到一份交割通知单,当收到通知单时,即要准备实物交割。所以,一般期货交易人士,特别是投机者,往往在第一个通知日之前把在手合约对销,以免实物交割之劳。有些交易所也准许买卖双方或任何一方在交割月份内任意一天为交割日。

(五)期货或期权合约的交割等级、交割方式与交割地点

凡在商品交易所上市的商品或有价证券,其品质规格均有统一的标准和规定,期货或期权到期进行实物交割时必须按交易所统一规定的标准执行。交易所选择的商品或有价证券的品质规格一般是最通用和交易量较大的规格和等级。不同的期货或期权商品或有价证券具有不同的交割品质规格要求。同一期货商品或有价证券在进行最终交割时,如果实际等级与规定等级有差别,可以用价差方式来弥补,价差由交易所制定。不同期货或期权商品或有价证券的交割等级在相应的期货或期权合约上会有所载明。如芝加哥期货交易所玉米期货交割等级规定,以圆号黄玉米为准,替代品种价差由交易所规定。

期货或期权合约的交割方式是指进行实物交割时所采取的结算方式。不同的期货或期权品种,可采取不同的交割方式。如芝加哥期货交易所白银期货合约的交割方式是“凭设在芝加哥或纽约的,经悦日裁批准的金库所签仓单交割”,缘年期、员年期中期国库券期货合约的交割方式是通过“联储电子过户簿记系统”交割。

期货或期权合约的交割地点是为了进行期货最终实物交所设立的交货场所。交割地点一般设在生产量大的地方或交通枢纽或港口。开设交割地点需要有并由交易所指定的一些大型仓储设施。交割地点的设立主要是针对实物性商品期货或期权而言的。如纽约咖啡、糖和可可交易所咖啡“悦”期货合约中规定交割地点为“凭等级证书在纽约港和新泽西以及新奥尔良的交易所特许仓库交割”。

所有准备参加期货交易的人士,在正式入市之前,应当而且必须对期货合约内的各种规定、说明等内容进行全面细致的理解。

为了完整地认识期货合约,现选用几个美国的交易所的期货合约规定。

表 10-1-1

小麦期货、期权合约

	期货	期权
交易单位	1蒲式耳	1个小麦期货合约单位 (1蒲式耳)
最小变动价位	每个蒲式耳 1/8美分 (每张合约 1/8美分)	每蒲式耳 1/8美分 (每张合约 1/8美分)
敲定价格		每蒲式耳 1/8美分的整倍数
每日价格	每个蒲式耳不高于或低于上一交易	每蒲式耳不高于或低于上一交易日结算价各 1/8美分 (每张合约 1/8美分)
最大波动限额	日结算价 1/8美分 (每张合约 1/8美分) 现货月份无限制	
交割月份	5月	5月
交易时间	上午 9:30-下午 4:00 (芝加哥时间), 到期合约之最后交易日交易截止时间为当日中午	同期货
最后交易日	交割月份最后交易日往回数的第 5个交易日	距相关小麦期货合约第 5个通知日至少 5个交易日之前的最后一个星期五
交割等级	软红冬麦、硬红冬麦、黑北春麦、北春麦、其他替代品价格差距由交易所规定	
合约到期日		最后交易日之后的第一个星期六上午 9:00 (芝加哥时间)

表 10-1-2 纽约证券交易所 (NYSE) 和纽约金融交易所 (NYFE) 股票综合指数期货合约

交易单位	100美元乘以 标准普尔综合指数 (例如 100美元 伊文斯)
最小变动价位	1/4美分 (代表当时的指数水平)
每日价格	无
最大波动限制	
合约月份	3月、6月、9月、12月
交易时间	上午 9:30-下午 4:00 (纽约时间)
最后交易日	合约月份的第三个星期五之前的星期四, 如该日不是 NYSE 和 NYFE 工作日, 最后交易日为该日之前的一个工作日
交割方式	在合约到期时以现金结算; 最终结算价格是根据所有 NYSE 综合指数 构成股票到期合约月份第三个星期五的开盘价, 经特别计算而求出的。

会与卖方达成协议 在交付商品或有价证券前先支付全部或部分货款 反之 若某商品成或有价证券供过于求 卖方为了实现商品或有价证券的销售 可能会与买方达成协议 在商品或有价证券交付后延期付款或分期付款。这两种不是一次性钱货两清的交易方式也属于现货市场的范畴。有的人把先付款后交货看成是期货交易是不恰当的。实际上期货市场是买卖双方先交付一定数额的保证金,通过经纪商、交易所、结算所买进或卖出期货合约的市场,而期货合约又是标准化的,受法律约束并规定在将来某一特定地点和时间交收某一特定数量和品质的商品或有价证券的合约。期货交易者买进或卖出期货合约后,一般都在合约期满前就将其在手合约对销。因此 期货市场的交易绝大多数是“买空卖空”的,不似现货市场,一定进行钱货两清的实物交收。

现货市场上的所有交易可以发生在任何允许进行交易的场所,实物交收也是如此。而期货市场上的交易必须在交易所内进行,严禁场外交易。为数不多的实物交割也必须按交易所规定的交割方式和程序在指定购仓库或港口进行。

期货市场与现货市场更重要的区别在于市场上买卖双方交易目的截然不同。从事现货交易的卖方是为了在市场上实现商品或有价证券的价值而获取增值的货币,而买方是为了在市场上买到合适的商品或有价证券;从事期货交易的买卖双方,其目的都是利用期货价格的上下波动进行套期保值或投机获利。

期货市场与现货市场的主体与客体也明显不同于现货市场

期货市场的主体主要是套期保值者和投机者以及少数的贸易商,而现货市场的主体是多种多样的,如政府机构、企业、居民。期货市场主体只是现货市场主体中的一小部分。

现货市场客体的范围相当大,几乎没有什么商品或有价证券不能成为现货交易的对象,而期货市场的客体范围则相对较窄,并不是每种商品或有价证券都可以成为期货交易的对象。能成为期货交易对象的商品或有价证券必须满足下列条件:

- (员)供给量和需求量都很大;
- (圆)没有任何市场垄断者;
- (猿)政府对该商品或有价证券不实施价格管制,而且其价格必须变动频繁;
- (源)该商品或有价证券的品种规格不多,且品质标准易于为大众所理解和掌握;
- (缘)该商品必须宜于贮藏,且生产周期较长。

期货市场与现货市场虽然有诸多区别,但是两者的关系又是十分密切的。首先,两个市场通行商品交换的基本原则,即自由让渡、公平竞争、等价交换;其次,期货市场的产生与发展源于现货市场,没有现货市场的发展和规范化,没有现货市场商业风险的存在,期货市场就无从产生;再次,期货市场的发展,有利

于统一市场和体系形成,有利于促进现货市场的繁荣与稳定。

(二)期货交易与远期合同交易

实践中有许多人把远期合同交易等同于或包含于期货交易,这是对期货交易的可怕误解。远期合同交易与期货交易的相似之处,就在于“期”上,即时间上的相似性。但相似不等于相同。远期合同交易作为现货交易的一种普遍交易形式,指的是买卖双方根据所签合同商定的交货与付款方式,在将来某一个时期(一般是几个月以上)内交割货物,收取货款,从而实现商品或有价证券的所有权转让的交换行为。它与期货交易的区别起码有以下几个方面:

1. 交易地点不同

期货交易必须在交易所的交易厅内进行,远期合同交易则无所谓。

2. 交易方式不同

期货交易是通过专职经纪人间接进行的交易,而远期合同交易一般是通过或不通过中介人的直接面对面交易。

3. 合约的规范化程度不同

期货合约是标准化、受法律制约的合约,而远期合同交易中的合同则无明显特殊的要求。除非经过公证处公证,否则不受法律保护。

4. 结算方式不同

期货合约的结算得通过结算所来进行,还要扣除佣金,远期合同的履约结算是由双方直接或通过银行进行。

5. 合约处置方式不同

期货合约在期满前可以随时转卖转买,流动性大,而远期合同固然可以转卖,但受到地点、对象、数量等限制,流动性极小。

6. 交易价格的形成机制不同

期货交易量大,买方和卖方人数多,竞争激烈,而且期货合约中惟有价格是变量,因此形成的价格较具有真实性,远期合同交易是买卖双方一对一的交易,其价格形成具有一定的风险性。

7. 交易目的不同

远期合同交易的目的是为了稳定商品或有价证券的购销关系,而期货交易的目的是利用价格波动来套期保值或投机获利。

8. 风险处理方式不同

远期合同到期执行时,或者会出现价格与质量、数量不符,或因主客观原因造成无货可供或无钱购货的风险,容易出现纠纷,而且无法转换这种风险;而期货合约在成交之后,买卖双方就要缴存一定量的履约保证金,结算所和交易所还通过建立无负债制度、风险基金制度、允许经纪商在客户不缴追加保证金或到期不进行实物交割时可实行强制平仓制度等手段来避免各种风险,以致很少或甚

本上没有出现不履约的期货交易。

但是,不论怎么说,期货交易却是在远期合同交易基础上发展起来的。很难想像,没有规范的远期合同交易却有成熟的期货市场。

四、期货市场对社会经济发展的作用

期货市场得以在世界各地产生并普遍发展,正是由于它对于克服市场波动,缓解供求矛盾,协调经济发展都有着积极的现实作用。

(一)建立期货市场有利于保护生产者和经营者利益,转移或分散市场风险

期货市场以其特有的套期保值或转移风险功能,为生产者和经营者提供了一个转移或分散风险功能,有了期货市场,生产者在生产之前或在购进原材料或发行股票、债券之前,以预定的目标价格卖出相应数量的期货合约,从而便可以放手安排生产经营活动,以消除价格波动或商品滞销等后顾之忧。同样,对于商品或有价证券经营者来说,也可以通过期货市场的套期保值业务调整自己的经营计划,转移现货市场的经营风险。

(二)建立期货市场有利于防止市场波动、供求波动过渡和社会资源配置的低效

现货市场价格机制之所以会引起市场供求反复和周期性的波动,就在于生产者缺乏潜在有效供给增减和远期市场供求态势变动的明确信号。而一旦出现供求不平衡,现货价格必然会或高或低,反过来又诱发商品或有价证券的盲目供求,进而造成社会资源的低效配置。而在期货市场上,期货价格是由众多的买者和卖者根据各自对将来某一时点现货市场供求态势的预测分析,经过相互报价竞争而确定的,因而期货价格具有较真实性的特点,既能预示未来市场供求态势的变动情况,也能对未来各个时期的潜在供求进行超前调节,进而有助于防止盲目的生产经营行为的发生,防止市场过度波动,实现资源优化配置的目标。

(三)建立期货市场,有助于完善市场体系,健全市场机制,建立良好的市场秩序

期货市场是市场体系中的一个重要的、不可分割的组成部分。许多人以为市场体系就是商品、劳动力、技术、信息、资本等五大市场的有机集合体。其实,这不过是市场体系的一种分类方法,即按市场客体作为划分标准,市场体系还有其他一些分类方法。如,按照市场的组织形式和交易方式作为分类标准,市场体系就可以划分为现货市场和期货市场两大类。各种分类都只是从一个侧面对市场体系进行认识。只有按不同的标准划分的各种市场相互交织在一起,反映了市场体系的全貌,才能共同构成一个完整的市场体系。前面我们已经简单地说明了现货市场与期货市场、远期合同交易与期货合约交易的关系,在此不再赘述。

市场机制主要由供求机制、价格机制、竞争机制、动力机制、风险机制等构成。不健全的市场机制容易产生失真的或扭曲的市场信号,给社会经济活动带来严重的混乱和低效。而期货市场的运行机制是在公开、公正、平等的条件下发生作用的,市场透明度高,禁止内幕交易、操纵、黑市或不正当交易,竞争性强。这种科学的运行机制对整个市场机制的建立健全,对建立良好的市场秩序,无不起到积极而有效的示范和促进作用。

(四)建立期货市场有利于加强和完善国家的宏观调控职能,促进国民经济的健康发展

市场经济体制并不意味着不需要国家的宏观调控,而应当是在充分利用市场机制在配置资源的积极作用的同时加强和完善国家的宏观调控职能。但是,采用过去那种高度集中的指令性计划来进行宏观调控,事实证明却是低效和有害的。期货市场的建立,为国家实施宏观间接调控提供了一条有效的途径。这是因为,期货市场与现货市场既有重大区别,又存在着密切的联系,从某种意义上讲,期货市场供求及价格的波动比之现货市场更是对某种经济态势的一种警示,这种警示一旦被政府及时发觉并采取相应措施加以解决,那么市场机制的消极作用就可以避免,经济增长就不会出现大的波动。因此,国家可以利用建立法规制度和宏观管理体系等来规范期货市场及其运行,使期货市场的交易制度、价格制度、信息公开制度等为国家的经济政策所用,为国家的宏观调控服务。

(五)建立期货市场有利于“三流分立”,节约商品流通过程中的交易费用

“三流分立”作为商品经济发展的标志之一和必然结果,可以集中反映在期货交易之中。期货交易在期货交易交割期到来之前充分进行商品或证券所有权的转手,一般不涉及物流,只是商流和信息流的集合。因此,期货交易有利于生产者、经营者、储运商等节约商品或证券的储运、资金占用等费用,而且通过经纪商进行的期货交易收取较少的佣金,还可以通过期货套期保值业务转移风险。因此,期货交易节约了商品或证券的交易费用。此外,由于期货交易是通过经纪商和交易所进行的,因此,经纪商和交易所就能掌握、汇集大量的各种信息。实际上经纪商主要是利用各种有效信息和良好的服务来赢得客户的,因而它就更注意收集各种信息,成为名副其实的信息流者。参加期货交易的人越多,交易量越大,交易所获得的真实信息量就越多,这种真实信息对社会经济的作用也就越大。

固然,期货市场作为一种特殊的社会存在,其对社会经济的作用是全方位的。反过来说,一个国家有无期货市场以及是否利用了期货市场的功能,其经济增长和发展的质量,事实也证明大不相同。

第二节 期货市场的产生与发展

期货市场是商品经济发展到一定阶段后随着商品生产者、经营者分散市场价格风险的需要不断规范和成熟起来的,是商品经济发展的必然产物。现代经济已经进入“期货市场时代”,几乎已经成为国际期货学界的共识。

一、期货市场的产生

期货市场(远期合约)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。它的兴起与发展,是商品交换、商品生产和市场发展一定阶段的结果,贸易方式长期演进的结果。早在古希腊和古罗马时期,在欧洲就出现了一个中央交易场所、易货交易和货币制度,形成了按照既定时间和场所开展活动,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,农民再交付农产品,这是世界上比较原始的远期交易。15世纪的比利时商人已经开展类似的交易,并在16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1274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,待货物运到后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,牟取更多的收益,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1847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叫卖,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。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,由美国多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场所——芝加哥期货交易所(又称芝加哥谷物交易所,英文简称“期货”)。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,能够镇住经营成本,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1850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在政府有关部门协助下,经过数年调查研究后,于1977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(期货)。该交易

所的货币市场分部于 1974 年 3 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。由此而产生的是期货合约种类的重点发生了变化,逐渐由商品实物向金融工具、期权等类别转移。期货合约种类扩大主要经历了三个阶段。第一阶段,约从 19 世纪末至 20 世纪 50 年代末。19 世纪末期,西方发达国家先后完成了工业化的任务,资本主义发展至现代资本主义阶段,逐步摆脱了以农业耕作为基础的经济体系,因此,自 19 世纪末至 20 世纪 50 年代末的半个多世纪中,期货合约的种类逐渐从传统的农畜产品期货合约扩大至贵金属、制成品、加工品和非耐用储存商品合约。据估计目前有五、六十种大宗农畜产品、矿产品、工业原料可以在商品交易所进行成交。第二阶段,从 1970 年至今。本世纪 50 年代末期,随着布雷顿体系的演变和解体,西方国家面临着国际经济环境的巨大变迁,浮动汇率制度为西方各国所采用,国内国际货币市场十分动荡,利率频繁波动,各国政府债务急剧增加,同时,各国在金融领域中的相互依赖性也越来越大,所有这些都使得国家和广大厂商与投资者为了减轻因汇率和利率波动造成的损失,更多地借助于外汇和利率期货交易来减少风险。1974 年 3 月,芝加哥商业交易所首次推出包括英镑、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交易;1975 年 4 月,芝加哥期货交易所率先推出第一张抵押证券期货合约。这两种金融期货合约首次引进了交易所,并迅速带动了一批其他种类的金融工具,如欧洲美元、股票指数、市政债券指数等期货交易。1976 年 4 月,芝加哥期货交易所又第一次为交易者提供了美国长期国库券期权合约的交易,其后各种期权合约成为所有期货交易中最热门的一种。

(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 1.5 亿张,1988 年为 1.5 亿张,1989 年为 1.5 亿张,1990 年为 1.5 亿张。1985 年 9 月 1 日上市“日经 225 股票指数期货”。1985 年总交易量达 1.5 亿张。

万张合约。东京国际金融期货交易所于 1973 年 10 月 1 日成立,上市品种主要有 10 日欧洲日元、10 日欧洲美元等,1975 年总交易量为 1.5 亿张合约。悉尼期货交易所上市 1 年期和 3 年期国库券等期货,1975 年总交易量为 1.5 亿张合约。新加坡国际金融交易所建立于 1976 年 7 月,上市品种包括股票指数、货币和石油产品三大类,1975 年总交易量为 1.5 亿张合约。

(三)期货全球交易网络——电子网络将使全球进入全天候期货交易时代

电子网络是期货、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候交易。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。电子网络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,向原来的头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。电子网络系统的开发,使期货市场在 1970 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 10 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 100 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,日前,美国有 15 家交易所,英国 10 家,日本 10 家,法国 10 家,德国 10 家,荷兰 10 家,比利时 10 家,巴西 10 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,全天候不停地进行交易。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。

(四)期货市场的宏观管理越来越严格和完善

由于期货市场的交易量很大,期货合约又是标准化的,而且买卖对销手续极为简易快捷,因此,期货交易对市场的供求关系和价格的影响比正常的现货交易更加迅速和敏感。为了保证社会经济正常有序地进行,保护投资者的利益,各国政府以及各交易所都对期货交易规定有明确、具体而又严格的法规和条例,并依法建立了严密的期货市场宏观管理体系,如成立政府的期货交易和市场管理监察机构——期货交易委员会,还有实行自律机制的交易所各专门委员会,全国期货行业协会。

根据有关期货法规和条例规定,各交易所必须保证所有的交易是在交易所