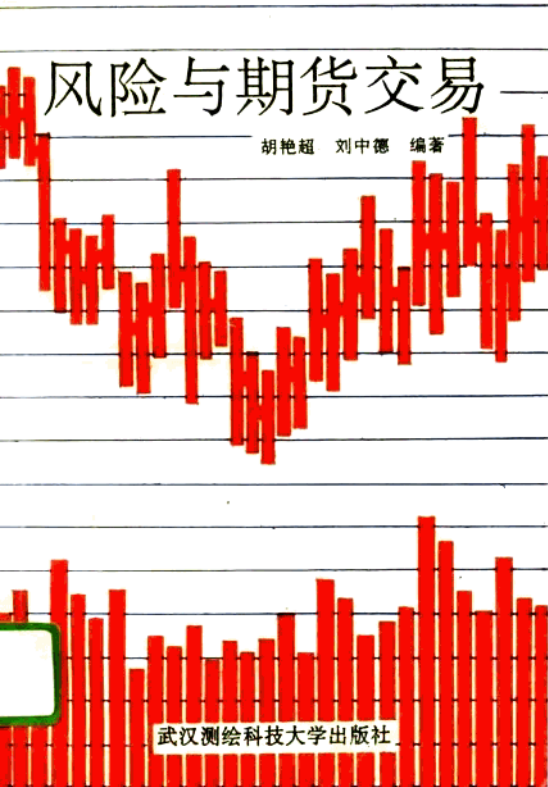


风险与期货交易

胡艳超 刘中德 编著



武汉测绘科技大学出版社

前 言

美国期货专家格罗斯曼认为：“凡是有价格风险的地方，就有期货市场的需要。”日本学者则指出：“我们已进入期货市场的时代。”出于回避市场风险需要而产生的期货交易方式，在历经了一百多年发展后，在现代市场经济中起到什么作用呢？期货市场是通过什么样的机制发挥转移风险功能的呢？企业和个人投资者是如何在期货市场中实现风险对冲和风险投资的呢？国际期货市场现状如何且对我们有何启发呢？这些，是广大企业家和一般投资者都很为关心的话题。

现在，期货理论研究所形成的一致看法是，期货市场具有两大功能，其一，它是对价格风险提供保值的场所；其二，它能提供未来的价格信息。这是因为，期货市场是进行期货合约买卖的市场，这种买卖是由转移价格波动的厂商和承受价格风险获利的风险投资者参加的、在交易所内依法公平竞争而进行的，并且有保证金制度为保障。

对于厂商来说，生产经营中所经常面临的且影响最大的风险源于市场价格波动，为了保证生产经营的稳定，它们需要通过有效的手段将风险转移出去，但是，一般保险公司的保险手段是无法胜任这一任务的。期货交易方式正是应这一需要而产生的。期货市场的运作形式上是通过期货、现货的相反运营（即风险对冲）实现的，由于存在追求风险利润的投资者，商业风险负担过重的实买实卖厂商可以通过转让出风险利润，

转嫁出风险。很长一个时期,我国大中型企业普遍缺少独立承担风险的能力和意识,一切市场风险最终集中于政府身上,企业无从谈增强活力问题。经济改革的一个重要任务就是,要使企业成为自负盈亏、自我发展的生产经营者,要形成国家、企业、个人三者风险共担的机制。随着改革的深入,企业将逐步承担越来越多的风险,从而回避风险的要求也会越来越强烈。因此,包括国有企业在内的各类企业,应该当然地成为期货市场中的积极参与者。

另一方面,期货市场为广大社会投资者提供了风险投资的又一良好场所。作为继股票、房地产之后的“第三大投资热点”,期货交易已在投资意识较早觉醒的沿海地区红红火火地展开了。期货交易以其更透明、更公平、更灵活的交易机制,以及有蓄股票、房地产交易无可比拟的“以小博大”的风险投资方式,已愈来愈引得众多投资者的青睐。在这类风险投资中,风险与收益究竟呈什么样的关系呢?如何真正实现立于不败之地呢?这也是需要从理论和实务上展开分析的。

期货市场的历史、理论、政策和管理,内容很广,为了不把研究搞得过于庞杂,本书主要立足于期货交易的理论分析。第一、二章旨在通过风险分析,阐明期货交易有着保险业所不可替代的避险功能,而这种功能又是通过期货交易百年来不断发展完善的交易机制实现的。第三章至第七章,分别分析了商品期货、黄金期货、利率期货、股票指数期货及外汇期货等交易方式,对上述问题的展开分析,结合案例从理论上深化,可以说是本书一点特色,即追求一定的学术性和理论性。第八章研究的是期权交易方式,作为避险和风险投资的有效工具,花稍大点篇幅分析是必要的。对于有兴趣进入期货市场的投资

者来说,首要的任务是把握“进门”的基本知识和要领,第九章所阐述的交易一般程序,正是要实现这一任务。第十章试图对国际主要期货市场作一简洁明了的概述,并相应地介绍了中国期货市场的发展状况。但是,对于如何“洋为中用”,建立符合中国特色的期货市场以及相关的重大理论问题,我们未作进一步的探讨,这不只是由于主题和篇幅的限制,更主要的原因是,作者对这些问题的研究还很不深入,难以提出真知灼见。这虽则是遗憾,但也为我们下一步的工作提出了明确的目标。

本书是在广泛收集和研究国内外期货交易的已有资料和成果的基础上形成的,我们尤为感谢北京国际期货股份有限公司董事长田源先生的博士论文及著述给我们的启发。我们还参考了李文贤、张春文先生的《国际期货市场》、蔡长学先生的《国际金融期货》以及周丹先生的论文《期权交易》;中国农村发展信托投资公司上海金属交易所办事处为我们提供了宝贵的资料;武汉大学研究生院、经济学院、中国人民保险公司黄石分公司、云南大学外贸系副主任张荐华先生,为本书的完成提供了帮助;吴宁莉女士、杨丽娟女士给予了我们大力支持,在此一并致谢。

在本书编写过程中,作者力求脚踏实地、认真探讨,但由于期货交易是一种相当复杂的经济行为,笔者的实践经验不足且理论素养有限,因而书中难免存在缺点错误,特向读者致歉,并恳求批评指正。

作 者

1993年9月10日

于武汉大学博士生公寓

目 录

前 言.....	(1)
第一章 风险分析与期货交易功能	(1)
第一节 风险与风险管理	(1)
一、风险及其种类.....	(1)
二、风险管理的方法.....	(4)
三、处理风险的常见手段:保险	(7)
第二节 市场风险的经济学分析	(9)
一、市场风险概说.....	(9)
二、价格波动与“蛛网理论”.....	(10)
三、期货交易的价格预测性.....	(16)
第三节 期货交易的发展与创新	(18)
一、远期合约的标准化.....	(18)
二、“对冲”原则.....	(20)
第四节 独特的交易方式	(24)
一、期货交易与现货交易.....	(25)
二、期货交易与远期合约交易.....	(26)
三、期货交易与股票交易.....	(27)
四、期货交易与房地产交易.....	(28)
第五节 期货交易的项目和要求	(28)

第六节 现代期货市场的功能	(30)
一、转移和扩散风险	(30)
二、发现价格的功能	(32)
三、缓和价格波动	(33)
四、节约社会风险准备金	(35)
第二章 现代期货市场的机制	(37)
第一节 期货市场的交易机制	(37)
一、期货市场的结构	(38)
二、期货市场的基本交易业务	(49)
第二节 期货市场的价格机制	(62)
一、期货价格的构成	(63)
二、影响期货价格的基本因素	(65)
三、期货交易是市场价格决定机制	(70)
第三节 期货市场的组织机制	(72)
一、关于保证期货市场的流动性、公开性方面的	(72)
二、关于防止风险扩大限制过度投机方面的	(75)
第三章 商品期货交易	(79)
第一节 商品期货的市场供求分析	(79)
一、商品期货需求分析	(79)
二、商品期货供给分析	(86)
第二节 市场价格的技术分析法	(93)
一、上升趋势线及下降趋势线	(94)
二、支持线和阻力线	(95)
三、圆顶形和圆底形	(95)

四、双重头形和双重底形.....	(96)
五、头肩形.....	(96)
六、三角形.....	(97)
七、旗形和细长三角形.....	(98)
八、缺口.....	(99)
第三节 商品期货买卖方法.....	(100)
一、卖期保值和买期保值.....	(100)
二、保险的极限:现货与期货变动价格差异.....	(103)
三、基差交易.....	(106)
四、场外交易.....	(110)
五、投机交易.....	(112)
第四章 黄金期货交易.....	(119)
第一节 黄金概说.....	(119)
第二节 世界黄金市场.....	(121)
第三节 黄金价格变动的影响因素.....	(123)
第四节 黄金期货交易策略.....	(126)
第五章 外汇期货交易.....	(131)
第一节 金融期货交易概论.....	(131)
一、金融市场及其分类.....	(131)
二、金融市场的作用.....	(133)
第二节 外汇风险及风险回避.....	(135)
一、外汇概论.....	(136)
二、外汇风险.....	(140)
三、外汇风险管理战略.....	(141)
四、外汇期货的产生.....	(142)

第三节	外汇期货交易	(144)
一、	外汇期货交易与远期外汇交易的比较	(144)
二、	交易所在外汇期货中的作用	(146)
三、	外汇期货市场中投机与避险	(147)
第六章	利率期货交易	(151)
第一节	利率风险与利率期货交易的产生	(151)
一、	金融凭证的产生及其价格	(151)
二、	利率风险与利率波动因素分析	(152)
三、	利率期货交易的产生	(155)
第二节	长短期信用工具期货	(156)
一、	短期国库券期货	(157)
二、	商业票据期货	(159)
三、	定期存单期货	(160)
四、	房屋抵押债券期货	(160)
五、	中期国库券期货	(161)
六、	长期国库券期货	(161)
第三节	如何使用利率期货进行套期保值	(161)
第七章	股票指数期货交易	(168)
第一节	股票价格风险与股票指数期货交易的产生	(168)
一、	股票风险的组成部分	(168)
二、	股票指数期货交易的产生	(170)
第二节	股票指数期货交易的实际运作	(172)
一、	股票指数期货的交易过程	(172)
二、	股票指数期货的套期保值	(174)
三、	投机者在股票指数期货交易中的	

地位及投机方式·····	(185)
第八章 期权交易·····	(183)
第一节、期权交易的产生及特征·····	(188)
一、期权交易方式的历史回顾·····	(188)
二、期权交易与期货交易·····	(190)
三、期权交易种类·····	(191)
第二节 期权交易的风险与收益·····	(193)
一、多头期权、空头期权的风险与收益结构	
·····	(193)
二、如何决策·····	(197)
第三节 期权保险费及其决定因素(200)	
一、期权保险费概念·····	(200)
二、期权的时间价值·····	(201)
第四节 期权的盈亏及交易战略·····	(203)
一、买进多头期权·····	(203)
二、卖出多头期权·····	(204)
三、买进空头期权·····	(205)
四、卖出空头期权·····	(206)
五、看涨套利·····	(208)
六、看跌套利·····	(210)
第五节 几种主要期权交易·····	(212)
一、商品期权交易·····	(212)
二、外汇期权交易·····	(216)
三、股票期权交易·····	(221)
四、利率期权交易·····	(225)
第九章 期货交易一般过程与要领·····	(226)

第一节 期货交易的程序.....	(226)
一、商品期货交易的程序	(226)
二、实例说明	(227)
第二节 期货交易的业务操作.....	(228)
一、慎重地选择经纪行和经纪人	(228)
二、向经纪人下达交易定单	(229)
三、期货交易所内的作业	(230)
第三节 保证金交收与结算.....	(232)
一、保证金交收	(232)
二、结 算	(234)
第四节 期货交易的風險与风险防范的要領.....	(235)
一、期货交易是高风险的博弈	(235)
二、入市场的必要前提	(236)
三、防范風險的要領	(237)
附录一:期货交易所常见术语中英文对照	(241)
第十章 中外期货市场概覽.....	(265)
第一节 美国的期货市场.....	(265)
一、纽约商品交易所	(266)
二、纽约商业交易所	(267)
三、纽约期货交易所	(268)
四、芝加哥期货交易所	(268)
五、芝加哥商业交易所	(270)
第二节 日本的期货市场.....	(271)
一、日本期货交易所的产生和发展	(272)
二、日本期货市场的组织和职能	(273)
三、日本商品交易所的交易方式	(276)

四、对期货市场的管理、监督和违章行为的处罚	(279)
第三节 英国期货市场	(280)
第四节 香港期货市场	(285)
一、香港期货市场的产生与特点	(285)
二、商品期货交易的一般情况	(288)
第五节 中国期货市场	(292)
一、构建期货市场是中国社会主义市场经济的必然选择	(292)
二、中国构建期货市场的初步尝试	(294)
三、中国发展期货市场当务之急是制定统一法规和健全管理机构	(297)
四、中国期货市场发展的前提是抓紧人才培养	(298)
附录二：深圳有色金属交易所管理规定、交易所规则、章程	
附录三：中国农村发展信托公司深圳基金部上海金属交易所办事处代理业务章程暨实施细则	
附录四：上海金属交易所关于实行交易价格限幅（涨跌停板）的若干规定	

第一章 风险分析与期货交易功能

第一节 风险与风险管理

我们生活在一个经济飞速发展的时代,我们所获得的每一个科技突破和社会进步,都是冲破各种艰难险阻的结果。尽管近百年来,人类创造了巨大的物质财富和精神成果,但我们仍然还是在不断与风险挑战中前进。风险与人类相伴相生,与人类经济生活紧密相联。研究风险,对风险进行有效管理,既是当前市场经济建设的重要任务,也是中华民族志立于世界强国之林的历史使命。

一、风险及其种类

风险一词的意义,极不确定。有些人指为保险的标的,有些人指为损失的机会,而大多数的保险学教科书,则将之解释为损失的不定性。然而,也有人认为风险与不定性也有分别。例如美国佩弗尔认为风险是以客观的或然率来测定的,而不定性则以主观的相信度来加以测定。本书采取威廉及赫因二人的意见,认为:风险乃是在一定情况下有关未来结果的客观疑惑。一个人即使知道各种可能的结局及其或然率,对于将发生那一种结局,仍不免有所疑惑,这就是风险。例如在一定情况下,可能的结局为没有损失、损失一千元或损失一万元三

种,假定此人并已知三种结局的或然率分别为 0.8,0.1 及 0.1,但他仍不知道此三种可能有的结局之中,究将发生何者。此种风险的大小,可就各种可能有的结果的差异来加以测定。由此可知风险与损失机会并不相同。因为损失如若是确定发生的,则损失机会为一,而风险为零,反之,如若确定没有损失,则损失机会为零,风险也为零。

至于不定性,可解释为一定情况下有关未来结果的主要疑惑。一个人不论其是否知道各种可能的结果及其或然率,他都会有此种主观的疑惑发生,而其不定性的大小,则随各人了解与估计风险的能力而定,如其估计是完全的,则不定性就与风险一致(在一定情况下,任何人遭遇的风险都是一样的)。例如在未来段时期内,实际的结果可能变化很大,就此而言,我们可说有了很大的风险。然而,有些人可能低估了各种结果的差异性,因之他们的不定性就会小于风险;而另一些人可能高估了各种结果的差异性,因之他们的不定性就会大于风险。

经济上的风险与不定性,能就各种不同的标准加以分类,并将较为通用的叙述于次:

(一)依潜在损失的种类,可分为:1、财产的风险,是指家庭或企业对其自有、使用或保管的财产,发生毁损、灭失或贬值的风险。例如建筑物有遭受火灾、地震、爆炸等损失的风险,船舶有遭受沉没、碰撞、搁浅等损失的风险均是。这些都是财产的实质损失,通常属于可保风险的范围。至于财产价值的跌落,如其是由市场供求关系的变动而导致的,那就属于经济损失,通常不在可保风险的范围之内。2、责任上的风险,是指对于他人所遭受的财产损失或身体伤害,在法律上更有赔偿责任的风险。例如汽车撞伤了行人,医师诊死了病人,如果驾车

人与医师具有过失,就须对受害人或其家属加以赔偿,此种赔偿的不定性,就是“法律责任”上的风险。此外,尚有所谓“协约责任”,是指依据协约规定,当事人的一方在某种情况下应负的赔偿责任而言。属于可保风险的多为法律责任,协约责任保险,只是少数例外而已。3、人身上的风险,是指人们因生老病死虽为人生的必然现象,但在何时发生,并非确定,加之一旦发生了,也必然使其本人或家属遭致若干金钱上的负担,其可成为可保的风险自极显然。但随之而来的,尚有所谓精神上的损失,通常则不在可保险范围之内。此外,现代社会亦常有失业的现象发生,丧失职业亦如丧失财产,能使当事人遭受金钱上的损失,但以其并无财产的实质损失,帮故亦列为人身保险的范围。

(二)依损失发生的原因,可分为:1、自然风险则指由于物理或实质危险,如暴风,洪水或火灾等所致财产毁损的风险。2、社会风险,是指由于个人行为的离常,如失盗、疏忽,或是由于不可预料的团体行动,如罢工,暴动、战争等而引起的损失的风险。3、经济风险,是指在生产与销售的过程之中,由于各项有关因素的变动或估计错误,导致产量减少或价格跌落的风险。事实上,上述三种风险也不是相互排斥的,例如员工的疏忽可以导致一场大火的发生,而在产销方面的错误计划,也可加深一项商业萧条的结果。

(三)依损失的性质,可分为:1、纯粹风险,是指只有损失机会而无获利机会的风险。例如汽车所有人面对碰撞风险,当有碰撞发生时,他将遭致金钱上的损失,如无碰撞发生,他亦无利可得。2、投机风险,是指既有损失机会,也有获利机会的风险。例如扩充现有工厂的规模,就兼有损失机会与获利机

会。纯粹风险总是不幸的，而投机风险则具有若干诱惑性，使得一些人为了获得赚钱的机会而甘冒亏本的风险。

(四)依产生损失的环境，可分为：1、静态风险，是指自然力的不规则变动或人的错误与恶行导致的风险。这种风险是任何静态社会所不可避免的。2、动态风险，是指与社会变动有关的风险，尤其与欲望的改变及技术的改进有关。两者的不同是：静态损失通常既是个人也是社会的损失，而动态损失则不一定如此。静态损失通常最多直接影响于少数人，而动态损失则有较为广泛的影响。静态损失在一段期间内呈现较多的规则性，而动态损失则否。静态风险总是属于纯粹风险，而动态风险则纯粹风险与投机风险都有。

(五)有人也将风险分为：基本风险与特定风险，虽然两者的界限并非十分清楚。他们认为基本风险也是团体风险，在起源与影响方面，都不只与特定的人们有关，至少是个人所不能阻止的。至于特定风险，则在起源与影响方面，都只与特定之人有关，也是容易为人们所控制的。例如与经济制度内的动荡或摩擦有关的风险，与主要社会或政治变动有关的风险，与自然灾害有关的风险，都是属于基本风险。而由非职业原因引起死伤的风险，由火、爆炸、失盗、破坏等所引起之财产损失的风险，对他人财产损失与身体伤害所负法律责任的风险，都是属于特定风险。特定风险往往也是纯粹风险，而基本风险则包括纯粹风险与投机风险在内。

二、风险管理的方法：

自有人类以来，风险无处不在，无时不有，但迭吉避凶，亦人之常情。在近代科学奠定之前，为迎合人们的此种心理，乃有星象家、预言家、相术家以及各种巫述道士之流出现。我国

当代帝王出征，必占星象；婚丧喜庆，必择吉时。时至今日，仍有此种迷信存在，但人们多已采取其他方法来处理风险：

(一)避免风险 一个怕自己房屋被火烧掉的人，可以出卖他的房屋而逃避此种风险；一个怕坐飞机发生空难事件的人，可以一生不乘飞机而逃避此种风险。此种方法，在有限的范围内，亦常为人所采用，但不是每一个风险都可如此处理，用之过当，亦将阻碍社会的进步，故非一种处理风险的良好方法。

(二)承当风险 自己承当风险，有被动的与主动的两种情况：1、被动地承当，或是由于不知有某种风险存在，例如不知有职业责任的风险，而未采取任何处理此种风险的方法；或是虽知有某种风险存在，但延未采取任何行动以处理之。2、主动地承当，或是由于除自己承当外，没有其他任何可以处理此种风险的方法；或是由于采用其他方法处理某种风险，不及自己承当风险来得有利。主动地承当某种风险时，有时可不作任何承当风险准备，而单纯地等待不幸事件的发生。有时则作未雨绸缪之计，于平时提供与累积一笔意外损失准备基金，以便于损失发生时得以迅速抵补，一般称此为“自己保险”，但严格的自己保险，仍有其必备的条件。

(三)防止风险 即是采取有效的手段，以消除或减轻导致不幸事件的因素。例如改善道路、灯光与交通管理，以防止车祸的发生；改良建筑材料或雇用看守人员，以防止火灾的发生。防止风险，能防患于未然，应为处理风险中最值得重视的方法，但不是每种风险都可事先预防，即使事先已加防阻，但不一定即能成功；或是防止所需之费用，大过可能发生的损失。如有这些情况，仍应同时采用其他处理风险之方法。

(四)转移风险 将风险转移他人，可采取数种不同的方

式：1、出卖。即将导致风险之财产卖与他人，而由他人承当此项财产的风险。2、分包。此指一项工程而言，例如一个承包商为恐工程承包后有关水电部分工资及材料涨价，乃将其中之水电工程转包他人。3、套期保值。此为贸易中转移风险之一方法。例如某商于九月一日买进小麦一批计十万元，预期于三个月后制成面粉出卖，但如卖得十八万元，则能收回成本并有合理利润，但三个月以后的小麦价格颇难预料，为转移价格涨跌的风险，乃于九月一日同时以同一个价格出卖三月后交货之同量小麦一批。例如三月后小麦跌至八万元，则面粉只能卖得十六万元，而有两万元的损失，倘此时能以八万元购进小麦一批，以交付九月一日出卖之期货小麦，而后有二万元利益，足以抵补出卖面粉之损失。4、协约。例如铁路局为某一企业铺设支线一条，但于协约中规定有关此一支线之任何车祸，均应由使用之企业负其法律上的责任。5、保险。被保险人付出保费，而由保险人承当损失赔偿的责任。亦为风险转嫁之一种方式。但保险尚具有其他作用，容后述之。

(五)结合风险 是将具有相同性质的风险结合起来，从而减少风险的程度。例如若干小企业的合并经营或企业本身的扩大成长，只要增加了财产的扩散性，就可使其遭致火灾损失的风险趋于减少。现代大规模企业的兴起，因另有重要的原因，但因结合风险而减少风险，亦为值得重视的附带作用。至于保险，则具有双重性质，从被保险人而言，则因结合了许多相同的风险，而使损失的预测更为准确，亦即减少了发生某种损失的风险或不定性。在现代社会中，人们已逐渐以保险作为处理风险之主要方式，因而促成保险事业的快速发展。我们不妨作一简要分析。