



金融类系列实验教程

期货投资实验教程

汤洪波 著

QIHUO TOUZI

SHIYAN

\$ ¥
JIAOCHENG



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

金融类系列实验教程

期货投资实验教程

汤洪波 著



中国金融出版社

策划编辑：王杰华

责任编辑：单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

期货投资实验教程 (Qihuo Touzi Shiyān Jiāochéng) / 汤洪波著. — 北京: 中国金融出版社, 2006. 1

ISBN 7 - 5049 - 3923 - 4

I. 期… II. 汤… III. 期货交易—教材 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 160469 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市瑞丰印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 7.5

字数 175 千

版次 2006 年 3 月第 1 版

印次 2006 年 3 月第 1 次印刷

印数 1 - 5090

定价 22.00 元

如出现印装错误本社负责调换

作者简介

汤洪波，男，四川省成都市人，1968 年出生。分别于 1991 年、1997 年和 2001 年获理学学士、经济学硕士和经济学博士学位。曾多年担任期货公司高管人员。现为中山大学管理学院博士后流动站研究人员、广东金融学院金融系副教授。主要讲授课程有期货投资学、投资银行学等。在国内核心期刊发表论文数十篇。主要研究领域：公司金融。

序

应用型人才是目前涵盖全国教学型大学人才培养的通用目标，如何通过一些具体措施使这种相对宽泛的目标具体化并得以实现，是摆在众多高校面前的一个不可回避的现实课题。改革后，金融学科在我国得到了长足发展，呈现出一派繁荣景象，但人才培养中理论与实际的脱节，仍是高等教育中普遍存在的问题。金融是现代经济的核心，建立与完善社会主义市场经济体系离不开健康发展的金融市场，同样也离不开金融教育的支持；社会固然需要优秀的金融理论家，但同样更离不开大量的实用型金融人才，基层实践领域尤为如此。

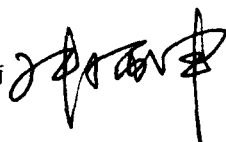
众所周知，在影响教学质量的诸多因素中，教材所发挥的基础性作用是不可替代的。以往传统教学模式注重课堂上基本理论知识的传授无疑十分必要，但如何通过实验教学环节，让学生在人为创造的模拟实践环境下，巩固课堂所学的理论，提高理论学习的兴趣及在实践中应用的能力，对创新型人才培养目标的实现尤为重要。综观近年我国金融学专业教材建设的发展，不足之处主要表现在实验教材资源的严重匮乏，许多核心课程的实验教材仍处于空白状态，这不仅造成了实验教学的落后，而且导致许多高校的实验教学无法得以开展。这种现状如不尽快加以扭转，势必会影响教学质量的有效提升，同时也难以为社会培养出更多、更好的高素质金融人才，因此适应创新型人才培养目标的要求，开发出一套适合我国金融高等教育现状的实验教材，已成为金融学专业教材建设工作的当务之急。鉴于以上现实，广东金融学院在进行广泛深入调查研究的基础上，组织富有教学与实践经验的中青年骨干教师，选择出操作性较强的六门核心课程编撰出版这套《金融类系列实验教程》，对此我们感到非常必要。同时，也对这些中青年教师勇于金融人才培养模式的探索及所表现出的高度社会责任感而倍感欣慰。

广东金融学院是一所伴随着新中国金融业的发展而成长、原隶属于中国人民银行的高等院校。与金融业界水乳交融的密切联系，养成了学院历来重视金融实践环节的人才培养传统。经过几十年应用型金融人才教学经验的沉淀与积累，学院在金融学科的师资队伍建设、实践基地建设、实践教学改革等方面已经取得了一些成绩。这套系列实验教程的出版，实际上是对学院几十年应用型金融人才培养经验的整体验证与总结，同时，该系列教程兼具有系统性强、适用面广等特点。相信这套《金融类系列实验教程》的出版与应用，对改进与完善我国金融学科的教材体系，为社会培养更多、更好的应用型金融人才将起到少许的推动作用。

这里，我们要感谢为本套实验教材付出艰辛劳动的六位中青年骨干教师，他们都是

具有博士、硕士学历的“双师型”教师，并且具有在各类金融机构多年的从业经验。同时，我们也对中国金融出版社以及多年来为广东金融学院金融实验教学作出重大贡献的各家金融机构一并加以致谢。

广东金融学院院长、博士生导师



二〇〇五年年初于广州

前 言

高等院校是培养专业人才最主要的渠道，而人才质量的高低关键取决于学校教学质量的好坏。在影响教学质量的诸多因素中，教材所发挥的基础性作用显得尤为重要，一个好的老师如能配上一本好的教材，对于提升教学质量将会起到如虎添翼的特殊效果。在长期的教学实践过程中，我们发现，现阶段我国金融学科专业教材的建设存在着严重的不平衡现象。理论教材已经基本形成完整的体系，其中也不乏名家、专家所著的高质量作品，基本能够满足教学需要。但专业课程的实验教材建设基本上仍处于空白状态，不仅远远落后于理论教材的建设步伐，而且使许多专业实验课程的教学无法有效展开。如果这种现状不能尽快扭转，金融学科的专业教学质量将难以得到有效提升，进而也难以为社会培养出高素质的专业人才来满足不断增长的现实需求。因此，我们认为，尽快开发出一套适合高等院校金融实验教学需要的高质量的教材，已成为金融学科专业教材建设工作的当务之急。

有鉴于此，广东金融学院六位年轻的骨干专业教师，深感重任在肩，必须以勇于探索的创新精神和强烈的职业责任感，为我国高等院校金融实验教学奉献微薄之力。经过我们多年的精心策划，收集、整理、开发了大量的实验教学资料和教学案例，结合长期积累的较为丰富的专业实验教学经验，编写了这套金融类系列实验教程，以期抛砖引玉。

综观该套金融类系列实验教程，具有以下鲜明特色：

一、系统性。该套教程共有六本，涉及国际结算、证券投资、期货投资、外汇交易、商业银行业务和货币市场运作等方面的内容，基本上全面涵盖了金融学科主干专业课程的实验教学领域。

二、创新性。该套教程着眼于专业课程的实验教学，因此无论是在内容取舍、结构安排还是写作风格上，均与传统的专业理论教材有较大的突破，更能体现和符合专业实验教学的不同特点。

三、实用性。该套教程汇集了作者长期积累的实验教学经验的精华，同时结合了他们曾经有过的实际工作的亲身体验，使得该套教程的实用性更加突出。

该套教程由六位骨干专业教师分别撰写，具体分工是：刘昊虹负责《国际结算实验教程》、张文云负责《证券投资实验教程》、汤洪波负责《期货投资实验教程》、鲁细根负责《外汇交易实验教程》、丁俊峰负责《商业银行业务实验教程》、张自力负责《货币市场运作实验教程》。

相信该套实验教程的出版，能在某种程度上填补国内金融实验教材的空白，也将有助于推动高校金融实验课程的教学工作的有效开展。我们相信，已经取得的成绩固然可喜可贺，然而尚存的不足更应成为我们继续探索和完善压力。但愿同仁们仍将继续努力，为我国高等院校金融学科的专业实验教学贡献自己的力量。

广东金融学院金融系

二〇〇五年年初于广州

目 录

第1章 期货理论基础	1
1.1 套期保值是期货市场的本质要求	1
1.1.1 市场经济中的价格风险	1
1.1.2 套期保值是规避价格风险的重要手段	2
1.1.3 国外期货市场的保值操作	3
1.2 套期保值中几个重要关系的理论分析	3
1.2.1 期货价格与现货价格	3
1.2.2 套期保值与实物交割	4
1.2.3 期货与商品定价权	6
1.3 正确理解保证金	7
1.3.1 银行业务中的保证金	8
1.3.2 证券业务中的保证金	8
1.3.3 外汇交易中的保证金	8
1.3.4 期货交易中的保证金	11
1.4 期货交易中的结算	12
1.4.1 结算的概念	12
1.4.2 结算公式与应用	12
1.4.3 结算账单及其结构	13
1.5 期货交易一户一码制度	16
1.5.1 期货交易一户一码制度存在的问题	16
1.5.2 期货交易一户一码制度的改进措施和方向	19
1.6 期货市场功能	20
练习题	21
第2章 期货合同	22
2.1 合同文件的结构	22
2.2 声明文件	23
2.2.1 授权委托书	23
2.2.2 期货交易风险说明书	23
2.2.3 客户声明	25

2.3 期货经纪合同	26
2.4 新交易手段的补充合同及术语解释	37
2.4.1 电子化交易风险揭示书	37
2.4.2 电子化交易合同	38
2.4.3 术语解释	41
练习题	42
第3章 基本面研究案例分析	43
3.1 基本面分析的主要内容	43
3.2 2005 年国内外期货市场铜品种交易情况回顾	45
3.3 对供求关系的分析——2005 年铜市场基本分析	51
3.4 国内经济状况分析	55
3.5 国际经济状况分析	58
3.5.1 全球经济向好,长期支撑铜资源需求	58
3.5.2 供需紧张贯穿全年,库存压力难以改善	59
3.5.3 美元走势对铜价格的影响	62
3.6 基金对铜市场的作用及铜的周期回顾	63
3.6.1 期铜的金融属性	63
3.6.2 基金推波助澜,铜价屡创新高	64
3.6.3 周期分析——商品价格的周期循环	66
3.6.4 铜价百年历程	67
3.7 简要点评	68
练习题	68
第4章 期货风险案例及其分析	69
4.1 胶合板 9607 事件	69
4.1.1 事件的简单经过	69
4.1.2 教训与启示	70
4.2 广联“豆粕 9607 逼仓事件”	70
4.2.1 事件的简单经过	70
4.2.2 教训与启示	71
4.3 天然橡胶 R708 事件	71
4.3.1 事件起因与经过	71
4.3.2 “R708 事件”留下的思考	72
4.4 东南亚金融危机	73
4.4.1 背景资料	73
4.4.2 老虎基金对泰国和香港的袭击	74
4.4.3 老虎基金的对冲手法和立体战术	77

4.4.4 启示:强大的分析能力——老虎基金取得成功的关键	78
练习题	79
第5章 世华财讯系统的基本操作	80
5.1 世华财讯行情系统	80
5.1.1 世华财讯系统基本要素	80
5.1.2 系统操作——页面和窗口	81
5.1.3 商品报价窗口	85
5.1.4 K线图窗口	88
5.1.5 其他图表窗口简介	93
5.1.6 新闻资讯信息	94
5.1.7 国内期货商品代码表	96
5.2 世华财讯模拟交易系统	96
5.2.1 下单	96
5.2.2 查询	98
练习题	100
附录:美国期货交易中的手势介绍	101
一、买卖方向手势	101
二、价格手势	102
三、合约数量手势	102
四、合约到期月份手势	104
五、部分指令手势	105
六、期权手势	106
参考文献	107

第1章 期货理论基础

期货市场的一般理论在众多的相关教科书中都已有详细介绍，本章仅就易于引起人们误解的理论观点，主要是套期保值中几个重要理论关系、保证金制度、期货结算中关键指标的含义与运用、一户一码制度等问题作出概要的论述。

1.1 套期保值是期货市场的本质要求

1.1.1 市场经济中的价格风险

所谓市场经济，就是主要通过市场机制来配置资源的经济组织方式。在这种方式下，生产什么样的商品以及用什么方法进行生产等问题，都是由供求制约的价格波动来调节的。某种商品，当供不应求时，价格上涨，生产者因利润增加而扩大生产；随着产品的增加而出现供过于求时，价格下跌，又出现相反的运动。生产资源就是在价格机制引起的这个运动过程中，按照社会的需要，配置到各个生产部门的。在这个以价格体系为主要特征的信息结构中，各个商品生产者、经营者固然可以通过价格的变动获得有效的信息，并依此确定自己的经营方式和规模。但是，这同时也说明，商品生产者、经营者并不能直接掌握供求状况，并不能事先了解价格的变动，由此就会产生一些风险。例如，当某个商品生产者的产品价格大幅下降，产品出售后的收入不能补偿生产耗费时，有可能就使再生产难以进行，甚至使生产者破产。所以，在市场经济中，在以价格为信号调节资源配置的经济体制中，市场风险会集中地表现为价格风险。市场价格信号的变化反映着产品的稀缺程度，从而表明一定产品需求程度。处于竞争之中的经济主体出于自身经济利益的追求和市场竞争的巨大压力，必然会对市场价格信号的变化作出灵活而及时的反应，调整自己的产量、规模和结构。其结果，就是保证了产品的产量和产品结构不断适应变化着的需求量和需求结构；需求量和需求结构变化引起的生产量和产品结构的变化又会引致生产要素组合和资源利用方式的变化。这样，最终使有限资源运用到最为需要的地方。所有这些变化，只能在市场上通过市场价格与竞争机制的作用反映出来。没有市场价格的信号显示作用，也就无法得知产品稀缺程度以及相应的需求规模和需求结构。现货市场价格机制之所以会造成市场反复波动，主要是因为商品生产者缺乏远期供求关系变化的明确信息指导。而供求不平衡的现货市场必然出现偏高或偏低的市场价格。由此，或是诱发生产者的盲目冲动，或是导致生产者的悲观情绪，从而使社会商品供求发生周期性变动，使商品生产者陷入不利的境地。在一个完全的或近似完全的竞争市场中，谁对价格的信号反应敏锐，谁就可能在激烈的竞争中处于优势。

在我国计划体制中，并不存在价格风险。因为，计划经济是通过中央计划直接调节

资源的经济组织方式，不存在市场调节机制，计划价格也不是紧随供求变动而不断调整的；同时，企业是按计划营运的，不是独立的主体，不自负盈亏，当然也就不会承担任何风险。但是，随着改革的深入，这种情况发生了重大变化，价格风险开始成为经济生活中的一个受人关注的问题。

经济体制改革的重要一环是价格改革。经过 20 余年的渐进改革，传统的高度集中的价格管理体制已被打破，市场决定价格的机制已经形成。与此同时，作为市场机制主体的独立的商品生产者、独立的企业也正在迅速成长。首先，在农村，各种体制都发生了变化，如取消了农副产品的统购派购制度，农业税由征收实物改为征收现金，农产品价格放开等。这一切调动了农民的积极性，促进了农业生产的大发展。但是，市场机制作用范围的拓宽，农产品价格，特别是一些经济作物价格出现大幅度的波动，也给作为独立的商品生产者的农民带来了很大的市场风险。这个问题已成为现在“三农”问题的核心，如不注意解决，会损害农民的利益，影响社会的安定。其次，就城市工商企业来看，也和农业一样发生了重大的变化。一方面，就企业的所有制结构来说，一统天下的国有局面已经打破，乡镇企业以及“三资”企业等非国有企业大量涌现。这些企业以追逐利润为目的，面向市场，自主经营，具有很大的活力，同时也承担着市场风险，并力求减少风险，规避风险。另一方面，国有企业经过放权让利、承包制、转换经营机制直到建立现代企业制度的分阶段的改革，逐步走上“自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束”的轨道，从而也越来越强烈地产生规避价格风险的需要。

20 余年来，我国的对外开放政策也同样取得了显著成效，特别是加入世界贸易组织后，中国经济已相当深入地渗入到世界经济的一体化中，中国市场已成为世界市场的一个重要组成部分。在这种情况下，不仅国内商品价格会受到国际市场的影响，而且还出现了一种新的风险即外汇风险。

我国的实践证实，社会主义市场经济不可避免地存在着价格风险。减少、规避这种风险，是国民经济正常发展的需要，也是作为独立商品生产者的企业的内在要求。而要实现这一要求，则应借鉴西方发达市场经济国家的经验，进行制度创新，即建立期货市场，通过期货交易来实现套期保值。

在期货市场，商品价格是由供需双方根据各自对将来某一时点市场供求状况的预测，经过公开竞价后确定的，因而期货市场价格不仅能预先反映未来市场供求情况，也能对未来各时期的潜在供求进行超前性调节。由此，就能有效地克服现货市场价格的波动及生产滞后调节的问题。供求在期货市场价格的调节下有可能达到均衡，从而有助于防止生产的盲目性，稳定了市场。期货交易是根据期货交易所的规则有组织地进行的，公开的高度竞争性，能及时消除各地的价格差别，形成市场统一价格，而且为企业提供避免市场价格风险的场所和机会。

1.1.2 套期保值是规避价格风险的重要手段

套期保值是期货市场的一个基本功能。所谓套期保值，概括地说就是，交易者利用同时存在的期货市场和现货市场，根据同种商品的期货价格与现货价格基本上能保持大致相同的走势，并在交割期到来时有趋同的可能这一特点，在现货市场上买进或卖出实

货商品的同时或前后，在期货市场上卖出或买进相同数量的该商品的期货合约。通过这样的交易，交易者就能在两个市场之间建立起一种互相冲抵的机制，从而达到保值的目的。

可以看出，市场经济伴生的价格风险，是可以通过市场组织的创新而规避的。事实上，正是由于套期保值这一重要的功能，才使期货市场得以建立和发展。

1.1.3 国外期货市场的保值操作

国外期货市场的保值在确定保值交易人、保值保证金及保值头寸限额方面都有一些行之有效的做法。首先对于确定保值交易人，想做保值交易的机构应向他们的经纪公司提供报表，证明他们对当前和将来现货市场的承诺。每个经纪公司在提供给他的客户各种服务前应确认客户的各种情况都属实；其次对于保值保证金，国际上利用期货市场保值的最普遍原因是因为做保值交易所需初始保证金比做投机交易要少。交易所给保值交易定相对低的保证金的原因在于他们的现货市场承诺与期货头寸值成反比例波动，这样一来，期货保值可能发生的损失就不一定代表净值下跌。虽然交易所给保值交易者定的保证金比投机交易者少，但保值保证金必须足以补偿预计的每日价格风险；再次对于保值头寸限额，如果保值交易人能提供详细报表说明他们的现货市场承诺能担保其保值头寸，那么国际上大多数交易所允许保值交易人持有超过投机性头寸限额的交易头寸。常见的程序是交易所以保值交易者给他们的经纪公司提供的情况为依据，给每个保值交易者提供一个特定的保值头寸限额，经纪公司有责任确认保值交易所提供的情况都准确无误。从交易所方面来看，为使交易所保值可信，交易所必须提供足够的流动性，也就是说交易所内进行的交易必须有足够规模：（1）一定数量的买卖报盘总是存在；（2）买卖报盘差价合理。换句话说，交易所提供的是一个严密、深刻、有弹性的市场。严密的意思是指小宗交易引起的价格变化很小甚至没有；深刻的意思是指需要大宗交易推动市场或拉大差价；有弹性的意思是指市场能很快从一种无序或未知的状态恢复。国外交易所的交割反映了交易所的运作原则，那就是交易所是一个自由市场，直接与实际供求相协调。交易所的报价不是由一方单方面支配的，而是能真正做交易的价格。

1.2 套期保值中几个重要关系的理论分析

中国期货市场建立至今已经历 10 余年的发展，其间既有近似疯狂的火爆，也有长期的低迷。特别是这几年，随着棉花、燃料油和玉米等新品种的相继推出，期货市场迎来了较大的发展机遇。但目前无论在业界还是普通投资者中，对期货中诸多关系还存在着一些错误认识，因此有必要在理论上对一些错误观念进行澄清。

1.2.1 期货价格与现货价格

很多人认为，期货价格应与现货价格基本一致或“大体相近”，并依此来决定期货市场或现货市场的投资行为。但大多数投资者的投资效果并不理想，其原因就在于没有搞清期货价格和现货价格的发现机理。

期货价格,或者说期货合约的价格,是由它的供给与需求(这里是指经济学意义上的供给与需求)决定的。具体而言,就是由这一合约的全部买方与卖方的“实力”对比决定的。价格发现的过程,本质上就是所有市场参与者不停地寻找一个买卖双方“实力”平衡点的过程。这里的“实力”,指的是在某一个价位上,买方愿意并且有能力购买的合约数量。同时,卖方愿意并且有能力售出的合约数量。明确了这一点,就应该明白,实际上在期货市场上是可能发生操纵行为的。同样,现货市场的价格也是由许多代表市场供方的卖主和代表市场购买力的买主双方的“实力”对比决定的。这里的“实力”,指的是在某一价位上,买方愿意并且有能力购买的商品数量,卖方愿意并且有能力供给的商品数量。当然,在现货市场上操纵行为仍然是可能发生的。所以期货市场的价格并不是由现货决定的,同样,现货市场的价格也并不是由期货决定的。期货价格与现货价格可以完全一致,也可以毫无关系。这是因为在期货市场上和现货市场上买卖的东西可能不一样,在期货市场上和现货市场上参与买卖的人也不一样。期货市场与现货市场的关系取决于:(1)“符号”即期货合约在多大程度上代表了实际的现货;(2)当两个价格之间存在差异时,套利操作是否容易和便利。这两者至关重要,因为它们是决定一个交易所是市场还是“赌场”的最根本的要素。

现以大豆合约为例作一个分析。大豆是重要的经济作物,除日常食用外,正常而言,主要用于榨制豆油,其副产品为豆粕。因此大豆、豆油和豆粕形成了一个产品链,三者之间的价格相互影响。从榨制豆油角度而言,当然要选取出油率高的大豆。大豆现在分为转基因大豆和非转基因大豆,其区别在于转基因大豆出油率远高于非转基因大豆。目前我国大连期货交易所交易的黄豆1号合约为非转基因大豆,且转基因大豆不得用于交割。从大豆、豆油和豆粕产品链上还不能很准确地反映三者之间的价格比例关系,其原因就在于从榨油商看来,更主要是看转基因大豆(目前主要依靠进口)的价格。因此,目前的黄豆1号合约并未形成对现货大豆的准确“影像”,也就是说现在的黄豆1号合约和现货黄豆还不是一回事,两者价格的影响和考虑因素存在较大的差异,自然试图利用该合约进行套期保值的效果必然大受影响。

由此可见,要使期货交易价格回归作用得以发挥,首先,期货合约设计要合理。期货合约还不能直接代表商品本身,只能算是商品的画像,只有合约设计得合理了,商品画像的逼真度才会高,代表性才会强,标的物才会明确。其次,期货市场对现货市场要保持敏感性,也就是说期货与现货的通道要保持畅通无阻。而对于交割环节的设计,包括交割库的设置,必须符合现货市场的实际情况;再者,要为跨市套利提供条件,方便以价差图利的商家在期货与现货之间高卖低买、填补空缺、修正价格、平衡市场。最后,要改善期货交易主体结构,健全防范措施。交易主体结构不良,防范措施不严,哄抬打压价格,违背供需决定价格的市场准则,将会阻碍期货交易价格回归作用的发挥。作为市场的组织者,应引导交易主体中的投机队伍由多空对峙搏杀的阵地战转移到跨市套利的游击战场中。

1.2.2 套期保值与实物交割

实物交割是联结期货市场与现货市场的纽带和桥梁,是套期保值者实行自我保护的

有效手段,当然也是期货、现货套做得以实现的基本条件。

在实践中,不管是卖期保值还是买期保值都可以采取实物交割的方式来实现。常见的实物交割式套期保值方式如下:

实物交割式的卖期保值。2004年6月,某企业在期交所中为自己生产的3000吨铜保值。当时铜的现货价为25000元/吨,在计算出3000吨铜的生产成本和利润的前提下,该单位6月即在期交所卖出9月份期货铜3000吨,价格为25100元/吨,结果当9月铜的现价跌至23800元/吨时,该单位以事先锁定的25100元/吨的价格实物交割,从而保证了生产成本和预定利润。

实物交割式的买期保值。有一些珠江三角洲地区加工企业,每年在一定时间都有相当数量铝锭的库存用于加工成铝型材。这部分铝锭多半要一两个月之后才使用,这段时间如果铝价下跌,加工企业将面临利润减少的风险。因此这些企业通常选择适当时机在现货市场上卖出库存的铝锭,而在期交所以低于现货价买进一定时间的铝期货合约,并等合约到期进行实物交割。如某企业2004年将300吨库存铝以18000元/吨现货价售出(原购入价也为18000元/吨),用所得资金在期交所以16500元/吨买入两个月后期铝300吨,到期提取实物加工,扣除手续费等费用,购买的铝锭实际价格为16800元/吨,从而降低了原料成本。这种保值方法多局限于期交所注册仓库附近的加工企业会员,因为加工企业不至于付出较大的运输费用。

按照理论状态下的套期保值,通过与现货交易做相反的买卖方向,来实现回避价格风险的目的,不存在实物交割的问题。但在上述实物交割式的卖期保值中,该企业之所以选择在期交所进行实物交割而不是平仓,是因为虽然9月铜现货价也下跌,如果对6月份卖出的3000吨铜进行平仓仍有盈利,但该企业通过计算平仓盈利无法保证生产成本和预定利润;即使能够保证生产成本和预定利润,实货铜已进入期交所注册仓库,在期交所进行实物交割并没有增加额外费用(交割手续费),也免除了在现货市场上另寻买主和仓储增加的烦恼。假设9月铜期货价与现货价均上涨,该单位在期交所头寸被套,它就更没有理由舍去已入注册仓库的实物交割而去平仓了。当然,如果实货铜尚未运至期交所注册仓库,该单位进行套期保值时最后选择实物交割还是平仓,就必须通过准确计算现货价与期货价的基差,以及运至注册仓库的运输费用来决定哪种方式更合适。前述实物交割式的买期保值,则是典型的利用期货市场实物交割,回避库存实物价格风险,达到原料成本不致增加的目的。上述情况说明,在目前我国现货市场和期货市场发展状况下,进行实物交割对期货市场的套期保值具有重要作用,特别是现货价与期货价基差趋于增大时,实物交割使得期货价格变动与相关现货价变动具有同步性,并随合约到期日的临近而趋近。应该说,实物交割是连接期货与现货,并使二者价格归一的惟一的也是最重要的环节。同时,实物交割的便利与否,是衡量一个期货市场发展水平高低的重要指标,它直接显示出该期货合约是否真正代表了该种商品。能便利地进行实物交割同时也是一个高水平期货市场的重要特征。

尽管套期保值与实物交割有紧密的联系,有些套期保值就是按照上述方法操作的,但套期保值和实物交割毕竟不等同。在我们的理论与实务中,很多人对套期保值与实物交割的关系存在着明显的误解,一个常见的认识是:有实物交割才是套期保值,套期保

值必然要进行实物交割，不进行实物交割的就是投机。这种认识实际上是将套期保值与实物交割画上了等号。为此，我们要搞清楚到底什么是套期保值。根据 Keynes (1923) 和 Hicks (1946) 的观点，套期保值就是买进（或卖出）与现货数量相等（准确地说应该是动态套期保值状态下的数量相等）但交易方向相反的期货合约，以期在未来某一时间再通过平仓获利来抵偿因现货价格变动带来的实际价格风险。由此可见，实物交割既不是套期保值的必要条件也不是充分条件，而仅仅是套期保值并不常见的实现方式之一。不能说套期保值就必须要进行实物交割，也不是说套期保值完全不需要实物交割。因为是否进行实物交割，是由贸易商根据许多客观条件决定的，包括现货供应是否充足，现货市场的流动性高低，当地现货价格是否高于期价加费用的总和，本月与下月期货市场的存货成本，交割地库存的多寡，交割库仓容是否充足，交割是否便利等。同时，在现货价与期货价趋于同步变化以致基差逐步缩小时，通过期货市场对冲进行平仓同样可以达到套期保值的目的。两者的关系应是：实物交割是期货市场与现货市场的连接点，对套期保值具有重要的作用，但是否进行实物交割并不是套期保值的标志，只要是能将期货市场和现货市场结合起来，运用期货和现货的经济逻辑，达到规避现货市场的价格风险，其过程和行为就是套期保值。但遗憾的是，现在我国有些交易所在其交易、交割规则中将要交割的头寸称为“套保头寸”，将不交割头寸称为“投机头寸”，其言下之意是要交割才是套保，不交割就是投机。这实际上就是将套期保值和实物交割画等号。另外，在其交易规则中还规定，已申请了的套保头寸不得“炒作”。这种规定在理论上也有问题。首先，要明确到底什么是“炒作”，交易所对此有无定义。如果没有定义，那在实际操作中如何界定？现实的交易中对此实际上实行的是不得平仓，但这样的结果是与套期保值的定义相悖的。既然这样，所申请的头寸又何以被冠以“套保头寸”之名？其次，不办理实物交割而准备采取平仓了结的期货头寸难道就一定是“投机头寸”吗？从上面分析可知，一个头寸是套保头寸还是投机头寸仅从期货市场上是不能确定的，确定一个头寸是否是套保头寸要结合投资者现货市场的操作而定。期货交易所对交割头寸和非交割头寸冠以“套保头寸”和“投机头寸”之名，本身就是对套期保值的片面理解，极易混淆投资者对套期保值的操作理念。

1.2.3 期货与商品定价权

自 2001 年后，随着期货交易市场逐步活跃，大豆、橡胶、铜等品种交易量逐步增大，大豆和铜的交易量一度超过了 CBOT 和 LME。对此，市场人士大为推崇，并对中国期货交易量如此之大，但对于相对应的期货商品却无定价权之状况愤愤不平，认为中国应成为该商品的全球定价中心。当上海期货交易所铜的期货价格一度较大地影响了 LME 铜的走势，就天真地认为上海在不久的将来将取代伦敦成为铜的全球定价中心。这种想法出于想强化中国期货在国际上的地位本无可厚非，但却完全没有理解一个交易所交易的期货商品成为全球定价中心的基本条件。

一个交易所交易的期货品种要成为全球定价中心的最重要的前提是该品种要能成功地发现价格。期货之所以具有价格发现的功能，首先，在于拥有众多的现货生产者和经营者根据自己的经验和信息对未来的供求进行理性的预测，在交易所内集中报价、公开