

交易所、经纪公司 与期货市场

乔 刚 陈共炎 张建同 著

期货经纪人丛书

乔 刚 主编

北京工业大学出版社

交易所、经纪公司与期货市场

乔 刚 陈共炎 张建同 著

北京工业大学出版社

内 容 提 要

本书首次探讨了现代计算机自动交易方式和传统交易方式对交易所组织与管理的影响,着重介绍了期货经纪公司的构成、运作程序和管理方式,比较了现货与期货的联系与区别,分析了套期保值的各种形式和结果,并系统介绍了国际期货市场上各类成熟期货品种的特点、期货分析方法、有关国家期货交易的管理体制和法规体系,以及中国期货市场的发展状况和前景。

· 期货经纪人丛书 ·

交易所、经纪公司与期货市场

乔 刚 陈共炎 张建同 著

*

北京工业大学出版社出版发行

各 地 新 华 书 店 经 销

秦皇岛市卢龙印刷厂印刷

*

1994 年 4 月第 1 版 1994 年 4 月第 1 次印刷

850×1168 毫米 大 32 开本 9.375 印张 233 千字

印数:1~10000 册

ISBN7-5639-0358-5/F·45 定价 9.60 元

(京)新登字 212 号

期货经纪人丛书

主编：乔 刚

特邀编委：(以姓氏笔划为序)

王家瑞	杜 岩	陈宝璞	吴 硕
杨庆文	赵凤梧	耿 亮	高铁生
贾履让			

编委：(以姓氏笔划为序)

于海莲	王文军	叶小叶	丛小路
左沃生	乔 刚	李 杰	李 革
李春生	许 勇	刘瑞中	来卫平
陈共炎	张建同	张承旭	张晋生
张卫平	邹德军	武小强	周奇凤
赵学军	谈志琦	梁燕成	黄耀华
廖 一	薛明明		

序 言

近几年来,期货交易在我国已成为继股票证券、房地产之后又一经济热点。自1990年我国第一个以发展期货交易为目标的郑州粮食批发市场成立之后,又陆续有一些重要的商品交易所纷纷在深圳、上海、北京等地设立。1992年下半年以来,期货经纪公司的组建急速发展,企业及居民个人参与期货交易的范围也日益明显扩大。但同时,在我国期货市场的发展过程中,也出现了一些令人担忧的问题。这些问题除了同我国目前正处于新旧体制转化、经济体制及经济政策还存在诸多不适应、期货交易管理机构和期货交易法规建设尚不健全之外,恐怕同我们目前还缺乏足够数量的、高素质的期货经纪人,也有着直接的关系。

众所周知,期货市场是通过交易所会员、期货经纪人而实现其交易活动、并面向全社会开放的。因此,全社会各个方面对于期货交易所的参与程度及状况如何,就同我们是否具有一批高素质的期货经纪人密切相关。期货交易是国际公认的高风险同时也是高智力行业,它不仅需要期货经纪人具有关于期货交易的专业知识,同时还要具备更为广泛的信息收集、整理和判断的能力。能否在我国尽快培养并发展一批高素质的期货经纪人,就成为关系到我国现有的商品交易所和整个中国期货市场能否健康发展的一个重要问题。正是由于如此,我们组织编写了这套以期货经纪人及其他相关读者为对象的期货经纪人丛书。

在我国,要成为一个合格的期货经纪人,首先就要从思想观念上彻底摆脱旧有的经济体制下所带来的习惯和影响,对市场经济的运行规律有一个基本的了解和把握,进而对期货市场的功能、期货交易的原理有一个基本的了解。实践中我们也可以经常发现,很多同志因为过去多年实行计划经济的影响,对现代期货交易不甚了解,往往是带着现货交易的观念进入期货市场的,这对于他们正

确运用期货市场和我国期货市场建设的健康发展,都形成了某种不利影响。所以,对于什么是期货及期货市场、期货交易的基本原理等,应有基本的了解和把握。

当然,对有些关于期货交易的概念,理论上也并没有完全一致的说法。比如,对于什么是期货交易?它与现货交易是怎样一种关系?事实上就存在各种各样的解释。依照我的理解,所谓期货交易是同现货交易相对应的,现货交易一般是指交易双方成交之后当即钱物两清(或在较短时间内进行实物交割),双方实现所有权转移。而期货交易从其最一般的意义来讲,就是指买卖双方成交后在约定的未来的一个时间里进行交割的一种交易方式。但在社会经济实践过程中,期货交易实际上是在上述涵义基础上逐步分化为两种类型:一种是指买卖双方以实物交割为目的而签订的远期合约;另一种则是在高度组织化的交易场所买卖由交易所统一制定的关于某种商品或金融工具的标准化合约。目前,人们通常称前者为远期合约交易(FORWARD TRADE);而称后者为期货交易(FUTURES TRADE)。

还有,对于什么是套期保值?其功能是什么?实际上也存在不同的说法。对于这些概念内涵的解释,本世纪的四五十年代之间也发生了一些变化,著名的经济学大家如凯恩斯、希克斯、卡尔多等,也都曾不同程度地参与过这一讨论。对于套期保值的内涵,他们中间有的讲是“排除”了风险,使套期保值者可以从事“没有风险的经营”;而有的人强调,套期保值只是“减少”了风险而不是“避免”或“消除”了风险。早期对套期保值的解释,一般是指它使套期保值的状况稳定,其目标是确定性;而后来则普遍认为,套期保值者并未能使其状况稳定,而只是实现了不同类型风险的替代。对于套期保值中是否含有投机成分,更是仁者见仁,智者见智。当然,对于广大期货经纪人来说,并不需要陷入这种纯理论概念之争,但若对有关期货交易的概念没有一定的了解,其从事期货交易的实践也难免

会陷入一种盲目性。

作为合格的期货经纪人,除了要对期货市场、期货交易的基本原理有所把握之外,还需掌握能够得以熟练运用的期货交易技巧。我们都知道,在期货交易技巧中,基本上可划分为两大派别,即所谓技术分析派和基本因素派。尽管这些不同的分析方法和派别都有不同的体系和内容,但在实际操作当中,我们不难发现,成功的交易者往往都是将它们兼收并蓄、综合加以运用。期货交易市场往往是一个瞬息万变的市場。任何变化均可给市场参与者带来损失或盈利。因此,在期货交易技巧上,要求期货经纪人必须根据自身的条件和市场的实际状况,将不同的理论和方法加以综合运用,而不是拘泥于某种固定的理论和公式。实践中成功的期货经纪人,都是通过长期的理论学习和实践经验的积累,注意审时度势、灵活运用,摸索和创造出适合自身特点并行之有效的交易技巧和交易方法。如在入市时机、指令的选择、资金的运用、品种的分布、合约期限的长短等各方面作出精心的筹划,以使自身在多变的市场环境中保持相对有利的地位和优势,只有那些在以上诸方面下得苦功、且注意积累成功经验的人,才会以出色的交易技巧提高自身代客交易的成功比例,使其业绩为社会公众及客户所敬佩,也可成为令同行所折服的佼佼者或排头兵。

作为期货经纪人要实现其交易行为,事实上总是要进入某个或某些交易场所。然而,要使其能够成功地参与那里的期货交易,就要求他们对其将要进入的市场的条件与情况,有一个比较好的了解和把握。从国际上来看,虽然不同的期货交易市场在基本规则上都是相通的,如都是实行公开、公平、公正原则,采用会员制、保证金制度等,但在具体的组织方式、上市品种、结算办法等方面,还存在诸多的差别。从我们国内交易所的设置来看,就可区分为由政府出面组办的和由企业自发联合创办的;在组织形式上有的是采取会员制的事业法人,有的则是具备会员制形式的有限责任公司;

在成交方式上,有的采取公开叫价,更多的则采用计算机撮合,有的实现了交易、结算的全自动化,而有的则停留在手工结算的阶段;有的交易所的全部上市品种都是现货或远期合约,有的仅对部分上市品种采用了标准化合约,有的则全部实行的是标准化期货合约;有的交易所尚属于单品种的专业交易所,而有的则成为多品种、多交易池的综合性交易所。如果就交易规则、结算规则等方面来看,各个交易所更是千差万别。这就要求期货经纪人必须深入细致地了解其所要进入的期货市场的具体情况,这样才有可能使其在参与交易过程中,尽量减少一些不应有的失误。

要成为一个成功的期货经纪人,除了应具备以上几个方面的素质外,恐怕还有十分重要的一点,就是要培养一种良好的敬业精神和职业道德。期货交易是高风险行业,同时也可能会带来高收益,所以作为经纪人,在从事期货交易中,就常常会在种种市场机会面前,面临着一种严格的职业道德考验。瞬间的高额收入,常常会使某些意志薄弱者利令智昏,丢掉职业道德,损害客户利益,以牟取个人私利,这也是期货行业纠纷、诉讼繁多的一个重要原因。所谓经纪人的职业道德,恐怕最为重要的就是对客户的忠诚,信奉客户第一、客户至上的原则。这就要求他们在从事期货经纪活动中必须如实地向客户揭示进入市场的风险,及时准确地为客户提供信息,作好客户投资的参谋,竭诚地为客户进行服务,忠诚地捍卫和保护客户的利益等。所以,作为高素质的期货经纪人,除了要熟悉期货交易的基本原理和善于熟练运用期货交易技巧之外,更重要的是能够信守期货行业的职业道德,正确处理自身与交易所、同其他经纪人,特别是与客户之间的关系,凭借着为客户提供优质服务来发展自己的业务和开展同行之间的竞争。也只有那些具备良好职业道德的期货经纪人,才会在激烈的市场竞争中,处于较为有利的地位。同时,良好的职业道德,也是增加自己的客户,壮大自身在交易中的市场地位和实力的重要的基础和条件。

显然,在我国期货市场建设刚刚起步,期货交易刚刚有所发展的情况下,要在短时期内尽快培养起一批高素质的期货经纪人,任务是相当艰巨的。然而,正是因为其艰巨而同时对于我国期货市场建设的发展又关系重大,才需要我们为此作出不懈的努力。正是出于这样一种考虑,我们推出了这套有关期货经纪人的系列丛书。这套丛书从理论探讨和实务操作两个方面,以分专题的方式就期货市场、期货交易的一些基本问题进行了阐述,主要内容包括:经纪人,交易所、经纪公司与期货市场,交易所组织与管理,金融期货,期权,期货经纪公司的组织运作与管理,期货合约设计,期货价格分析,期货交易技巧,期货交易的结算与风险管理,期货交易中的计算机操作与管理等。这套丛书主要是以北京商品交易所的高级管理人员为主,同时聘请了部分高校和科研院所的研究人员参加了编写。我衷心地希望这套系列丛书能够对我国期货经纪人队伍的培养和成长有所帮助,也希望它能够对那些对期货交易有兴趣的各类相关人员提供参考。

我国市场经济新体制的建立,呼唤着期货市场,而期货市场的发展与完善,又迫切需要有一支具备足够数量的高素质的期货经纪人队伍。这需要我们社会各界为之共同努力。我相信,经过我们大家的共同奋斗,在中华大地上,一定会迅速崛起一支充满活力的高素质的期货经纪人队伍。他们将会以其优异的业绩,在国际期货行业中扮演重要角色,拥有举足轻重的地位和作用!

乔 刚

1993年12月于北京

目 录

第一章 现货交易、期货交易与期货市场	(1)
一、现货交易与期货交易的区别	(1)
二、现货与期货的价格关系	(8)
三、期货交易的基本方式:套期保值和投机	(14)
四、现货市场风险与套期保值的应用	(22)
五、期货市场的基本制度和经济功能	(25)
第二章 交易所的组织结构与内部管理	(28)
一、交易方式与交易所结构	(28)
二、交易所的组织形式与管理系统	(37)
三、结算与风险管理	(46)
第三章 期货经纪公司的组织、运作与管理	(60)
一、期货经纪业的构成与期货经纪公司的地位	(60)
二、期货经纪公司的组织结构与经纪业务	(66)
三、期货经纪公司的管理	(84)
第四章 期货市场的管理与法规	(105)
一、美国期货市场的管理与法规	(106)
二、日本期货市场的管理与法规	(125)
三、主要国家和地区期货法规比较	(131)
第五章 期货品种	(141)
一、上市品种的条件	(141)
二、农产品期货	(144)
三、金属期货	(154)
四、石油期货	(160)
五、金融期货	(165)

六、期权 (173)

第六章 价格分析与交易策略..... (194)

一、基础分析法 (195)

二、技术分析法 (200)

三、基础分析法与技术分析法比较 (217)

四、期货交易策略 (220)

第七章 中国期货市场的发展..... (228)

一、中国为什么要发展期货市场 (228)

二、我国期货市场的发展状况 (236)

三、当前我国期货市场建设亟待解决的几个问题 (252)

英汉期货词典..... (262)

后记..... (285)

第一章 现货交易、期货交易 与期货市场

在市场经济中,存在两种交易形式,即现货交易与期货交易。从历史上来看,交易所一开始主要是从事现货交易的场所,只是在现货交易发展到一定程度以后,才产生了期货交易。期货交易的产生是交易方式的一次重大变革,是交易所功能的巨大转变。现在的交易所主要是从事期货交易的场所。现货交易与期货交易是密不可分的,二者同为市场经济中既相互联系又相互区别的子系统。

在后面两章中,我们将专门介绍交易所和经纪公司的组织与管理,并且将指出,没有现代交易所就不可能有规范化的期货市场,而没有经纪公司就不可能有发达的期货市场。但在本章中,我们将着重揭示现货市场与期货市场的联系和区别、期货市场的基本交易方式及其主要制度,以便全面地把握期货交易和期货市场。

一、现货交易与期货交易的区别

现货交易是最普遍也是最悠久的交易形式。最早的现货交易是物物交换,以物易物,直到货币出现以后才产生以货币为媒介的交换。无论是物物交换,还是以货币为媒介的交换,最初都是以“即买即卖”的形式出现的,也就是“一手进,一手出”。我们称这种在特定时点完成全部交换过程的交易行为为即期交易。在市场经济中,即期交易的习惯说法就是“一手交钱,一手交货”。即期交易显然不能适应社会化大生产的要求。一方面,即期交易是以庞大的社会库存为基础的,生产者必须经常保持充足的原材料库存才能维持一定规模生产的顺利进行,流通企业也必须持有充足的商品库存才

能保证商品的持续供给。另一方面,由于市场供求关系经常处于变化之中,而生产又需要一个较长的过程,生产者显然承受着较大的风险。为了降低库存成本和厂商的生产风险,客观上要求变革交易方式。远期交易正是适应这种需要产生的。所谓远期交易,是指以合同的形式规定的、在未来某个时间交收实物的交易行为。一方面,远期交易一般是以价格固定的合同为基础的,因此它既有利于降低社会库存,又有助于降低生产过程中的风险。但是另一方面,由于远期交易将交换过程由一个时点拉长到一段时间,客观上增加了流通企业把握未来市场供求状况的难度,增强了流通过程中的风险。换言之,远期交易在降低社会库存的同时,实现了经营风险从生产领域向流通领域的部分转移,为生产者调整经营方向和生产规模提供了时间,降低了调整成本。但是,应当指出的是,风险的转移并不等于风险的消失,流通领域的风险迟早会对生产领域发生影响。远期交易虽然为生产过程的调整提供了时间,但并未为生产过程的调整提供明确的指示信号——未来的价格变动信息。有些远期合同签约时虽然不规定具体的价格水平,而只规定以未来某个特定时点的市场价格交收一定量的实物,但这种交易方式仍然不能为买卖双方提供任何合同有效期内的价格变动信息和灵活避险的机会。这正是远期交易的基本局限所在。即期交易与远期交易虽然在交易方式和影响等方面有巨大的差异,但二者的最终目的是一致的,即都是为了实现实际商品所有权的转移:卖者通过交易让出商品的所有权,而买者则通过交易获得商品的所有权。我们将以实现实际商品所有权的转移为最终目的的交易行为称为现货交易。

最初,远期合同是不允许转让的。但在近代经济发展史上,随着市场交换关系的发展,在某些发达的城市和港口,远期合同可以通过背书的方式转让。远期合同到期前的转让行为是期货交易产生的标志。与现货交易相比,期货交易的历史相当短暂,但作为一

种新的交易方式发展很快。对于大多数人而言,期货交易是非常陌生的,这不仅在中国如此,在发达的市场经济国家也是如此。在现代社会经济生活中,人们不可能完全独立于现货交易活动之外,但却可以不必涉足期货交易领域。然而,就现代市场经济活动而言,期货交易却是不可或缺的。期货交易是以自己独特的功能和影响而成为现代市场机制的一个有机组成部分的。关于期货交易的定义,目前还存在一些争论,主要有如下三种观点:

第一种观点认为,期货交易是在比其它任何类别的商品交易更严格的特殊规则和协定管理下的交易行为,这些规则和协定旨在为期货交易提供特殊的便利和节约,以促进套期保值和投机活动。显然,这个定义是含糊的,不明确的,它甚至根本就没有揭示出期货交易的基本特征。而且,从严格程度来看,传统计划经济中的商品交易规则并不比期货交易规则逊色,那些规则主观上也是以提供便利和节约为目的的,但在那些规则管理下的交易活动与期货交易肯定不是一回事。因此,将期货交易称之为在提供便利和节约的特殊规则严格管理下的交易,是不恰当的。

第二种观点认为,期货交易是集中在交易所内以公开竞价的方式进行的买卖活动。这个定义至少会遇到两个方面的质疑:(1)交易所并不完全是从事期货交易的,在交易所内也存在现货交易;(2)不仅期货交易可以通过公开竞价的方式进行,拍卖市场、大型批发市场和交易所内的现货买卖也都可以通过公开竞价的方式进行。因此,在交易所内以公开竞价方式进行的买卖活动,不一定是期货交易,也有可能是现货交易。

第三种观点认为,期货交易是为推迟交割而进行的买卖。显然,这个定义也是不准确的。例如,在9月份交货的小麦交易可以在9月份以前的几个月中进行,它可以通过在9月份以前签订远期合同来实现,也可以通过在交易所内买卖9月期的标准化合约来操作。当然,有人可能强调这种现象,即大多数期货交易是为了

推迟交割而买卖。这种现象是可能存在的,但将其作为期货交易的定义则是不合适的,因为它将注意力集中在一个几乎没有识别价值的特征——“推迟交割”上。大量远期交易活动都可能在以后某个时间进行交割。在大宗的国际商品贸易中,要求在二、三个月或更远的将来进行交割的购买是相当寻常的,这种购买完全不同于真正的期货交易,也与购买的商品中是否存在期货交易无关。许多面粉、钢材和机械工具的贸易都包含有在特定交割日期以前几个月开始的通过合同方式进行的购买,其中机械工具从签约到交收实物的时间间隔有时可能以年来度量。所以,“通常为推迟的交割而买卖”,这一特征实际上并没有清楚地区分期货交易与现货交易尤其是与远期交易的区别。

确实,严格管理、公开竞价和推迟交割都是期货交易过程中所具有的现象,但它们都不是期货交易独有的特征。期货交易区别于现货交易的根本特征是:(1)现货交易以实际商品为对象,而期货交易以期货合约对象;(2)现货交易以实际商品所有权的转让为目的,而期货交易则是试图通过期货合约的买卖赚取利润,并不要求交收实际商品。期货合约是在远期合同的基础上发展起来的,但二者之间又存在明显的区别:在远期合同中,商品的价格、数量、品种、规格、交割日期和交易者一般都是固定不变的,而且远期合同没有统一格式,每笔交易都不相同,合同到期兑现,不能转让;与之不同,在期货合约中,商品的价格和交易者是不确定的,而且每种规格的商品只有一个标准化合约,合约到期前可以自由买卖,到期时不一定要交收实际商品,一般只结算买进价与卖出价(或到期日期货交割价)的价差。因此,期货交易实际上是通过期货合约的买卖以获取价差收益为最终目的的交易活动。

远期交易与期货交易虽然都是为“推迟交割”而进行的买卖活动,但二者之间仍然存在着明显的差别,详见表 1.1。

表 1.1 远期交易与期货交易的区别

区别标志	远 期 交 易	期 货 交 易
交易对象	实际商品	期货合约
合约条款	特制以满足个别需要	高度标准化
交易地点	任何地点	只能在交易所
组织化程度	可强可弱	高度组织性
价格形成	一般由交易双方商谈确定	必须通过公开叫价形成
价格波动	无限制	每日可限定幅度
参与者	可以无限制	通过交易所会员进行
买者和卖者 之间联系	直接	结算机构和经纪公司 居两者之间
安全保证	通常无保证金	必须有保证金
违约风险	双方	结算机构
合约完成方式	实物交割	可以进行实物交割, 但 98%左右在交割前对冲
交易信息	通常为商业秘密	公开市场信息

在远期交易中,交易双方可约定在未来某一特定时间或某段时间里、在任何特定地点进行商品交割。远期合同的条款如所交换的商品的品种、质量、数量、价格、交割期、交割和付款程序等,是通过买者和卖者之间的个别谈判确定的,因而合同条款是为了满足双方的具体需要而设计的。远期交易可以在组织性较强的市场如交易所或大型批发市场中进行,也可以在组织化程度低的市场上进行。

同远期交易相比,期货交易只能发生在组织化程度较高、管理规章健全的交易所里。期货合约的条款,如品种、规格、质量、数量、交割方式等都是标准化的。合约清偿期在某种程度上来说也是标准化的,即一年中只有在特定的几个时间里进行交割。例如:在芝加哥期货交易所里,收益 8%、20 年到期、面值为 10 万美元的美国长期国库券(T-bond)期货合约,交割日期是每年 3 月、6 月、9 月、12 月的第三个星期四。与现货交易不同,在期货交易中,价格是通过在交易所里公开叫价而形成的,因而是可变的。但是,价格的最小波动值以及每日偏离头一天收盘价的最大偏差都是有限定的,亦即最小价位与每日价格变动幅度是规范的。

企业进行期货交易必须遵循交易所的规则,只有交易所会员才允许在交易所里进行交易。交易所会员不仅要求有充足的财力和良好的商业信誉,还必须符合期货管理机构和交易所的资格要求。企业或个人如不是交易所会员,就只有通过交易所会员及其场内经纪人进行期货交易。与之不同,企业或个人在交易所或大型批发市场上进行远期交易虽然必须符合一定的资格要求,并遵循特定的程序,但在大多数场合,远期交易不存在壁垒,人人都可以参与,尽管实际上只有具有良好信誉和充足财力的人或企业才能真正进行这种交易。远期交易是在买方和卖方之间进行的双边交易,交易活动一般不缴保证金,也可能由某一方按合同金额的某一比例支付给对方一笔定金。而在期货交易中,买卖双方并不直接交涉,交易活动一般是由经纪人进行的,而结算则由结算机构(交易所结算部或相对独立的结算公司)进行。结算机构成为每个交易者相反的一方,而且是完成合约的保证人,交易开始时,买卖双方都必须支付给结算机构一定数量的初始保证金,作为履约的保证。在交易过程中,如果价格变动对某个参与者不利,使其保证金减少超过一定幅度时,结算机构将要求其追加保证金。另外,在交易过程中,交易者必须支付给经纪人一定的佣金,佣金的多少由交易者与经纪人商定。在远期交易中,通常采用商定的交割办法来完成合同。合同签定后,假如合同一方想改变原来商定的办法,就必须重新谈判。期货交割却不是如此。期货交易对象不是实际商品本身,而是有关实际商品未来交割的标准化合约。期货合约在最后交易日以前,可以在交易所里通过相反的交易加以对冲。例如,一份面值10万美元的三月份美国长期国库券期货合约的买者,能在交易所里通过卖出一份三月份的合约加以对冲,而不必在三月份的第三个星期四实际买入面值10万美元的美国长期国库券。在期货交易中,大多数期货合约都在交割日到达之前对冲掉了,一般只有2%的合约通过交割来清算。期货交割的方式有两种。一种是结算