

期货交易 与管理

韩光远 姜丽明 吴奉刚 编著

中国金融出版社

期货交易与管理

韩光远
姜丽明 编著
吴奉刚

中国金融出版社

责任编辑:石家梅
封面设计:张 莉
责任校对:周 立
责任印制:赵元桃

图书在版编目(CIP)数据

期货交易与管理/韩光远等编著. —北京:中国金融出版社,1996
ISBN 7-5049-1639-0

I. 期…

II. 韩…

III. 期货交易

IV. F713.1

中国版本图书馆CIP数据核字(96)第13420号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京广安门外小红庙南里3号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京印刷一厂

开本 850毫米×1168毫米 1/32

印张 11.875

字数 297千字

版次 1996年12月第1版

印次 1996年12月第1次印刷

印数 1-5100

定价 18.00元

序

新中国期货市场自创办以来,经历了几次波折、几次整顿,究其原因,就是在期货市场的发展过程中重数量、轻质量,重交易、轻管理。因此,在增加期货交易品种和数量的同时,加强市场管理,是我国期货市场健康发展的必然。《期货交易与管理》一书的问世,可以说是顺应了这一趋势。

期货交易管理是期货交易健康发展的制度保障。期货交易管理分为期货交易所自我管理、期货市场协会的自律和国家对期货市场的管理。该书以价格理论为基础,分析了套期保值、套期图利、投机及期权交易的机理,将期货交易实务寓于经济原理之中,并运用大量实例予以说明,深入浅出、通俗易懂、形象直观,具有切实的实用性和可操作性。70年代初,布雷顿森林体系崩溃以后,金融期货与期权迅速发展起来,且在交易总量中的比重越来越大,到了90年代几乎占到了80%。书中以大量的篇幅介绍了外汇、利率、股票指数等金融期货与期权,抓住了世界期货与期权交易的重点。该书在广泛吸收有关最

新资料的基础上,对“期货交易中的经济逻辑”及“基差”的分析与运用等又有独到之处。相信该书的出版发行,会对有志于期货、期权交易者及期货经营管理人员有所裨益,也为广大经济工作者提供一本良好的参考读物。

孙志江

第一章 期货市场引论

当今世界正处在一个竞争激烈、高度商品化、货币化的时代。

市场价格变幻莫测、风险重重,生产经营者如何保障正常利润,投机者如何获得保本增值,这是每个经济人进入市场所面临的首要问题。期货交易是买卖商品或外汇以及有价证券的远期交货合同的一种交易。它以有序规范的特点,弥补和强化了已有的市场功能,通过公平竞争,增加交易机会,转移价格风险、趋利避害,成为现代市场经济中一种重要的交易方式。它的日益发展完善,无疑为生产经营者和投机者提供了一种风险管理和以小搏大的,具有新颖、快捷、方便和有效性的工具。

改革开放以来,期货市场是继股票、房地产交易之后的第三大热点问题,很多地区在积极筹备成立期货交易所、建立期货经纪公司。当然更多的是投机者正跃跃欲试,准备到期货市场上一显身手。然而,期货对于大多数国内读者来讲还比较陌生,期权更是如此。在国外,现代商品期货交易兴起于19世纪中期,而金融期货则是20世纪70年代才发展起来的。期权交易还要晚一点。帮助读者了解把握这些国内还比较陌生的交易工具的基本原理和操作方法、积极大胆地参与期货期权交易,是本书的宗旨。第一章首先介绍期货交易的定义机制、功能、特点、基本内容及期货交易与证券交易、房地产交易的比较,以使读者对期货交易有一个总体的了解,并为进一步深入奠定基础,树立信心。

一、商品交易方式

商品交易,按成交方式和交易性质可以分为两大类,即现货交易和期货交易。还有一种远期交易,从形式上看它介于现货和期货交易两者之间,但实质上它应归于现货交易,因为它最终会实现商品所有权的转移。期权交易则是期货交易的发展形式。

期货交易与现货交易

期货交易与现货交易,作为商品交易中两种不同的交易方式,在本质上有一定的共同之处,而且互为关联,密不可分。现货交易作为期货交易的基础,其活跃程度直接关系到期货交易的兴旺畅通;反过来,期货交易的开展,又有助于其商品在现货市场的买卖更加顺利地进行。然而,两种交易在交易目的和交易方式上却有着根本区别。

现货交易是根据合同商定的付款方式买卖商品,在一定时期内进行实物的交收,从而实现商品所有权的转让。而期货交易只需支付较少数量的保证金,通过期货交易所买进或卖出期货合约,这种合约已经是期货交易所规定的标准化契约,即预先签订商品买卖合同,而货款的支付和交割要在约定的时间内进行的一种交易。但是,一般在期货合约到期前即将交易结算。也就是说,期货交易者往往对实物的交收并不感兴趣,他所感兴趣的是合约订立时与合约对冲时的商品价格差额。通常期货交易并不涉及到实物所有权的转让,只是期货合约所有权的转移,以便转嫁与这种所有权有关的商品价格变动的风险。这显然与现货交易的目的——商品所有权的转移截然不同。在交易方式上、期货交易与现货交易也有很大的差别。期货交易要集中在交易所内以公开公平竞争的方式进行买卖。买卖双方可以在有效期内自己认为有利的任何时间

买卖合约,卖家也可以等待期满前补购所需商品办理交收;而现货交易一般通过一对一谈判进行,并且只能在合同到期日交收货款。

例如,某交易者预测黄金价格近期内可能上涨,这时他可以在期货交易所买进三个月的黄金期货合约,若买进后不久,黄金价格果然上涨,该交易者即可将期货合约卖出,从而获得低价买进高价卖出的差价利润。相反,如交易者预测黄金价格看跌, he 可以先卖出三个月的黄金期货合约,当金价跌至一定水平时,在合约到期前以同等数量补进,从而获取利润。可见,期货交易是利用一定时期内的价格波动作为获利的手段,或防止实物交易中可能遇到的价格波动损失的手段。期货交易市场的建立,为缓和 market 波动,减少市场风险提供了有效途径。

期货交易与远期交易

远期交易是买卖双方达成的,将一定数量现货商品在将来某一时间、某一地点进行以实物交收为目的的交易方式。远期交易和期货交易都是以商品交易合同为保证的非现货交易,远期交易是期货交易的初级形式,期货交易是发展了的标准化的远期交易。其共同点在于:成交时,商定商品交易的数量、质量、价格和其他条件。一方违约、另一方可得到适当赔偿,这在一定程度上排除了现货交易的不稳定性,使买方取得了相对稳定的货源卖方得到了相对稳定的销路。

远期交易与期货交易的差别

(1)在标准规格方面,远期交易对于交易商品的质量、数量、交割日期等,均由买卖双方自行决定,无固定规格和标准。期货交易则是在期货交易所内以公开竞价方式交易的标准化合同,对于商品的质量、数量及到期日均有一定的规格,易于转手和清算,流动性强、效率高。

(2)信用方面,远期交易是由买卖双方直接签订的,因而对交易者的信用调查十分重要,因此要承担一定的信用风险。而期货交易是通过交易所的结算单位进行交易,由结算单位提供合约履行的保证,解除了交易者的后顾之忧,同时可以扩大交易的数量和规模。

(3)交割方式方面,远期交易在未到期之前难以直接转手,无论生产和经营发生什么变化,到期都必须按合同规定进行实际商品交收。而期货交易在商品有效期内可以多次转手,允许交易双方在商品交割前通过反向买卖同样合约的方式,来解除原来合约的义务或责任,使得双方均能通过期货市场来避免或转移价格风险。

正确区分期货交易与远期交易,对于确立我国市场经济体制和体系十分重要。改革开放以来,我国已开办了一大批粮食、金属、建材、医药、食品、甚至小商品等批发交易市场,这些市场都是现货交易市场,虽然它们引进了许多期货交易机制,包括会员制度、保证金制度、代理制度、结算制度等,但仍不是真正意义上的期货市场。期货市场是高层次的,经济高度发达,管理十分严格、带有垄断性、集约化、投机经营性质的市场,它既有对经济发展有利的一面,也有对经济发展不利的一面,是政府要实施严密的监督管理措施方能正常运转的市场。目前我国刚刚确立市场经济体制,建立期货市场要采取既积极又慎重的态度,切不可一哄而起,简单从事。

期权交易

从现货交易到远期交易,到期货交易,再到期权交易,是商品交易方式不断发展的结果。期权是一种选择权,就是买卖期货合约的选择权利。期权交易就是期权买方向期权卖方支付一定费用(保险金)后,取得在规定时期内的任何时候,以事先确定的协定价格,向期权卖方购买或出售一定数量的某种商品合约(实物商品或金融证券或期货)的权利的一种买卖。期权对于期权买方来说,只

是权利,而非义务,即不承担必须买进或卖出的义务。所以期权买方可以在到期前的任何时候履行、转卖或放弃这种权利,最大损失为保险金。对于期权卖方而言,由于收取了期权保险费,则承担了到期或在到期前执行由买方所选择的交割履约义务和责任。期权交易的产生无疑又为风险管理提供了一种更为有效稳健的手段。

二、标准化——期货交易的特点

期货交易是通过期货合约进行的,期货交易的标准化集中体现在期货合约的标准化上。期货合约是买卖双方通过商品交易所签订的由商品交易所担保的法律凭证。由于期货交易从合约成交到实际履行要间隔很长一段时间,为了防止交易双方因对合约的不同理解而产生的争议,防止交割时因商品的质量、等级、重量等方面原因引起的纠纷,确保期货合约的可靠性和可兑现性,便于期货交易开展,因此,期货合约都是标准化的。

商品等级标准化

期货商品均按商品交易所统一规定的质量等级标准品进行交易。买卖双方在交易时无需再对商品的质量等级进行讨论。商品交易所一般是采用国际贸易中最通用的和交易量较大的商品质量等级为标准品。如日本名古屋粮谷砂糖交易所规定中国产黄豆为黄豆标准品。商品交易所在规定标准商品的同时,还规定出可供交易的该类商品的其他等级。需要注意的是,同一种商品,不同的交易所所规定的标准品是不同的。

商品数量标准化

期货市场交易的商品期货随不同的商品种类,其标准计算单位也不同。也就是说,一份期货合约所包含的交易单位为期货市

场认同的标准单位。如美国芝加哥商品交易所规定一张黄豆的期货合约单位数量为 5000 蒲式耳。由于期货交易时只论合约的数量,买卖只能是一个或若干个交易单位,即交易的商品数量只能等于或倍于每张期货合约所包含的商品数量。

交收地点标准化

由于商品期货交易的数量很大,因此,仓库是交收地点的必经条件。美国法律规定,只有美国农业部批准的仓库才能作为期货交易的合法交收地点。

交货期限标准化

交货期按月份计,商品交易所对每种商品期货都规定若干不同的交货月份。交货月份的确定与该商品的生产特点有一定的联系,如金属生产没有季节性,故交货月份的季节性不强;而农产品的生产具有明显的季节性,因而其交货月份也有很强的季节性。如美国的小麦收割期是 6 月份,因此美国芝加哥期货交易所的小麦交货月份规定为 7、9、12 月及来年的 3 月和 5 月。

三、期货市场的机制

期货市场的交易机制

期货市场是以标准期货合同为交易的对象。合同的标准化为交易者自由转让和对冲提供了便利条件。事实上现代期货市场上仅有极少数进行实物交割,如美国芝加哥期货交易所的实物交割量只占成交量的 1% 左右。人们所关注的仅是冲抵平仓时的差价。

参加期货交易的人士一般分为两种:套期者和投机者。前者一般是商品的生产者、经营者或使用用户,交易的目的是为了转移生产

和经营中的风险;后者的交易目的是为了利用期货价格的波动来获取差价利益。二者的关系表现在:套期者为投机者提供对象,投机者是套期者分散风险的风险承担者,二者构成期货市场的要素。

(1)套期保值 简单地说就是商品生产者或经营者在现货市场准备买卖商品的同时,在期货市场上卖出或买进同等数量的期货合约。通过这样两个商品相同、数量相等、方向相反的买卖活动来保证自己获得正常利润或减少损失,躲避市场价格波动造成的风险。

套期保值大致可分为三种类型:一是套利性套期。这种套期业务是通过季节性的商品储备,从现货、期货两个市场的价格差中获利。二是业务性套期。它由生产和经营业务所引起。当所需原料不可能一下子全部购进(如面粉加工业的小麦)时,就可以按需要量和时间在期货市场购进相同的合约。到期若价格上扬,可用卖出期货的收益抵补实际购进的亏损;若价格下跌,则以增加的加工利润抵补期货交易的损失。三是预期性套期。农产品只有在收获以后才能卖出实物,加工厂只有在生产过程需要时才买进实物。由于期货市场的存在,人们可以预先选择有利时机进行期货买卖,以转嫁风险。

以上各种套期交易,都是基于合同到期时期货市场价格与现货市场价格趋于一致的规律,以及对市场价格变动趋势的预测。

(2)投机期货市场上的投机是利用期货合约的买进与卖出间的差价获得利润的行为。其类型大致也有三种:

①买空卖空 这种投机期望从较短一段时期的价格变动中获利。当投机者预计价格看涨时,他们就买空(即买进合约),价格上升到一定点时再卖出获利;同样,预计价格下跌时,投机者就卖空(即卖出合约),待价格下跌到一定程度再买进平仓获利。买空卖空是最常见的投机,它使期货市场上供求双方在总量上的不平衡得到调节。

②差价投机 这是一种较为复杂的投机活动,主要是利用同

一商品不同期间的差价(跨期套利),现货市场与期货市场的差价(兼做套利),同一商品在不同市场上的差价(跨市场套利)以及相关商品之间的差价(跨商品套利)进行投机获利。这种投机活动调节着不同期间、不同商品、不同市场之间的价格差异。

③薄利投机 这是一种短期投机,追求微小的差价利润,绝大部分都是在一个交易日内平仓。

可见,现代期货市场上的基本交易业务是套期保值和投机,其交易机制就是套期者与投机者出于不同目的,通过不断地买进卖出期货合约来追逐价差,从而推动期货市场的运行。

期货市场的价格机制

我们知道无论是套期者还是投机者,其目的都不在于履行合约,进行实物交割,而在于获得差价,其中最基本的差价是现货价与期货价之差(基差)。它一般由(1)储存成本;(2)处理成本;(3)运输成本;(4)财务成本;(5)利润等几项构成。一般来说,商品期货价格高于现货价格,远期价格高于近期价格;金融期货,由于利息成本支出的原因,其价格低于现货价格,远期价格低于近期价格。

套期者和投机者对差价的追逐和期货市场的流动性,使得价差保持在一个适当水平,价格趋向稳定和平均化。

期货市场的组织机制

现代期货市场有一系列比较完善的交易规则、交易制度和交易程序,按其用途分为两类:

一是关于保证期货市场的流动性、公开性方面的。主要有:(1)合同冲抵制度。即以期货合同买进(卖出)与卖出(买进)相冲抵为交易的终结,而不必进行实物交割。(2)按金制度。交易者必须按交易期货合约总额的8-15%交存保险,但不必支付全部价款,这不仅增加了交易量,而且还起到了保证金的作用。(3)结算

所制度。买卖双方间的一切帐务往来,均由结算所负责清算。(4)经纪行制度。期货市场一般采用会员制,由经纪行负责结存、记录客户的未平仓期货合约及交存的按金,代客户进行期货交易,保证了期货市场的流动性和竞争性。(5)公开报价制度。公开报价可以使交易者了解买卖双方的力量对比,预测价格变动趋势,以进行公平竞争。

二是防止风险扩大、限制过度投机方面的。主要有:(1)日清日结。每个交易日结束,结算所即按当日收盘价对每份未平仓合约进行结算,将亏损方的亏损额从按金中扣除并转入盈利方的帐户,并要求客户立即补足按金,逾期不补则强行平仓。日清日结制度限制了投机交易的无限度扩大。(2)分层负担风险。即客户——经纪行——结算所——期货保证公司,分别由后者为前者担保。这促使客户、经纪行和交易所等都采取谨慎态度进行交易。(3)价格限制。当价格波动超出交易所规定的变动幅度时即停止交易(停板)。(4)限制最高交易量,以防止大投机者操纵市场。

从上面对期货市场机制的分析可以看出,期货市场是一种流动性强、透明度高、公平竞争的公众化的交易形式。

四、期货市场的功能和作用

期货市场在宏观上可以节约社会风险准备金,缓和价格波动;在微观上能够转移和扩散风险、发现价格;在我国建立和发展期货市场还有独特的现实意义。

转移和扩散风险,保障生产者正常利润

商品生产者和经营者在生产 and 经营过程中,会遇上各种各样的风险,其中最为直接和明显的风险是由于价格波动带来的风险。价格无论向哪个方向变动,都会给一部分商品生产者或经营者造

成损失。期货市场在一定程度上能够起到为生产者、经营者分散风险的作用。

例如,某纱厂于4月份接到7月份交货的棉纱订单,为保证按期交货,就在现货市场以3.8元/公斤的价格购进10万公斤棉花,共支付38万元。但纱厂又担心3个月后交货时棉花价格下跌而受损失,就在期货市场以每公斤3.75元的价格抛出7月份棉花期货10万公斤。以后,棉价果然连续下跌,到6月底现货价格跌至3.4元/公斤,期货价格也降至3.5元/公斤。纱厂买进期货平仓后,期货交易盈利2.5万元,而在现货交易中多支付了4万元,二者相抵共多支出1.5万元。如果价格上扬,则现货交易中少支付的价款可以部分抵补期货交易中的亏损。可见,通过期货市场,商品生产者和经营者可以把自己的一部分风险转嫁出去。

附带指出的是,生产者经营者在期货市场上转嫁出去的风险是由众多的投机者承担的,但生产者经营者在转嫁风险的同时,把自己可能会有更大收益的机会也放弃掉了。如上例中,若棉价上涨为4.00元/公斤,纱厂又未做套期保值,则可纯赚2万元;做了套期保值最好的结果是不赚不赔。

发现价格

这也是期货市场的一个基本功能。期货市场形成的价格反映着供求状况,也成为引导生产和交易的重要信号之一。我国第一家全国粮食批发市场——郑州粮食批发市场形成的价格,也被称为“郑州价格”,成为大宗粮食交易的基准价格。

期货市场形成的价格所以为公众所承认,主要是因为:(1)期货市场交易人士众多,可以代表供求双方的力量。(2)期货交易者大都熟悉某种商品行情,有丰富的经营知识和广泛的信息渠道及一套科学的分析预测方法。期货市场形成的价格能够比较接近地代表供求变动趋势。(3)期货市场的透明度高,竞争公开化、公平

化,有助于形成公平的价格。

缓和价格波动

期货交易者关心的是价差,特别是现货与期货的价差。当价差较大时,储存现货有利。而价差缩小,不足以抵补储存成本时,储存现货就会亏本。因此,当现货与期货价差较大时,经营者会倾向于储存现货,抛出期货,促使现货价格上升,期货价格下降,价差趋于合理水平;而当现货与期货价差较小,甚至出现现货升水(即现货价格高于期货价格)时,经营者就会脱手现货而买入期货,推动两个价格保持合理水平。

节约社会风险准备金

为保证生产经营正常进行,生产和经营者需要保持相当规模的准备金,形成大量资金沉淀。生产者和经营者若利用期货市场的套期交易来分散风险,只要把风险准备金保持在按金所要求的水平即可。利用期货市场,不仅可使较少准备金推动整个生产过程,而且还节约了大量资金,扩大了职能资本,提高了一般利润率。

我国建立发展期货市场的独特意义

目前我国正处于由计划经济体制向市场经济体制过渡的时期,建立发展期货市场具有特殊意义。(1)发展期货市场有助于提供较为准确的价格信号,引导生产,抑制市场波动。(2)发展期货市场有助于规范交易行为,整顿市场秩序,发育交易组织。(3)从长远看,发展期货市场还能够起到为生产、经营活动套期保值的作用。

五、期货交易的基本内容

随着期货市场的发展,其交易品种也不断扩充,由开始的大宗

农副产品扩展到各类工业原材料,继而又扩展到各种金融工具。但无论做什么交易,任何成功都是以正确地分析预测价格走向为前提的。

实物商品期货与期权

并不是任何商品都可以上市交易,实物商品只有符合上市的条件才能上市交易。这些条件是:(1)可贮藏并适宜运输的商品;(2)质量、规格、等级容易划分界定的商品;(3)可大量进行交易的商品;(4)价格波动频繁的商品;(5)拥有众多买主和卖主的商品。

随着商品经济的发展,期货交易的功能与作用越来越被人们所认识和利用,进行期货交易的商品种类也越来越多。进入 20 世纪后,除了原先的谷物、棉花外,食糖、油料作物、牲畜及其产品、食品饮料、羊毛等纤维品、林业产品、黄金等有色金属、石油及其产品也先后在期货交易所上市交易。其中有些商品,如小麦,玉米、黄金等的期权交易也异常活跃。

金融期货与期权

进入期货交易所的金融工具有外汇、金融债券及指数。

(1)外汇期货与期权 外汇是国际汇兑的简称。简单地说,凡是在市场上能够自由兑换的货币即可认为是外汇。外汇有可自由兑换的外国货币、以外币表示的汇票、本票、支票等支付凭证和股票、债券等有价值证券三种形式。外汇期货交易是在外汇交易所内,交易双方通过公开竞价,买卖在未来某一日期,根据协议汇率、交割标准数量外汇的合约交易。外汇期权交易是指交易双方就选择权达成协议,允许买方在将来约定时间内按协议汇率购买、出售或放弃购买;出售约定金额外汇的权力的交易方式。进入外汇交易所的外币除了自由兑换这一条件外,还必须普遍地被世界各国所接受。所以进入外汇交易所的货币主要有:美元、英镑、日元、加拿