

市场经济入门培训丛书

期货交易入门

熊文钊 赵凤山 编著

SHICHANGJINGJIAI
RUMENPEIXUN
CONGSHU

中国经济出版社

期货交易入门

熊文钊 赵凤山 编著

JM14/08

中国经济出版社

(京)新登字079号

责任编辑：杨 岗

封面设计：高书精

期 货 交 易 入 门

熊文钊 赵凤山 编著

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

各地新华书店经销

北京怀柔渤海印刷厂印刷

*

787×1092毫米 1/32 6.375印张 140千字

1994年7月第1版 1994年7月第1次印刷

ISBN 7-5017-3139-X/F·2242

定价：6.00元

市场经济入门培训丛书编委会

主 编：泮 野 梁国春

副主编：无 不 孙明基 赵凤山 李进山
赵 义 王乃华 任宝贵 杨小仲
熊文钊 王晓明 李恩慈 徐中伟

编 委：（按姓氏笔划为序）

王乃华	王晓明	无 不	白冀中
任宝贵	孙明基	何玉生	李进山
李恩慈	李惠斌	李绩勤	李静江
杨小仲	赵 义	赵凤山	张淑芬
杜素坤	邱增寿	泮 野	徐中伟
梁国春	韩秀成	郭耀光	熊文钊

目 录

第一章 商品期货交易一般原理	(1)
第一节 商品期货交易的基本概念.....	(1)
第二节 商品期货交易的基本理论知识.....	(9)
第二章 商品期货交易实务	(15)
第一节 商品期货交易业务内容.....	(15)
第二节 商品期货交易业务操作.....	(19)
第三章 多种灵活的商品期货交易策略	(58)
第一节 套期保值交易策略及其运用.....	(59)
第二节 期货投机交易策略及其运用.....	(75)
第三节 套期图利交易策略及其运用.....	(79)
第四节 几种借助期货市场的受益策略.....	(80)
第四章 商品期权交易	(90)
第一节 期权交易的基本概念和理论.....	(90)
第二节 期权交易基本原理及交易程序.....	(121)
第三节 期货交易策略及其运用.....	(126)
第五章 中国期货交易	(148)
第一节 旧中国期货交易.....	(148)
第二节 80年代中国期货市场的起步.....	(151)
第三节 社会主义市场经济与中国期货市场的发展.....	(158)
第四节 中国商品期货交易市场的特点.....	(173)
附录：期货交易术语	(184)

第一章 商品期货交易一般原理

第一节 商品期货交易的基本概念

一、期货交易与现货交易

商品期货交易在交易方式和交易目的上与现货交易是截然不同的。商品现货交易是根据双方订立的合同中商定的付款方式买卖商品，在一定时期内卖方把商品交给买方，买方把货款交给卖方，进行实物的交收，从而实现商品所有权的转让。而商品期货交易只需支付较少的保证金，通过商品交易所买进或卖出期货合约，这种期货合约已是商品交易所规定的标准化契约，即在规定的的时间和地点交割一定品质规格标准的商品，并付清全部货款。但是，通常是在期货合约到期前即将交易对销或称平仓、清盘、结算，意即原来买的卖出，原来卖的买进，刚好相互抵销，而合约的一买一卖即将交易了结。这就是说，这类期货交易者对实货交收并不感兴趣，买卖期货的目的只是利用期货市场价格的波动进行期货保值或投机获利。因此，大多数的期货交易一般并不涉及到实货所有权的转让，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。

举个例子来说，在美国宾夕法尼亚州的一个种植燕麦的农场主，当他的燕麦还在麦田里成长时他就可以利用期货市场将他的农产品卖掉！为什么这样做？简单地说就是为了保

障他的农产品收成时的价格。在他的燕麦秋天收成以前，可能还要经历五六个月，在这段时间内燕麦的价格可能会剧烈地下跌。为了要保全他燕麦的价格不会因下跌而受到损失，农场主就可以趁现在期货市场上对他来说比较满意的价格，签订一份合约，按这个价格将他6个月以后的燕麦卖出。经过这种途径，可以提供一个保证，在他的农作物收成卖出后可以得到他辛苦经营农场的利润。一旦他的农产品卖掉，他的卖价已经确定，他就可以无视于农产品期货价格的波动而专心地经营他的农场。这样，到农产品成熟收获以后，农场主只要按照当初签订的期货合约的要求把燕麦交割掉就行了，就能够保障他的利润。如此看来期货市场扮演着一个风险转移者的角色，它把农场主因为价格未定而承担的风险转移掉了。

现在让我们从另一个角度来看买方的情形如何。我们依然用燕麦作为交易的商品。假设买方是一个面包制造商，想在未来某段时间内买到燕麦。而这个面包制造商也同样地希望能够自我确定他的购买价格，使之保证他的正常利润。确实，假如燕麦原料的价格在未来的五六个月上涨，面包制造商将达不到预期的利润收入。为了做到保证他自己的销售利润，制造商必须在确定的价格下得到充裕的燕麦原料。这样，制造商也进入期货市场，签订购买合约，在未来的某一段时间内履行交易程序。在已经确定的供给价格下，制造商也能够无视于燕麦价格连续的上下波动，在能够获利的基础上继续地进行生产程序。这样，制造商也将价格上涨的风险转嫁给了期货市场。

如果此时出现一个第三者也加入了买卖商品期货合约的交易，他既不是这种商品的生产者，也不是这种商品的使用者，这个人之所以加入期货市场，只是为了正确地加入价格

波动的方向以谋求利润，这就是所谓的投机者。通过生产者所想要规避的价格下跌的风险和使用户所想要规避的价格上涨的风险，从中参与买卖。如果买进卖出之间判断正确，投机者将获得收益；如果判断错误，投机者就会损失惨重。例如，回到我们宾夕法尼亚州的燕麦的例子，我们可以清楚地看到，在燕麦期货价格上涨的行情里，投机者利用时机，适时地参加交易，购进农场主希望卖出的期货合约，通过合约，投机者保证农场主的期货卖价。在这场交易里，若燕麦的交易行情上涨一些，投机者就可以将这张合约卖掉、直接获取价格差价所带来的收益。如果说投机者的判断失误呢？在这个例子里，他将以较低的价格卖掉他的合约，遭受一定的损失，由于投机者的目的不是想得到燕麦，而只是想通过承担一定的价格风险获利，所以，他必须在合约到期前将手中的燕麦期货合约卖给想要它的人。如果投机者预期手中的燕麦期货会下跌，他将会卖掉燕麦期货合约。（通常买方与卖方不会以面对面一对一的方式进行贸易，而是由市场代理人居间，居间人先将远期的期货合约卖掉，假设将9月份的燕麦合约以一蒲式耳2.87元卖给买方，再以一蒲式耳2.865元从卖方投机者那里买回。在这一回合的交易中抽头者就从抽取差价中获得利润，而买方与卖方也同样的达到他们想要买与卖的价格。）投机者的主要目的为赚取利润，若当期货价格正在逐渐地下跌时，他就会卖掉手中的期货合约而希望以较低的价格将它买回来。这种买卖方式，就是所谓的卖空。万一价格上升的话，投机者站在空头的一方，他必须以较高的价格补回合约。投机者之所以必须补回，是因为当期货合约到期时，投机者必须履行交割的义务，而其手中若无燕麦则无法进行交割，所以在价格上涨的情况下，也必须以高价补回，这时他就要承担损失。

由于在期货交易中商品期货的提供者以及商品的需求者比例并不是一对一的,因此为了使期货市场顺利地运行,就需要投机者必不可少的润滑作用。没有投机者巧妙地发挥市场的流动性,那么期货商品的供给者就必须以个人单一的交易单位与需求者达成合约协定,相对地大大减低了市场的流动性。因为交易商品期货的单位若是很大,要寻求适当的买主或卖方时其寻找的过程将会非常困难。由于供需双方的改变所导致价格极大的波动,更加深了寻找过程的困难,而期货市场的一个作用就是提供了一个风险转换的桥梁,使不愿承担风险的最初生产者或是最终使用者所担心的风险问题,转移给愿意承担风险的投机者。因为有风险的存在,相对地就有利润及损失的发生,这便是投机者之所以加入的原因。

二、期货商品与现货商品

了解了什么是期货交易与现货交易,我们也就知道了现货商品与期货商品的区别。现货交易是指在当时市场价格水平上进行的实际商品买卖活动,商品的交收可以立即进行,也可在签约后数日内交收。这种交易中的商品即为现货。而期货市场上交易的是一份具有法律效力的契约(合约),根据通过公开竞价方式建立的合约价格,在约定的地点和时间,进行某一特殊商品的交割或将合约对冲。可以对冲合约,这是期货交易最显著的特征。而这种特殊商品,则是期货。

作为期货商品,是有条件的:

(1) 可贮藏、保存相当长时间。由于期货市场交易通常为6个月,因商品生产、流通情况不同也有在1年半以上者,因此,商品须可以长期保存,其品质不会变质。

(2) 品质、等级有划分、评价可能的商品。期货交易中,因可以根据品种、等级及规格进行买卖交易,所以必须是可

以明确划分的商品。

(3) 可大量进行交易的商品。在期货交易市场中,集中着大量交易,只有大量生产、大量流动上市的商品,价格才不会发生不正常波动。

(4) 价格频繁波动的商品。价格一旦固定,即使具备其它条件也不合适。因为只有价格波动大,才产生利用其变化获利的投机意识以及为防止价格变动而蒙受损失的保值交易。供需调节困难,价格不频繁波动的商品则无此需要。

(5) 拥有众多的买主和卖主。商品市场的买卖交易须通过自由、公正的竞争决定价格,因而要有众多的买主、卖主。

由于期货买卖的种类不同期货商品可划分为商品期货和金融期货。

三、期货合约与远期合同

期货合约是在交易所达成的标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定时间和地点交收某一特定商品的合约,在合约上,交易的商品的数量、质量、交货时间和地点都是既定的,唯一的变量是价格。

现货合约指的是即刻或在未来交付某种商品的销售协议,对于交付商品的质量、数量和交货日期由买卖双方协商而定,故现货合约中不定因素很多,需要买卖双方在银货交付时协议调整。包括现货即期合约和远期合约。

这里,期货合约与远期合同都包含远期交易的内容。因此,不了解期货制度的人容易将二者混淆。虽然商品期货合约是在远期合同的基础上发展起来的,但已与远期合同有很大的不同。

第一,规格化方面。远期合同对于交易商品的品质、数

量、交割日期等等，均由买卖双方自行决定，无固定规格和标准。期货合约则是在期货交易所内以公开喊价方式交易的标准化规格化的合同，对于商品的品质、数量及到期日均有一定的规格，其优点是较易转手与清算，流通性强，效率高。

第二，信用方面。远期合同交易必须通过征信方式，分析交易对手的信用状况，调查其是否有履行合同的诚意。而期货交易则是通过交易所的结算单位进行交易，由结算单位保证合约的履行，根本不必知道，也无从知道交易对手是谁，自然免除了个别征信的手续，而且也减低了交易对手不履约的风险。

第三，保证金制度。远期合同交易通常不需缴纳保证金，其盈亏都是在合同到期之日才结清。而期货交易则必须缴纳保证金，通常其数额为合约金额的4—10%，视买卖期货者与代理商之间的协议而定，由结算单位每天进行结算。如果盈利，可以随时提领，如有损失且保证金低于最低保证金时，必须及时补足，这是一项很要的保全措施。

第四，普通性方面。远期合同的交易者大多为专业化生产或交易商，一般人难以有参与的机会，而期货市场则是一个较大众化的市场，因此市场较活跃，流动性与效率均比较高。

一张期货合约的内容主要包括以下几项：

- (1) 合约所签订的数量单位。
- (2) 合约里每单位的喊价。
- (3) 价格波动的最低限度。
- (4) 价格波动最低限度的转换价值。
- (5) 每天交易的涨跌幅度限制。
- (6) 涨跌幅度限制的转换价格。

从前面所提期货合约的内容，我们分别看看各项所述及范围及意义是什么：

1. 期货合约所签定的数量单位 (Future Unit)

期货合约的数量单位就是交易所对各种期货商品所规定的一个合约所包含的单位数量。合约的数量一般用宗数或张数来表示。如美国纽约商品交易所规定一张铜的期货合约单位数量为25,000磅，而英国金属交易所规定一张铜的合约单位数量为25吨。又如美国纽约商品交易所一张黄金合约单位数量为100金衡盎司 (Troy Ounce)，而香港华人金银业贸易场规定为100司马两 (1司马两等于1.2034金衡盎司)。商品交易所对合约单位包含的数量有权加以修订。如东京谷物商品交易所曾一度将红小豆的合约单位数量由每张40袋改为每张80袋。

2. 每单位的报价

在期货合约的签订当中，每单位的报价也是一个重要的考虑因素。商品期货价格一般都是以市场中最小的销售单位为基础。如黄金以每盎司 (Ounce) 若干美元为单位，原糖以每磅若干美分为单位，小麦以每蒲式耳 (Bushel) 若干美分为单位。英国伦敦金属交易所则定有色金属如铜、锡、铅、锌、铝、镍等，以每吨若干英磅为单位；美国纽约商品交易所的铜期货则以每磅若干美分为单位。

3. 波动价格的最低限 (Minimum Fluctuation)

各地交易所规定每次商品期货报价的最小变动额。比如，纽约商品交易所规定棉花和糖价格折最小变动额为每磅0.01美分，铜为每磅0.05美分，芝加哥交易所规定玉米、小麦、大豆的最小变动额为每蒲式耳0.25美分。

4. 商品波动价格最低限幅的转换价值

这一项是波动价格的最低限乘以每张期货合约的数量单位所得出来的商品价格。比如，一个交易者签订了一张浓缩柳橙原汁的合约，这份合约的数量单位量15000磅，柳橙原汁的最低波动价格是每磅0.05美分，那么，转换价值就是

$$15000\text{磅} \times 0.05\text{美分/磅} = 7.5\text{美元}$$

即每一合同变换价位就以7.5美元为单位，其他商品期货的变换价位是：芝加哥贸易局规定，小麦、玉米、大豆都是12.5美元，伦敦金属交易所交易的铜是6.25英镑、锡是5英镑，其它如铅、铝、锌的交易都6.25英镑。有时候，也采用点数来计算价值的多寡，计算的方法是：将合约规定的标准单位量除以1万，就是相应的点数。例如，纽约商品交易所的铜合约的标准单位量是25000磅，以此标准单位量除以1万，就得铜的一点等于2.5美元，而波动价格最低限，是0.05美分，乘以标准计算量25000磅则为12.5美元，也就是5点。

5. 每日的涨跌幅限制

每日的涨跌幅限制，又译每日停板额 (Daily Trading Limits)，即交易所规定的，某种商品价格在一天之内的最大变动限额。如纽约商品交易所规定当日黄金买卖价不能高出或低过上一日收市价格25美元，即当日每盎司黄金高价和最低价之间不能超过50美元。规定每日停板额的制度是为了防止由于某些爆炸性新闻所带来的过度激烈和不合理的价格波动，以保障交易人士的利益。当商品价格跌至停板 (Limit down) 时，卖方的合约有可能卖不出去，价格不能低于停板价。反之，当商品价格猛升至停板 (Limit up)，这时有的买法合约不能买进。当出现停板时，商品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。当期货价格连续几天出现停板时，交易所

有权扩大每日停板额度，以增加成交量，并方便急于平仓补仓人士有机会结算。有些商品在交割日前数日或数周就取消停板的限制，目的是促使即期期货价格向现货价格水平靠拢。许多交易所对现货和即期期货价格完全不受停板的限制。

6. 每日涨跌交易的现金价值

本项目主要是衡量交易人士根据合约所签订的商品期货，在一个交易回合里赚取的最大利润或是遭受的最大损失。有一点要注意的是涨跌幅限制会由于交易所的不同，交易商品的不同以及由于每日行情的变动而有不同。

在进行期货交易之前，交易人士必须对期货合约的各种规定、说明有完全的了解。通常，在一张制成的商品期货合约里包括：商品期货名称、交易所名称、交易的时间、签订的数量大小及商品等级、交割月份、单位报价、价格波动的最低限制、最低限幅的现金价值、每日涨跌、手续费量价表等。

第二节 商品期货交易的基本理论知识

一、基差理论

商品市场既然存在着现货市场和期货市场，那么，现货价格与期货价格之间显然存在着某种必然的关系。基差理论是有关商品的现货价格与期货价格之间关系的理论。

现货价格就是在现货市场中买卖商品的成交价格，期货价格就是未来交付的商品成交价格。理论上认为，期货价格是市场对未来现货市场价格的预估值。至于这一预估值所能反映的正确程度至今仍在争论之中。但是，期货价格与现货价格之间有着很密切的联系，这种密切的联系表现在：期货价

格或未来市场的现货价格是以当前市场的现货价格为基点而变化的，正如价格围绕价值上下波动一样，由于各种因素的影响，使期货价格或低于现货价格，或高于现货价格，或大致等于现货价格。

实际上，期货市场中任何一时期的价格皆是由许许多多的买方与卖方，根据当前现有的各种信息（通常假定买卖双方有均等的机会去获得这些所有的信息），公开竞价决定买进或卖出所产生的结果。理论上，由于期货场所具有的透明性（信息多且易于获取）和深入广泛性，它的期货价格一般来说是正确地反映了市场在未来一段时间的供求，从而，期货市场中期货价与现货价应该保持一个固定的关系，但实际上，这种理想的情况并不存在，期货价格与现货价格之间的关系是经常变化的。正是因为有了这种经常性的变化，才使期货套期保值、期货投机等交易业务不断地扩大，期货市场才得以发展。

基差（basis）是某一特定地点的某一商品现货价格与该商品的期货市场中某一特定时间的期货价格之间的差额。基差值是商品某地现货价格减去某时期的期货价格之差。在谈到基差时，如果不列明其它因素，人们即假定，它是现货价格与离交割期最近的期货月份合约价格之间的价格差异。现货价格低于期货价格，基差呈负值，称之为远期升水（contango），或现货贴水；反之现货价格高于期货价格，基差呈正值，称之为远期贴水（backwardation），或现货升水。例如，假定美国伊利诺斯州中部某乡间谷物仓储商10月3日按每蒲式耳7.80美元的价格从农场主手中买进大豆，当日的11月份大豆期货合约价格为每蒲式耳7.90美元，在这种情况下，粮仓所在地大豆的基差值是每蒲式耳10美分（7.

80—7.90 = -10)，低于11月份期货合约价格，基差为负值，为远期升水或现货贴水；又假如内布拉斯加州的某农户于6月10日卖出小麦，当地现货价格为每蒲式耳4.10美元，而同日的7月份小麦期货合约价格为每蒲式耳3.60美元，那么内布拉斯加州当地的小麦基差值为蒲式耳50美分，高于7月份期货合同的价格，基差为正值，为远期贴水或现货升水。

如上所述，基差存在的形式主要有两种，即一种是负值，一种是正值，而等于零的情况则极少发生。

一种商品在正常供给的情况下，其基差会是负值，即某一月份的期货价格高于现货价格，此种市场被称为具有报偿关系 (premium relationship)，即供给大于当时所需时，近期的期货价格将高于目前现货价格，使储存者有一定的报偿。

如图1—1此即为所谓的正常市场。

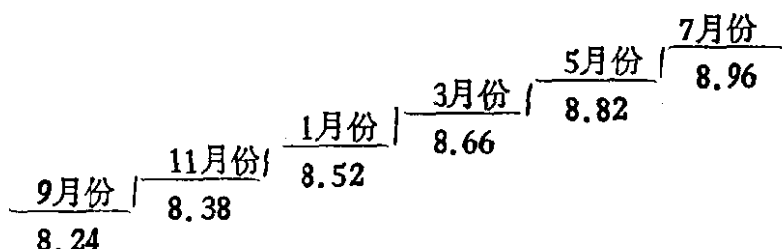


图1—1 正常市场的期货价格

相反，当供求关系中出现短缺现象时，持有成本将消失甚至反过来，形成负的持有成本。现货价或近期的期货价高于远期的期货价格，基差即为正值，此种市场被称为具有折价关系 (discount relationship)，此种情况下的市场称之为反向市场。例如，某年失收，到年底旧粮食存货供应不足，新粮食作物要到第二年7月才收成，此时，年底现货价格要高。这种反向市场的情况如图1—2所示：

实际上，这两种情形会在期货市场上交替出现，并经常

变化，一般而言，由于期货市场与现货市场的价格皆受同一组因素的影响，两者大致会呈同一方向且大约相同的幅度波动。基差的波动相对于现货价或期货价的波动要小了许多，换言之，比较稳定，这为经营者进行套期保值创造了重要的条件。此外，在现货市场中，经常用基差作为定价的基准，即以低于或高于期货价格多少美元（或美分等）的形式定价。

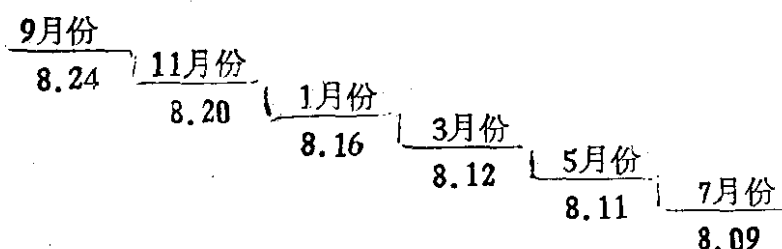


图1-2 反向市场的期货价格

基差还包含着两个市场间的运输成本和持有成本，前者反映了现货市场和期货市场的空间因素，因此，在同一时间，两个不同地点的基差也不同，后者则反映了两个市场的时间因素，即两个不同交运月份的持有成本，或者是持有或储存某一商品由某一时间到另一时间的成本，包括储藏费用、利息（占用资金的成本）和保险费、损耗费。值得注意的是，利率的变动对持有成本影响很大，相比而言，其它三项费用则较稳定而且所占比例不大。

就同一地区市场而言，理论上不同时期的基差应充分反映其持有成本是时间的函数，至契约到期的时间愈长，持有成本愈大，反之则愈小，而当非常接近到期日时，期货市场当地的现货价格应与最近期的期货价格接近相等，其微小的差别，就是交运的成本。

影响基差的因素非常复杂，因为基差决定于现货价与期货价，所以凡是影响这两者的因素最终都会影响基差。