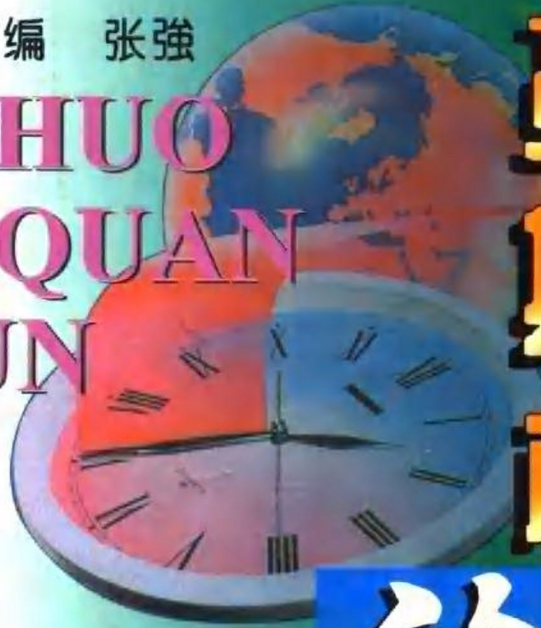


期货期权

论

● 主编 张强

QIHUO
QIQUAN
LUN



山西经济出版社

期货期权

主编
副主编

张强
杨锋
李滨

牧人
罗志扬

论

山西经济出版社

书 名： 期货期权论

作 者： 张 强 主编

出版者： 山西经济出版社(太原市建设南路 15 号·

邮编:030012·电话:4922102)

发行者： 山西经济出版社发行·新华书店经销

印刷者： 山西省统计局印刷厂

开 本： 850×1168 1/32

印 张： 12.75

字 数： 312 千字

印 数： 0001 - 1500 册

版 次： 1999 年 4 月第 1 版 1999 年 4 月第 1 次印刷

书 号： ISBN 7 - 80636 - 320 - 3 / F·316

定 价： 22.00 元

责任编辑：寇志宏 复 审：宋晋平 终 审：李肖敏

前 言

我国自 80 年代后期以来,随着经济改革的进一步深入,经济学界开始了对期货市场的研究和探讨,以求借鉴国外相关经验,使用期货期权这一交易形式在稳定国内重要商品市场、增强经济抗动荡性方面开拓一个新领域。但是,事与愿违,由于有关期货期权交易在我国现行经济体制中的作用特点并不明确,其投机功能被夸张,保值作用被削弱,加之相关的法律不健全、政府监管不力,导致期货交易市场形成一个无序的状况,在 90 年代初期我国期货交易市场盲目膨胀和过热之后,于 90 年代中期开始走入了低谷。经济学界、法学界开始认真地思考更深层次的问题:期货交易在中国经济改革过程中是否应该存在?应该如何发挥作用?其对宏观经济的调控是否有积极的作用?如何预防和克服期货交易所带来的负面效应?等等。

期货交易由来已久,在发达国家中有着几百年的历史,是现代经济制度中的不可或缺的组成部分,也是调控经济市场平稳发展的经济工具之一,这已是不争之事实。我们的期货交易市场发展的一波三折,不能否定期货交易自身的经济调控功能及其存在的价值,只是如何认识她,并使其为我们的带有特殊色彩的市场经济服务。

本书的出版旨在较全面地、较为深入地介绍迄今为止西方经济学界对期货期权理论的阐述,使更多的读者正确地、深层次地认识期货期权市场,并基于此,启发对其的思考。本书的最后一部分论及了我国期货市场的一些情况,目的在于,通过比较和鉴别,找出差异及差距,若能据此引发读者对完善我国期货市场体系的一

些高知灼见,那便是我们最感欣慰的事情了。

本书的出版受到了各方朋友的热情支持,如天津证券管理办公室的领导同志、天津高级人民法院的部分资深法官、还有山西经济出版社的寇志宏编辑等,在此一并表示感谢。

张 强

1998年10月28日

目 录

上篇 期货交易理论与实务

第一章 期货市场概述	(3)
第一节 期货市场的作用.....	(3)
第二节 期货市场的发展.....	(9)
第三节 期货市场的构成	(12)
第四节 期货交易过程	(16)
第二章 期货价格特征	(24)
第一节 价格决定分析概述	(24)
第二节 现货价格的决定	(27)
第三节 期货价格的决定	(30)
第四节 基差理论	(37)
第三章 期货市场的分析方法	(41)
第一节 基础分析法	(42)
第二节 技术分析法	(47)
第四章 期货交易的基本策略	(59)
第一节 期货交易的基本策略	(59)
第二节 期货交易的基本原则	(65)
第五章 主要商品期货交易	(70)
第一节 主要商品期货交易情况	(70)
第二节 商品期货操作的实例分析 ——大豆的投机、套期保值和套利.....	(78)

第六章 金融期货交易	(102)
第一节 金融期货交易概论	(102)
第二节 股票指数期货交易策略	(107)
第三节 外汇期货交易策略	(133)

中篇 期权理论与实务

第一章 期权导论	(157)
第一节 概述	(157)
第二节 期权的历史沿革	(165)
第三节 期权合约	(167)
第四节 期权市场	(174)
第二章 期权价值与评估	(180)
第一节 期权价值与价格	(180)
第二节 两态期权估价模型	(189)
第三节 布兰科-斯考拉斯期权估价模型	(205)
第三章 期权交易策略与盈亏分析	(219)
第一节 六种基本策略的盈亏分析	(220)
第二节 期权价差套利策略与盈亏分析	(230)
第三节 其他策略与图表分析	(245)
第四章 股票价格指数期权	(253)
第一节 概述	(253)
第二节 影响股价指数期权价格的因素	(257)
第三节 股价指数期权保值策略	(261)
第四节 股价指数期权组合保险策略	(265)

下篇 我国的期货市场

第一章 中国期货市场概况	(277)
第一节 我国期货市场的产生和发展	(277)
第二节 我国期货市场的监督管理	(291)
第三节 我国期货市场的法制现状	(300)
第二章 我国的期货交易所	(313)
第一节 期货交易所的设立	(313)
第二节 期货交易所的功能和作用	(317)
第三节 期货交易所实施的各种规章制度	(321)
第四节 期货交易所内的交易程序	(328)
第三章 我国的期货经纪机构	(331)
第一节 概述	(331)
第二节 期货经纪机构的设立	(339)
第三节 期货经纪机构的业务运作	(346)
第四节 期货经纪机构的从业人员	(363)
第四章 我国的期货结算机构	(368)
第一节 概述	(368)
第二节 结算机构的组织结构	(373)
第三节 期货结算机构的各项结算制度	(376)
第五章 我国期货市场的风险控制	(381)
第一节 概述	(381)
第二节 期货交易所的风险控制	(385)
第三节 期货经纪公司的风险控制	(394)



上 篇
期货交易理论与实务

第一章 期货市场概述

第一节 期货市场的作用

从全世界来看,如果没有期货市场的存在那么许多对我们的生活至关重要的商品,诸如谷物、可可、糖、牛肉以及钢材等等,将会出现供给紧张或价格昂贵的现象,这完全源于生产和加工这些商品的过程中所固有的风险。

一、风险的概念

理解期货市场及期货合同的前提是了解风险一词的含义。

干旱、冰冻、暴雨、政府政策的突变以及其他许多因素都将影响到许多产品的生产计划,进而通过市场机制的作用导致商品价格的变化,更进而影响每位市场参与者的利益。

例如,一位农夫以每蒲式耳 4 美元的价格出售小麦可以赚回成本且略有利润,而一位面包师在此小麦价格下也可获利,最终消费者购买一块面包要付 0.25 美元。然而所有各方都承担着小麦价格变化的风险:农夫担心小麦价格下降引起收入的减少和利润的损失;面包师却承受价格上涨的风险,那意味着如果他想维持现有的利润水平就必须提高面包价格,然而提价后他也许就不能销售出与现在相同数量的面包了,因此收入仍会受影响;对消费者来讲,在相同收入下,小麦价格的上涨会使他消费更少数量的面包。

以上例子表明,由于各种原因造成的价格不稳定将影响不同的市场参与者。在期货市场中,那些能够消除不利的价格风险及其不利影响的人就是套期保值者,而那些愿意承担这种风险以期获利的人就是投机者。

二、套期保值和投机

套期保值者和投机者是以参加期货市场的目的不同而划分的两大类交易者。

(一)套期保值

套期保值者(Hedger)一般为实际商品的经营者、加工者和生产者,如上例中的农夫和面包师。他们的主要目的是在现货市场中进行实际货物的买卖。为了保障现货交易的正常合理利润,避免价格风险引起的损失,他们要介入期货市场中。而所谓的套期保值(Hedging)就是这样的参与者将期货交易与现货交易结合起来进行的一种市场行为。

套期保值者为什么能在期货市场上达到“保值”的目的呢?那是因为同一种商品的实际货物市场价格和期货市场的价格变化的趋势是基本一致的,即涨时俱涨,跌时俱跌。因此,套期保值者经常在购入现货的同时在期货市场上出售期货,或出售现货的同时买入期货。这样,由于在期货市场和现货市场作等量相反的交易,所以必然会出现一亏一盈的情况。套期保值者就是希望以期货市场的盈利来弥补实际货物交易中可能的损失。

套期保值者在期货市场上的交易行为有以下两种:

1. 买期保值(Buying Hedge)。在小麦的例子中,面包师即加工商在现货市场拥有空头部位,就是说只有在制造面包时他才购入并拥有小麦。买期保值就是现货交易中的空头者在期货市场上买入期货合同〔或称建立多头交易部位(Long Position)〕,然后再以卖出期货合同进行平仓的做法。通常中间商在采购货源为避免价格波动,固定价格成本时,经常采用买期保值的做法。

例如,某出口商将在6月30日以205元的价格出售铜,该出口商在签订合同时,手头并无铜的现货,为了履行合同,他必须与6月30日前购入铜的现货,但又担心到履约时铜的价格上涨会使他无利可图,于是1月份就在期货市场上购入铜的期货合同,价格

为 225 元。到了 6 月中旬,他收购铜现货价格已涨到了 285 元,与此同时,期货价格也上涨至 305 元。于是他就以出售铜的期货合同在期货市场上平仓。其结果见下表:

日期	1月	6月	结果
现货市场	+ 205 出售现货 6 月 30 日交货	- 285 购入现货 6 月 20 日	- 80
期货市场	- 225 购进期货 6 月 30 日到期	+ 305 出售期货 6 月 30 日到期	+ 80

在这个例子中,出口商在 6 月份购入实物并同时取消了他在期货市场上保持的交易部位。而由于铜价格上涨使该商在现货交易中遭受到 80 元的损失,但由于买期保值,在期货市场上的盈利又使他避免了这一损失。

2. 卖期保值(Selling Hedge)。在现货市场上拥有多头交易部位的交易者如种小麦的农夫,在期货市场上建立起空头交易部位(Short Position),即卖出期货合同,然后再以买入期货合同进行平仓,这种做法被称为卖期保值。通常生产商在预售商品时,或加工商在采购原料时,为避免价格波动的风险,经常采取卖期保值的做法。

例如,一个企业主以 205 元的价格购买了一份铜材并将它储蓄 6 个月之后再以成品出售。他害怕在此期间铜的价格下跌,并想减少或避免这一损失。于是他为此而以假设的 185 元价格出售一份期货合同。6 个月之后,价格下跌了近 40%。他出售他的成品,但亏损了 80 元。但在期货市场上,铜的价格同时下降,于是他立即以 105 元的价格买入期货价格以平仓。这样,他在期货市场上盈利的 80 元补偿了他在现货市场的损失。这个交易过程和结果如下表:

日期	1月	6月	结果
现货市场	- 205 购进现货	+ 125 出售现货	- 80
期货市场	+ 185 出售 6 月份到期期货	- 105 购进 6 月份期货	+ 80

(二)投机

在期货市场中,投机者是另外一类重要的交易者,他们与套期保值者在以下两个方面存在不同点:

首先,套期保值者和投机者愿意承担的风险不同。套期保值者进入期货市场完全是为了避免风险而使利润稳定,而投机者却希望通过承担这种风险而获得巨额利润。由此看来,他们在期货市场中的行为均符合经济理论。

其次,套期保值者和投机者与有关商品的所有关系不同。套期保值者在通常的交易过程中持有或将持有相关的现货商品,他正是根据其商业需要而获得该商品在期货市场中的交易部位,但投资者却无需拥有相关现货商品,他在期货市场中交易部位的取得完全是出于他对价格变化的预期。

有关投机交易的机制及影响投机交易潜在收益和亏损的因素,我们将在以后的章节中做专门的介绍和论述。在这里我们主要介绍对投机者的分类情况。一种分类标准是按他们的投机活动来分,分为买空、卖空和套利交易;另一种分类标准是按他们的投机资金状况来分,分为个体投机和基金投机交易。

1. 买空、卖空和套利。投机者一旦预测期货价格上涨,就会买进期货合同(或称“买空”);一旦预测期货价格将下跌就会卖出期货合同(或称“卖空”),待价格与自己预料的方向变化一致时,再进行对冲。

除了这种“买空卖空”或“卖空买空”的交易外,投机者为减少风险,还利用许多技术来避免或减少由于市场变化有悖与其预测

而产生的损失。其中一种常见的做法就是套利交易。所谓套利就是利用各种形式的商品价格差来获利的交易行为。套利行为具体又可分为以下几种形式：

(1)普通套利交易。当两个市场上的同一商品出现两种不同价格时,异地套利就会有利可图。进行这种套利交易不承担任何风险,这与买空、卖空的行为要承担风险是不同的,另外,这种套利交易能获得额外利润,这与套期保值不承担风险却不能获得额外利润相异。

按经济学理论,是普通套利者的行为使价格保持在其合理、公平的位置。只要存在获得固定利润而无须承担风险的机会,就会有人利用这样的机会。例如,一位投机者发现 IBM 普通股在纽约以每股 \$ 100 价格上市,在芝加哥出售却卖每股 \$ 102.50。这种价格差异可以通过在纽约以 \$ 100/股买进,同时以 \$ 102.50/股在芝加哥售出的方法而给投资者带来利润。在这种情况下其他投机者也会采用相同的做法:在纽约买进在芝加哥卖出;当更多的投机者从此价差中获利的时候,纽约市场上对 IBM 股票的需求就会上升,因此在供给不变的情况下,纽约市此种股票价格就会上升。相反,芝加哥的价格却会下降。直到两个市场均达到供给与需求相等时的均衡价格时,假设此例中为 \$ 101/股,套利的动机才消失。

成功的普通套利投机者应拥有极快捷的计算机设置,且交易成本极低。因为只有这样才能抓住在变幻莫测的市场上这种转瞬即逝的机会。

(2)差价套利。差价套利的一般原则是同时买卖期货合同。在到期日之前,交易者采取相反的交易部位来对冲,卖出他先前购进的期货合同并且同时买入他先前售出的期货合同这种交易方式的特点是以期货差价为投机目标来限定其交易风险。差价套利的三种基本形式分别是:

第一,跨期套利。这是最基本的差价套利形式,它包括购买一

个月份的期货合同,同时出售同种商品的另一个月份的期货合同。例如,建立9月份谷物的多头部位/建立12月份谷物的空头部位。

第二,跨商品套利。这种套利是指买入一种商品的期货合同同时卖出相关商品的同期期货合同。例如,建立9月份金的多头部位/建立9月份银的空头部位。

第三,跨市套利。这种套利指在不同的市场上分别买卖相同种商品的期货合同。例如,在上海建立小麦多头仓位/在天津建立小麦空头仓位。

2. 个体投机交易和基金投机交易。个体交易者是那些用个人资金来进行期货交易的人。对于个体交易者来说期货交易有诸多不利之处,第一个不利是对小交易者不利。有评论家这样评论期货市场:“它是一个弱肉强食的世界。”还有人更为尖刻,他们认为对于初涉期货市场的个人,第一句应该说的话是:别干了!专家们研究发现,80%在期货市场上投机的个人交易者都会输光他们的投资。由于急剧的价格波动,有关的交易者必须追加保证金。这是在期货市场直接投资的第二个不利。一个小投资者在价格急剧波动时有时必须了结其交易部位。

交易者遇到的第三个不利是:无论他是不是交易所会员,他有时也许会碰到一个不诚实的中介人或经纪人。有的经纪人以追逐佣金为目的,甚至会有意刺激投资者作出不佳的投资选择。为了弥补这一欠缺,投资基金便应运而生。有两种共同投资基金。第一种基金借用公众投资者的储蓄。而第二种是私人投资基金只能运用广告收集资本。

(1)公共基金。这种基金比较灵活,因为投资者可以随时进入或退出基金;而一个封闭的基金,投资者只能在认购期加入该基金,不能在认购期之外加入。

(2)私人基金。私人基金要求每个投资者最初缴纳的股金比一个公共基金投资者购买的股金要高一些。私人基金的好处是不

像公共基金那样必须受商品期货委员会和证券委员会的约束。因此,它们有较强的灵活性,从而减少了管理成本,多了些经营自由。

总的来说基金这种形式有诸多优点,首先交易基金的投资形式可以较小的投资便可享有分散投资风险的优越性,因为投资者可以投资在不同商品、不同商品交易所或同一合同而不同到期日的期货合同上。其次,投资者的风险仅限定在其最初投资上而不必追加保证金。再次,由于共同基金的管理是由几个专业经纪人采用较为先进的方法来完成的,这在一定程度上也可以避免某些期货合约的风险。

但同时应该注意的是,基金也有其固有的弊病:正因为基金的投资完全依赖管理者的能力和专业经验,所以基金的投资收益率不能得到完全保证。

第二节 期货市场的发展

期货交易是一种特殊的交易方式。它是从现货远期交易形式发展的。从远期交易出现的古希腊和古罗马时期到期货交易国际化的今天,贸易方式经过了长期的演进。这种演进反映了人们进行交易时对避免或减少价格风险的实际要求。到了现代,随着经济的发展和科技的进步,期货市场又出现了许多新的特点和趋势。

一、期货市场的出现

商品买卖包括了买者和卖者各种利益的综合,只有双方对商品的品质特征、数量、交货的时间和地点和价格,责任达成一致,一批实物交易才能达成。实物交易可以在两种市场完成:即期市场和远期市场。最早的远期交易是对农产品的交易,在未收获的时候,生产者在这个市场上卖他们的谷物,而使用者则与他订立合同,约定在未来一定时间以一定价格交付货物。在合同中他们协