

简明期货与管理 要诀

廖先旺 著



人民法院出版社

简明期货与管理要诀

廖先旺 著

CD 211/18

人民法院出版社

1994 年 12 月

(京)新登字 051 号

简明期货与管理要诀

廖先旺 著

人民法院出版社出版发行

新华书店经销

人民卫生出版社印刷厂印刷

787×1092 毫米 32 开 6.5 印张 140 千字
1994 年 12 月第 1 版 1994 年 12 月第 1 次印刷

印数 0001—5000

ISBN7—80056—281—6/D·355 定价:8 元

目 录

绪论	(1)
第一章 期货交易原理分析	(9)
一、 规避风险与套期保值交易	(10)
(一)保值交易的原理	(11)
(二)保值交易的关键因素	(34)
二、 套利与投机交易	(42)
(一)投机交易	(44)
(二)期权(期货选择权)交易	(48)
(三)通过基金来进行投机	(54)
(四)套利交易	(59)
(五)跨期套利	(60)
(六)差价套利	(63)
三、 商品期货市场上的参与者	(65)
(一)职业投资者	(65)
(二)投资者和投机者	(67)
(三)初级产品生产国	(68)
四、 期货市场发展的几个问题与结论	(75)
(一)期货市场成功的要素	(75)
(二)期货市场与股票市场的异同	(77)
(三)国际期货市场迅速发展的原因	(78)
(四)国际期货市场的最新发展趋势简介	(81)
第二章 商品期货交易所的组织管理与运行规则	(85)

一、 期货市场的目标与管理.....	(85)
(一)美国商品交易所和期货市场的运行	(86)
(二)清算所提供的财务安全	(93)
(三)实物交割.....	(100)
二、 欧洲主要期货市场简介	(101)
(一)英国商品期货市场.....	(101)
(二)法国商品交易所的特点.....	(108)
三、 商品交易所运行的新方式	(119)
(一)电话会议式交易.....	(120)
(二)计算机化交易所.....	(121)
(三)新方式的利弊.....	(123)
四、 商品交易所法规和期货市场的监督制度	(125)
(一)美国商品交易所的法规和期货市场的 监督制度.....	(125)
(二)英国期货市场的监察和规章制度.....	(135)
(三)法国期货市场的监察和规章制度.....	(137)
(四)日本商品期货市场的管理.....	(143)
(五)新加坡期货市场监管概况.....	(145)
第三章 有关中国期货市场管理的法律问题.....	(146)
一、 中国期货市场的发展与现状	(146)
二、 期货市场存在的问题	(149)
(一)中国期货市场前阶段发展存在问题的分析...	(149)
(二)中国与外国期货市场的比较.....	(155)
三、 期货市场的法律规范	(158)
(一)立法的目标与管理的要素.....	(158)
(二)基本原则.....	(161)
(三)期货市场的管理监督机构.....	(163)

(四)我国期货立法的几个重点	(164)
附录:	
中国主要商品交易所及期货经纪公司简介	(168)
河南省期货市场管理条例(试行)	
(1994年4月28日)	(179)
美国期货市场的风险揭示书格式	(198)

绪 论

期货市场在发达国家只有 100 多年的历史。但 70 年代以来,期货市场发展突飞猛进,以美国为例,全美国期货市场交易的合约数额由 1972 年的 1833 万份,猛增至 1982 年的 1.124 亿份,其每年的增长率平均为 20% 以上。随着世界经济的日益国际化,它已成为许多企业进行经济活动的重要场所。期货合约的内容不再仅仅限于其最初的商品买卖合同,而是出现了以外汇、债券买卖合约以及期权交易为内容的金融期货交易,其交易也开始采用电子计算机、电传等无纸化操作方式,并且仍在向其他的经济领域发展,交易方式呈现出多样化。

所谓期货,是相对于现货而言。它本身也是从现货市场里发展起来的,它是以买卖双方的价格成交并约定在将来某个时刻交割提货的一种交易方式。

很早以前,人们定期地聚集在一起买卖交换自己生产的商品。买和卖是一手交钱,一手交货。这就是人们通常所说的市场。后来出现了专门的商品交易所。它在欧洲出现的时间大约是在 12 世纪初。在法国是 16 世纪,而它在 19 世纪于盎格鲁-撒克逊国家有较快的发展,如 1842 年于英国利物浦建立的棉花交易所。紧接着于 1848 年,美国芝加哥建立了商品交易所。当时这些交易所的目的是方便现货交易。慢慢地,交易者可以在签定一个买卖合同之后第二天或者几天之后提取货物。这就是最初的期货萌芽。当时称这种交易的合同为

foward contract,从严格的意义上来说可称为现货远期合同。据考证,如今赫赫有名的芝加哥商品交易所当初是由买卖鸡蛋的现货远期合同开始的。由于鸡蛋的大宗交易和货物交割经常不能够同时进行,于是便由买卖双方按双方同意的价格签定一个交易合同,约定在未来某一天交货。当这类交易越来越多的时候,便成立了一个正式机构来管理,于是最初级的期货市场即 Foward Market 便诞生了。它出现的时间是在 1919 年。但是,严格说来,很难确定现货远期合同交易出现的时间是从什么时候开始的。据说早在 16 世纪时,荷兰商人便在每次海运之前就已经将其运送的货物以合同方式出售了。他们的目的是希望能在船靠岸之前就能获一个好价钱。美国缅因州的土豆生产者在插种之前就出售了未来的收获,以获得生产所需的费用。芝加哥粮食市场上在 1848 年就开始进行这种远期合同交易。

但是,这种交易方式还是有诸多的不便,有时还使交易变得更为复杂:

第一,在美国的一些大湖泊解冻之时粮食才能到货,买者和卖者都很难一时找到他们所要的粮食或者交易的伙伴;

第二,交割的货物与买者的期望常常不相符;

第三,交割经常不能按预定的日期进行。

因此,必须给这类交易立法,尽快统一交易合同,使它能够具有互换性,以便交易商只需运用简单的背书(即在合同的背面签字)便可转卖给另一个人。于是,标准化了的期货合约便出现了。这类合约上面记载有货物的质量标准、交货日期、交货地点和重量等。这种标准化期货合约的出现标志着现代的标准期货市场的出现。它一出现便受到热烈的欢迎。

在即时交易延期交割的基础上,慢慢发展起来具有严格

管理规章的期货市场,这种具有严格管理规章和标准化合约的期货市场在英语中称为 Futures Markets。它与现货远期交易市场即 Forward Market 的区别就在于后者的交易合同没有标准化,管理上也没有严格的规章。最早的 Futures Markets 于 1865 年前后出现于美国的芝加哥。在期货市场出现之后,以实物即时交易为主的商品买卖便在数量上减少了,在某种情况下,连传统的商品交易所也消失了,因为原商品交易所主要经营内容改变为期货交易。现货交易则转到交易所之外进行,主要是因为四个原因:

第一,现代化通讯手段(电话、电传、传真、电视等)的迅速发展,使得商品交易无需集中在某一个固定的场合;

第二,大宗商品贸易一般都集中在几家大公司手中,不需要以前那么众多的交易者聚在一起交易;

第三,由于市场分割、交割期分成许多时间段,促使商品交易所失去可提供商品供求信息的专有优势;

第四,期货交易价格为商品交易提供了一种重要的参考价格,有利于场外交易的进行。

在期货市场的发展过程中,清算所(或叫结算行、票据交换所)的成立是一个很大的创新。它的成立大大促进了期货交易高潮的到来,也为期货交易带来安全保障和灵活性。清算所的职能就是根据供求需要,在买者和卖者之间充当一个临时的代理人,对于与它进行交易的会员来说,它既是买者也是卖者,使得本应在买者和卖者之间直接发生的交易在形式上都是与清算所进行的,也使得买者或卖者不必因一时找不到交易伙伴而发愁。在美国,这样的清算所由参与期货市场交易的不同财团组成。巴黎和伦敦的期货市场里也都有类似的机构存在。

在一个期货市场上,交易者买卖的是一种金融证券即期货合约。这个金融证券代表了一定量的商品,就象一张股票代表一家公司的部分投资即资本一样。这个市场上的合约交易都是分成若干个期限,而不同期限的合约价格也不相同。

在一个现货商品市场上,交货一般是在交易后立刻进行或者是分成若干次。交易者一般是经济部门的各种人因需求而进行普通的买和卖。先交易后交货的买卖者一般预定在将来某个确定的日期一次或者多次交割货物。如果是葡萄牙的粮食进口商购买 20000 吨小麦,那么一次交货就行了。如果是俄罗斯进口 300 万吨粮食,那必须分若干个交货日期多次交货。

在现货交割时,合同上的所有要素:价格、质量、数量和其他条件都可以由合同各方自由地讨价还价。但是在现代标准期货市场上却不是这样。这些期货合约非常具体地规定了商品名称、质量、数量、交货日期、交货地点或者收货地点;只有价格是可协商变化的。

一个标准期货市场上的交易者必须按标准合约确定的某个价格、某个确定日期、某个数量和质量提供或者接受商品。只是商品的标准化继而导致合约的标准化才使现代期货交易成为可能,并使期货合约具有了完全的互换性。

一个现货市场上,无论是有价证券还是实际货物,交易者只能购买或者卖出公司发行的证券或者是实际掌握的货物。而在一个期货市场上,交易者买卖期货合约,但并不一定非要掌握合约代表的实际商品。一个交易者可以在 1994 年 3 月卖出在 1994 年 9 月交割的、他手中并不掌握实际货物的期货合同,或者购买同期的、他并不想得到实际货物交割的期货合约。如果期货市场的交易每次都实现实物交割,这个市场显然

运转起来比较麻烦。因此,与实物市场比较起来,期货市场从本质上来说是一个金融市场。

在这个市场上,每一个合约在到期前后便会得到履行。期货市场的独特之处在于它允许两种履行合约方式。

第一种也是最简单的方式是按照合约要求提供或者提取货物。这种方式很少运用,因为这种履行方式较为笨重,并且在多数情况下也难以做到。但是,这种方式却是必不可少的,因为这一方式在期货与实货(现货)市场上搭起了一座桥,沟通了两者的联系。而这座桥使两个市场的价格能保持一致,从而使套期保值交易得以能够进行。如果在两个市场上的价格不一致,套购交易便会出现,从而导致两个价格的平衡。在期货市场上大约有 3% 的合约是按此方式履行的。

第二种方式也是绝大多数的了结方式,是在合约到期前进行与最初交易方向相反的交易,即原来的合约购买者此时卖出,原来的合约出售者购进合约。这种履行合约的方式是期货市场的一大特点。交易者在这种交易中获得或者支付价格差。

为什么交易者在合约到期前进行这种交易,什么理由促使他们这样做?乍看起来,进行这种交易的人都是做买空卖空的投机交易者。一方面,在期货市场上的确有许多投机交易;另一方面,这也是期货市场必不可少的一个特点。但是,有关期货市场的所有论著都说明:投机并不是期货市场的第一目标。保值交易即提供一种规避价格风险的场所才是期货市场诞生的根源。

交易期货合约(或称“合同”)的目的不是要获得实货,而是为了寻求保护或者投机获利。一个期货市场的功能便是为了提供一种机制以便保护商业利益,至少是部分地保护这些

利益不受价格波动风险的影响,由于货物存储、交易和加工而必然会出现这些价格波动。在一个买卖期货合约的期货市场上,进行实物的交易显然很困难。

在本书中使用的期货交易、期货场所指的是现代标准的期货市场,即 Futures market,而不是现货远期交易 Forward market。本书将在标准期货市场以外所做的交易视作现货交易,无论是即时、分期还是延期交货,也不管其是即时、分期还是延期付款。而实现实物交割是这一交易的必然结果。

期货市场和现货市场的运行机制导致不同价格的确定,并且各自相对独立。期货合约的品种、期限以及质量有多少,其价格的种类就有多少。期货的价格就是指期货合约的交易价格。而现货的价格是指实际货物的交易价格。确切说,现货价格就是指:能满足期货合约规定的某些具体质量指标、能够按时提货、储存在由商品交易所认可的某个仓库中的实际货物。

要知道,现货价格从实际上来说千差万别,因为一个在千里之外仓库中储存的同一种类的期货价格与邻近仓库中的价格至少因为运费而产生差异;除此外,质量上的差异也造成价格的细微区别。

因此,现货价格与期货价格保持有某种相对的独立,但这并不妨碍它们仍然能够平行波动。原因有三个:

第一,在期货市场上和现货市场交易的都是同一批交易者;

第二,当现货和期货价格差别很大,有利可图时,交易者随时可以决定以实物交割方式履行期货合约,尽管实物交割会带来一些麻烦;

第三,当期货交易没有来得及在期货合约到期之前将

合约出售时,他也必须按合约的规定来实现实物交割。

这样一来,期货与现货的价格便会趋于平行波动并保持自己相对独立的特点。

所有进行生产、储运、加工和销售的企业家都会运用这种平行波动来进行套期保值和套利交易。但是,期货价格与现货价格又不完全是严格的平行波动,这主要有三个原因:

第一,期货市场的投机者预测到价格的涨跌,其行为加剧了价格波动。

第二,期货价格可能会受到与现货市场毫无关系的一些因素的影响:汇率变动、投资者改变投资方向,等等……

第三,期货市场的交易可能在短时期内加剧现货市场的价格波动。

在世界各地,人们都可以听到舆论对期货市场的两个非常尖刻的批评,但这两个批评实际上是在不了解期货市场的机理的情况下作出的推论。

批评之一是说期货市场的实货交易额太小。国际一些著名期货市场上实现实物交割的合约只占全部期货合约交易额的2%左右。而实际上,这个比例越小,对期货市场的正常运行越是有利。期货市场是允许套期保值和套利投机交易的金融市场。它们的目的不是为了实现实物交割。期货市场的机制对实物交割并不提供便利。实物交割的发展并不能反映期货市场的运行良好。相反,实物交割的增加正好是预示着一个期货市场未来的失败。另外,在期货市场上进行的实物交割的商品数量与现货市场上的商品交易数量比较起来微不足道。道理十分简单:期货市场不是现货市场的替代,而只是现货市场的补充。期货的交易并不会排斥实货交易,也不能代替它。期货交易只是使现货市场的交易者得规避价格风险。

第二个批评说,期货交易远远超过实际商品的产量。的确如此,在某些期货市场上的交易额超过实际商品数量,有时超过 15 倍以上。表-1 反映了 1960—1974 年芝加哥商品交易所的大豆市场上的大豆期货交易量和美国同期的大豆产量对比,期货交易量竟比美国产量高出 20 倍(见表-1 大豆期货交易量)。

美国大豆期货与产量之比(表-1)

(单位:百万蒲式耳)

年 份	美国大豆期货交易量	美国大豆产量	期货交易量与大豆产量之比(倍)
1960	5838	555	10.52
1962	4731	669	7.07
1963	14231	699	20.36
1964	13129	701	18.73
1965	17827	846	21.07
1966	15761	929	16.97
1967	5525	976	5.66
1968	4718	1107	4.26
1969	5005	1133	4.42
1970	10156	1127	9.01
1971	15565	1176	13.24
1972	20217	1271	15.91
1973	13712	1547	8.86
1974	14816	1233	12.02

这一数量的成倍增加不难理解。因为同一商品的交易要经过几道手。在生产者和最终的使用者之间,要有 5—6 个中间商要买卖实际商品。如果每一个中间商都使用套期保值的手段,那么期货交易额自然会比商品产量要高许多倍。这是其

中原因之一,但不完全。

另外一个原因,在有些市场上,几乎绝大多数的交易从根源上来说都是投机性的交易。如在黄金和白银市场上就是如此。但根据现有的统计资料,农产品市场、金属市场和石油产品市场却不是这样。

虽然期货市场有大量的投机,但认为期货市场就是投机市场的看法也不能成立,尽管为了期货市场的和谐正常运转,必须保证期货市场至少有 15%—60% 的投机交易。

期货交易所是一种数量不多但看来十分神秘的金融机构。因此,要了解期货交易所,就必须对它们进行经济和金融分析。本书的主旨在于通过对期货交易的基本原理;商品期货交易所的组织管理运行规则;有关期货市场管理的法律问题等方面的理论和实践的分析,让人们对期货市场和期货交易有一个比较完整、确切的了解,使人们尽快地适应市场经济不断发展的需要。

第一章 期货交易原理分析

期货市场可以将企业经营者们不愿承担的价格风险转移给愿意承担这一风险的投机者。因此,通过期货市场,企业便可获得能防止商品价格变动的保险。套期保值交易可以保证实现这一风险转移。而这种功能是期货市场的最主要好处。

投机者常常是一些个人交易者。他们的目的是期望从他们准确预测的价格波动中获得利益。他们承担了价格波动的风险,从而使企业得以能够进行套期保值交易。

一、 规避风险与套期保值交易

为了规避价格风险,结果导致期货交易的出现。期货市场之所以能够发展起来,正是因为企业家和商人们对价格波动风险在保险公司无法投保。

以一个有色金属批发商为例,该批发商在 t 时刻以 205 元/单位(一单位即“一手”)的单价购进 100 单位的金属,并准备在 $t+2$ 时间向一工厂出售,并以此实现相应的批发利润。此时工厂存货价值达 20500 元。如果在 $t+2$ 时间价格上涨达 225 元/单位,批发商将获利 2000 元。如果下跌至 165 元/单位,那么他将损失 4000 元。批发商理所当然想规避这一价格波动风险,因为批发商的经营目的就是在商品批发过程中获利,而不是想通过价格波动投机来获利。

为什么企业不能利用保险公司的保险来为价格波动风险投保呢?一家保险公司要提供一个规避风险服务,必须有两个基本条件:一是风险必须是相互没有联系的、独立的风险;二是被保险者必须很多以便分散风险。火灾能够投保,因为火灾的损失可以转化为一种可以预先测算出来、并能让大家分别承受得了的平均损失。保险公司将被投保企业的风险转化成一种成本,并通过提高保险费来降低保险公司的经营成本。但是,当要计算一些突发事件对价格、对市场供求关系的影响时,问题就不是那么容易了。因为大分母定理和风险相互独立定理并不起作用。为此类风险保险,就会增加自己的风险。因此,价格风险不可能通过普通的保险来转化成一种经营成本。因为,当投保的人数(特别是投机者人数)增加时,这种价格风险对保险公司来说不是趋于减少,相反却增加了。这既不是保

险公司的职能也不是它的目的。保险公司只能为非投机性的商业风险提供保险服务。

能为这类商业风险提供保险服务的不是保险公司,而是期货市场。这一保险功能使企业家得以为其资产规避不可预测的价格风险。期货市场的保值交易使得企业家们能够将价格风险分散到众多的投机者那里。

(一)保值交易的原理

一个经营者经常处于价格波动风险的威胁之下,而这种价格波动必然要影响到其经营成果。手中有货准备出售或者待加工后出售的经营者害怕价格下跌;那些签定了销售合约但尚无商品的经营者则害怕价格上涨,却不怕价格下滑。因此,保值交易对所有希望保住其资产价值的经营者来说都是必不可少的。原因如下:首先是生产者,他们的收入多寡与工业原料和农产品价格波动密切相关;其次是商人和批发商,他们的利润由于商品价格的波动而变少了;最后是工业家,他们害怕以低于其生产成本的价格出售其最终产品。

为规避价格风险而做保值交易的交易者的目标不一,这要看他们是手中掌握实货还是不掌握实货。在掌握实货的情况下,他们规避价格下跌的风险以求保住库存的价值。在不掌握实货的情况下,他们设法避免尚未到手的货物价格上涨。

而规避风险的通常做法就是在期货和现货市场上同时获得一个交易部位(即“持仓”,交易者在买卖中所占的地位,即在一笔交易中是买者或是卖者)相反的两笔交易。无论价格出现什么变化,他都可以做到“堤内损失堤外补”或者“堤外损失堤内补”。