

企业营销丛书

期货交易理论与实务

祝合良 编著



兵器工业出版社

Jm165/09

企业营销丛书

期货交易理论与实务

祝合良 编著

兵器工业出版社

(京)新登字 049号

内 容 简 介

本书对期货交易的基本原理、价格分析方法、交易策略与操作方法、商品期货与金融期货、期货期权交易及期货市场管理作了精辟而全面的分析和概括,并运用国内外实例予以论证。

本书适合从事期货交易和即将从事期货交易的人士以及有关企业的人员阅读。

图书在片编目(CIP)

期货交易理论与实务/祝合良编著。—北京:兵器工业出版社,1994.12

(企业营销丛书)

ISBN 7—80038—865—5

I. 期…

I. 祝…

II. 期货交易—概论

IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(94)第 15565 号

兵器工业出版社 出版发行

(北京市海淀区车道沟 10 号)

各地新华书店经销

北京凯通实业总公司印刷厂印装

开本:850×1168 1/32 印张:8.75 字数:230.6 千字

1995 年 1 月第 1 版 1995 年 1 月第 1 次印刷

印数:3000 定价:11.50 元

B274

F713

Z70-1

前 言

期货市场作为一种高级的市场组织形式,在现代市场经济发展过程中,起着不可缺少的重要作用。近年来,在我国发展市场经济的过程中,也开始了期货市场的建设,并取得了很大的成就。但与国际期货市场发展的规模与水平相比,还存在着相当大的差距。而要缩短这一差距,并使我国的期货市场早日走上国际化的轨道,一个很重要的工作就是让我国更多的人了解和熟悉期货市场,精通期货市场。为了在这方面作出微薄贡献,我们编写了这本《期货交易理论与实务》。

本书对期货交易的基本原理、价格分析方法、交易策略与操作方法、商品期货与金融期货、期货期权交易及期货市场管理作了精辟而全面的分析和概括,并运用国内外实例予以论证。我们相信,对于不知期货是何物的读者来说,通读本书,你一定会全面认清这位陌生的巨人;对于已涉足期货天地的朋友们来说,阅读本书,将会使你锦上添花。

作者探讨期货市场,已有数载,有许多相关的论文、书籍出版,希望本书能对朋友们有所裨益。

在本书的写作过程中,姚东旭同志参加了金融期货交易一章的编写工作。作者同许多同行进行过磋商,翻阅了大量的资料,在此,向所有给予帮助的朋友们致谢。

由于本人水平有限,不妥之处在所难免,恳请各位批评指正。

作者

1994年10月于北京

目 录

第一章 期货交易概况	(1)
第一节 期货交易的产生与发展	(1)
第二节 期货交易基本知识	(15)
第二章 期货市场结构	(37)
第一节 期货交易所	(37)
第二节 期货经纪商	(44)
第三节 期货交易主体	(55)
第三章 期货价格分析技术	(59)
第一节 期货价格的基本性分析法	(59)
第二节 期货价格的技术性分析法	(70)
第四章 期货交易策略与操作方法	(105)
第一节 期货交易策略	(105)
第二节 期货交易方法	(119)
第五章 商品期货交易	(149)
第一节 农产品期货交易	(149)
第二节 金属产品期货交易	(164)
第三节 能源产品期货交易	(170)
第四节 国际与国内商品交易所	(173)
第六章 金融期货交易	(177)
第一节 金融期货交易概述	(177)
第二节 外汇期货交易	(182)
第三节 利率期货交易	(189)
第四节 股票指数期货交易	(198)

第七章 期货期权交易	(207)
第一节 期货期权交易概述.....	(207)
第二节 期权交易策略与方法.....	(229)
第八章 期货市场管理	(247)
第一节 期货市场管理概述.....	(247)
第二节 期货市场的三级管理体系.....	(254)
第三节 期货市场的风险管理机制.....	(267)
附录 1 标准化常态分配的累积率表	
附录 2 期货交易主要上市品种与代号	
附录 3 期货与期权合约交易月份代码	

第一章 期货交易概况

第一节 期货交易的产生与发展

一、期货交易的产生

随着社会生产力的向前发展,交易规模的不断扩大,社会分工的不断深化,经济交往的日益频繁,这一系列因素促使交易方式日益增多。在众多的交易方式中,如果以交易的时间序列差异为标志,对交易方式加以分类,则可以将交易方式分为现货交易、远期合同交易与期货交易三种。期货交易就是在现货交易的基础上,以远期合同交易为雏形而发展起来的一种高级交易方式。

为什么会在现货交易与远期合同交易的基础上产生期货交易呢?其原因不一,但根本的原因在于期货交易能够弥补现货交易与远期合同交易的某些不足。现对三者加以比较分析。

(一)现货交易

现货交易(Spot Trade)就是指买卖双方出自对实物商品的需求与销售实物商品的目的,根据商定的支付方式与交货方式,采取即时或在较短的时间内进行实物商品交收的一种交易方式。通常地,在现货交易中,随着商品所有权的转移,同时完成商品实体的交换与流通。

现货交易具有如下几个方面的特征:

1. 存续的时间最长 现货交易是一种最古老而又不断变化的交易方式。它随着商品交换的产生而产生。又随着商品交换的发展而发展。最初出现的物物交换就是一种最早的现货交易形式。后来,随着商品交换的广度与深度不断扩大与加深,现货交易的形式

呈现出多样化。如目前普遍存在的零售交易、批发交易、代理交易、现金交易、信托交易、经纪交易等,都是现货交易的具体形式。

2. 适应范围最广 由于现货交易不受交易的主体、客体、介体、时间与空间等方面的限制,因而,它适应于各类商品交易。人们可以在任何时间、地点通过现货交易获得自己所需要的商品。正由于如此,在经济生活中,人们接触最多的就是“一手钱、一手货”的现货交易。

3. 交易随机性最大、最灵活 由于现货交易没有过多的条件限制,因而交易方便灵活,随机性最大。

4. 交收的时间最短 这是现货交易的根本特征,也是其区别于远期合同交易与期货交易的根本所在。现货交易通常是“一手钱、一手货”的买卖,即时成交,即时交割,钱物两讫。

5. 交易的价格信号短促 由于现货交易是一种即时的或在很短的时间内就完成商品交收的交易方式,因此,买卖双方成交的价格信号只反映当时的市场情况,不能代表未来市场价格的变动情况。

从现货交易的上述特征中我们可以看出,现货交易方式虽有很多可取之处,但也存在不足。其不足之处主要在于交易随机性大,具有不确定性;交易的价格信号短促。由于交易具有不确定性,因而买卖双方能否按预期的价格、数量、质量、买进或售出商品,也是不确定的;由于成交价格信号短促,因而现货价格不具有可靠的导向性,相反,在一定程度上具有失真性与滞后性。其后果是易于引起现货价格波动不定,尤其是那些生产周期长、投资大的初级产品,现货价格更易出现波动。这些不足之处,对生产者与经营者来说,是极为不利的。因为他们不能按预期目标正确地安排生产与经营活动;不能按预期价格确定生产与经营的成本和利润,而是不可避免地面临着价格波动的风险。为了弥补现货交易的不足,为了给生产者与经营者提供一条合适的避险渠道,人类经过数千年的不断探索,在现货交易的基础上,逐步形成了一种新的交易方式——

远期合同交易。

(二)远期合同交易

远期合同交易(Forward Trade) 是指买卖双方通过签订远期合同(Forward Contract),规定在未来某一时期进行实物商品交收的一种交易方式。远期合同交易与现货交易非常密切。准确地说,二者具有同质性,即二种交易方式的最终目的都是为了进行实物商品的交收。因而,这两种交易方式可统称为“实物交易”(Actual Trade)。这是二者区别于期货交易本质所在。

远期合同交易在一定程度上可以弥补现货交易的不足,具体体现在:

1. 远期合同交易可以稳定买卖双方之间的供需关系,从而避免了现货交易的不确定性。在远期合同交易中,买卖双方通过签订远期合同,可以使买方预先订购商品,预先知道商品的货源,预先确定经营的成本与利润,从而可以据此筹措资金,筹划运输、储存等工作,甚至可以在预买的基础上又安排预卖,使各环节有机地衔接起来;同时,可以使卖方预先出售商品,预先知道商品的销路,从而可以一心一意地组织生产和联系货源。由于远期合同交易有如此之利,买卖双方的供需关系可以稳定,因而在一定程度上弥补了现货交易不确定性所带来的风险。

2. 远期合同交易成交的价格具有一定的导向性,从而可以在一定程度上减少买卖双方所面临的价格风险。可以说这是远期合同交易得以产生和发展并受到交易者青睐的主要原因,也是其弥补现货交易不足的最重要表现。如前所述,现货交易成交的价格信号短促,从而给交易者带来了价格风险。而远期合同交易却能在一定程度上减缓这种风险。因为,远期合同交易是一种“预买预卖”的交易,或者说“先物交易”,交易承诺在先,履约行为在后。在产品生产之前,买卖双方便先签订远期合同,在远期合同中,载入了成交的数量、质量、时间、地点、交割方式,还有价格等。由于价格预先在合同中载明,因而买卖双方可以预先知道未来价格的变动情况,这

样便可以预期地安排生产与经营活动,而且不担心价格变动所带来的风险。正由于远期合同交易有如此之利,从古希腊、罗马时代产生起,一直沿用至今,并形成了相当的规模。

然而正如人无完人,金无足赤一样,远期合同交易也有不足之处,它仍不能完全弥补现货交易的不足。它只能在“一定程度上”弥补现货交易的不足。那么,远期合同交易在弥补现货交易不足上还存在哪些缺陷呢?主要有如下几个方面:

(1)由于每笔远期合同交易只代表少数交易者竞价的意图,因而其成交的远期价格对生产与经营的导向作用十分有限。这样,价格风险依然存在。

(2)由于每笔远期合同交易是两个不同的交易主体达成的,因而不同的远期合同,存在着较大的差异。这样,远期合同的非标准化,使之难以转让流通。而且每笔远期合同交易要重新协商、讨价还价,从而增大了交易成本。

(3)由于远期合同交易是一种“先物交易”,到期能否如期如约履行,主要取决于双方的信用。一旦一方失信,便会出现信用危机。因而,远期合同交易存在信用风险。事实上,这种信用风险还比较大。因为从签约到履约有相当一段时间,而这段时间又存在着多种违约的可能性,如卖方生产不足,货源无法得以保证;买方资金不足,到期不能付款;商品价格趋高,卖方不愿交货;商品价格趋跌,买方不愿付款,凡此等等,只要其中发生一种违约现象,远期合同交易存在的信用风险就会出现。

(4)远期合同交易买卖双方丧失获利的机会成本比较高。如上所述,远期合同交易是一种预先达成的交易,合同到期才履行交割义务。在这一段时间,商品价格可能发生与远期合同中所达成的价格不相一致的情况。如果未来商品价格高于远期合同中所订立的价格,卖方就要丧失价格上涨获利的机会;如果与之相反,买方就要丧失价格下跌获利的机会。因此,远期合同交易对买卖双方来说,机会成本比较高。

(5)远期合同交易所转移的价格风险仍然停留在买卖双方之间,并未使交易风险社会化。远期合同交易虽可以在一定程度上为交易者转移价格波动的风险,但仔细分析,不难发现,这种风险的转移只是在买卖双方之间移来或移去,并未让社会各界来共同承担这种价格波动的风险。因而,对生产者与经营者来说,还需要创造一种更好的交易方式来转移交易过程中存在的风险,使交易风险社会化,进一步讲,使交易风险分散化。

针对远期合同交易存在的不足,人们又经过数百年的不断探索,终于在19世纪中期找到了转移价格风险的最佳交易方式——期货交易。

(三)期货交易

期货交易(Futures Trade)就是指在期货交易所内进行的期货合约的买卖。美国芝加哥谷物交易所(Chicago Board of Trade,简称CBOT)就是现代期货交易的发源地。

芝加哥谷物交易所,又名芝加哥期货交易所。成立于1848年,开始时从事农产品远期合同交易。1859年获准特许注册。1865年开始真正的期货交易,最初以谷物等农产品期货交易为主。为什么期货交易会首先在芝加哥所在地得以产生呢?原因固然很多,但主要与芝加哥所在地的自然条件与当时的社会条件有着密切的关系。

在19世纪30年代末,芝加哥就已是全美最大的谷物集散地。但是,由于农产品的生产具有周期性与季节性,且当时的芝加哥交通十分不便、仓库稀缺,因而农产品的供求矛盾十分突出,农产品价格波动很大。常常是在农产品收获季节,所有的农产品同时上市,供大于求,农产品的价格大幅度下跌,农场主被迫降价销售,有时降价后仍然销售不出去;而在收成不好的年份或缺少农产品上市的时期,由于供给短缺,农产品价格就大幅度上涨,农产品加工成本也大幅度上升,致使城镇居民生活水平下降。同时,由于运输不便,不能在空间上缓解地区供求矛盾,仓库稀缺,不能在时间上

缓解不同时期的供求矛盾,因而又进一步加剧了价格波动的幅度。为此,农场主与农产品贸易商、加工商等就开始采用远期合同交易方式进行商品交换,以稳定货源、稳定销路,缓解价格波动的风险。于是经过一段时间之后,在1848年由82位商人在芝加哥发起并成立芝加哥谷物交易所,开始了大规模的远期合同交易。这是芝加哥谷物交易所得以成立的当时社会条件。除此之外,芝加哥谷物交易所得以成立的其它条件在于:芝加哥拥有背靠农业发达的中部平原、面向五大湖区广阔的水域等得天独厚的地理位置和诸多交通电讯便利;还有,1848年在芝加哥所在地发生了一些重大事件。同年,芝加哥第一次接通电报;面临的伊利诺—密执安运河开通使用;以蒸汽机为动力的大型谷物提升机建成使用成功;运送小麦的铁路延伸到芝加哥市;芝加哥迎来了第一艘远洋巨轮。由于这一系列事件的发生,再加上当时的经济背景,使芝加哥谷物交易所得以顺利建成,并正常运作。然而由于远期合同交易所具有的自身无法克服的缺陷,违约现象不断发生,交易纠纷不断。于是,为推动谷物交易的正规化,减少交易者之间的纠纷,简化交易手续,1865年,芝加哥谷物交易所推出了世界第一份标准化期货合约协议,代替了原有的远期合同,从而开始走向了现代期货交易的轨道。同年5月,芝加哥谷物交易所又推行了履约保证金制度,使期货交易逐步走上了规范化的道路,尤其是到1883年,芝加哥谷物交易所成立了结算协会,使期货交易得到了更可靠的保证。可以说,从此,现代期货交易终于走向了成熟。

那么,期货交易究竟是怎样弥补现货交易与远期合同交易的不足呢?我们可以从期货交易的基本特征与功能方面得到答案。

二、期货交易的基本特征

期货交易是在现货交易与远期合同交易的基础上发展起来的,但它与现货交易及远期合同交易有着本质的区别。如前所述,现货交易与远期合同交易,实质上都是“实物交易”,交易双方的目的,最终都是为了实物交收。而期货交易则不同,交易双方的目的

在于回避风险与转移风险,进行套期保值或承担风险而进行风险投资。也就是说,期货交易中,交易者的目的不是为了最终实物交收,真正的实物交割在期货交易中只占很少的比例,约占合约总数量的2%左右。由于如此,期货交易相当于一种“虚拟交易”,只是一纸合同的买卖。交易中不论你是否拥有商品,都无关紧要,“买空卖空”却成了极为平常的事情。因此,期货交易是一种根本不同于现货交易与远期合同交易的特殊交易方式。其特殊性可进一步归纳为:

(一)期货交易的客体是可以反复交易的标准化期货合约

期货交易是一纸合同的买卖。期货交易中的期货合约与远期合同交易中的远期合同是不同的,二者有着本质的区别。期货合约是一种标准化契约,是由交易所统一制订的。在同一交易所,同种商品的期货合约具有相同的内容。在期货交易中,买卖双方只需就价格进行竞价就可以了,至于交易的数量、品质、交割地点、交割方式等内容,根本无需双方进行协商,在期货合约当中,对此作了明确而统一的规定。由于期货合约具有统一性、标准化,因而,它可以适用于任何交易者。也正因为如此,它可以在合约到期前不断地进行流通转让,期货交易也因而发展成为一种“买空卖空”的纸上交易。由于期货交易是纸上交易,是期货合约的买空卖空,因此,人们常说,期货不是货,指的就是这种情形。而远期合同是非标准化的合同,不同的买卖双方可签订的远期合同不同,因而远期合同交易中,每成交一笔,双方要重新就交易的各项内容进行协商。由于远期合同的非标准化,因而它难以转让流通,所以切不可将远期合同与期货合约等同起来。

(二)期货交易必须在期货交易所内进行

现货交易与远期合同交易可以不受固定场所的限制。但期货交易则不然,必须在期货交易所内完成。不论是期货交易所会员单位还是非会员单位;不论是期货经纪公司做自营交易还是做代理交易,所有下达的期货交易订单都必须在期货交易所内完成。作为

交易者,如果你是交易所的会员单位,你可以直接派出市代表或委托场内经纪人代你进行期货交易;如果你是交易所的非会员单位,你的交易订单必须通过经纪公司来完成。总之,只有下达的交易订单进入交易所进行交易,才可能是符合规定的;而不进入交易所的任何订单交易,都是违法的。对此,交易所法会有详细的规定。

(三)期货交易是一种保证金交易

期货交易能够弥补现货交易与远期合同交易的不足之处,主要在于它能有效地转移价格风险,能够将交易风险社会化与分散化。但要转移价格风险,必定有风险的承担者。因此,期货交易总是与风险紧密相联。再说,期货交易虽能转移价格风险,但对不同的交易者而言,究竟能否做到一厢情愿,不是心想事成的事情,而取决于交易者的胆识和能力高低。如果一旦对市场价格判断失误,便可能承受很大的风险损失。因此,为了防止因风险的存在而阻碍期货交易的正常运行,期货交易要求实行保证金制度。凡参加期货交易者,都要按规定缴纳各种必需的保证金。

(四)期货交易必须由结算部门每日进行结算

在期货交易发达的国家,都成立了期货交易结算所或专门的结算公司,负责期货交易的每日结算工作并承担履约的义务。在期货交易不发达或刚起步的国家,可能一时没有专门的结算所或结算公司,但必须在交易所内设立相应的结算部门,负责结算工作。所有在期货交易所内达成的交易,必须送至结算部门进行结算,经结算部门处理后才算最后成交,才算合法交易,也才能得到结算部门所提供的财力担保。

(五)买空卖空是期货交易的通行做法

在现货交易与远期合同交易中,买空卖空往往很不方便,有时还可能背上投机倒把的罪名。但在期货交易中,买空卖空却是司空见惯的事情,合理又合法。为什么期货交易中买空卖空如此方便自由?这是因为在期货交易中,交易者不用过多地担心有没有实实在在地拥有商品。在交易过程中,只要关心商品的价格变化情况就可

以了。通常,当预期期货价格会上涨时,便可以买进期货合约,处于“多头”位置,即“买空”;当预期期货价格会下跌时,便可以卖出期货合约,处于“空头”位置,即“卖空”。然后待机作反向操作,达到套期保值或赚取价差的目的。

(六)期货交易流动性极高,日成交量大

由于期货交易是标准化期货合约的买卖,是一纸合同的交易,见钱不见物,不直接涉及到商品实体,因此,吸引了那些没有任何实体商品的交易者进入期货交易行列。另外,期货交易虽实行保证金制度,期货交易者必须交纳保证金才能入市,但入市的交易者,只要交纳合约总价值 5%~18% 的保证金,就可以入市,而且可以做 100% 的全额交易。这种以小博大的保证金制度,又吸引了大量的投机者加入到期货交易行列。再加上大量存在的套期保值者,使得期货交易流动性很高,日成交量很大。如 1992 年芝加哥所在地的四大交易所(含一家证券交易所)的成交额高达 200 万亿美元。目前,我国最大的金属交易所——上海金属交易所,日成交量也高达几十亿元人民币。

(七)期货交易的交易商品有特定的要求

期货交易虽具有转移现货交易与远期合同交易中存在的风险之功能,但不是任何现货交易与远期合同交易中存在的风险,都可以由期货交易来回避。其原因之一就在于期货交易的商品有限,不象现货交易与远期合同交易那样,任何商品都可作为交易的客体。期货交易的商品有特定的要求,一般只有符合下列条件的商品才有可能上市交易:

1. 商品的质量、等级、规格易于划分确定 由于期货交易是一种标准化的期货合约的买卖,而期货合约的标准化,离不开期货商品在质量、等级、规格上有一个统一的标准。也只有这样,才便于期货合约的转手买卖,才适应于任何的交易者。同时还便于期货合约到期时进行最终交割。因为有了—个标准的品质,如果卖方提供的商品是优于或劣于标准品质的商品,也有了一个合理的参照系,可

以通过价格的升水或贴水来解决交割商品时存在的问题。

2. 商品可贮藏、保存相当长的时间 期货交易是对未来某交易月份的期货商品价格的买卖,因此,买卖双方从成交到最终交割有一段相当长的时间,短则一个月。长则达两年以上。这样就客观地要求期货商品,必须能够贮藏、保存相当长的时间而不致于变质损坏,以便于能够进行到期时的实际交割。

3. 商品交易量大、价格容易波动 纵观世界期货交易的发展史,不难发现期货交易的商品都具有交易量大、价格容易波动的特征。原因何在?这是因为交易量大、价格容易波动的商品具有很大的价格风险,而价格风险的大量存在,客观上要求有相应的避险机制,期货交易正好满足其要求。

4. 商品拥有众多的买主和卖主 期货交易具有现货交易与远期合同交易所不可替代的两大经济功能。一是风险转移功能;一是价格导向功能。而要发挥其价格导向功能,就必须以一个公平竞争的市场为前提。为确保期货市场的公平竞争性与价格信息的真实性和权威性,便要求期货商品是拥有众多买主与卖主的商品,从而,通过期货商品使众多买主与卖主都能集中在一个公开竞争的期货市场上,通过公开的竞价,产生出一个权威性的价格。

由于期货交易的商品具有这些特定的要求,因此,现代期货交易虽有 100 多年的历史,但期货商品的品种并没有增加很多。

综上所述,期货交易是一种与现货交易、远期合同交易根本不同的交易方式,具有许多自身的特色。而这些特色正好弥补了现货交易与远期合同交易所存在的不足。

三、期货交易的基本经济功能

期货交易从产生到如今,已有 140 多年的历史,规模越来越大,已成为现代市场经济运行中不可缺少的重要组成部分。期货交易之所以能有如今这个地位,是与它所具有的两大基本经济功能以及众多的作用分不开的。

(一)期货交易的两大基本经济功能

1. 风险转移功能 期货交易为什么能转移价格波动的风险呢?具体地说,期货交易者可以通过在期货市场上做套期保值交易来达到。所谓套期保值交易,就是指在期货市场上买进或卖出与现货市场数量相当、但交易方向相反的期货合约,以期在未来某一时间通过卖出或买进同等数量的期货合约而补偿因现货市场价格波动所带来的实际风险。为什么套期保值能达到这一目的?原因在于期货市场与现货市场的价格之间一般会保持一定的相同趋势,从而为交易者提供了一条同时利用两个市场来互相弥补的途径。交易者可以同时在这两个市场上进行交易,两面下注,并采取相反的运作方式。如果在两个市场上买卖的数量相同,方向相反,基差保持相同的变化幅度,则不论价格如何变动,都可达到在一个市场上亏损的同时,在另一个市场上获得盈利,并且盈亏数量大致相等,两相冲抵。这样,交易者就不受价格变动的损失了,同时,也就将价格变动的风险转移出去了。关于转移风险的技术与套期保值的详细内容,在后面的章节中会有进一步的论述。

2. 价格导向的功能 从期货交易的特征中,我们已经知道,期货交易的商品必须是拥有众多买主与卖主的商品,期货交易是一种以小博大的投资交易,因而,期货交易总是汇集着一大批交易者。这些交易者,没有任何的资格限制,也没有任何的空间局限,只要遵守期货交易的相关规定,就可以进入期货市场进行交易。由于如此,期货交易成交的价格,总是代表着众多买者与卖者对期货 market 价格的预期,是众多交易者竞价的结果。这个结果因而往往具有很大的真实性与权威性,是生产者与经营者经常密切注视的行情。它指导生产者与经营者有预期地安排生产与经营活动。可见,期货交易成交的价格具有价格信息的导向功能。事实上,世界许多交易所成交的期货价格,已成为国际贸易中价格谈判的重要参照系。相比之下,现货交易与远期合同交易,因交易的分散化,且许多交易是私下达成的。因而无法产生真实有效的价格信息。

期货交易除了具有风险转移与价格导向两大基本经济功能而