

期货与期货交易

王 琪 英

一、期货交易的含义及其条件、功能

1. 期货交易的含义

商品经济的发展是与市场体系的孕育和发展联系在一起的。自商品来到人间,客观上就要求商品经济社会为商品生产者提供一个借以交换商品或劳务的交易场所,以实现商品的价值。但是,商品的价值能否顺利、公平地实现,则取决于市场体系调控机制的完善与否。在现代社会,尽管商品经济在有些国家已是相当发达,但在信息、市场的不完全条件下,失真的现货交易价格(即使它是达到均衡的价格)对市场调节作用减弱,以致生产大幅度波动,资源的合理配置受到了限制。而现代发达期货市场的交易则恰恰是“发现”现在与未来之间供求状况及其平衡程度的重要贸易手段。

所谓期货交易(Futures Trading),通俗地说,就是买卖双方对未来一定日期意欲买进或卖出的某种商品,经由特定的交易场所,以公开议价方式,确立远期交割合约的一种交易行为。这里,用于交易的商品是一个广义的概念,它不仅指农产品、矿产品、金属、食品及黄金等有形的实物商品,而且也包括某些外汇、有价证券等无形的金融资产。因为这些商品在交易中,都具有在现时达成买卖协议,而在未来一段时间之后才进行具体购买或销售的特征,所以将它们统称为期货(Futures)。实践中,期货按其形态特点,可分为商品期货(Commodity Futures)和金融期货(Financial Futures)两大类。与此相应,人们把为进行期货交易所订立的远期交割合约称为期货合约(Futures Contract),而把进行期货交易的特定场所,称为期货交易所(Futures Trading House),或称为商品交易所(Commodity Trading House)。于是,期货交易可以简要地表述为,在期货交易所内从事期货合约自由买卖的交易行为。

显然,期货交易与现货、远期合同交易大不相同,这里我们不妨列表如下。

2. 期货交易的条件

期货交易发展至今,交易标的仍是有限的数十种商品,那么,能够在期货市场上市进行规范交易的商品必须达到怎样的条件呢?

(1) 能够贮藏、保存一定时间。由于期货合约期一般从3个月到一年期不等,所以作为其交易物质基础的商品必须是可以在较小成本下较长期保存并保持品质不变的商品。

(2) 品质有被确切划分和评价可能的商品。由于期货合约是标准化的,所以其品质必须是

	现货交易	远期交易	期货交易
交易地点	分散、不规定		集中于交易所
合同内容、形式	双方约定		品种、规格、质量、数量、交货结算标准化
交割形式	即刻交货付款	一段时间后交割	一段时间后交货付款或到期前对冲
交易费用	不要	一般不要	预付保证金
主要交易目的	获得商品	锁定价格	套期保值或投机获利
主要交易参与者	生产者、经营者、消费者		经纪商、投机商与套期保值交易者
交易商品	一切商品		规格划一、标准交易、储存的有限商品和金融工具、货币合约
交易方式	一对一,买卖双方相互知晓		众多买卖者集中竞价、真正双方不见面
保证手段	合同法规		保证金制

有明确评价可能的商品。

(3) 价格波动频繁。若价格没有经常的变动,生产者和经营者就不会产生回避价格、汇率、利率、股价变动风险的动机,也就不会有套期保值的要求,投机者也便没有了投机的前提。

(4) 大宗交易规模。在期货市场上,一般的交易量都非常庞大,相应的合约单位也很大,只有大宗交割的商品才能有此等规模并拥有众多的买方和卖方。

3. 期货交易的重要功能

期货交易是经济发展的产物,是对现货市场的重要补充,是市场经济走向完善与成熟的标志,在国际经济生活中占有极重要地位,有着重要的经济功能。回顾一百多年期货交易发展的历史,期货市场的功能有三:投机功能、价格发现功能和规避风险功能。

规避风险是期货最原始的功能。譬如农民耕地,因怕谷贱受损,故在麦子成熟前就将合约先卖到期货市场,待麦子成熟后,只需按时交货,若其时谷贱,则可与他无关。在实际的商品交易中,价格变化的风险是无时不在的。物价一般总是随着供求关系变化而变化的。稍有常识的人都知道,商品价格上涨会使需求减少,商品价格下跌则使供应量减少;相反,商品价格下跌又会推动需求增加。这种千变万化的商品价格波动往往会带来意想不到的经济损失,因此稳健的生产者希望能转移这种价格风险,以确保其生产商品的利润。期货市场的套期保值功能就能达到这个目的。通过期货的标准交易方式,只要交纳一笔较小的资金就可从期货市场进行反方向操作来锁住风险,即在现货市场买进就在期货市场卖出,在现货市场卖出就在期货市场买进。这种在期货市场建立一个与现货市场方向相反的买卖位置,而将现货市场的价格波动风险转移到期货市场的投机行动叫做对冲。一般有两种基本对冲方法,即买进对冲和卖出对冲。

价格发现功能,即期货的交易是商品生产者、经营者通过经纪人进行激烈的市场竞争,集中反映了全社会的供需关系,能体现商品的真实价格水平。在期货市场交易中,所有的交易价格都是由买卖双方公开竞价来决定的,而且所有的交易者皆有同等机会在其现有的供给或需求的情况下,以其认为最适当的价格来成交。因此,期货交易价格反映出许多买卖双方对目前、

三个月或一年、甚至一年以后的供求关系和价格走势的综合观点。当然,由于有了投机者参与期货交易和人的主观心理因素等作用,这些价格并不是时时能准确地反映商品供求关系情况。但是,期货市场的行情应该说是在某种程度上反映了某一经济水平下某种商品的供求因素、资金投向因素影响下的合理的价格水平。这种价格信息为现货交易提供了重要的参考数据,对商品的生产、分配和加工各阶段的计划工作都是非常宝贵的。对于任何行业来说,为了达到最高效率,都会力图把经营成本降到最低限度。

期货市场为投机者提供了一个理想的竞技场所。做期货无疑是一种攻击性的经济行动,它大胆地向未来不确定的价格进行挑战,甘冒风险地进行投机。在期货市场上,投机者试图低价买进高价卖出或高价卖出低价买进来赚钱。他们期望价格的变化朝着有利于自己的方向发展。投机者给期货市场提供了一笔风险资本,以承担市场风险的代价追求报偿,从而增加了市场的广度和流动性,使期货市场变得富有朝气,因而投机者是积极因素。这就是期货市场的投机功能。期货市场有史以来,造就了一些杰出的投机专家。他们视投机为生活,既对现货市场了如指掌,又精通期货市场。多年的投机生涯练就了他们敏捷的市场感觉,常常能找到市场的脉搏,能较准确地判断价格运动方向,全凭智慧和一身胆量入市入市并成为赢家。

二、期货市场的发展与上市品种

1. 期货市场的发展

期货交易最早大约出现于中世纪,地点在欧洲。13 世纪初,在普遍采用即期交割的现货合同基础上,便开始出现根据样品的质量签订旨在远期实现实际钱、货两清交割的远期合同(Forward Contract),但这还不是我们现在所耳闻目睹的现代期货合约。

现代意义上的期货交易却是出现在美国。美国在 1848 年完成伊利诺斯——密歇根运河后,芝加哥的谷物运输大为方便,从此谷物运输可以不再全部依靠陆路运输。唯一存在的问题是气候问题。每年 11 月到次年 1 月,河流冰冻,内河运输受到封锁,后季的谷物要到第二年的春季才能运出,这就产生了需要有一种远期合同。简单地说,远期合同只是答应在未来某一时间把多少数量的谷物装到某某地点交货。初期,合同的履行时间规定是 4~6 个月,当时合同的条件并未标准化,条件可以通过彼此的商议而决定。无人可以有把握地说,他所订的合同价格最为合算,至于商品质量也很难保证,因为那时的谷物大约有 150 种等级。

由于远期合同是普遍使用的,经纪人就开始将交投条件和品质等级加以标准化。这样,全年都可以购买芝加哥的 5 月交投的谷物。这一做法大受农民的欢迎。因为他们很想在农作物还未属于他们现实收获的时候,能先把价格确定,因而可以确定他们未来的净利几何。结果,合同一经订立,货款便可确定,收获季节来临时,对农民来说主要是按时交货了。

1848 年,由 82 位商人发起并成功地组建了美国第一家中心交易所——芝加哥期货交易所(CBOT)。它是一个有控制、集中的交易市场。市场上用公开减价的方式进行交易。1865 年,期货合约(Futures Contract)代替了原来的远期合同,并实行保证金制度,以消除由误解、违约造成的诸多不便、弊端。至此,现代意义上的期货市场和期货交易规则已略具雏形。

进入 20 世纪 70 年代,维系第二次世界大战之后国际货币体系的支柱——布雷顿森林体系已经崩溃,通货膨胀急剧上升,高利率政策与高失业率并存,浮动汇率制下的汇率走势呈自

由浮动状态,投机的市场作用愈益强烈,资产贬值风险威胁着所有商人,特别是进出口商。于是,异军突起的金融期货市场为运行 100 多年的期货市场开创了新纪元。

最先开设金融期货的是美国芝加哥商品交易所(CME),1972年5月CME率先推出了包括英镑、加拿大元、西德马克等外汇期货合约。1975年10月,美国芝加哥期货交易所又推出了第一张抵押证券期货,以此为契机,股票指数期货、政府债券期货(即所谓利率期货)在70年代中后期获得了明显的发展,为股票、债券投资者躲避股价风险和利率变动风险起了至关重要的作用。

本世纪80年代初期,期货交易无论是在所有新商品,还是在金融工具上都取得了一个新的突破,这就是推出了更具灵活性的期权交易(Option on Futures)。它的出现即是期货交易发展的结果,为期货交易的历史又添上了崭新的一页。同一时期,随着国际投资与跨国公司的大发展,期货交易的国际化也日益明显。例如,1984年,芝加哥商业交易所与新加坡国际货币交易所(SIMEX)进行联网。这就表明,今天的期货交易无论是在深度上,还是在广度上都已趋于完善。

2. 期货交易的上市品种

历史较长的商品期货目前主要有哪些标的呢?

首先是农产品,包括大豆、玉米、燕麦、小麦、砂糖、豆油、豆粉、葵花籽油、菜油、棕榈油、亚麻籽油、亚麻籽、椰干、咖啡、可可、木材、棉花、红豆、小豆、生丝、橙汁、马铃薯、橄榄等。

第2类是畜产品,包括活牛、生猪、猪脯、肥育牛、羊毛、其它家畜。

第3类是工业用品,包括橡胶、棉纱等。

第4类是贵金属品,包括黄金、白金、白银等。

第5类是基本有色金属,包括铝、铜、铅、镍、锡、锌。

第6类是能源类产品,包括燃料油、轻原油、无铅汽油、含铅汽油、重油、煤、丙烷。

历史较短的金融期货标的品种也并不逊色,首先就外汇期货来说,目前便已有美元、英镑、加拿大元、澳大利亚元、日元、马克、瑞士法郎,意大利里拉最初曾上市交易,后又退出外汇期货市场。

其次是利率期货,具体上市交易的包括美国政府公债、欧洲日元、欧洲美元、商业票据、担保存款收据、证券合同等。

再次是股票价格指数期货,具体包括有标准普尔股价指数、道·琼斯股价平均指数、综合商品物价指数、纽约股票交易所综合指数、日经指数、香港恒生指数等。

三、期货市场的组织结构与交易者

1. 期货市场的组织结构

对从事期货交易的人来说,了解期货市场的组织形式相当必要,因为一定的组织形式正是有关规定与运作程序合理、有效的保证。期货市场发展到今天,已建立一整套严谨和科学的组织形式,下面就期货市场的主要组成部分作一简要介绍。

(1) 期货交易所

这是从事期货交易的人们依照法律所组成的一种非营利、会员制团体,旨在提供期货交易的场所与交易设施,制订交易规则,并充当交易的仲裁者。其本身并不介入期货交易的活动,也不干预期货价格的决定。具体说来,期货交易所组成的目的包括:①提供一个有组织的市场并确定交易的时间;②制定会员公开交易的原则;③提供统一的交易规则 and 标准;④制订统一的标准化期货合约;⑤收集并传播商品价格与市场情况的有关信息;⑥调解会员间的纠纷;⑦为会员提供合约履行及财务责任的担保。

虽然不同的期货交易所作业规则及运作程序上可有不同,但就其内部组织及管理职能而言,基本上是大同小异。一般来说,期货交易所的组织结构可划分为三大块,即理事会、会员委员会和管理委员会。

理事会受政府主管部门统辖,行使制订政策、执行法规的权责,主要负责调节交易过程中的纠纷,监督场内交易活动,考核和接受新会员的申请等。它是交易所的最高权力机构,其成员多由会员推举的候选人中产生。有的交易所理事会中包含数名非会员理事,代表着各种不同的利益团体。

理事会下设由总经理、副总经理领导的管理职能机构。这些职能机构包括审计、调查、统计、研究、报价及公共关系等部门,处理交易所的日常业务。

理事会的大部分工作通常是由各种不同的委员会负责执行。这些委员会包括仲裁、合约规范、交易厅会员经纪人资格,有的还包括票据交换等,它们共同构成会员委员会。会员委员会通常由理事会主席任命的理事或会员主持工作。其职能主要有:①交易规则的制定与修改;②柜台交易的进行;③业务执行;④公报价格;⑤控诉与仲裁;⑥交易商品的引入及探讨;⑦理事会及委员会委员的提名与任命;⑧会员资格审查;⑨会员经纪人资格审查;⑩文宣室与公共关系等。

(2) 清算所

所谓清算所(Clearing House),就是负责结算交易帐户、清算交易、收取和维持履约保证金、管理交割和报告交易数据的专门性机构。通常,又把它称为票据交换所或结算所。

清算所在有的国家是附属于交易所的专门机构,如美国的期货交易所,一般都有自己的清算所。但在有的国家,清算所是与交易所相分离的独立公司,如在西欧及英联邦国家。多数期货交易所都是通过与其独立的国际商品结算所(ICCH)来负责交收和平仓工作的。

通常情况下,清算所也采用会员制度,且会员身份通常只限于交易所的会员,但大部分交易所的会员并非是清算所的会员,由于清算所的服务对象仅限于其会员,非会员的清算必须通过会员来进行。

清算所的重要性,是因为它具有中介买卖双方的功能作用,即它对于期货合约的卖方来说是买方,对于期货合约的买方来说是卖方,买卖成交后,一切结算、对冲及平仓都是由清算所进行处理,买方或卖方也只单独与清算所发生关系。这样,它就具有诸多现货市场无法比拟和实现的优越性。

首先,交易者无需知道真正的对方是谁,也无需担忧所成交的合约到期不被履行。清算所对此已负有完全责任。这既避免了由交易者自己寻找买者或卖者进行实物交收的麻烦,也避免了交易的纠纷及违约的风险。

其次,由于清算所的介入,使得原先由买卖双方对远期交易的承诺,转化为清算所以对交易者的相应承诺,这不仅使得承诺的履行更加可靠,而且也使对冲更加灵活与方便。

最后,由于清算所每天交易结束都要对交易者的帐面余额进行转换和调整,这就使得每个交易者每日都清楚地知道自己在期货交易中所处的头寸,以及自己的盈亏状况。

(3) 经纪行

经纪行(Broker)是代表客户进行期货交易的公司。他们通过代理客户在期货市场上进行买卖交易,并提供各种服务,承担一定的责任,从中收取佣金。经纪行一般设有下列职能部门:①结算部门,负责核对客户每宗交易与未平仓合约及结算所的记录是否完全一样,监管每一客户的盈亏帐目;②保证金部门,监察每一客户的买卖活动,确保客户有足够的保证金去支付手上未平仓合约,及时提供客户的财政情况,核察客户所做过的买卖;③信贷部门,经常核清新旧客户的财力状况,根据客户的收入来源,规定客户交易期货合约的限额,向客户索取财政状况资料,评估每个期货市场价格波动程度,确定出每种期货的保证金水平;④落盘部门,负责将客户的期货买卖订单递到交易厅内经纪人的手中,再将厅内所成交的情况转告给客户;⑤现货交收部门,主要负责未平仓合约的实物负债的银货交收,处理有关交收文件和货款的往来。

2. 期货市场的交易者

在期货市场中,直接参与期货交易的可分为两大类、四种人:即套期保值交易类与投机买卖类,具体有经纪人、出市经纪(Floor Traders)、大户和小投机商。

第一类是从事实业、金融或其他经营活动的经济实体组织,包括厂商、银行等金融机构。对这一类参与者来说,期货交易是保证正常业务经营的工具,期货的买进、卖出是他们业务活动内容的一部分。他们从事期货交易的目的主要是为了避免其已拥有或将拥有的现期或远期资产因市场变量变动而贬值。他们就是利用期货的“逆向”操作,或称套期保值来转移各种价格变动的风险。

第二类则是那些希望通过正确预测价格变动来获取利润,甚至是暴利的期货交易投机者。他们是期货市场不可缺少的一部分,是市场价格变动风险的自愿承受者,同时也是第一类参与者达到套期保值目的的前提和基础。在期货市场上,由于保证金制和每日清算制的功效,可使期货市场中资本有限的普通社会公众也能成为期货交易的投机者。在现代期货交易所中,尽管他们的成交规模有限,但在人数比例上占了所有投机者中的绝大部分,也就是证券交易中的所谓散户。专业性的期货投机者则一般都是实力雄厚、但数量却仅占极小比例的机构投机者。

在交易所中,从事期货交易买卖的前述四种人中花样最多、职能最复杂的恐怕要数各种经纪人了。

经纪人在交易参与者中人数最多,是替客户进行买卖的场上代理人。在其市场行为方面,就暗含着一定的矛盾:他可能为图利而损害被代理人(委托人)的利益。例如,行情对己有利时,操作者自营“盘子”,行情对己不利时,交易让给委托人。

多数经纪人属于经纪公司,是期货自营商及其他经营者的代理执行人。通常规模较大的经纪公司拥有众多会员席位,因此他们的场内交易能力往往较强。

在期货交易中,经纪人行使什么职责呢?

(1) 在执行客户委托的指令中,要为交易中人为的损失负责,凡是这类错误造成的损失,都须由经纪人承担。

(2) 经纪人应优先执行客户的指令,如经纪人自己抛空5个商品合同,希望价格下跌后补进,此时接到客户委托以市价买进5个合同,在此情况下,他须先执行客户的委托指令,然后再

为自己进行交易。但实际上经纪人可能置委托人的利益而不顾,使客户丧失有利时机而蒙受损失,这就是经纪人执行指令时的利弊。

有些经纪人是专门接受经纪公司的委托执行其指令的,对于经纪公司来说,对在外自拉客户的经纪人他们并不感兴趣。所以,这些经纪人都是专门性的场上经纪人(Floor Broker)。

经纪公司(Floor Traders)或出市经纪,是交易所中专业性的投机家,也是场内的大户、炒家,其经营的商品范围较广,在选择上处于有弹性的优势地位。

出市经纪多数时间在场内窥视,看准机会才成交。他们在场上人数虽不多,但成交量却很可观,其动向诡秘莫测。部分出市经纪只重视跨月套利交易,只要有利可图,可做空头或多头,是短期的投资者。他们对市场动态有很大影响,进行短线投机者十分重视他们的意向。

除了上述的场内经纪人之外,还有一些是主要在场外从事经纪活动的经纪人,他们当中主要有:

(1) 介绍经纪人(Introducing Broker),他们主要是在场外直接寻求和接受客户的指令、定单,一般从大的经纪公司和场内经纪人处收取佣金,而并不直接从委托客户处接受费用或资财。

(2) 经纪商代理人,是代表经纪行、中间商、交易顾问寻求定单、客户或客户资金的个人。一些国家对这种经纪商代理人有额外的要求。例如,不得同时为一个以上期货经纪人或中间商拉生意,必须持有权威管理机构颁发的资格证书等。

