

期货交易惯例

王琪英

一、期货交易限制

从事商品期货交易的人最关心的是瞬间的价格波动,并以此来判断买进或卖出的时机。为有利于交易的正常进行,使市场在受到某种力量推动导致行市暴涨或狂跌时,可以停止交易,使交易者能有充分时间证实行情动态,证实消息并据以预测价位,以保障交易者在短时间内不受太大的损失,价格不出现剧烈的波动。所以,世界各大交易所对不同的期货商品价格有多种限制性规定。

1. 最低价格变动单位 (Min Tick) 美国期货市场谷物类期货的价格最低限度为 1/4 美分或 1/8 美分/蒲式耳,肉类制品则为 2.5 美分/磅;而英国伦敦金属交易所铜期货的最低价变动限为 1/2 美分/磅。

2. 最低合约涨跌幅 期货合约规模乘以价格变动的最低限度便是每张合约价格变动的最低限幅。例如,玉米期货合约规模为 5,000 蒲式耳;最小价格变动单位为 0.25 美分,则最低合约涨跌幅为 12.5 美元。

必须指出,每份合约的最小价格变动单位有时也以“点”来计算。计算的方法就是将合约规定的标准单位除以 10,000 即可得到跳动一“点”的相对应价值,如芝加哥期货交易所玉米期货标准合约单位为 5,000 蒲式耳,以此标准除以 10,000 即得 0.5 美分,即为一“点”。而每份合约的最低涨跌幅为 12.5 美元,则每份合约最低的变动点数就是: $\frac{12.5}{5000}$, 即为 0.25 点。

3. 价格每日涨跌限制 涨跌限制有两种解释:一是较前日收盘价格涨跌多少;二是涨跌幅度区间。这里的上限和下限间的波动幅度决定了价格当日的可波动幅度。上限为涨停板,下限为跌停板。当行市达到上限或下限时,交易基本处于静止

状态,出现买家大大多于卖家或根本无卖家,或反之,卖家大大多于买家或根本无买家,市场一时静止,即停板。

行市出现停板时,交易所有权把有限的成交量以先报先成交的原则将其分配给经纪人,再由经纪人通知委托客户。当连续停板时,交易所有权扩大涨跌幅区间,以活跃成交量,或为急于平仓或补仓的交易者提供清算机会。例如,芝加哥商品交易所在连续二天出现同一方向停板时,第三天设限区间便会扩至原幅度的 150%,仍未果,则第四天会扩至 200%。对不同的期货交易标的,连续时间规定不一,扩充幅度也不完全相同。

有的交易所或有些品种没有此类限制。通常交易所为促使期货价格与现货价格一致,对有些商品在交割日前的数月或数周就取消停板限制。

4. 交易地位限制 此种限制的目的在于限制交易者在某一市场持有太多的合约数量,以

防止操纵期货价格,减少价格不正常的变动,减少破产违约的人数。

二、期货交易定单

期货交易者向经纪商或出市代表下达定单的准确与否、及时与否对交易的成功是至关重要的。所谓定单的准确,就是正确填写定单内容,它包括买卖商品期货的名称、期货合约的宗数、交割月份、交易所名称、价格的限幅、有效时间、交易帐号、经纪商号与本人的签名。

在期货交易中,定单的种类是多种多样的,一般主要有以下几种:

1. 市价定单(Market Order) 是客户下达的按照最新市场价格买卖的指令。对经纪人来说,收到这样的定单就应在限定的时日内以最有利于客户的价格抢进或抛出。与股票交易中的市价委托方式一样,时间差使得客户实际取得的价格与其初衷并不一定能完全吻合,当然,在相对短的时间内,期货价格波动不大时,市价委托定单还是能取得理想结果的。不过,在交易量很少的市场里,最好少用市价委托定单,因为在这种小盘子市场里价格波动的可能较大。在市价指令中,开盘价与收盘价指令经常为交易者使用。

2. 停价定单(Stop Orders) 又称触发市价定单或到价单。客户授意场内经纪人在特定价位进行卖、买的指令。如果交易期间交易价格“触”到预定的价格时,经纪人应立即达成交易,这与股票市场上停价委托相类似,即达到指定价时才交易,操作熟练的职业商品交易者常喜用此种定单,它可以避免亏损,保障既得利润。

3. 限价定单 指定某个成交价,如交易期间没有碰到这个价格,则不能成交。下达此种指令的时机通常为避免市场价格波动过大而预先限定可能遇到的风险,获得较为理想的成交价。

4. 停止定单 又称阻止性定单,其作用是阻止损失或保障利润,其交易结果正好与限制性指令定单相反。

这类定单可分为三种:(1)在某价格或以下时才执行的“售卖”定单;(2)在某价格或以上时才执行的“购买”定单;(3)停止限价定单,在发出这种定单时,发出指令的交易者必须同时决定停止价和限制价。

5. 限价市价平行定单 指当市场价格与限定价格一致时,该定单便自动转变成市价定单,但从转入市价定单时起,入场交易的成交价既可能高于原限价,也可能低于原限价。

6. 开盘价定单 它指定经纪人在开盘价范围内交易,但不一定正好是开盘价。此种定单若在开盘价范围内无法完成,则该定单被自动取消。例如,限定 P_1 价买进,则开盘价 $\leq P_1$ 时买进,限定 P_2 价卖出,则开盘价 $\geq P_2$ 时卖出,不在此指令范围的开盘价,指令定单自行取消。

7. 收盘价定单 它与开盘价定单相同,区别仅在收市时执行。

8. 收盘执行定单 要求经纪人不论收市价格的高低一律执行指令的定单。

9. 基差定单 这种定单的委托人指示经纪人,当另一项期货商品在另一个交易月份的相同商品发生某一情况时,立即执行交易的定单。

10. 成交或取消定单 委托人由此定单指示经纪人,一旦市价达到定单所指定的价格时,立即交易,如若不能,立刻取消此定单。不过,在指定价不能完成全部数量时,部分数量的买入卖出亦算委托部分成功。

11. 分段定单 指经纪人受此委托完成首张定单时,依照此单指示继续执行交易。类

似于股票交易中的定价买进或卖出。

12. 限时定单 即限定买卖时间的委托定单,它包括:(1)当日定单;(2)跨日定单即由当日开始到另一预定日期间都有效的定单;(3)永久定单,除非已执行或被取消,否则永远有效的委托定单;(4)空盘价定单,即只以某指定的空盘价格买卖的交易定单。

13. 对冲定单 包括(1)等价对冲定单,指包括两张同时执行的定单,一张是买某商品期货,另一张是卖同一商品期货;(2)套利定单,亦包括两张同时执行的定单,买某商品期货和卖另一商品期货。

14. 转月订单 当交易者希望将其原有的期货合约从较早的交易月份转换至较晚的交易月份,或由一个交易所转至另一个交易所时,便可使用这种定单,不过为此他也得多支付一次全额的佣金。

15. 选择定单 交易者在这种定单中给予经纪人两种指示,当其中之一被执行后,另一指示即被取消。例如,以 1.72 的价格买进 2 张 12 月份玉米期货契约或以 1.85 的停止价格买进 2 张 12 月份玉米期货契约。

在上述情形下,交易者原先应已卖出 2 张 12 月份玉米的合约,而其价格应在 1.72 或 1.85 之间,他预期市场价格会下跌。如其判断正确,则希望在 1.72 时补仓平单获取利润;如他判断错误,则希望在 1.85 时停止损失。而经纪人则须注意市场价格的趋势,当价格滑落至 1.72 时,替交易者以该价格或更低的价格购入 2 张玉米期货合约,并取消 1.85 的停止定单。反之,经纪人则应以 1.85 的价格或较高的价格替交易者补仓平单,并取消 1.72 的限价定单。

16. 分散定单 分散定单是用于同时买进或卖出相关商品的期货契约,或相同商品不同交割月份的期货合约,以便降低风险的一种交易方式。分散定单的委托方式可分为 3 种:(1)同一交易所分散,同时买进和卖出同一交易所的相同商品,但交割月份不同;(2)不同交易所分散,同时买进和卖出不同交易所的相同商品;(3)不同商品的分散,同时买进和卖出彼此相关的不同商品,这种分散可在同一交易所或不同交易所中执行。

三、期货交易的清算与交割

期货市场的重要职能机构之一就是期货清算所(Clearing House),又称票据交易所,它是期货市场清算制的核心。

按与期货交易所的从属关系划分,清算所可分为 3 种:(1)由交易所自设清算所,如芝加哥商品交易所;(2)虽与交易所关联,但在清算业务及其他方面保持独立的清算所,如芝加哥期货交易所;(3)完全独立,通常由银行等金融机构兴办的清算所,它同时为数个交易所提供清算服务,如伦敦金属交易所、香港期货交易所内国际商品清算所(ICCH)。

期货交易清算所专门负责对每日在交易所内达成的期货合约买卖实施清算,并对清算会员的保证金帐户进行调整,平衡以及负责收取履约保证金,监督和管理到期实物交割,报告交易数据。

清算所的组织结构同交易所一样实施会员制。如芝加哥期货交易所(CBOT)的清算公司便拥有 140 个清算会员。清算会员从交易所会员中产生,只有那些资本雄厚、信誉良好的交易所会员才有资格申请成为清算会员,方可直接在清算所设立保证金帐户办理清算业务;而非清算会员的交易所会员则只能在清算会员处开立帐中,委托清算会员代理清算业务。清算会员

享有清算所提供的履约担保以及第一手市场信息资料,但同时相应承担的责任则包括更严格的资金要求,更严谨的审计以及更严密的经营计划。

与交易所会员资格取得方式不同的是,清算所会员的资格仅能由经纪公司拥有,个人亦可申请,但仅限于自营。当然,非清算所会员只有支付费用方能“购得”清算服务,而清算所会员再将此费用交付给清算所,用于各种开销,清算所不以此收入作为盈利。

清算所的有效作用主要依靠完善的期货交易清算制,其内容包括:(1)每份成交合约必须进行登记;(2)要求每位会员必须先存入清算所一笔清算保证金,并按持有的合约数量调整其保证金额;(3)实施会员每日清算无负债制度;(4)持有合约受最高数量限制;(5)强制风险处理制度,即对清算会员破产或不能履行合约时,清算所对会员持有的合约强制平仓,动用会员清算保证金和信用保证金,乃至动用清算所共同担保基金及要求全体会员增缴保证金,以担保每个会员自己交易的合约和委托他人交易的合约。同时,会员公司会将保证金层层贯彻下去,否则,该会员公司有权将客户的期货合约自行平仓。

清算制的关键是每日清算制。它是指每个交易日结束后,清算所先行计算出清算价(一般按交易日收盘前10秒钟内达成的最高、最低价的平均值计算,或是按10秒钟内所有该合约成交的加权平均价计算)。

若商品期货合约交易不活跃,或在收盘时干脆无当日成交记录,则由清算所根据收盘时买入报价和卖出报价计算出平均价格作为“名义清算价”,接着清算所开始清算作业,根据清算价格核算当日每笔交易双方的盈亏情况,并在各自的清算保证金帐户中调整,盈余划入贷方,亏损记入借方,若亏损的清算会员的保证金帐户中的保证金低于最低维持保证金水平,则需追加保证金。

如会员无法追缴保证金,清算所可采取强制平仓或以资信不足为由取消其作为清算会员的资格。这样,通过每日清算,使会员无负债交易;同时,清算所每天的盈亏是平衡的、均等对应的。统一清算,使清算所既成为合约买方的卖方,又作为卖方的买方。这样,清算所不仅成为期货合约的买卖双方的第三方担保者,而且还为期货交易中少量的实物交割的统一性和合理化提供了可能。

尽管期货交易大多在到期前已被对冲,但终究还是有一部分合约会要实施实物交割。那么,何时会发生期货合约的实物交割呢?主要是那些套期保值者,在期货行市走向明显有利时,交易者便可能不再愿意对所持的期货合约进行对冲平仓,而采取履约平仓,由此形成实物交货。此外,经营各种类别、等级的实物批发商,通常愿意在价格有利的情况下接受实货。另外,生产商、加工商、制造商在原材料不足而现货市场供给不足的情况下,也会在期货市场上接受实物交割。当然,还有些是因疏忽了最后交易日而不得不实施实物交割的。

通常的实物交割程序如下:第一,作为买方的清算公司通知交易所,申明客户希望依据期货合约交付实货,这一天便称之为第一持盘日;第二,次日交易开盘前,清算公司为卖方找出持该多头合约时间最长的买方,并通知买卖双方。代表卖方的清算公司会员准备销售发票并送至交易所清算公司,由交易所清算公司转给代表买方的清算公司会员。代表卖方的清算公司会员还应向交易所清算公司提交一份发票副本。代表买方的清算公司会员则接受发票;第三,第三日,一等到收到买方清算公司会员签发的支票,卖方清算公司会员即将栈单交给买方清算公司会员(只有某些商品的交割需要转交栈单),买方清算公司会员在卖方清算公司会员处提交交货通知书和一张应付款保付支票。