

第一章 期货交易导论

本章将对期货(futures)及期权,或叫选择权(options)交易的由来与发展,远期合约与期货合约交易的基本概念,期货交易的性质与功能,期货品种的类别,商品期货的上市条件,以及期货交易的运作,进行概括性的阐述,使读者通过本章的阅读能对期货交易获得基本概念性的理解,并为后续各章专论的学习奠定基础。

第一节 期货交易的历史概况

一、期货交易市场的由来

期货交易是商品交易发展的产物,整个商品交易的历史可以以 19 世纪为界线划分为两段。

19 世纪以前,经历了由产品交换发展到通过货币为媒介的商品交易的漫长历程。从 12 世纪起,许多国家出现了中心交易场所、大交易市场和大小集贸市场,如罗马议会大厅广场、雅典大交易市场。1571 年英国创建了首家集中的商品市场——伦敦皇家交易所;其后,荷兰在阿姆斯特丹建立了谷物交易所,比利时在安特卫普创建了咖啡交易所;1726 年法国在巴黎创建了首家商品交易所,这些集中的交易所的交易方式都开始实行了原始的远期供货合同的形式,即在买卖合同文件上陆续不同形式地列明商品品种、数量、交货期限、计价方式以及信用保障条款等。1697 年日本在大阪建立了大米交易所,实行了“米券”作为媒介的交易形式。

19 世纪伊始,经历了由远期合约(forward contracts)交易发展到标准规范化期货合约(futures contracts)、期权合约交易的创新过程。

1825 年起,美国中西部的交通运输条件发生了极大变化,此外仓储技术有巨大发展,促进了粮食的大宗交易。

1848 年由 82 位商人发起组建了美国第一家中心交易所,即芝加哥交易所(Chicago Board of Trade,CBOT),在交易所内进行规范化的远期合约交易,由交易所承担买卖双方的信用担保和中介,远期合约的条款内容包括:商品的品质(规格、等级)、产地/生产厂家、交易数量、价格或计价方式、交收实货日期和地点、付款方式、买者与卖者等条款。此外,交易所也制定了有关维护远期合同交易的规定、制度。1851 年 3 月 13 日签订第一份

玉米远期合约交易(数量为3 000 蒲式耳,交货期为当年6月份,价格为每蒲式耳低于3月13日当地玉米市价1美分)。经过数十年的发展,现货交易的基础逐渐稳固和扩展,对远期合约中的有关条款实行规范标准化,大约在19世纪末与20世纪初,出现了现代标准化期货合约的交易,这种期货交易不再是以到期交收实货为目的,而是标准化期货合约本身的买卖以及合约到期前的不断被转让,因此交易的目的是联系商品所有权的价格风险的转嫁。这时,除了联系实货的交易者以外,又有一种不联系实货的投机者参与期货交易。

1874年美国芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange,CME)应运而生,陆续开展黄油、鸡蛋以及铁、钢、肉类和畜类等商品的期货交易;1972年它又开始实行了第一笔金融期货——外汇期货合约的交易。

1876年在英国由300名金属贸易商发起成立了伦敦金属交易所(London Metal Exchange,LME),陆续开展了铜、铝、锡、铅、锌、镍等金属的期货合约交易。至今,它所交易的金属价格对国际金属市场价格具有引导作用。

1885年法国改造早先的商品交易所后正式成立了商品期货交易所,主要交易品种为白糖、咖啡、可可、土豆等;1986年,法国国际金融期货市场在巴黎正式开业,开展金融期货和金融期权交易;1988年,两者合并为法国国际期货期权交易所(MATIF)。

进入20世纪,许多国家都成立了不同名目的期货和期权交易所。

二、中国的期货交易发展概况

中国的期货交易历史概况可以分新中国成立之前和之后两大阶段来表述。清朝末年主张“维新变法”的梁启超曾倡议组建交易所。直至1914年才建立了类似交易所的上海机器面粉公会,北洋政府颁布了《证券交易所法》。1916—1920年间,由孙中山先生发起,经上海总商会会长虞洽卿筹建了上海证券交易所、上海证券物品交易所;北洋政府颁布了《物品交易条例》。直至1921年,首先是上海后来遍及北京、天津、广州、汉口、南京等地,筹建了一百多家交易所,乱象丛生,出现了“民十信交风潮”,1922年,仅剩12家交易所尚能开门营业,绝大多数都陷入困境而停业。1929年10月国民政府正式颁布了《交易法则》,但这时还没有真正的期货交易,只是实行了一种延期交割的方式,称“便交”。抗日战争胜利后,1946年,上海证券交易所成立,设有证券和物品两个市场,推出了延期交割的变相期货交易,市场出现了短暂的繁荣。

新中国即将建立之时,1949年6月人民政府为打击投机商,查封了上海证券大楼,1952年7月天津证券交易所也宣布停业。由于实行计划经济体制,许多商品凭票供应,价格由政府制定,证券期货交易已无人问津。直至20世纪80年代,党的十一届三中全会确定实行改革开放以来,期货市场的功能和作用才又唤起人们的关注。最早提出在中国内地要开展期货市场的是香港杨竞羽先生。

1988年初,国务院发展研究中心、国家体改委、商业部等部门组织力量开展期货市场

的调查研究,考察了国外的期货市场,增强了关于期货市场的理论认识,设想了期货市场筹建方案;同时,某些省市和地方也开展了关于筹建期货市场方案的研究与申报。最终,明确提出分三步走的期货市场发展道路:第一步,建立和发展以现货交易为主的批发市场;第二步,开展远期合同的研究制订与实施,并逐步规范、标准化;第三步,由标准化远期合同的交易发展到现代化的、标准规范化的期货合约交易。这种有关期货市场的理论研究、实施方案的探讨一直持续到1990年。

1990年10月12日,中国第一个农产品中央交易所——“郑州粮食批发市场”正式成立并开业,最初还不是期货交易市场,只是引进了部分期货交易市场的制度,比如会员制、保证金制、委托代理制、合同的形式、交易与转让、价格形成等。直至1993年5月28日,“中国郑州商品交易所”挂牌成立,成为规范、标准化的农产品的期货市场。

1992年1月18日,“深圳有色金属交易所”(SME)成立并开业,成为我国第一家期货交易交易所,开展铜、铝、铅、锌、镍等有色金属产品的规范标准化期货合约的交易。

1992年5月,“上海金属交易所”(SHME)成立,开展铜、铝、锡、镍等金属产品的规范、标准化期货合约的交易。由于上海具有地理、经济、金融、交通、信息等条件的优势,上交所发展迅猛,有望成为继伦敦、纽约之后的世界第三大金属交易所。

1993年,我国期货市场盲目发展,导致失控,至1994年5月,自称为期货交易的市场就有约40家。国务院于1994年5月30日发布国发[1994]69号文件,要求所有期货交易所需经中国证监会(CSRC)的审核批准。经初步整顿,批准15家交易所可继续开展期货合约的交易(见表1.1),同时还要求期货经纪公司停止境外期货业务。

表 1.1 1994 年我国部分期货交易所

交易所名称	上市期货合约	试运行期货合约
郑州商品交易所	绿豆	小麦、玉米、花生仁、豆粕、芝麻、棉纱、425 号普通硅酸盐水泥、5mm 无色浮法玻璃、胶合板
重庆商品交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅锭、锌锭、锡锭、电解镍
大连商品交易所	玉米、大豆	干海带
上海粮油商品交易所	大豆	玉米、白小麦、粳米、绿豆、红小豆、啤酒、大麦、黄麻、红麻
上海商品交易所	胶合板	天然橡胶、聚氯乙烯、高压聚乙烯、聚丙烯、棉纱、525 号普通硅酸盐水泥、5mm 浮法玻璃
海南中商期货交易所	棕榈油、天然橡胶	咖啡、可可、啤酒大麦
上海金属交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅、锌、锡、镍
深圳有色金属期货联合交易所	电解铜、重熔用铝锭	铅锭、锌锭、锡锭、电解镍

续表

交易所名称	上市期货合约	试运行期货合约
广东联合期货交易所	重熔用铝锭	籼米、豆粕
苏州商品交易所	胶合板	红小豆、羊毛、毛条、豆粕
沈阳商品交易所	电解铜	落叶松加工用原木、白松加工用原木、水曲柳加工用原木、高粱、花生仁、啤酒大麦
天津联合商品交易所	天津红小豆、电解铜、重熔用铝锭	大豆、铸造生铁、硅铁、天津胶合板

1998年国务院发布国发〔1998〕27号文件《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》，将14家期货交易所撤并保留了三家：上海期货交易所（SHFE），郑州商品交易所（CZCE），大连商品交易所（DCE）。现今，三个交易所上市交易的商品期货合约品种已陆续增至44种：上海期货交易所所有铜、铝、锌、铅、镍、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、燃料油、沥青、天然橡胶；郑州商品交易所所有强麦、普麦、棉花、白糖、精对苯二甲酸（PTA）、菜籽油、早籼稻、晚籼稻、粳稻、油菜籽、菜籽粕、甲醇、玻璃、动力煤、铁合金（含硅铁与硅锰）；大连商品交易所所有玉米、黄大豆1号、黄大豆2号、豆油、豆粕、棕榈油、聚氯乙烯（PVC）、线型低密度聚乙烯（LLDPE）、聚丙烯、胶合板、纤维板、鸡蛋、焦炭、焦煤、铁矿石、玉米淀粉。对所有上市交易的商品期货品种，各交易所分别都设计了对应的标准期货合约文本，而且有的还制定了实货交割的质量、规格要求，必要时还对个别合约进行修订，以及补充将要增加的品种合约。因此参与交易时，务必掌握有关品种的合约文本及其附注说明，这些资料都可从各交易所网站中查获。现将其中一些合约文本摘录于本书附录四中，以便及时了解。

从1994年对期货市场盲目发展的遏制直到1998年的深入整顿期间，撤并了期货交易所，停止了一些期货品种的交易（如绿豆、红小豆、钢材等），陆续又增加了许多品种，处理了“327”国债期货交易违规事故，清理整顿了期货经纪公司并处罚了一些期货经纪机构和个人。

1999年6月2日国务院发布了全国统一的行政性法规《期货交易管理暂行条例》，由此结束了原来各省、各部门的有关法规的混乱和矛盾。通过对该项法规的修改和完善，国务院又于2007年3月16日公布了《期货交易管理条例》，要求同年4月15日起施行。施行5年后国务院对该条例又作了修订，要求2012年12月1日起施行修订后的新条例（见本书附录三）。近些年来，正酝酿在条例的基础上制定一部国家的期货法。

2006年9月8日在上海成立了中国金融期货交易所（中金所），由此继商品期货交易后又拟开展金融期货的交易。经过三年半的研究论证、模拟交易等深入的准备工作后，2010年4月16日首先推出了4个沪深300股票价格指数期货合约的上市交易；2013年

10月10日又首先推出了3个5年期国债期货合约的上市交易。至今交易的金融期货合约品种计有:沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货、5年期国债期货与10年期国债期货等5个品种。

中国证监会于2015年批准上海证券交易所开展股票期权交易试点,试点品种为上证50ETF期权,并于2月9日正式上市交易(注:ETF是交易型开放式指数基金)。上市交易的上证50ETF期权有认购(买入权)、认沽(卖出权)两种类型,4个到期月份,5个行权价格(执行价),合计有40个合约。这是我国首个场内期权交易产品,标志着我国资本市场期权时代的来临。从本书第六章期权交易的论述可知,上证50ETF期权合约还是现货期权,因为其标的物为一种股指期货,相当于一种股票。最近,中金所正在紧锣密鼓地探讨、演练股指期货合约为标的物的期货期权交易。

第二节 商品期货交易的形成与基本概念

一般商品从现货远期合约交易发展到标准化期货合约交易的过程中,经历过种种纠纷和周折,同时也在不断地探索,试行种种制度和技术的创新。概括起来,实现了四项制度和技术创新,即远期合约标准化、保证金制度、合约对冲平仓制度、结算体系和制度,才形成现代的期货合约交易。当前,全球期货交易所又面临着一项技术革新,即计算机局域网以及互联网上交易的全面实现,以取代传统的交易池内打手势和喊价的交易方式。

一、远期合约的标准化发展——期货合约的形成

远期合约产生后,在交易实践中遇到了不少的问题和纠纷。首先是商品品质的纠纷,因为农产品的生产与其质量往往受自然包括气候条件和作物技术的影响,收获后交付的农产品实货可能与原先议定的质量发生差异;其次,期货交易的数量都是大批量的,因而一份合约的数量和计量单位应该根据不同的商品制定不同的统一标准,更不能像商品零售那样出现零星数量,以利于合约的交易和核算;再次,商品期货的交收期限的确定,最初都不够合理,应该考虑商品的生产周期和产出季节,制定不同商品不同的统一交割期(月份);最后,关于期货合约到期交割地点,也应该确定统一的地点。下面结合我国前些年期货合约标准化的设计,阐述其标准化的内容。

1. 关于商品品质的标准化

商品品质不同,则价格相异,而且同名的商品,因产地或生产厂家较多,其产品的品质也不一定相同。因此,为了使远期合约能够实现合约的买卖与转让,过渡到期货合约的交易,首先必须对相关商品的品质实行标准化,即制定相关商品品质的统一标准,以免交易中产生品质纠纷。最初美国有关当局曾授权芝加哥交易所制定粮食品质的统一标准,对

谷物品质实行分级。如将小麦分为白麦和红麦,以2号软红麦、2号硬红冬麦、2号黑北春麦、1号北春麦为标准,其他替代品价格差距由交易所规定;玉米以2号黄玉米为标准;大豆以2号黄大豆为标准等。

伦敦金属交易所(LME)交易的有色金属商品期货,同样制定了各自的标准化合约,其中规定了品质的统一标准,生产厂家也必须向它申请注册。我国贵州铝厂的高级铝锭、株洲冶炼厂的锌锭、江西铜业公司的阴极铜等,都已经在LME注册,准许这些商品在LME进行交割。

我国上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所对上市的30种商品期货合约都制定了统一的质量标准。譬如:阴极铜要符合国标GB/T467—1997规定,其中主成分铜加银的含量不小于99.95%;线材为符合国标GB1499.1—2008《钢筋混凝土用钢 第1部分:热轧光圆钢筋》HPB235牌号的 $\phi 8\text{mm}$ 线材;普通小麦,基准品为三等及以上小麦符合GB1351—2008《国标小麦》;菜籽油,符合《中华人民共和国国标——菜籽油》(GB1536—2004)四级质量指标的菜油;黄大豆1号,符合大连商品交易所黄大豆1号交割质量标准(FA/DCE D001—2009)的品质要求;聚氯乙烯,符合《悬浮法通用型聚氯乙烯树脂(GB/T5761—2006)》规定的SG5型,一等品和优等品;等等。大部分品种各有其替代品及相应的折价(质量升贴水)办法,详见各交易所的期货合约文本(见附录四)。

有了商品品质的统一标准,同时制定了非标准品(替代品)的质量贴水(价格的差额)规定,不仅能避免交易中因品质不符而出现的纠纷,还可促进合约的转让买卖,增大交易市场的流动性,因为所有交易者进行买卖的对象完全是统一的标准合约,没有品质差异。但是,也应该理解,商品品质统一分级和选定一个标准品质并非易事,它涉及商品的品种多样性、商品生产技术与条件等诸多因素、标准品质制定的难度和权威性、商品品质检验技术与其权威性,以及商品的质变等方面。

2. 合约的商品计量单位和数量的标准化

一份玉米、小麦等谷物远期合约的商品数量,早期是多种多样的。后来,由于合约买卖和转让频繁而且量大,结算和统计的不便,促使人们制定一个标准数量作为合约交易的最小数量,即一份合约的数量。CBOT等交易所考虑到当时每船整载玉米为5000蒲式耳,于是每份玉米或小麦等期货合约的数量俗定为5000蒲式耳,有的交易所定为1000蒲式耳。每次交易量只能为它的整数倍。我国郑州、大连期货交易所制定,玉米、绿豆、小麦交易采取以手或口为交易单位,每一手或口定为10吨。

对于有色金属商品,LME采用手为交易单位,铜、铝、铅、锌每一手为25吨,镍为6吨,锡为5吨。我国上海期货交易所,大体也作如上规定;但是,后来,由于期货交易比较清淡,为增加流动性,交易单位铜、铝、铅、锌一手改定为5吨,黄金改为1000克/手。

3. 交割月份的标准化

交易者保持的早先已成交的期货合约,被称为持仓合约。持仓合约上签订交收商品

实货的期限已到,持买进合约者必须交现金收实货,持卖出合约者则交实货收现金,这个环节称为交割。商品期货合约的交割期由交易所确定,写在期货合约文本上,一般是考虑期货合约交易的连续性、商品产出的季节以及运输条件。对于金属、纺织品等非农产品,一般是每个月都可定为交割期;而对农产品,则多半定为每隔1~2月为交割期,比如小麦的交割期有许多交易所定为每年的1,3,5,7,9,11月。

至此,通过商品品质和交割期的标准化,商品期货合约交易的商品对象就简化(标准化)为不同交割月的品名。比如:CU1303,即为2013年3月交割的阴极铜;AL1304,即为2013年4月交割的高级重熔用铝;CF305,即为2013年5月交割的棉花;WS305,表示郑交所的2013年5月交割的强筋小麦。这种商品品牌(品名+交割期)的约定俗成,便于交易过程中信息的电子传递,电话申报交易意向单等手续的简捷准确。

4. 交割地点的确定

任何商品期货交易所都必须选定适当的物资仓库作为商品实货的交割地点。物资仓库必须具备的条件是:仓库库房位于交通便利的港口、码头;货物收发、存储的技术条件良好;货物质量验收、甚至质量进一步检验可靠;能够按交易所要求制定并开出可靠的标准仓单;服务工作好、收费低廉以及实行货物配送业务。

一般,一个商品期货交易所都同多个有条件的仓库进行洽商,由交易所最后选定一个或几个仓库作为其注册仓库,协助交割。注册仓库有义务收纳交易所的会员(交易者)运来的准备交割的合格商品实货,验收合格后即开出标准仓单。卖出合约者交割时将此标准仓单递交给交易所相关的结算部门,即可完成交割手续。

当一个交易所对同一商品设有一个以上的注册仓库时,特别当两个或多个注册仓库相距很远或分布在不同城市时,相关商品期货合约的交易则由交易所注明(指定)皆以某一个注册仓库为交割地点的合约。其他注册仓库的标准仓单,则采取运输费的升贴水办法处理,或者由交割双方协调处理。

经过以上各项的标准化,期货合约交易单的内容变得十分简洁明了,在品名、交割期、买或卖、数量(若干手)、价格中,只有价格是随行情的变量,(拟)成交的手数与买/卖方向由交易者意愿而定,品种和交割期由交易者选定。

交易所为了便于对合约交易的管理和防范风险,对所交易的每种商品都必须制定其标准合约,报请中国证监会批准。标准期货合约中规定了:商品品质标准或交割等级标准,合约数量单位或交易单位,报价单位,最小变动价位或价格波动最低幅度,每日价格最大波动限制,合约(交割)月份,交割地点,保证金(比率),手续费率,合约最后交易日,交割日期(范围)。交易者在进行交易前必须对有关交易所的标准合约详加研究。现将我国各期货交易所的标准合约的文本的一部分列于附录四表1至表24,若有修订变化,以交易所公布的为准;而且有些合约文本还有附注,注明交割替代品的细则。

二、保证金制度

远期合约交易的初期,出现了两种情况:一是扩大了交易量,延长了交易的时间;二是增大了远期合约违约的风险,因为远期合约成交到交收实货的期间往往还有几个月,在这段期间内商品价格往往发生波动,无论价格上升或者下降,买卖双方的账面上总有一方盈利,另一方则亏损,亏损方就可能违约。最初,为防止违约,大都采用行政手段,但效果欠佳。于是,1865年起,开始采用“保证金条款”,这是期货交易史上一项重要的制度创新。这一制度沿用到我国当前的期货交易所,形成了如下保证金制度、当日无负债结算制度。

保证金分为结算准备金和交易保证金。

1. 结算准备金

结算准备金是交易所向会员或者期货公司向客户收取的、存入其专用结算账户中为了交易结算而预先准备的资金,是未被合约占用的保证金。结算准备金的最低余额,也就是会员或客户继续可用的资金,由交易所规定。当结算准备金由于交易的实现而逐渐减少到低于规定的最低余额时,交易所应当按照规定方式和时间通知会员按时补足(追加)保证金,逾期未补足的,期货交易所可以对其强行平仓,直至可用资金达到规定的最低余额。同理,期货公司应当按照公司的规定通知客户追加保证金,客户不能按时追加保证金的,期货公司可以强行平仓,直至保证金余额能够维持其剩余交易头寸或达到最低余额。结算准备金属于会员或客户所有,用于其实现交易的结算,严禁挪作他用。当前,中国证监会已成立中国期货保证金监控中心,实施监控。

2. 交易保证金

交易保证金是指会员或客户在其专用结算账户中已被占用的、确保其持仓合约履行的资金。即当买卖双方交易成交后,按持仓合约的价值的一定比例向双方收取的交易初始保证金,以保障双方履约;当持仓合约履约后,原持仓人注销了这份合约时,该合约相关的已交(占用的)交易保证金,在合约了结结算后予以全数释放退还,不计利息;当持仓合约违约时,违约方的保证金则被收缴,用来冲抵违约所造成的损失。

交易保证金的比率是根据价格波动的一般波动幅度和结算制度来确定的。在每日结算无负债制度以及一般允许价格波动幅度下,该比率大体采取合约按结算价计算的价值 $5\%\sim 10\%$ 。当持仓合约进入其交割月份的第1个交易日,交易保证金比率将逐步提高。这是为了防止人为操纵市场,过量持仓引发逼仓而采取的措施。比如,多方控制了大量到期的买进持仓合约,以逼迫空方交出大量实货交割,但空方又没有实货,形成所谓多头逼空头的逼仓事故,空方必然会遭受损失;故此,提高交割月份的持仓合约的保证金额,有助于控制大量持仓。

保证金应当以货币资金缴纳,存入到由交易所指定的银行存管,交易所与存管银行订立协议,明确其权利和义务。以上市流通国库券、标准仓单等有效证券折抵保证金,应当

符合有关规定;但不得使用银行保函、银行存单、国库券代保管凭证等折抵保证金。

保证金制度既是有效控制期货交易风险的一种重要手段,也体现了期货交易特有的“杠杆效应”,即“以小搏大”,只要有5万~10万元就可以买或卖100万元的期货合约。

由于期货价的波动,保证金比率亦应动态地确定,国外有的交易所采用SPAN系统动态测算保证金比率;我国现时是逐日按当日结算价以固定比率确定交易保证金,我们认为也体现了动态性,只是不尽完善。

三、平仓制度

在市场经济中当价格发生波动时,为了获利或避险,已经签约成交期货合约的买方或卖方可能感到有必要将持仓合约在合约到期以前转让给其他交易者。为此,原持仓人必须改变他已有的这份头寸或交易部位(position)。比如,原先他的交易头寸是多头,即买进了一份期货合约,在其交割期以前他不想要此商品(如生产经营上不需要它,或价格变化对他有利——比原买进的价上涨了),而想卖出这份合约,则他应做空头,形成空头交易头寸,注明用以抵消原有的多头头寸。这种做法,就叫作合约的对冲。期货交易所应该允许交易者在持仓合约到期以前进行期货合约的转让买卖,以了结他原有的交易部位:先买进的,后可卖出;先卖出的,后可买进。期货合约的对冲,既可增大交易所的交易量,提高其流动性,对交易所有利;也可给交易者带来交易的灵活性,对交易者也有利。

期货合约的对冲是平仓的方式之一。平仓的另一种方式是在期货合约到期时立即进行实货交割:买进合约者根据结算交付货款,按合约条款提取实货;卖出合约者交出实货,收取货款。交割时如何结算,下面将阐述。各交易所都制定了交割细则。

期货合约对冲的原则是:

(1) 原持有的期货合约允许被对冲的时间是该合约的交割月份的最后交易日以前任何一个交易日。

(2) 拟被平仓的原持仓合约与申报的平仓合约的品名和交割月份,即品牌应该相同。

(3) 两者的买卖方向或头寸应该相反;两者的数量不一定相等,亦即允许部分平仓。

(4) 平仓合约申报单(交易意向单)上应注明是平仓的,有的交易所的电子交易系统还要求输入拟被平仓合约的原成交单号码,有的则由交易系统自动在你的持仓合约中查找相应的合约,予以平仓或部分平仓。

(5) 如果申报的平仓合约已经成交了,但却没有查到相应的拟被平仓合约,在这种情况下,就认为成交仍然有效但应作为交易者新开仓(买或卖)了这份合约,即又多了一份持仓合约。

申报交易单上注明平仓抑或开仓的必要性在于:首先若是平仓,则在成交中要找到拟被平仓合约,予以平仓,了结这份持仓合约,计算机交易系统应该将这份刚被平仓的持仓合约所占用的全部交易保证金退还释放出来,这样就增加了交易者可用(于交易的)资金,

而且刚成交的这份平仓合约也不用计算和占用初始保证金(成交的对手若为新开仓合约仍要交纳初始保证金),但手续费仍要收取;其次,若是平仓,则可优先成交,亦即从交易原则上讲,平仓的目的一般是想了结原有的某份持仓合约,或是出于防止其亏损,或是出于它获利的关键时机出现,一般应比新买/卖一份合约更紧迫,因此,有的计算机交易系统考虑了这种优先。

合约对冲平仓的结果是产生了交易的真实盈亏。从交易原理上讲,真实盈亏等于被平仓合约的成交价与平仓合约的成交价之差乘以实现平仓的数量。在具体结算中,还有每日结算的累计方法。在交易者手上的持仓合约,即使日后价格比原成交价发生有利的波动,比如有一份卖出持仓合约,原成交价为 14 000 元/吨,日后某一日价格下跌到 13 000 元/吨,如果没有平仓,也不能实现 1 000 元/吨的真实盈利,而只能作为账面上有此浮动盈利。

保证金制度和平仓制度在期货交易所的实行,有利于合约的履约和交易流动性的增加。但是,也促进了期货交易“买空卖空”的形成以及风险投机交易者的进入。期货交易参与者根本没有商品实货,但可以在期货市场上卖出这种商品期货合约,这就是卖空,其目的是在合约到期之前有朝一日价格下跌时,再买进相同合约平仓获利。合约不断被转让,交易次数增多,因而到期交割实货数量所占总交易量的比例就很小,亦即期货交易的交割率很小,一般为 2% 左右。我国有的交易所在创办初期的交割率达 8%,表明现货交易性质的程度较重些。

四、结算体系和制度

合约的不断被转让,价格的不断波动,保证金、手续费的收取等,必然会给期货交易的结算带来一些麻烦和问题,而且提出一些新的要求。期货合约在成交时必有买方和卖方,各持一份合约,若其中一方要将所持合约转让出去,意即他想对冲平仓其在手合约,合约转让成交的对手不一定是原先的买方或卖方,极大可能是新的第三者。合约开仓到平仓过程中,原先甲、乙双方中,甲卖出,乙买进,后来这份合约平仓时又是甲买进,乙卖出,这种情形极少。一份合约到期之前转让的次数愈多,则涉及的交易者可能愈多,因而转让平仓时的盈亏结算将愈亦纷繁。另外,价格的不断波动,必将

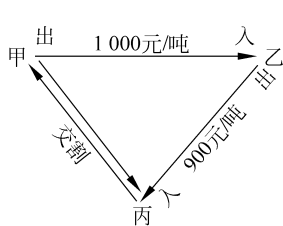


图 1.1 环形结算示意

将对持仓合约带来账面上的浮动盈亏。因此,每个交易日必须对所有持仓合约结算其账面盈亏,必要时对亏损者实行追加保证金。可见结算工作量很大。

为了进一步说明合约转让平仓的结算,现采用一简单的环形结算方式,如图 1.1。设商人甲 2 月某日卖出一手 6 月到期的玉米合约,成交单价为 1 000 元/吨,由商人乙买