

JINRONG TOUZI YU TOUJI

金融投资与投机

上卷

法律·经济大全
青苹果电子图书系列

《金融投资与投机》

(上卷)

罗锐韧 梁海鹏 主编

前 言

资金是企业的血液。资金的筹集与投放是企业运营的关键。

社会主义市场经济条件下,随着市场体系的发展和完善,我国金融市场也日趋成熟和完善。而且随着我国改革开放的不断深入,企业改革也进一步深化,企业逐步从封闭走向开放,从国内走向世界。因此,企业如何利用国内外金融市场,更好地运用金融工具进行资金的运作,以便更好地以钱生钱,以财聚财,已经成为当今企业家们深思的问题。同时,金融市场,也成为投机家们赚钱和冒险的乐园。但金融投资与投机收益高,风险也大。如何正确地运作,以提高收益,减少风险,则需要理论的指导、技巧的训练和经验的总结。企业家和投机家们迫切需要接受金融投资与投机的指导和训练。

《金融投资与投机》正是适应时代的需要,及时推出的国内第一套介绍金融投资与投机理论与实务的具有很强的操作性和可读性的实用大型工具书。本书由中国人民银行金融研究所、中国人民大学、北京大学、中国金融学院、中国证券业协会的有关专家、学者以及中国十大证券公司的一线金融投资工作者编写而成。

本书所讲的投资、融资以及最新金融衍生工具主要包括:期货市场、信托投资、投资基金、期权交易、债券投资、公司购并、房地产投资、黄金投资、外汇投资、租赁投资、股票投资等十一种。因为各种金融工具的特点不同,本书所讲的侧重点也有所不同。

本书的一个最大特点是理论与实务相结合,并附有国内外著名

的金融投资与投机案例,使读者能如临其境,读后记忆犹新。

本书的另一特点是结合国际国内最新金融动态,将最近时期发生在各国的较大的金融事件都呈现在读者面前,具有很强的新意和现实指导性。

本书内容翔实、资料丰富、文字活跃、叙述生动。

商海无情,金融市场更是如此。拥有本套书,您就能紧紧握住手中的金融工具,在变幻不定的金融市场中游刃有余,使您的钱生出更多的钱,您的财聚到更多的财。

《金融投资与投机》编委会

《金融投资与投机》 目录

(上 卷)

第一篇 期货市场

第一章 期货市场概述	(2)
第一节 期货市场的基本概念及其主要特点	(2)
一、期货市场的基本概念	(2)
二、期货市场的主要特点	(3)
三、期货交易与现货交易、远期合约交易、股票交易及房地产交易的异同	(5)
四、期货商品	(5)
第二节 期货市场的产生、发展	(10)
一、交易方式的自然演进	(10)
二、国外期货市场的产生	(11)
第二章 期货市场与市场经济	(28)
第一节 期货市场是市场经济的必然产物	(28)
一、市场经济下的价格发现和风险回避	(28)
二、期货市场在市场体系中的地位和作用	(32)
第二节 价格机制、价格风险与期货市场的内在关系	(33)
一、价格机制与价格波动的关系	(33)

二、价格波动、价格风险和期货市场的关系	(38)
第三节 期货市场的运作原理	(39)
一、风险转移机制的经济学分析	(39)
二、期货市场的价格发现机制的经济学分析	(43)
三、预期价格机制和“蛛网”模型的消除	(46)
四、期货市场成本和利益的经济学分析	(48)
 第三章 期货合约	(49)
第一节 期货合约概述	(49)
一、期货合约的概念和意义	(49)
二、期货合约的构成要素	(50)
三、期货合约实例	(51)
第二节 期货合约的产生	(61)
一、期货合约的产生	(61)
二、期货交易的报价	(62)
第三节 我国期货合约的设计	(63)
 第四章 期货市场的组织结构	(66)
第一节 期货交易所	(66)
一、期货交易所的成立及其作用	(66)
二、期货交易所的组织结构	(67)
三、期货交易所会员	(69)
第二节 期货结算所	(70)
一、期货结算所的种类与作用	(70)
二、期货结算所的机构设置	(71)
三、期货结算所会员	(71)
四、期货结算所的管理制度	(72)
第三节 期货经纪公司	(73)
一、期货经纪公司的概念	(73)
二、期货经纪公司的设立	(74)
三、期货经纪公司的内部机构	(74)
第四节 期货交易投资者	(75)

一、套期保值者	(75)
二、投机者	(76)
第五节 期货市场其他相关机构	(77)
一、中介经纪商	(77)
二、场内经纪人	(77)
三、期货交易顾问	(77)
四、期货基金经理	(78)
 第五章 期货市场的业务流程	(79)
第一节 期货交易程序	(79)
一、期货交易的加入	(79)
二、期货交易的定约	(80)
三、期货交易定约的确认	(80)
第二节 期货交易的业务操作	(81)
一、对期货经纪商和经纪人的选择	(81)
二、交易帐户的开设	(82)
三、交易帐户种类的选择	(85)
四、保证金的收交	(86)
五、客户向经纪人下达交易定单	(87)
六、结算	(88)
第三节 期货价格和期货行情表解读	(89)
一、期货价格	(89)
二、期货行情表解读	(90)
 第六章 期货交易业务	(93)
第一节 套期保值业务	(93)
一、套期保值的含义	(93)
二、套期保值的基本方式	(94)
三、基差与套期保值	(97)
四、套期保值交易的其他方式	(101)
五、套期保值的策略	(104)
第二节 投机业务	(105)

一、投机在期货交易中的作用	(106)
二、投机的分类和一般操作	(109)
三、投机交易的一般策略	(111)
第三节 套期图利业务	(113)
一、跨月份套利	(113)
二、跨商品套利	(117)
三、跨市场套利	(119)
 第七章 农产品期货.....	(122)
第一节 农产品的产销特点及其价格形成	(122)
一、农产品的产销特点	(122)
二、农产品价格的形成	(124)
第二节 国外农产品期货交易简况	(127)
一、谷物	(128)
二、油料作物	(130)
三、畜产品	(132)
四、经济作物	(133)
第三节 中国农产品期货市场	(137)
一、我国农产品流通体制的历史沿革	(137)
二、我国农产品期货市场的建立	(139)
三、主要农产品期货市场简介	(140)
 第八章 基础工业品期货	(143)
第一节 基础工业品的产销特点及其价格形成	(143)
一、基础工业品的产销特点	(143)
二、基础工业品的价格形成	(144)
第二节 国外主要基础工业品期货交易简介	(145)
一、一般金属期货	(146)
二、贵金属期货	(149)
三、能源期货	(157)
第三节 中国基础工业品期货市场	(161)
一、我国基础工业品流通体制的历史沿革	(161)

二、我国主要基础工业品期货市场简介	(162)
三、案例：住友事件	(166)
第九章 金融期货	(170)
第一节 利率期货	(170)
一、利率的基本概念和决定利率的因素	(170)
二、利率市场	(173)
三、与利率期货相关的债券的基本内容	(175)
四、利率期货交易的由来和发展	(179)
五、利率期货的概念和特点	(180)
六、利率期货的种类	(180)
七、利率期货交易的作用和操作原则	(183)
第二节 外汇期货	(186)
一、基本概念	(186)
二、外汇期货的产生和发展	(188)
三、外汇期货的特点及其与远期外汇交易的关系	(190)
四、影响外汇期货价格的因素	(195)
五、外汇期货的套期保值	(197)
六、外汇期货的投机获利	(199)
第三节 股票指数期货	(201)
一、股票指数的基本概念	(201)
二、股票指数期货的产生和发展	(203)
三、股票指数期货	(205)
四、股票指数期货市场的结构和运作	(208)
五、股票指数期货的套期保值	(209)
六、股票指数期货的投机作用	(213)
第四节 金融期货交易案例精选	(217)
一、“327”事件	(217)
二、百年帝国，毁于一旦	(220)
三、1800 万美元是怎样输光的	(227)
第十章 期货价格分析与预测	(236)
第一节 商品期货价格的构成	(236)

一、商品生产成本	(236)
二、期货交易成本	(237)
三、期货商品流通费用	(237)
四、预期利润	(238)
第二节 代表性的期货价格理论	(239)
一、随机漫步理论	(239)
二、期货价格决定理论	(240)
三、持有成本理论	(241)
第三节 商品期货价格指数和行情解读	(242)
一、价格指数的涵义及其编制方法	(242)
二、几种主要的商品期货价格指数	(243)
三、期货市场行情解读	(244)
第四节 期货价格变动的基本因素分析	(247)
一、商品供求状况分析	(247)
二、经济波动周期	(248)
三、金融货币因素	(249)
四、政治因素	(250)
五、国际经贸组织及其协定	(251)
六、大户的操纵	(251)
七、价格预期和投机心理	(251)
第五节 期货价格技术分析概述	(252)
一、概述	(252)
二、主要技术分析基础指标的涵义	(253)
三、成交量、未平仓合约量与价格的关系	(254)
四、图表分析工具	(254)
第六节 直线图分析	(254)
一、直线图的涵义和绘制方法	(255)
二、直线图分析的基本概念和图形	(255)
三、常见价格形态分析	(263)
第七节 点数图分析	(273)
一、点数图的涵义和绘制方法	(273)
二、点数图目标价格的估算	(274)
第八节 K 线图分析	(276)
一、K 线图的涵义及其绘制方法	(276)

二、单日 K 线判别分析	(277)
三、双日 K 线判别分析	(279)
四、多日 K 线判别分析	(284)
第九节 移动平均分析	(290)
一、移动平均分析原理	(290)
二、移动平均数的种类与计算方法	(291)
三、移动平均线的优缺点	(293)
第十节 逆时针量价图分析	(294)
一、逆时针量价图分析原理	(294)
二、逆时针量价图的分析运用	(298)
 第十一章 期货交易的风险管理	 (308)
第一节 期货交易风险的基本特点	(308)
一、期货交易风险的客观性	(309)
二、期货交易风险的复杂性	(309)
三、期货交易风险的不确定性	(309)
四、期货交易风险的规避性	(310)
五、期货交易风险的可测性	(310)
六、期货交易风险的放大性	(311)
七、期货交易风险的相关性	(311)
第二节 影响期货交易风险变化的主要因素	(311)
一、期货价格波动的因素	(312)
二、期货市场参与者的因素	(312)
第三节 期货交易风险管理的基本任务	(317)
一、保障期货市场机制的正常运行	(317)
二、有利于期货交易功能作用的发挥	(318)
第四节 期货市场风险管理的体系	(319)
一、交易所的风险管理	(319)
二、结算所的风险管理	(321)
三、期货经纪公司的风险管理	(324)
四、客户的风险管理	(324)
五、期货市场的层层监管	(325)

第十二章 期货市场监管	(327)
第一节 期货市场监管的含义	(327)
一、政府对期货市场的监管	(327)
二、期货行业协会对期货市场的监管	(328)
第二节 期货市场监管的组织体制	(329)
一、美国期货市场监管的组织体制	(329)
二、英国期货市场监管的组织体制	(331)
三、日本期货市场监管的组织体制	(332)
第三节 期货市场监管法规的主要内容	(333)
一、美国期货市场监管法规的主要内容	(333)
二、英国期货市场监管法规的主要内容	(335)
三、日本期货市场监管法规的主要内容	(336)
第四节 我国期货市场监管的法规和政策	(337)
一、我国期货市场试点原则和监管组织的规定	(337)
二、关于试点期货交易所的基本规范要求	(337)
三、关于期货交易所会员的规范要求	(339)
四、关于期货交易风险控制, 严格禁止违规行为的有关规定	(341)
五、对期货从业人员的规范要求	(342)
六、对参与期货交易客户的规范要求	(343)
七、境外期货和金融期货业务的政策规定	(343)
第十三章 期货市场战略战术	(345)
第一节 期货交易应坚守的原则	(345)
一、期货交易恪守的一般原则	(345)
二、套期保值应恪守的原则	(347)
三、期货投机、套期图利应恪守的原则	(348)
第二节 期货交易八大重要策略	(350)
一、期货投资必须分散化、多元化	(350)
二、精通商品期货交易的特殊性, 提高成功率	(351)
三、稳健, 不要贪得无厌、死守阵地	(351)
四、坚持量力而行	(352)
五、准确把握买卖时机, 当机立断	(352)

六、跟着大势走，没有必要与市场，行情作对	(353)
七、灵活运用基本因素分析法和 technical 分析法，不墨守成规	(354)
八、要有大将风度，输得起，赢得起	(355)
第三节 期货交易格言	(356)
 第十四章 期货交易试点的运行	(359)
第一节 我国期货交易的发展和重要意义	(359)
一、我国期货市场的发展及现状	(359)
二、我国发展期货市场的重要意义	(361)
第二节 我国试点期货交易所的管理	(364)
一、试点期货交易所组织结构及其管理体系	(364)
二、试点期货交易所的规则	(365)
第三节 试点期货交易所主要上市品种	(369)
一、试点期货交易所主要上市品种及其特点	(369)
二、谷物及油料作物	(370)
三、饮料原料	(372)
四、胶合板	(372)
五、金属产品	(373)
六、天然橡胶	(373)
 第十五章 期货市场有关法规	(374)
第一节 期货市场有关工商行政管理法律法规	(374)
一、工商行政管理机关的性质和主要职责	(374)
二、与期货市场有关的工商行政管理主要法规	(375)
三、当前期货市场中违反工商行政管理法规的主要问题	(383)
第二节 我国现行与期货市场有关的其他法律法规	(384)
一、《中华人民共和国仲裁法》	(384)
二、税务法规	(385)
三、《中华人民共和国劳动法》	(388)
 第十六章 期货欺诈与防治	(390)
第一节 期货欺诈	(390)

一、期货欺诈概况	(390)
二、操纵期货市场	(394)
三、欺诈客户	(396)
四、交易所的欺诈行为	(407)
第二节 期货欺诈的法律责任	(408)
一、期货市场的行政管理及监督机构是中国证券监督管理委员会 ...	(408)
二、法律责任形式	(409)

第二篇 信托投资

第一章 信托概述	(412)
第一节 信托的概念	(412)
第二节 信托的经济关系	(414)
一、委托者	(414)
二、受益者	(415)
三、受托者	(416)
第三节 信托的性质	(418)
一、信托与其他类似制度的区别	(418)
二、关于信托的不同经济意义	(421)
三、信托的信用特点	(421)
第四节 信托的职能	(422)
一、财务管理职能	(422)
二、资金融通的职能	(423)
三、沟通和协调经济关系的职能	(424)
四、社会投资职能	(425)
五、经济咨询的职能	(425)
第五节 信托的分类	(426)
一、信托分类的标准	(426)

二、任意信托、法定信托、鉴定信托和强制信托	(429)
三、担保信托、管理信托和处分信托	(430)
四、民事信托和商事信托	(430)
五、按信托标的物区别的信托	(431)
六、自动信托与被动信托	(432)
七、营业信托与非营业信托、国内信托与国际信托	(432)
八、公益信托与私益信托、自益与他益信托、宣示信托	(432)
九、个人信托与法人信托、信托关系可否随时撤销的信托	(433)
十、个人信托业务	(433)
十一、法人信托业务	(434)
十二、个人与法人通用信托业务	(435)
十三、个人与法人通用代理业务	(436)
十四、融资性租赁业务	(437)

第二章 信托投资主要业务..... (438)

第一节 信托投资的概念	(438)
第二节 信托贷款与信托投资	(439)
一、信托贷款	(439)
二、信托投资方式	(441)
第三节 委托贷款与委托投资	(444)
一、委托贷款和委托投资区别	(444)
二、委托贷款	(444)
三、委托投资	(447)
第四节 资金信托	(449)
一、资金信托的特点	(449)
二、资金信托的种类	(449)
第五节 代理业务	(450)
一、代理收付款项	(450)
二、代清债权债务	(451)
三、代理资财保管	(453)
四、代理证券发行	(454)
五、代理公司组建	(455)
六、信用担保业	(456)

七、代理会计事务	(457)
八、代理保险业务	(457)
第六节 租赁业务	(457)
一、租赁的概念	(457)
二、租赁的特点	(458)
三、租赁的种类	(459)
四、租赁的程序	(460)
五、租赁中的法律问题	(462)
六、国际金融租赁的法律问题	(462)
七、金融租赁的税务问题	(463)
八、金融租赁保险	(464)
第七节 咨询业务	(465)
一、咨询业务的特点	(465)
二、咨询业务种类	(465)
三、咨询业务中的其他方面问题	(468)
第八节 我国主要的国际信托投资业务	(469)
一、国际信托投资业务	(469)
二、在境外发行和代理发行外币	(470)

第三篇 投资基金

第一章 基金概述	(474)
第一节 一种新的投资工具——投资基金	(474)
一、共同基金的产生和发展	(474)
二、共同基金的概念及特征	(478)
三、共同基金的作用	(479)
第二节 共同基金的法律与组织分类	(482)
一、契约型共同基金	(482)

二、公司型共同基金	(484)
第三节 共同基金的业务种类	(490)
一、共同基金根据其投资的目标不同, 可以将它划分为成长型基金、 收入型基金、成长收入型基金、积极成长型基金、平衡型基金、 特殊性基金等	(491)
二、共同基金按照其投资对象不同, 可以将它划分为货币市场基金、 债券基金、认股权证基金、普通股基金和黄金基金	(493)
三、共同基金按投资国别而分, 可以分为国内基金和国际基金	(498)
四、案例: 世界上最成功的基金——量子基金	(500)

第二章 中国共同基金的发展 (505)

第一节 中国发展共同基金的可能性	(505)
第二节 发展中国共同基金的必要性	(507)
一、共同基金的发展可以完善我国的金融市场	(507)
二、有利于推进我国现代企业制度的建立和完善	(508)
三、有利于我国为投资者提供新的投资工具, 加快资金从储蓄向投 资的转化	(508)
四、有助于促进我国证券市场的国际化, 更好地引进外资	(509)
五、有助于改变证券市场的不稳定现象	(509)
六、可以使民间的“标会”等非法集资、地下基金等组织走上正轨	(509)
第三节 中国基金业的现状与发展趋势	(510)
一、中国基金业的基本概况	(510)
二、现时中国基金业的特点	(511)
三、中国现在基金的个例分析	(512)
四、中国基金业存在的局限性	(514)
五、中国基金业发展的趋势展望	(515)
第四节 中国几种主要基金介绍	(518)
一、沈阳基金	(518)
二、淄博基金	(519)
三、浙江基金	(519)
四、大连基金	(520)
五、江西基金	(521)

六、开信基金	(522)
第三章 共同基金的运行与操作	(523)
第一节 共同基金章程的公布	(523)
第二节 订立信托契约	(530)
一、委托管理契约	(530)
二、委托保管契约	(533)
第三节 受益凭证的发行与认购	(535)
一、募股说明书	(535)
二、受益凭证认购	(538)
第四节 资产净值的公布	(540)
第五节 受益凭证的购回与转让	(541)
第六节 投资结果报告	(542)
第四章 共同基金的投资计划	(547)
第一节 证券投资的基础分析	(547)
一、证券投资的经济学分析	(547)
二、证券投资的行业分析	(549)
三、证券投资的公司分析	(551)
第二节 证券投资的技术分析	(559)
一、道氏理论	(559)
二、制图法	(560)
三、信任指数分析	(561)
四、市场宽度分析	(561)
五、相对强度指标分析	(561)
六、移动平均数分析	(562)
第三节 共同基金的投资组合管理	(563)
一、基金投资组合管理的目标	(563)
二、基金投资组合管理的政策	(566)
三、基金投资组合的收益率衡量	(569)
第四节 证券投资组合理论	(570)
一、现代证券组合理论的内容	(571)

二、资本资产价值模型	(574)
三、套利价格理论	(579)
第五章 共同基金投资实务	(581)
第一节 投资者投资条件与共同基金的选择	(581)
一、投资者的投资动机与共同基金投资	(581)
二、投资者的投资目标和共同基金投资	(583)
第二节 共同基金的回报率与共同基金选择	(587)
一、共同基金的收益及其分配	(588)
二、影响共同基金收益的因素分析	(590)
第三节 共同基金管理公司选择	(596)
第四节 共同基金帐户	(598)
一、定期帐户	(599)
二、累积帐户	(600)
三、提款帐户	(600)
第五节 期货市场的基本概念及其主要特点	(601)
一、共同基金投资的投资组合	(601)
二、共同基金投资组合的管理	(602)
三、转移或退出共同基金	(605)
第六节 投资共同基金的收益评价	(606)
第七节 投资共同基金的常见方法	(608)
一、再投资法	(608)
二、定式投资法	(611)
第六章 共同基金投资分析	(615)
第一节 投资对象分析	(615)
一、固定收益证券分析	(615)
二、非固定收益证券分析	(616)
三、房地产投资分析	(619)
四、期货投资分析	(620)
五、外汇投资分析	(622)
第二节 投资风险分析	(623)

一、财务风险	(623)
二、市场风险	(624)
三、利率风险	(625)
四、管理风险	(625)
五、购买力风险	(626)
六、国际政治风险和外汇风险	(627)
 第七章 共同基金的管理	(628)
第一节 共同基金管理的历史和体系	(628)
一、共同基金管理的历史	(628)
二、共同基金管理的体系	(631)
第二节 共同基金管理的內容	(636)
一、对证券投资信托机构的管理	(636)
二、对证券信托募集活动的管理	(637)
三、对证券投资信托机构财产运用的管理	(638)
四、对证券投资信托机构经营方面的管理	(640)
五、对信托财产收益分配及解约偿还方面的管理	(642)

第四篇 期权交易

第一章 期权交易	(647)
第一节 期权交易概述	(647)
一、期权交易的概念	(647)
二、期权交易主体	(648)
三、期权交易的特点	(649)
第二节 期权交易的历史功能	(650)
一、期权交易发展史	(650)
二、期权交易的功能	(650)

第三节 期权合约与分类	(653)
一、期权交易合约的基本要素	(653)
二、期权合约的分类	(655)
第四节 期权价格制定及交易战略	(656)
一、期权价格的制定	(656)
二、期权交易战略选择与案例剖析	(660)
 第二章 可转换公司债券	(664)
第一节 可转换公司债基础	(664)
一、可转换公司债的一般概念	(664)
二、可转换公司债券的基本要素	(670)
三、从发行人和投资者的角度看可转换公司债券的投资价值属性	(675)
第二节 可转换公司债的发行（一）	(683)
一、发行人的条件	(683)
二、发行时机的选择	(688)
三、转换价格与转换条件	(690)
四、可转换公司债的赎回条件和回售条件	(698)
第三节 可转换公司债的发行（二）	(702)
一、发行前的准备	(702)
二、发行可转换公司债的条件	(706)
三、可转换公司债的承销与发行方式	(709)
第四节 可转换公司债的国际发行	(714)
一、转换结构的选择	(714)
二、发行前相关要素的考虑	(716)
三、可转换公司债发行的促销	(718)
四、执行事项	(724)
第五节 可转换公司债的流通、转换与承兑	(728)
一、可转换公司债流通的市场组织结构	(728)
二、可转换公司债券的投资价值与风险	(734)
三、可转换公司债券的承兑	(745)
第六节 可转换公司债的法律问题	(746)
一、可转换公司债券发行准备过程中的法律问题	(747)

二、可转换公司债券上市交易过程中的法律问题	(755)
第七节 可转换公司债在中国	(761)
一、可转换公司债券在我国资本市场的尝试	(761)
二、可转换公司债券对中国资本市场发展的推动作用	(773)
三、可转换公司债券与国企债务重组	(775)
四、案例：宝安转债——证券市场的探路先锋	(780)
第三章 其他最新金融工具	(787)
第一节 证券化	(787)
一、什么是证券化	(787)
二、债务证券化	(787)
三、债权证券化	(788)
四、掉期证券化	(792)
五、证券化的影响及其存在的问题	(794)
第二节 存托凭证	(794)
一、第一级存托凭证	(795)
二、第二级存托凭证	(795)
三、第三级存托凭证	(795)
四、案例：深房 ADR—进入美国资本市场的体会	(796)
第三节 零息债务	(801)
一、为何可将本金与利息拆离	(801)
二、本金与利息折离技术的运用	(801)
第四节 中期票据	(803)
一、市场主体	(803)
二、中期票据项目的设计	(804)
三、中期票据的优点	(806)
四、中期票据的功能	(807)
五、对中国市场的借鉴	(807)
第五节 信用衍生工具	(809)
一、信用违约掉期	(809)
二、信用差幅期权	(811)
三、信用等级变化期权	(812)
第六节 最新组合类金融工具	(812)

一、贷款与票据的组合 (812)

二、贷款与外汇买卖的组合 (813)

三、贷款与期权的组合 (813)

四、贷款与互换的组合 (813)

五、贷款与股权的组合 (814)

六、贷款与其它综合性工具的组合 (814)

第七节 套期保值的衍生 (814)

 一、结构 (814)

 二、应用举例 (818)

第八节 资产出售 (821)

 一、结构 (821)

 二、应用举例、手续、收益率的计算 (822)

博学之，审问之，
慎思之，明辨之，笃行
之。

——
《礼记·中庸》

第一篇

期货市场

第一章 期货市场概述

第一节 期货市场的基本概念及其主要特点

一、期货市场的基本概念

期货市场,是在市场经济发展过程中产生的,为期货交易者提供期货标准合约交易的场所和领域。期货市场活动必须按照特定的规则和程序、在特定的场所内集中进行。而期货交易则是期货市场活动的主要内容。

所谓期货交易,就是在期货交易所内买卖标准化期货合约的交易。这种交易是由转移价格波动风险的生产经营者和愿意承受价格风险以获取风险利润的投机者参加的,在交易所内根据公开、公平、公正以及竞争的原则进行的。这种交易的目的是不是获得实物,而是回避因价格波动而带来的风险或者进行投机获利,一般很少进行实物交割,在绝大多数情况下以对冲平仓的方式了结交易。

期货交易买卖的对象是期货合约,期货合约是在期货交易所进行交易的标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定时间和地点交收某一特定商品的合约。在期货合约的所有要件中,唯一可变的是价格,其余的要件如商品的品名、品质、数量、交货时间及交货地点等都是既定的。期货价格是在一个有组织的期货交易所内通过公开竞价的方式产生的。由于期货合约是一种标准化的合约,唯一的变量是价格,这就使得买卖双方得以在合约到期日以前进行与原来买卖部位方向相反的操作,以解除双方在合约到期后进行实物交割的责任。这种操作方式在期货交易中亦称“对冲平仓”,指的是交易者通过进行与原来交易部位数量相等但方向相反的操作,以结清其在期货市场上的部位,解除其在合约到期后进行实物商品的交收的责任的行为。套期保值者利用期货市场买卖期货合约,并在合约到期前予以对冲,实现其现货市场商品的保值,避免因价格不利变动而引起的损失。投机者也利用价格的频繁

波动,正确预测价格走势,通过合约的买卖赚取差价利润。

二、期货市场的主要特点

1. 期货市场具有专门的交易场所

期货交易是在专门的期货交易所内进行的,一般不允许场外交易(除了 EFP——期货转现货交易以外,EFP 是唯一合法的场外交易方式)。期货交易所不仅为期货交易者提供了一个专门的交易场所,提供了进行期货交易所必需的各种设备和服务,而且还为期货交易制定了严密的规章制度,使得期货市场成为一个组织化、规范化程度很高的市场,同时,它还为所有在期货交易所内达成的交易提供财务上和合约履行方面的担保,这是期货交易区别于现货即期交易和现货远期交易的一个重要方面。由于期货交易所内汇集了众多的买方和卖方,并对交易行为进行规范,为交易提供担保,这就为期货合约的买卖创造了有利条件,即使得交易者寻找交易对手比较容易,也使得交易者不必担心交易的安全性而专心致志于期货合约的买卖,从而使得期货交易所内买卖合约的活动比较频繁,大大提高了市场流动性。

2. 期货市场的交易对象是标准化的期货合约

期货交易买卖的标的是标准化的期货合约,现代期货市场的产生正是以标准化期货合约的出现为标志的,这也是期货交易区别于现货远期合约交易的又一个重要方面。正是鉴于现货远期合约交易的非标准化特征,所以,在期货交易产生之初,期货交易所就为期货交易制定了标准化的期货合约,这在期货市场发展史上是一个重要的里程碑。期货合约的数量、等级、交割时间、交割地点等条款都是标准化的。合约中唯一可变的变量是价格。标准化期货合约的出现,既简化了交易手续,降低了交易成本,又防止了因交易双方对合约条款的不同理解而可能出现的争议和纠纷。同时,由于期货合约是标准化的,这就为合约持有者今后进一步转让该合约创造了便利条件。

3. 适宜于进行期货交易的期货商品具有特殊性

由于期货市场自身的特点,决定了并非所有的商品都适宜于进行期货交易,大多数适宜于进行现货即期和远期合约交易的商品,并不适宜于进入期货市场进行交易。

4. 期货交易是通过买卖双方公开竞价的方式进行的

在期货交易中,期货合约的买卖是由代表众多的买方和卖方的经纪人在交易所内通过公开喊价或计算机自动撮合的方式达成的。期货市场是一个公开、公平、公正和竞争的场所,由于期货交易和期货市场的这种特征,就使得期货市场上的期货价格能够较为准确地反映出现货市场上真实的供求状况及其变动趋势。

5. 期货市场实行保证金制度

在期货市场进行交易需要交纳一定数量的履约保证金(一般为成交金额的 5~15%),并且在交易的过程中,需要维持一个最低的履约保证金水平,随着期货合约交割期的临近,保证金水平会不断提高,这种做法的目的是为了给期货合约的履行提供一种财务担保,也就是说,如果交易者未能将其所持有的期货合约在合约到期前进行对冲平仓,那么就必须在合约到期后根据合约的规定进行实物交割。保证金制度对于期货交易来说是至关重要的,它

增加了期货交易的安全性,使得期货交易所和结算所能够为在交易所内达成并经结算所结算的期货交易提供履约担保。

6. 期货市场是一种高风险、高回报的市场

期货交易是一种保证金交易,投入 5~15% 的资金就可以从事 100% 的交易,正是由于这种杠杆原理,决定了期货交易是一种高风险,同时也是一种高投资回报的交易。投入一定数量的资金,交易者可能获得数倍甚至数十倍于这笔资金的收益,同时也面临着数倍甚至数十倍于这笔资金的投资风险。然而,也正是由于期货市场的这种高风险、高回报的特点,吸引着越来越多的投资者源源不断地加入到期货市场中来。

7. 期货交易是一种不以实物商品的交割为目的的交易

交易者进行期货交易的目的是有两种——套期保值或者进行投机。期货交易的这两种特定的目的决定了期货交易是一种不以实物商品的交割为目的的交易。期货交易中最后进行实物交割的比例很小,一般只有 1~3%,绝大多数的期货交易者都以对冲平仓的方式来了结交易,这也是期货交易区别于现货即期和现货远期合约交易的一个重要方面。

现货即期和现货远期合约交易,从实质上讲,都是一种以实物商品的所有权的转移为目的的交易,从形式上看是一种商品和货币相互换位的交易,现货远期合约交易只不过是把这种商品与货币的位置互换推迟到将来的某个时期来进行。而期货交易虽然必须先达成在未来某个时期交割实物商品的期货合约,虽然还必须以商品和货币的相互换位为基础,但是,由于期货交易是在专门的期货交易所内进行的,期货交易所内聚集着该商品的众多买方和卖方,这使得交易者寻找各自的交易对手比较容易。同时,又由于期货合约是标准化的,买卖起来非常容易,所以,一份期货合约达成以后直至合约交割期到来前这段时间内,通常已被多次买进卖出,这就在很大程度上使得期货交易变成一种买卖期货合约的交易,而不是一种买卖实物商品的交易。正由于期货合约在期货交易所内买进卖出都比较容易,这就使得买卖双方能够在合约到期前进行对冲平仓,以解除到期进行实物交割的责任,正是因为期货市场的这种对冲平仓机制,所以在期货交易中,期货合约最后进行实物交割的比例很小。

总之,由于期货合约可以比较方便地进行买进卖出,由于期货交易者可以通过在合约到期以前在期货市场上将该合约对冲平仓以免除到期进行实物交割的责任,这就使得期货交易主要成为一种买卖期货合约的交易,使得期货交易从实物商品的流通中独立出来,成为一种货币和期货合约之间互相换位的交易,成为一种“纸上交易”。正因为如此,期货交易就为准备转移价格风险的经营者提供了一条转移价格风险的渠道。避险者可以在期货市场上买卖期货合约,并在合约到期前予以对冲,为其在现货市场上的商品保值。同时,也为投机者创造了条件,投机者可以利用期货交易的这一特点在期货市场上频繁地买卖期货合约,赚取价格涨落的差额。然而,由于期货交易中买卖双方也可以选择实物交割方式来了结交易,这使得期货市场和现货市场紧密地联系在一起,保证了期货价格真实地反映了现货市场价格的变动情况,确保了期货市场套期保值功能的正常发挥。

8. 期货市场由期货交易所对期货交易提供履约担保

期货交易由期货交易所提供履约担保。交易所既是买方又是卖方,相对于期货合约的卖方来讲交易所是买方,而相对于期货合约的买方来讲交易所又是卖方。期货合约的买卖

双方并不直接与买卖的对方发生关系,而是通过交易所进行期货合约的结算与交割。这样,即使合约的一方宣布破产,由于期货交易所提供的履约担保,合约另一方的正常履约也不会受到影响。期货交易所之所以能够提供这种财力上的担保,是和期货交易所与结算所内所实行的履约保证金制度、无负债结算制度等严格的规章制度紧密相关的。这些规章制度的建立和实施,有力地保障了期货交易的正常开展,消除了期货交易者的后顾之忧。

三、期货交易与现货交易、远期合约交易、股票交易及房地产交易的异同

以上阐述了期货交易的基本概念和主要特点,为了进一步加深对期货交易的理 解,这里以表格方式列出期货交易与现货交易、远期合约交易、股票交易以及房地产交易等交易形式的特点,通过对比,从中可以看出期货交易与这些类型的交易形式的异同。

表 1.1.1 交易方式异同

	现货交易	远期合约交易	期货交易
交易地点	不规定		在交易所
合约内容形式	不规定		标准合约
交割形式	即刻交货付款	过一段时间交货付款	对冲或过一段时间交货付款
交易费用	不要	一般不要	预付保证金
交易主要目的	取得商品	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		套期保值者、经纪人、投机者
交易商品	所有商品都可以		比较狭隘,有一定要求
	股票交易	房地产交易	期货交易
所需资本	100%	很多	合约金额 5—15% 的保证金
交易成本	较低	较高	低
流动性	较强	不强	较强
投资风险	较大	较大	风险较大,但较易预测和减少
时间限制性	不强	不强	强

四、期货商品

在期货市场中,期货交易主体所买卖的对象是标准化的期货合约,期货合约中所载明的商品就是期货商品。

1. 期货商品的基本特征和种类

期货交易本身的特征决定了并不是在现货市场上交易的任何商品都能够进入期货市场进行交易,期货商品必须具备以下一些特征:

(1) 品质易于标准化。

由于在期货交易中,期货合约在到期前往往已经转手多次才最后进入实物交割,所以不可能期货合约每转手一次,买卖双方都像在现货交易中一样对商品检验一次。所以,为了保证到期交割的实物商品符合合约中所列明的质量等级标准,就要求进入期货市场进行交易的商品必须是容易划分质量等级的。它的质量标准和等级差别,即使由各种不同的行家进行分析,也能得出一致的结果,而不能是那些规格品种复杂,技术指标千差万别,专业性很强的商品

(2)能够长期贮藏而且适宜于运输。

由于期货交易从最初期货合约的达成到最后进行实物交割,中间一般要经历较长一段时间,因此,期货商品要能够长期贮存而质量不发生明显的变化,同时还要求适合于运输,在运输过程中安全性较大而损耗较小。随着现代科学技术的发展和交通运输条件的改善,许多原来不适于进行期货交易的鲜活商品也开始进入期货市场。

以上两点是期货商品本身的特点,除了期货商品自身应具备一定的条件外,这种商品的现货市场也应符合以下一些特征:

(3)现货市场容量大且价格波动剧烈频繁。

期货市场的主要功能之一是分散与规避现货市场上价格波动的风险,这就要求进入期货市场的必须是大量生产、大量交易、有着广泛的需求的、价格波动较频繁较剧烈的商品。那些供应量小、用途狭窄单一的小品种,因为其供求关系较为稳定,而且价格波动对整个国民经济的影响较小甚至几乎没有什么影响,所以一般不适宜于进行期货交易。同样,那些价格与销售渠道由国家统一管制的商品也不会进入期货市场,因为这些商品的价格是固定的,没有价格波动的风险,也就没有回避风险的需求。

(4)现货市场较为发达,不存在垄断行为。

期货商品的现货市场应该是一个近似于完全竞争的市场,该市场上拥有大量的卖主和买主,市场价格只能由全体买者的需求总量和全体卖者的供给总量共同决定。个别的买者和卖者只是市场价格的接受者,而不是市场价格的制定者,不存在一个或几个较大的买者和卖者单独或共同垄断市场,操纵市场价格的现象。因为期货市场的功能之一是发现价格。如果该商品的现货市场存在垄断,必然会造成期货市场上的不公平竞争,扭曲价格信号,使期货市场无法发挥其价格发现和回避风险的功能,从而失去其存在的意义。

一般来讲,只有具备以上特征的商品才能够进行期货交易,这也是我们在开发期货合约时所应该遵循的前提条件。这些商品一般都是广泛使用的工业基础原材料等初级产品,以及能够满足人们基本生活需要的大宗农副产品。另一方面,随着市场经济的发展,随着期货交易的功能和作用越来越被人们所重视,期货商品的范围也越来越大。在本世纪70年代以前,在期货交易所中进行期货交易的期货商品主要是金、银、铜、石油、橡胶等工业初级原料和粮、棉、油、木材等农林产品,进入本世纪70年代以后,随着固定汇率制的崩溃和国际金融市场的发展,新的金融工具不断出现,金融领域内的风险日益增大,利率、汇率等的频繁波动对社会经济生活所造成的冲击越来越大,在这种情况下,金融期货就出现了。金融期货最早出现在美国,1972年5月16日,美国芝加哥商业交易所率先推出了外汇期货,随后又推出了美国国库券、欧洲美元等利率期货。随着金融期货交易在美国的开展,英国、新加坡、香

港、日本等国家和地区也陆续推出了金融期货交易。金融期货可大致分为三大类:汇率期货、利率期货和股票指数期货。

一般认为,期货交易分为商品期货和金融期货交易两大类。期货商品分为农林产品、金属、能源、金融产品四大类,这些期货商品根据其自然属性的不同又可具体分为 10 个小类,即:

- (1)谷物:如玉米、小麦、大麦、燕麦、粳米、籼米等;
- (2)油籽及其产品:如大豆、大豆油、大豆粉、油菜籽、菜籽油、葵花籽等;
- (3)畜产品:如活牛、活猪、猪肚、猪腩、肥育牛、鸡肉、鸡蛋等;
- (4)食品和饮料:如糖、咖啡、可可、马铃薯、橙汗等;
- (5)纤维:如棉花、蚕茧、生丝等;
- (6)林产品:如原木、板材、胶合板等;
- (7)金属:如金、银、铜、铝、铂、镍、锌、线材等;
- (8)能源:如原油、汽油、柴油、燃料油、天然气、液化气(丙烷)、丁烷等;
- (9)外汇与利率产品:如美元、英镑、日元、意大利里拉、德国马克、法国法郎、瑞士法郎、欧洲美元、短期国库券、中期国库券、长期国库券、银行存款单等;
- (10)指数:S&P500 指数、价值线指数、道琼斯指数、金融时报指数、日经 225 指数等。

回顾期货市场发展的历史可以看出,随着人类社会经济的发展,期货商品也在不断地推陈出新,种类越来越繁多,以适应人们日益普遍的回避风险的需求。

2. 期货合约的主要内容及其特征

期货交易是买卖期货合约的交易,期货合约是在期货交易所内达成的标准化的、受法律约束并规定在将来某一特定时间和特定地点交收某一特定商品的合约。期货合约是期货交易中所有关系的集中体现。期货合约不同于人们在社会经济活动中所广泛使用的其他契约、合同,期货合约具有自己的显著特征:

第一,期货合约是一种标准化的契约。期货合约中的商品种类、品质、数量、交货时间、交货地点等条款都是事先确定好的,唯一可变的因素是价格。合约标准化是人类交易史上的一次革命,它大大提高了市场的流动性,大大提高了交易效率,真正现代意义上的期货交易是从合约的标准化开始的。

第二,期货合约是一种能够在交易所内连续买卖的合约。由于期货合约的标准化特征,使得期货合约非常易于连续买卖,因此,大量的期货合约都在合约到期日以前以平仓方式进行了结,只有极少数的合约最后进行实物交割。

第三,期货合约是一种由期货交易所和结算所提供履约担保的合约。在期货交易中,由期货交易所和结算所充当买卖双方的对方,由交易所和结算所对合约的履行提供担保,因此买卖双方不必担心交易对方的信用问题,可以专心致志于期货合约的买卖。

合约标准化是期货合约区别于现货远期合约的根本特征,标准化期货合约的主要条款有:

(1)合约品种。

期货合约总是针对某一具体商品的合约,合约品种指明了该期货合约的标的是什么。

上文中已经说过,能够进行期货交易的商品主要分为两大类:一类是商品期货,另一类是金融期货,这两大类期货商品下面又各自包括许多具体的交易品种。

(2) 合约单位。

合约单位是指一份期货合约所包含的商品量的多少。例如,芝加哥商业交易所规定:生猪期货每手为 3000 磅,冰冻五花肉期货每手为 4000 磅,德国马克每手为 125000 马克,日元每手为 12500000 日元,澳元、加元每手为 100000 元,法国法郎每手为 250000 法郎,英镑每手为 62500 英镑,瑞士法郎每手为 125000 法郎。

芝加哥期货交易所规定:美国长期国库券期货每手为 100000 美元,10 年、5 年期国库券期货每手为 100000 美元,2 年期国库券期货每手为 200000 美元,30 天利率期货每手为 5000000 美元,大豆期货每手为 5000 蒲式耳,燕麦期货每手为 5000 蒲式耳,豆油期货每手为 60000 磅。

伦敦金属交易所规定:1 号电解铜、高基铝、高基锌、精炼铅期货每手为 25 吨,锡期货每手为 5 吨,原镍期货每手为 6 吨。

(3) 合约月份。

期货合约了结的方式有对冲平仓和实物交割两种。合约月份指的是进行实物交割的期货合约买卖双方履行各自的权利义务、交收货物使合约得以履行的月份。期货合约的合约月份根据各种具体商品的生产、流通情况的不同而有所区别,短的有几个月,长的可达 20 年以上。

(4) 最小变动价位。

最小变动价位是指在进行期货交易时买卖双方报价所允许的最小变动幅度(Tick),每次报价时价格的变动必须是这个最小变动价位的整数倍。合约报价的最小变动价位依据合约规格的大小、商品种类的不同以及该种商品价格波动的剧烈程度而有所不同。

(5) 每日价格最大波动幅度限制。

每日价格最大波动幅度限制,又称“涨跌停板”,是指当日某期货合约的成交价格不能高于或低于该合约上一交易日结算价的一定幅度,达到该幅度则暂停该期货合约的交易。实行每日价格最大波动幅度限制的目的在于减缓突发性事件或过度投机行为对期货市场所造成的冲击,给予市场一定的时间来充分吸收这些突发性事件或投机行为对市场所造成的影响,从而能够使市场保持相对的稳定。每种期货合约的当日价格最大波动限幅,根据具体的交易品种及该商品的市场特性的不同而有较大区别,例如:

芝加哥期货交易所规定:每日价格最大波动幅度限额是玉米期货 500 美元/张,大豆期货 1500 美元/张,豆粕期货 1000 美元/张,豆油期货 600 美元/张,小麦期货 1000 美元/张。

芝加哥商业交易所规定:每日价格最大波动幅度木材期货为 750 美元/张,活牛期货为 600 美元/张,生猪期货为 450 美元/张,冷冻五花猪肉期货为 800 美元/张。

伦敦谷物期货交易所规定:每日价格最大波动幅度豆粕期货为 100 英镑/张,马铃薯期货为 600 英镑/张,小麦期货和饲料大麦期货则没有每日价格最大波动幅度限制。

纽约咖啡、糖和可可交易所规定:每日价格最大波动幅度可可期货为 880 美元/张,白糖期货为 500 美元/张,11 号原糖(世界级)期货为 560 美元/张。

(6)交易时间。

每一份期货合约在期货交易所内都有具体的交易时间。例如：

芝加哥期货交易所规定：玉米、大豆、小麦、豆粕、豆油期货的交易时间为芝加哥当地时间上午 9：30 至下午 1：15，白银期货是当地时间上午 7：25 至下午 1：25，黄金期货是当地时间上午 7：20 至下午 1：40。

香港期货交易所规定：恒生指数期货交易时间为当地时间上午 10：00 至 12：30，黄金期货为上午 9：00 至 12：00 和下午 2：30 至 5：30。

伦敦金属交易所分上午场、下午场两场。上午场 11：50 至 13：05，下午场 15：20 至 16：35，每个品种为一节，每节 5 分钟，中间休息 10 分钟。

(7)质量标准。

质量标准指每一商品具有代表性的标准品级，一般采用国际贸易中通用的和交易量最大的商品质量作为期货合约的标准品级。在实际运作中，除了标准品级外，许多期货交易所还规定了替代可交割品级加减一定的质量升贴水也可用于实物交割。

(8)最后交易日。

最后交易日是指期货合约停止买卖的最后截止日期，每种期货合约都有一定的月份限制，到了合约月份的一定日期就要停止合约的买卖，准备进行实物交割履行合约。所以必须规定合约买卖的最后日期，逾期停止合约的买卖。例如：芝加哥期货交易所规定，玉米、大豆、豆粕、豆油、小麦期货的最后交易日为交割月最后营业日往前数的第七个营业日，黄金、白银期货的最后交易日为交割月最后营业日往前数的第四个营业日。

(9)合约到期日。

合约到期日是指期货合约交割过程的最后一天。在合约到期日以前，期货合约必须按照规定程序交割完毕。

(10)交割方式。

交割方式就是到期合约进行实物交割的具体方式。目前世界上的多数期货交易所都在国内或国外设立标准交割仓库，实行定点交割的交割方式。

第二节 期货市场的产生、发展

一、交易方式的自然演进

1. 交易方式

从人类社会的发展史来看,人类社会有了生产,就产生了交换。在漫长的社会进化过程中,先是物物交换,后来产生了商品货币交换。人们在社会生活中所发生的这些交换关系称为贸易活动。从总体上看,迄今为止的贸易活动可以大体上划分为现货贸易和期货贸易这两大类贸易,具体分类如下图所示:

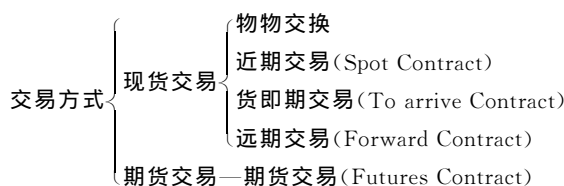


图 1.1.1 交易方式分类

2. 合同、合约发展

现货交易是一手钱一手货的商品货币交换。一般来讲,现货交易要签订现货契约——即合同。现货合同指的是即期或在未来一定时期交付某种商品的销售协议,对于所交付商品的质量、数量和交货日期由买卖双方协商而定。现货合同中诸多因素都是双方商定的对象,如果其中有一项如质量与协议不符,买卖双方都可能会提出对包括价格在内的诸多因素加以调整的要求。现货合同的种类与现货交易和种类是一致的,即期交易采用即期交货合同,如农民在秋季收获谷物时大多采用此类合同,他们按照当时的市价将谷物售给当地的粮食中间商。远期交易使用远期合同,在该合同中写明卖方同意在将来某一时间、将一定数量的商品出售给买方,并且说明经商的品种、规格、数量,以及交货地点、价格等内容,在进行实物交割时,买方将根据合同规定,仔细检查卖方所交割的商品,并根据双方谈定的质量和数量差异来调整价格。现货远期合同适用于一切现货交易,如谷物、房地产、金融、抵押业等交易,虽然合同形式不同,但都有在将来某一时期和某一价格水平上提供某项服务或交付某种商品的条款规定。由于现货合同是买卖双方的协议,而且不是标准化的合同,因此签约双方都有风险,假如有一方不守约定,或缺乏资金,或因未来发生的突发性事件影响,都有可能使

某一方或双方不兑现合同。

期货合约是在交易所内达成的一种公认的交易者必须守诺的契约,是一种标准化的、受法律和规则约束的合约,该约定规定了商品的规格、品种、质量、重量、交割月份、交割方式、交易方式等等,它与合同既有相同之处,又有本质的区别,所以我们称之为“合约”。该合约唯一可变的是价格,其价格是在一个有组织的期货交易所内通过竞价而产生的。

期货合约与现货合同的相同之处在于两者都是贸易方式的一种契约,两者的联系在于若没有远期现货合同,不会逐步标准化产生期货合约,即期货合约是远期合同逐步标准化而产生的。但是,期货合约与现货合同又有着重大的区别:

(1)标准化与非标准化的区别,期货合约是标准化的公众的一种约定,现货合同是双方协商签定的协议,交货时间、地点、方式、数量、质量、价格都因签约双方而异;

(2)价格决定的公开竞争性与非公开竞争性的区别,期货合约中唯一没有被标准化的是价格,它要在交易所通过公开叫价等方式竞争形成价格,而现货合同中的价格是双方私下商定的;

(3)是所有交易者的共同约定还是双方协议的区别,期货合约的条款是所有交易者共同的约定,现货合同的条款是双方商定。

3. 市场发展过程概述

市场的交易活动是为满足商业的特殊需求而产生,人类的市场交易活动随著人类之经济需求而逐渐地在演变;换言之,今日的市场制度并非是奇迹般地突然出现,而是经过几世纪慢慢地演进而成。归纳起来,现代市场的发展过程大致可分成五个阶段:即赠予;以物易物,现货市场,契约市场(或称预到市场)及最后的期货市场。由此可知,期货市场之设立仅仅是市场交易活动演进过程中的一个阶段而已,也是未来更进一步演进至某一种交易形式的进阶石。

二、国外期货市场的产生

1. 前期期货市场发展阶段

现代的期货市场和期货交易是在数百年商业实践的基础上逐步形成的,许多早期的商业惯例一直影响到今天。

在古希腊和古罗马时期,就已出现中央交易场所、易货交易、货币制度,还发展了按照既定时间和场所进行交易的活动。在罗马帝国鼎盛时期,罗马大厦广场是一个中心交易场所。雅典的大市场也具有同样性质。尽管这些文明古国相继衰败,但建立中央交易场所的传统却延续下来。

在中世纪的欧洲,由于商业发展受到阻碍,产品的买卖活动只能在分散的当地市场上进行。但时隔不久,又出现了事先宣布时间和地点的中世纪集市交易形成,这些地区性集市交易活动是由那些被称之为“泥腿子”的商人、手工艺人和推销商组织的,这些人得到了当局的财力资助,他们不辞辛苦地从一个城镇走到另一个城镇,安排集市交易。到12世纪,这种中世纪形式的集市交易在英国和法国,就其规模和复杂程度而言,已相当可观。随着交易的不

断专业化,有些集市已成为英国、西班牙、法国和意大利商人进行交易的中心场所。及至 13 世纪,在普遍采用的即期交货的现货合同基础上,已开始出现根据样品的质量而签订远期合约的做法。待至 13 世纪,在普遍采用的现货交易的基础上,开始出现根据样品的质量而签订远期合约的做法。

中世纪集市交易对现代期货发展的主要贡献在于其自我管理原则、仲裁原则以及其正规的交易方式。早期的英国商法规定了一系列被普遍接受的经营准则。这些准则为后来使用合约、抵押证券、运费收据、栈单、信用证、契据、汇票奠定了基础。在交易中,任何人违背了规则,就可能被同行判罚,停止其任何交易活动。这种自我管理原则经移民传入美国殖民地。大约从 1752 年开始,美国发展了一系列商品市场,包括农产品、纺织品、皮革、金属和木材等。大多数交易采用即期交割方式。这些市场促进了现货交易的发展,并为以后的期货交易创造了有利的条件。

十七、十八世纪以来,随着交通、通讯的改进以及现代化城市的发展地方性集市逐步为专业化的交易中心所替代。这些专业化中心市场交易先是在城镇广场等露天场所进行的,后来才移至茶馆、客栈等室内场所进行。这种交易场所并不只局限于英国和欧洲大陆,在日本和美国也有类似的市场。18 世纪初期,日本就已出现大米现货交易,在 1730 年又出现了远期合约交易,并成立了食用油、棉花和贵金属市场,但以大米市场交易量居多。美国的商品市场源于 1752 年,主要进行国内农产品、纺织品、皮革、金属和木材交易,大多数合同的成立采用即期交割方式。这些早期的交易市场,孕育着现代期货市场的萌芽。

2. 早期期货市场阶段

(1) 芝加哥期货市场产生的必要性、可能性。

现代期货交易于 19 世纪中叶勃兴于美国的中西部地区,其中心则在芝加哥。在这个时期,一系列十分重要的经济、技术因素出现并孕育了早期的期货市场。

芝加哥期货交易所(CBOT)的历史,即是近代期货行业的历史。CBOT 在 1848 年 3 月 13 日成立时,是一个商业协会,后来发展成为粮食现货和远期市场。到 1870 年初期才出现了比较初级的期货合约。CBOT 成立的背景就是因为农民、加工商和粮食供销商都寻求更好的价格信息。有了一个集中信息的场所,买卖双方才能得到更多、更有利的价格信息。这样交易得到了活力,市场发挥了发现价格的机能。

CBOT 初期的发展主要依靠改进运输和储存能力,而不是在于改进市场本身的设备。这在美国中西部地区引起了新的产生的诞生,同时提供了新的就业机会。

在市场的自然发展过程中,还有其他改进措施成为市场继续发展的原动力。其中最重要的是合约条件的标准化。合约标准化包括数量、质量、交货期、交货地点和付款条件等。标准化的合约反映了最普遍的商业惯例,能使市场参与者转让合约,在他不愿意或不需要保持合约时,把履约的义务转让给别人。这样,经过“市场制造者”也就是投机者转让合约,市场开始发挥其调节作用,保证粮食从经济上最有需要的生产者手里,流通到经济上最有需要提货的加工商、出口商或者消费者的手中。

同时,同样一批粮食在市场里能够造成许多项买卖。例如,有一个农民到芝加哥的市场来,同意按标准规格要求,对某一个加工商在某一交货日的当天或交货日以前卖出一批小

麦。这批小麦的价格可以在成交时商定,而付款可在交货时支付。如果在这期间里加工商的情况有些变化,他不愿意接收这批货时,他就能把这批货的合约转让给其他加工商或者出口商。这个过程一直继续到合同的提货义务转让到经济上最有需要提取这批货的一方。同样的,对买卖的双方来说,农民可能希望把他的交货义务转让给其他的对交货更有经济需要的农民。这样,实际要交货的是只有一批小麦,但是在市场上形成许多项的买卖。

这种市场活动称为“流动性”。流动性是指市场的灵活性,就是形容某一个市场如何能够迅速地向某一个买方或卖方提供他所需要的交易对方。流动性又形容市场在不产生过度的价格波动的条件下,他所能承受交易的能力。CBOT 初期的市场主要是由于远期合约的标准化得到了这流动性,而流动性刺激了交易者在市场上做出更多的交易。

(2)芝加哥期货市场产生的实证分析。

美国的现代期货交易于十九世纪初期首先出现于中西部边疆地区,它与芝加哥的商业发展和中西部地区的小麦交易密不可分,同时还得益于其得天独厚的地理位置——背靠密执安大湖,毗临中西部肥沃平原。十九世纪三、四十年代,芝加哥的农产品供求矛盾十分尖锐,市场秩序严重混乱,主要表现在:

①在年景尚可的年份,每当农场主在收获季节将谷物和牲畜运至当地市场出售时,他们经常发现;谷物和肉食的供应量远远大于磨坊主和批发商的有效需求。在无可奈何的情况下,农产主只得把售价压至最低水平,即使这样,大量的农产品还是难为短期需求所吸收,由于寻不到买主,大量的粮食被倾倒在街上白白浪费了。

②当年景不好时,由于供货奇缺、价格飞涨,城镇居民更是食不裹腹,企业也由于缺乏维持正常经营活动所需的原材料而濒临倒闭。在农村,尽管农场主手中握有足够的粮食,但苦于交通不便,难以将粮食运至城市销售,因而无力购买农具、建筑材料等工业制成品。

③在一年的大部分时间里,大雨大雪使得通往芝加哥的土路泥泞不堪,根本无法通行。即便商品运到城市,买主也将面临仓储设施不足的问题,落后的交通设施无法将仓库中的谷物及时运至东部,也无法远回西部所需的制成品。

为了改进芝加哥地区的贸易状况,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——芝加哥贸易局(CBOT)。最初创建这家交易所的目的在于为买卖双方提供交换商品的地点,以促进当地的商业活动。当时进行贸易的商品是多种多样的,除了粮食之外,还交易牛肉、猪肉、羊肉、种子、盐、皮革、葡萄酒、白酒、鱼、煤炭、木材、羊毛、石头、砖和其他产品。在所有产品中,活猪和猪肉产品交易量最大,后来,粮食买卖和远期合同交易的重要性逐渐增加,以至成为交易所的主要收入来源。很多粮食商人转向学习利用这种工具,使这里的粮食交易有了巨大的增长。CBOT的成立,是世界粮食贸易史上的一个里程碑,标志着世界期货交易时代即将到来。

1848年成立芝加哥交易所以后,渐次引进“远期”合约。这种合约从1851年开始出现。“远期”合约的交货条件要求在某一个时期、在某一个地点、在火车厢或船舱进行交货。这些条件由买方和卖方个别商定。至少在开始时,合约并没有一般标准。

远期合约在50年代给芝加哥的粮商带来了许多的方便。当时,粮食运输很不可靠,轮船的湖运航班也不定期,从美国东部和欧洲传来的消息需要很长时间才能传到芝加哥,价格

波动也相当大。在这情况下农民即可利用远期合同保护他们的利益。同样,加工商和出口商能够利用远期合同保护他们的利益。

远期合约同时在价格下降或上涨时对供销商的经营很有帮助。例如,卖方可以利用远期合约,以将来的某一时期交货为条件,卖出他还没有接到的粮食。如果,在成交时到交货期之间,粮食价格下降,卖方即可在现货市场买进比远期成交价低价的粮食,在远期市场上实行现货交割,这样他可以得到赢利。要求实货交割的合约可让怕将来价格下降的粮商以出卖现货防止因价格下降所遭到的损失,但不能提供从价格下降获得利益的机会。

(3)芝加哥期货交易所标准化合约的确立。

虽然在1851年已有远期交易,但是在1859年以前利用这工具的人并不很多。突破性进展的原因在于合约标准化,尤其是对于粮食的等级和质量规格的标准化。等级分类方式统一后,就能发行一种仓库收据证明某批粮食的所有者,但这证据不一定要说明这批粮食在仓库的哪一个部位。这情况促进了粮食大批管理操作,并且因为不必要按粮主分箱储存,减低了储存成本。另外,标准化的期货合约要求最普遍的等级的粮食为他的交易品种。也就是说这等级粮食最容易入手。因此当期货投机商为满足期货交货要求需要买进现货粮食时,他较容易在现货市场找到这批货。这样增大了投机商对期货交易的信心。

合约标准化很明显地提高了合约本身的商业性,使最后的交货或提货人有很大的经济兴趣进行交货或提货。发展期货合约的主要原动力也就是对远期合同的进一步的标准化。

期货交易大约在1860年代初期开始出现。当时正在南北战争中,粮食供求很不规则,粮食价格波动幅度也相当大。这种情况下,远期交易非常活跃。结果,在1865年芝加哥交易所制定了第一条交易规则,规定远期合约成交后必需存放保证金。保证金的金额不得超过合约粮食价格的10%,只在买卖双方或某一方提出要求时才实行。同样重要的是,1865年还制定了包括等级、质量、交货月份等的规则,合同规格得到进一步标准化。至此,严格意义上的期货交易才得以确立。

美国的期货交易在19世纪后期到20世纪初期大有发展。新的交易所在芝加哥、纽约、堪萨斯成立,棉花、黄油、鸡蛋、咖啡、可可等新品种陆续上市,随着美国工业的发展,像金属期货也开始上市。

在美国期货交易逐渐发展的同时,地方或全国性的现货市场渐渐失去重要性。第一,美国粮食交易集中于不到十家大粮商的手中,这些粮商通过电话即可得到所需要的信息,不必再到现货交易所。一般农民把他的粮食卖给地方的粮食蓄存商。那些大粮商不到现货市场去买粮食,而直接从地方的粮食蓄存商买进粮食,然后直接把粮食运到加工商或其他港口蓄存商或出口商。现在现货市场还在部分地区存在,但他们在美国粮食流通上的重要性是有限的。第二,1922年商品交易法的制定。按该法要求所有在美国国内的期货交易必须在交易所内进行。相反的,在美国没有法律要求现货交易要在交易所内进行。另外值得注意的是,在1990年后随着电脑交易系统的发展,电脑交易联络系统挑战着集中型的期货交易形式。今后随着通信技术不断的发展,人们集中到某地方交易的必要性会越来越减少。

(4)美国期货市场的新发展。

20世纪初期期货行业最显著的发展是1925年芝加哥交易所结算公司的成立。其后所

有在 CBOT 成交的交易必需要进入 BOTCC 的会员公司做结算。

成立 BOTCCR 的主要目的在于保持相配或对冲买卖相对的同时所需要的交易记录,更重要的是在于保证在 CBOT 成交的所有合约能保持财务上的廉洁性。为此,BOTCC 对每一卖方成为他的买方,对每一买方成为他的卖方。换句话说,某一合约在 CBOT 成交,经过 BOTCC 结算后,原来的买方就不必从原来的卖方买货,他只要找 BOTCC 即可。同样的,原来的卖方不一定要找原来的买方交货,他只要给 BOTCC 交货。这种过程排除了对对方的财务能力的风险,BOTCC 的财务上的廉洁性代之保证了交易双方的信用。

BOTCC 能够对买方成为他的卖方,对卖方成为他的买方,承担了所有责任和财务上的风险。他能做到这一点,是因为有逐日盯市的保证金制度。BOTCC 每天按当天的结算价格,对每一个交易者所持的合约总值进行结算。就是说,某一个会员所持的合约总值由于市场价格变动下降的话,这会员必须要在当天向 BOTCC 以现金支付他所亏损的保证金。如果某一个会员所持的合约总值对当天结算价上升时,BOTCC 将向这会员当天支付他所赢利的金额。CBOT 之所以能够保证期货交易的财务廉洁性在于这保证金制度,要求每天对每个合约进行结算,算清当天的亏赢。自从 1925 年 BOTCC 成立以后,没有一个 CBOT 的交易者因 BOTCC 没有履行他的财务责任而受到过损失。

所有期货合约开始进入结算公司结算后,金融期货的创造成为美国期货行业发展史上的另一个课题。

1972 年 5 月,芝加哥商业交易所推出了英磅、德国马克、法国法郎等的货币期货。在 1975 年 CBOT 推出了第一张利率期货合约——抵押证券期货合约。这一张合约是由美国政府保证履约的住宅抵押债券。

但是金融期货发展的历史上最为显著的事件,可能是 1977 年 8 月 22 日美国长期国库券期货合约在 CBOT 上市。美国长期国库券期货合约发展成为世界上交易量最大的一张合约。1990 年交易总量达到了 7550 万张,一天平均交易量有 30.2 万张左右。美国长期国库券期货合约的交易量占有所有美国金融期货交易的 21%。

美国长期国库券期货合约也是逐渐发展的。就像其他所有具有风险保值功能的期货合约一样,美国长期国库券期货合约的成长也靠其对应的现货市场的价格波动率。在 100 多年的历史中,期货行业经历了从单纯的农产品到金融工具的进化过程,但其基础是始终如一的,即需要有对应商品的现货价格波动。

有两件事对美国国库券期货的超级发展有重要意义。第一个事件是 1979 年 10 月美国联邦储备要开放利率。联邦储备通过国库券的买进或卖出等公开市场操作,来控制货币供应总量。这就是说利率和国库券的价格将要脱离政府控制,开始按自由市场价格波动。

第二个事件是 1982 年 12 月 13 日 CBOT 理事会决定,在 12 月 23 日那天从正午停止交易。但美国财政部准备在 12 月 13 日推出新的 20 年国债。第二天,美国财政部主动发表改变其推出日。美国财政部认为如果将国库券在 CBOT 没有全天开市时推出的话,联邦储备系统银行因没有可靠的保值手段,自然不会有活跃的交易。原因很简单:没有期货市场就没有保值的场所,政府不应该在这情况下推出新的国库券。

1972 年创出金融期货,长期国库券期货合约上市之后,美国期货行业接着发展了期权

合约。

期权和期货一样对价格波动可提供保值的场所。但期权和期货之间有明显的区别。在期货合约买方和卖方分别承担提货和交货的责任。但是在期权合约,比方说长期国库券期权合约,看涨期权的买方获得权力,而不是义务。买进看涨期权的人有权在期权有效期间的任何时期,按一定的价格(“敲定价格”)实行期权获得长期国库券期货合约的多头部位。同样的,看跌期权的买方有权在期权有效期间的任何时期,按敲定价格实行期权获得长期国库券期货合约的空头部位,按期权合约的条件,买方有权选择实行期权建立期货部分或者让合约过期失效。期权的买方要付权利金以换取期权所赋予的权利。这权利金的价格是在指定的交易场所内公开叫价竞价方式拍卖而定的。买方支付权利金后并没有义务要购买,因而他也不用再付履约保证金。

期权的卖方有不同的责任。长期国库券看涨期权的卖方,当买方实行期权时,他有义务按敲定价格承担一个长期国库券期货的空头部位。同样的,长期国库券看跌期权的卖方,在买方实行期权时他有义务按敲定价格承担一个长期国库券期货的多头部位。因为当买方实行期权时期权的卖方要承担一些义务,他必须要支付履约保证金,来保证他的义务将被实行。

期权交易因为能够使期权的购买者以有限的风险达到价格保值的目的,逐渐提高了名声。期权买方风险有限是因为他可能遭遇的损失不会超过原先的权利金。另外,看涨期权的买方一方面能保持在价格下跌时在期货市场能够赢利的可能性,同时对价格上涨进行保值。同样,看跌期权的买方一方面能保持价格上涨时在期货市场获得利益的可能性,同时对价格下跌进行保值。

看涨期权的卖方在价格上涨时会面临无限的风险,而看跌期权的卖方在价格下跌时会面临无限的风险。但是,期权的卖方在成交时从买方赢得权利金,而如果买方决定让期权过时失效时,这权利金就成为卖方的利益,卖方对他所承担的风险获得报酬。

期权交易因为向期权的买方提供了以有限的风险实行多样化的风险管理的场所,逐步建立了其名声,长期国库券期权在 1982 年开始交易后,在美国所有有流动性的期货合约都陆续发展其选择权交易,其中包括 CBOT 上市的中期国库券、玉米、小麦、大豆、大豆油等的期权合约逐步上市。1990 年在 CBOT 成交了 3346 万张期权合同,占交易所交易总量的 21%。在美国国内,1990 年的所有权交易量是 64.10 万张,期货行业所创造的新工具将会在今后 10 年里有更进一步的发展。

3. 现代期货市场发展阶段

现代期货市场的提法目前有所争论,其具体意义突出本世纪七十年代以后期货市场发生日新月异的变化。许多学者针对期货市场令人目眩发展的七十年代,称作为现代期货市场阶段,日本学者为之命名为“期货市场的时代。”

笔者认为:所谓“期货市场的时代”是指期货市场对经济发展的贡献而言,期货市场的成长与企业生产经营的面临的风险不断增加直接相关,我们可以例举一些事件来说明 70 年代以来企业经营环境的变化。

1972 年美国总统尼克松宣布美元与黄金脱钩,使货币率的变动给企业带来很大的风

险。1973 年之后,世界各主要市场经济国家货币浮动剧烈。如日元对美元从 1 美元兑换 360 日元,涨到 1 美元兑换 130 日元。各国货币的币值都在不断地变动。

1979 年战争爆发使得国际原油价格暴涨,每桶原油涨到 40 美元;

1987 年美国股市大跌使全世界资金市场振荡;

1988 年夏季美国中西部大干旱,使谷物价格暴涨。

这些例举事件证明了在经济国际化、现代化的条件下,全球经济密切相关,任何一个经济、政治、社会甚至环保的事件都会影响价格变动,使得企业运营的风险加剧,从而使期货市场迅速成长。我们以美国期货交易量的成长来说明这一问题。

下列这些表反映了美国期货交易所期货交易量的情况:

表 1.1.2 美国期货交易所与交易期货买卖权合约一览表

期货交易所	期货买卖权 合约类型	合约大小	合 约 交 易 量			
			1987	1988	1989	1990
1. 芝加哥 交易所 (CBOT)	玉米	5,000 英斗	661,519	1,591,223	1,519,164	2,116,302
	小麦 (软红冬麦)	5,000 英斗	124,598	445,575	484,952	482,941
	黄豆	5,000 英斗	1,242,072	3,245,134	1,975,440	2,089,382
	黄豆粉	100 吨	81,213	172,428	112,474	181,429
	黄豆油	60,000 磅	85,735	124,131	101,158	138,089
	燕麦	5,000 英斗				
	白银	1,000 英两	10,009	8,303	8,346	1,398
	美国长期公债	100,000 美元	21,720,402	1,509,425	20,784,019	27,315,411
	美国十年期中公债	100,000 美元	1,421,852	1,011,626	1,168,196	936,754
	美国五年期中期公债	100,000 美元				87,440
	日本长期公债	2,000 万日元				475
	抵押贷款证券	100,000 美元			13,564	19,231
	市政公债指数	1,000 美元 × 市政	118,632	171,788	88,591	85,613

公债指数期货价格

* 东京股 5,000 美元 × 东京
价指数

股价指数期货价格

* 利率交换一三年期 25 美元
× 固定利率的收益率

* 利率交换一五年期 25 美元
× 固定利率的收益率

合计 25,466,032 26,279,633 26,255,904 33,461,799

* 在 1991 年推出

2. 芝加哥商业	活猪	30,000 磅	147,859	130,206	127,258	171,306
交易所(CME)	活牛	40,000 磅	1,222,397	1,067,593	886,858	713,276
	猪腹肉	40,000 磅	15,112	12,143	53,643	46,286
	饲养用幼牛	44,000 磅	134,830	163,433	152,483	168,310
	木材	150,000 材	6,483	22,171	17,450	29,717
	欧洲美元	1,000,000	2,569,957	2,599,839	6,001,522	6,859,625
	定期存单	欧洲美元				
	英镑	62,500 英镑	569,062	543,380	405,993	501,187
	德国马克	125,000 德国马克	3,125,687	2,734,079	3,795,135	3,430,374
	瑞士法郎	125,000 瑞士法郎	1,053,323	1,069,798	1,488,682	1,130,447
	日元	12,500,000 日元	2,250,813	2,944,889	3,127,247	3,116,130
	加币	100,000 加币	48,690	313,901	274,362	283,609
	澳币	100,000 澳币	6,811	23,257	27,381	
	美国国库券	1,000,000 美元	11,634	5,916	16,713	32,283
	S&P500 股价指数	500 美元 × 指数期货价格	1,877,295	734,827	1,161,827	1,638,131
	日经股价平均数	5 美元 × 日经股价平均数期货价格	8,793			
	* 嫩鸡肉	40,000 磅				
	合计		13,033,142	12,348,986	17,532,232	18,156,855
	* 在 1991 年推出					

3. 纽约商品	黄金	100 两	2,080,067	1,698,696	1,603,799	1,931,804
交易所	白银	5,000 英两	918,064	872,106	752,645	747,499
(COMEX)	铜	25,000 磅	612,850	402,790	221,725	

金融投资与投机(上卷)

	高级铜	25,000 磅	2	12,310	107,387	
	合计		3,610,981	2,973,594	2,590,479	2,786,690
4. 纽约商业	原油	1,000 桶	3,117,037	5,480,281	5,685,953	5,254,612
交易所	燃料油	42,000 美国加仑	143,605	125,812	298,136	406,810
(NYMEX)		(1,000 桶)				
	无铅汽油	42,000 美国加仑			332,094	435,685
		(1,000 桶)				
	白金	50 英两				3,746
	合计		3,260,642	5,606,093	6,316,183	6,100,856
5. 咖啡、糖与	11 号砂糖	112,000 磅	32,927	1,536,345	1,932,752	2,393,016
可可交易所	C 级咖啡	37,500 磅	25,639	65,204	114,216	282,566
(CSCE)	可可	10 公吨	13,910	95,509	153,562	344,944
	合计		472,476	1,697,058	2,200,530	3,020,526
6. 纽约棉花	棉花	50,000 磅	73,480	124,260	424,841	284,991
交易所(NYCE)	桔子汁	15,000 磅	685	5,873	13,175	63,029
	美国五年期中期公债	100,000 美元		13,479	1,278	
	美元指数	500 美元×美元指数	14,538	10,525	4,844	99,668
		期货价格				
	合计		88,703	154,137	444,138	447,688
			1987	1988	1989	1990
7. 堪萨斯市交易(硬红冬麦)所(KCBT)	小麦	5,000 英斗	33,228	30,178	38,169	65,794

合计			33,228	30,178	38,169	56,794
8. 纽约期货交易所 (NYFE)	NYSZ 综合 股份指数 500 美元×指 数期货价格	206,63	23,304	39,482	25,501	
CRB 期货 价格指数	500 美元×指 数期货价格		1,007	3,546	3,544	
合计			206,631	24,311	43,028	29,045
9. 美中商品 交易所 (MGE)	黄豆 小麦 (软红冬麦) 黄金	1,000 英斗 1,000 英斗 33.2 英两	12,317 530 74	21,043 533 77	20,019 1,672 1,660	23,578 3,408 2,324
	合计		12,921	21,653	23,351	29,310
10. 明尼亚波 里斯谷物交 易所(MGE)	美国小麦 (硬红春麦) 欧洲春麦 合计	5,000 英斗 5,000 英斗	1,229 1,229	1,847 1,847	2,104 12 2,116	4,509 22 4,531
所有期货 交易所总计:			46,185,985	49,137,490	55,446,130	64,103,094

资料来源:美国“期货业公会”(Futures Industry Association)

表 1.1.3 1987 年世界各大交易所期货期权交易发展概况

名次	期货交易所与买卖权交易所	合约交易总量(1987)
1	芝加哥交易所(CBOT)	127,092,990
2	芝加哥买卖权交易所(CBOE)	102,655,346
3	芝加哥商业交易所(CME)	84,367,214
4	纽约商业交易所(NYMEX)	25,735,271
5	纽约“商品交易所”(COMEX)	21,495,598
6	东京证券交易所(TSE)	18,284,198
7	美国证券交易所(AMEX)	16,465,517
8	伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)	13,600,670
9	巴黎金融工具期货市场(MATIF)	12,018,290
10	费城证券交易所(PHLX)	10,570,057
11	东京工业品交易所	6,496,804
12	咖啡、糖与可可交易所(CSCE)	6,256,857

13	悉尼期货交易所(SFE)	5,562,240
14	巴西“商业与期货交易所”(BMF)	5,339,126
15	东京谷物商品交易所(TGE)	5,200,469
16	香港期货交易所	4,535,239
17	伦敦金属交易所(LME)	3,284,109
18	纽约期货交易所(NYFE)	3,275,756
19	伦敦期货期权交易所(EOX)	2,802,878
20	纽约棉花交易所(NYCE)	2,498,041
21	纽约证券交易所(NYSE)	2,490,303
22	美中商品交易所(MACE)	2,394,679
23	新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)	2,115,773
24	堪萨斯市交易所(KCBT)	1,583,331
25	伦敦国际石油交易所(IPE)	1,114,269
26	蒙特利尔交易所	872,496
27	斯德哥尔摩买卖权市场(SOM)	376,771
28	新西兰期货交易所	357,174
29	明尼亚波里斯谷物交易所(MGE)	319,266
30	多伦多证券交易所(TSEX)	227,404
31	里耳马铃薯期货市场(LPFM)	207,204
32	大阪证券交易所(OSE)	200,480
33	波罗的海期货交易所(BFE)	139,053
34	吉隆坡商品交易所	107,597
35	多伦多期货交易所(TFE)	95,897
36	温尼伯商品交易所(WCE)	74,365
37	温哥华证券交易所(VSE)	8,922
合 计		490,176,684

资料来源:卢飞山编《有问必答谈期货》第260—261页

进入1980年代之后,期货市场的发展出现了新的特点,具体讲有如下几个特点。

第一,商品品种结构发生了变化,传统的占主导地位、农产品期货交易量其绝对量仍然增加,但市场占有率下降,即金融和石油等商品迅速发展。

芝加哥商品交易所在1980年以后农产品期货交易的占有率不断下降,如下表所示:

表 1.1.4 CBOT 农产品期货市场占有率变化表

年 份	市场占有率(%)
1980 年	79.2
1981 年	65.5
1982 年	56.7
1983 年	58.3
1984 年	42.4
1985 年	28.9
1986 年	21.9
1987 年	21.1
1988 年	30.1
1989 年	25.6
1990 年	25.7

资料来源:威廉·格罗斯曼、常 清著《期货市场的理论政策与管理》第 19 页,山东人民出版社,1992 年版。

下面这些表反映了美国期货交易中哪些是最活跃的品种,最近几年的变动情况如何:

表 1.1.5 1972 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	黄 豆	CBOT	4,043,474
2	猪腹内	CME	2,057,064
3	玉 米	CBOT	1,942,120
4	活 牛	CME	1,370,471
5	黄豆油	CBOT	1,110,776
6	砂 糖	CSCE	875,178
7	小 麦	CBOT	855,813
8	白 银	COMEX	815,168
9	白 银	CBOT	813,492
10	黄豆粉	CBOT	630,916

美国所有期货合约交易总量:18,332,055

表 1.1.6 1977 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	黄 豆	CBOT	7,996,139
2	玉 米	CBOT	5,021,827
3	白 银	COMEX	3,573,301
4	活 牛	CME	2,639,517
5	黄豆油	CBOT	2,535,046
6	黄豆粉	CBOT	2,373,453
7	白 银	CBOT	2,257,059
8	小 麦	CBOT	1,820,790
9	猪腹内	CME	1,358,730
10	活 猪	CME	1,307,712

美国所有期货合约交易总量:42,847,064

表 1.1.7 1982 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	16,739,695
2	黄 金	COMEX	12,289,448
3	黄 豆	CBOT	9,165,520
4	玉 米	CBOT	7,948,257
5	国库券	CME	6,598,848
6	活 牛	CME	4,440,992
7	小 麦	CBOT	4,031,584
8	活 猪	CME	3,560,974
9	黄豆油	CBOT	3,049,313
10	S&P500 指数	CME	2,935,532

美国所有期货合约交易总数:112,400,879

表 1.1.8 1987 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	66,841,474
2	欧洲美元定期存单	CME	20,416,216
3	S&P500 指数	CME	19,044,673
4	原 油	NYMEX	14,581,614
5	黄 金	COMEX	10,239,805
6	黄 豆	CBOT	7,378,760
7	玉 米	CBOT	7,253,212
8	德国马克	CME	6,037,048
9	日 元	CME	5,358,556
10	瑞士法郎	CME	5,268,276

美国所有期货合约交易总量:228,876,684

表 1.1.9 1990 年美国交易最活跃的前十名期货合约

名次	期货合约	期货交易所	当年交易量(合约张数)
1	长期公债	CBOT	75,499,257
2	欧洲美元定期存单	CME	34,695,625
3	原 油	NYMEX	23,686,897
4	S&P500 指数	CME	12,139,209
5	玉 米	CBOT	11,423,027
6	黄 豆	CBOT	10,301,905
7	黄 金	COMEX	9,730,041
8	德国马克	CME	9,169,230
9	日 元	CME	7,437,233
10	瑞士法郎	CME	6,524,893

美国所有期货合约交易总量:276,535,504

第二,亚太地区期货交易迅速增加和期货交易所的兴建,使亚太地区的期货市场成长迅速。

亚太地区的经济成长从 70 年代开始,80 年代举世瞩目,日本经济的发展,亚洲“四小龙”经济的高速增长,使亚太地区的经济规模迅速扩大。亚太地区的许多国家和地区如日本、“亚洲四小龙”都是加工出口贸易国和地区,这些国家和地区的企业面对变幻莫测的国际市场,必须通过期货避险,所以,表现为芝加哥夜市的兴旺和亚洲交易所的建立。

1987年4月30日,芝加哥商品交易所开始在星期日至星期四的晚上从当地时间下午6点至晚上9点30分进行夜市交易,这个时间正好对应着东京时间的上午8点到11点30分,香港时间的上午7点到10点30分。夜市是白天市场交易时间的延长。芝加哥商品交易所规定,前一天的夜市开盘为一天的开盘,而当天白天交易时间的结束为整个一天交易的收盘。由于夜市实际上是为了开拓亚洲市场,所以交易量出乎意料地增长。1987年5月到12月,每个夜市平均交易量为15,971张,1988年平均为14,043张,1989年平均为14,745张,1990年平均为17,841张。

80年代,亚太地区纷纷建立期货交易所。东京证券交易所是日本第一个上市金融期货的交易所,交易品种有日本国库券期货和期权,1987年总交易量为18,261,634张,1988年为18,719,722张,1989年为18,941,890张,1990年为16,306,571张。还有东京股票指数期货和期权,美国长期国库券期货。

大坂证券交易所在1987年6月9日开始上市“大证50”股票期货,于1988年9月3日上市日经225种股票指数期货。“日经225”期货交易交易量最大,1990年总交易量为13,588,779张合约,1989年6月12日开始,日经225期权交易,1990年成交了4,067,407手看跌期权和5,120,334手看涨期权合约。

东京国际金融期货交易所于1989年6月30日成立,上市品种主要有90日欧洲日元,90日欧洲美元和日元对美元期货,1990年总交易量为14,450,989张合约。

东京谷物交易所是日本最大的谷物期货交易所,成立于1876年,期货交易从1952年10月开始,实行“分节一价制”的价格形成办法。品种有美国大豆、中国大豆、红豆等等,1990年总成交量7,282,485手合约。

东京工业品交易所成立于1894年,现代期货交易的开始是在东京纤维交易所、东京橡胶交易所和东京黄金交易所合并以后,其上市品种有黄金、白金、银、棉纱、橡胶和毛线,其总成交量1990年为14,839,666手合约。

悉尼期货交易所上市合约有澳洲90日银行短期债券,10年期国库券和3年期国库券等等,1990年其总成交量为11,585,627手合约。

吉隆坡商品交易所是1980年10月开业的。主要交易椰子油期货、可可期货、锡、橡胶期货,目前正在讨论上金融期货。

新加坡国际货币交易所建立于1984年7月,上市品种有74个,有股票指数、货币和石油产品三大类。新加坡国际货币交易所与芝加哥商业交易所互相对销的体制,建立以来,其交易量不断增长,1984年为145,907手合约,1986为875,556手。1987年为2,141,983,1990年为5,720,610手合约。

香港期货交易所1977年5月9日开业,主要交易品种有恒生指数期货、原糖期货、大豆期货等等。香港期货交易所经历了全球高市大跌之后,重新建立了其新的体制。

第三,中国期货市场异军突起。

中国正在进行期货市场的试点,目前已建立中国郑州粮食批发市场、深圳有色金属交易所、上海有色金属交易所等规范化的交易所。

第四,世界金融市场融为一体,全球期货交易网络(GLOBEX)使世界范围内期货交易

进入“无停顿的连续时代”。

(1)世界金融一体化。1988年,当美元对其他主要国家通货——尤其是日元的价位继续显现其长久以来的滑落之势时,美国外国通货(即外汇)与股价指数期货市场就变为疯狂欢欣不已。这些市场就其参与者的构成而言,真的已变为全球性市场,因为投身其中的交易人遍布于世界各个角落。欧洲与亚洲投资人参与美国市场者逐渐增加,美国期货市场已充分感受到此项影响。在另一方面,美国投资人到外国期货市场中交易者,也达到破纪录的水准。结果,世界金融市场则前所未有地变为更加统合一体。

对美国的期货与期货买卖权交易人来讲,期货市场全球性统合的程度日渐增强,这意味着他们必须从更多来源去汇集与评估市场信息。尤其是,在预测美国期货市场每天早上开盘时价格将会如何变动时,关于海外期货交易所交易活动的市场信息,将变为非常重要。很多美国人抱怨道,每天晚上当美国市场正在睡觉时,在世界的另外一边却有如此多的事情发生,持有未平仓的期货部位过夜未免太过危险了,因为今天早上的开盘价格往往跟前一天的收盘价格大不相同。

美国期货交易所对此作的反应是,开始进行夜间交易。在“正常交易时间”(normal trading session)于下午结束后,市场跟往常一样地收盘,但在用完晚餐后市场又于晚上开始进行另外的交易时间。夜间交易时间起讫时刻的安排,最初乃是为了要配合东京市场的开盘时间。利用这种方式,美国交易人就可以对亚洲市场的活动作出反应。CBOT 和 CME 作出了突出贡献。

(2)无停顿的连续运作时代和 GLOBEX 系统。GLOBEX 是期货、期权交易的全球电子计算机交易系统,它使世界各地的交易者可以通过这个系统的终端进行全天 24 小时交易。它并不取代目前交易所的公开叫价制,而是在芝加哥市场白天交易时间以外也能够迅速地交易。GLOBEX 将在亚洲和欧洲的工作时间内运行,交易所的会员将利用其终端,在各自的办公室里进行交易。交易者的询价和报价输入该系统,当电脑找到对方时,同时向原来的买方或卖方发生确认信息,同时,该交易信息被传送到结算所,进行结算。

GLOBEX 系统的开发,将使期货市场在 90 年代进入一个崭新的时代。这个系统是路透社、芝加哥商品交易所,芝加哥商业交易所共同开发的,将交易的商品主要有日元、德国马克、瑞士法郎、英镑、澳元、加拿大元、法国法郎、欧洲美元、短期国库券期货与期权,还在继续研究其它品种进入该系统。

根据一位投资人的说法,期货市场的全球性统合对交易人的影响,是让你在晚上不得安眠。有些在大型公司上班的交易人,现在是整天 24 小时都在工作。他们身边总是携带着手提式行动电话,这些人的确是一天 24 小时都在随时待命。

第五,期货市场进一步完善化。期货市场管理急待国际化,协作化和配套化。在经历了市场动荡之后,未来期货业法律规章的改进将着重在以下几个方面:

(1)在市场发生意想不到的剧烈波动时,保障交易所的财务完整性。主要措施包括严格审查会员和顾客的资信,建立多项后备准备基金。

(2)防止监管中的政出多门、自相矛盾。根据市场关联性要求,应将有关市场(如股票指数期货、指数信贷期货期权、股票现货三个市场)置于同一监管机构的控制之下,不应由不同

机构监管不同市场。

(3)国际合作中的法律适用问题如何解决。例如,外国投资者欲进入美国期货市场,其母国的法律必须同美国商品期货交易委员会的条例有可比性,这不仅涉及法律问题,而且关系到会计、审计等制度问题、需要双方通过广泛而持久的磋商加以解决。

(4)如何与各国国情和体制相结合。

第二章 期货市场与市场经济

第一节 期货市场是市场经济的必然产物

一、市场经济下的价格发现和风险回避

市场经济,是指适应社会化大生产和市场国际化的客观要求,以市场作为社会资源配置最主要手段的经济运行形式与方法。企业的生产经营购销活动,都要以市场为中心,并围绕市场转。而市场的核心问题是价格。除极少数商品须由国家定价外,商品价格、要素价格都应该由市场供求来决定。

在市场经济条件下,真实价格是实现社会资源优化配置必不可少的前提条件。这种真实价格不可能由政府行政制定,也不可能由计算机“模拟”市场制定,而必须通过市场机制的运作去“发掘”,这个价格既反映即期供求,又必须反映远期供求。所谓的价格发现,也就是期货市场上供求双方通过公开公平、自由的竞争,从而使商品价格实现市场化的过程。商品价格也因此不断地更新和向世界辐射以及传递,从而最终“发现”反映供求的真实价格。期货市场之所以具备这一功能,这是因为:它把对某种商品的大量买者和卖者都集中在一起,买卖双方包括商品生产者、经营者、加工者、消费者、进出口商以及投机者,他们通过期货经纪行汇聚在一起竞买产卖,市场参与者根据他们各自对该商品的生产成本、预期利润以及合理预期公开报出自己的理想价格,然后再由市场竞争,“锻造”出一个市场参与者各方都能接受的逼近均衡点的“真实价格”。真实价格的作用就在于:它是基础价格,全国乃至世界有关该商品的生产经营以及加工者、进出口商,都把它作为决策的指南,并且不断地改善生产经营购销活动;这个价格影响和制约着现货市场价格,世界各地期货交易所以外的同类商品交易,一般都以此作为基础来考虑的,国际贸易中常用的现货价格等于期货价格加(减)去相关因素造成的影响幅度。有个明显的例子可以说明:五十年代以后,北美和欧洲一些生产使用

金属的工业国家,试图摆脱最权威的金属交易所——伦敦 LME 的价格;制定了“生产者价格”,但市场的力量迫使这些国家不得不放弃“生产者价格”,不得不接受最能敏感反映金属供求的 LME 金属价格。发现价格机制的作用由此可见。

在市场经济条件下,真实价格的发现并不能解除价格风险的损害。价格风险被定义为由于价格波动从而对经济利益的主体带来损失的可能性。市场经济本来就是风险经济,价格是市场经济的核心,价格风险则是市场经济的必然伴生物,无论是在资本主义或社会主义制度下,只要有市场经济的存在,就必然有价格风险的存在。从市场经济发展的进程来看,影响价格波动的各种因素在逐步增多并变幻多端,起初影响商品价格的因素主要是供求和价值,以后随着经济活动的货币化和“固定江制”的解体,战后相对稳定的布雷顿森林体系解体,美元价值与黄金脱钩,即便是货币价格亦剧烈波动,加之社会心理以及经济政策等因素的影响,这使得价格波动时间更频繁,价格波动的辐射面更广泛。就风险所包含的经济内容来说,包括流通事故风险、物质风险、信用风险、外汇风险和价格风险,而在特定时间条件下,买卖双方主要是就某种特定商品的价格进行实质性交易,即在交易池内价格风险成为经济风险的“凝聚物”和“载体”,价格风险直接涉及到买卖双方的切身利益。这样一来,价格风险无论是对于商品生产者、还是经营者来说,都是极为不利的,他们并不愿意承担变得日益不可捉摸的价格风险,价格风险的复杂性可通过下面图中价格风险的影响因素得以说明:

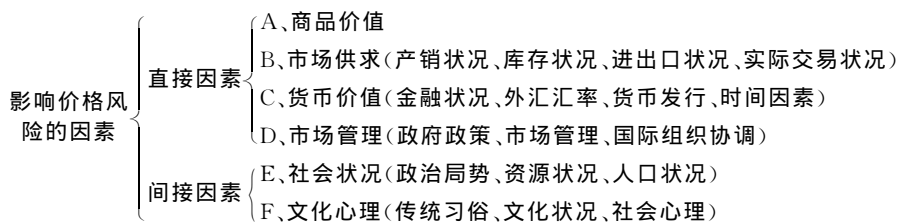


图 1.2.1 影响价格风险的因素

以上各种因素迫使价格风险成为经济生活中的“众矢之的”,商品生产经营者更乐意在抵补成本之后获得必要的正常利润,他们迫切需把价格风险转移出去。而在经济生活中转移或回避价格风险要顺利完成,必须遵循四大原则:其一、方便原则。这种转移机制可以迅速简洁地提供降低价格风险的机会与服务,风险回避者和风险承担者能非常方便地进行接触;其二、灵活原则。这种转移机制在回避和承担价格风险的同时,并不减少政府管理的弹性和有效性;其三、效益原则。这种转移机制要求交易成本低,成交效率高;其四、守信原则。这种转移机制并不是以信用风险来取代原有的价格风险,其结算要有担保,买卖双方的利益必须得以维护。现实生活,价格风险的回避与转移要行之有效,还取决于政府的市场政策,世界上政府可采纳的政策不外乎三大类:第一类,完全自由价格政策。政府纯粹不承担价格风险,而由市场全盘承担价格风险;第二类,完全支持价格政策。价格风险基本上由政府承担;第三类,调节价格政策,政府出于总量调控的要求承担极少的价格风险,而且不干预生产经营者具体交易,大部分价格风险由市场承担。三十年代大危机以来,政府干预经济已

经成为不可逆转的潮流。完全自由价格政策早已被市场经济国家摒弃。如果政府执行的是支持价格政策,支持价格又高于市场价格,实际中的价格风险已经由政府来承担。此时也没必要采用市场自组织来转移风险。如果执行的是调节价格政策,政府可以在它认为可接受的范围内承担价格风险(目的是总量调控和稳定社会经济生活),而在此之外的价格风险基本上由市场自组织来分解和转移。

一对一或分散的交换不可能来转移风险,远期批发市场和期货市场作为两种市场自组织方式可供选择。但直至今天为止,仍有不少同志反对建立期货市场,有的甚至把远期批发市场等同于期货市场。其实,二者之间的区别是极其明显的,就批发市场而言,它能集中形成的价格就受到相当大的局限,远期批发市场已带有固定购销关系的性质,它不可能做到将特定商品的各种供求者,包括投机者在内的市场参与者广泛集中于某一固定的交易池内,批发市场以及远期批发市场归根结底仍属于现货市场范畴,它主要是通过固定契约而在固定的价格下买卖预期的商品实体,企业面临的价格风险并未回避与转移。与远期批发市场相比,期货市场最适宜充当发现价格和转移风险的角色。期货市场有这样几个有利条件:期货市场上交易的合约有高度的流动性,自由转让,极其灵活便利;期货市场是一种交易成本降低机制,不需要太多的保证金以及经纪佣金,信息公开,签约自愿,交易连续迅速准确,极其经济和讲求效率;期货市场上基本上以对冲合约为主,涉及实物交割以及相应的运输保管作业麻烦极少,交易便利;期货市场以其自身运行机制和约束机制开展良性运转,期货经纪行代客经纪和风险分摊,期货结算所通常融结算保证为一体,这就使期货市场并不存在以信用风险来抵销价格风险的问题。因此,构建期货市场是较为明智的选择。

市场经济最明显的特征是:经济货币化。市场机制在资源配置中居于主导地位。从出现的年代来看,市场经济体制的确立基本上是以十八世纪产业革命作为突出标志。令人吃惊的是,现代期货市场也是出现在与市场经济体制确立差不多的年代,尤其是在十九世纪中叶,市场机制对资源的配置起基础性作用表现得格外突出。1848年前后的芝加哥已成为美国内陆商业中心和农产品加工原料以及工业品集散中心,每逢秋收,中西部谷物大量运至芝加哥,市场上供过于求,价格暴跌,农场主忍痛抛售甚至于把谷物损坏掉,而春季情况刚好相反,于是农场主、谷物加工商、经营商都必须承担极大的价格风险,为了回避价格风险,82名谷物商人自发组建了商品交易所,并逐步规范和发展了标准化期货合约,并大力发展了期货经纪行与结算所,构建了完备的期货市场。从时间上看,期货市场的发展与经济货币化、市场机制起主导性配置手段的历程息息相关。期货市场是市场经济的必然产物,它们之间的联系是内在的。

首先,期货市场产生的客观必然性是由市场经济自身的规律所决定的。就人类社会经济发展历程来看,市场经济是社会生产力和分工发展到一定程度的产物,而市场经济的发展又孕育和发展出一种新的社会生产组织形式。在奴隶社会和封建社会,商品生产和商品交换虽然有了一定程度的发展,但当时在整个经济中占统治地位的仍是自然经济。只是到了资本主义社会,随着社会生产力的迅速发展,商品生产和商品交换才得到了普遍、迅猛的发展,并开始成为一种新的经济组织形式即市场经济。市场也从一般意义上的商品交换场所,发展成为调节经济发展、实现资源配置的主要机制,表现为决定生产什么、生产多少,

何时生产。到了这时,市场经济的进一步发展就表现为市场体系的完善和市场组织形式的创新,期货市场的产生正反映了市场经济由低级向高级不断发展的规律,期货市场是在现货市场基础上发展起来的,以专门从事标准化合约买卖为内容,承担着形成真实价格和分散风险等特殊功能的市场,这是一种更高层次的市场组织形式。期货市场的出现,表明了市场经济已经发展到了一个新的、更高的阶段。

其次,期货市场产生的客观必然性,是由市场经济的竞争法则和商品经营主体趋利避害的本性所决定。市场经济本身有一个内在的、客观的机制,这种机制带有风险性和竞争性。在市场中,各经济主体进行复杂的生产交换活动,并在风险中求得生存和发展,并为追逐自身利益进行角逐竞争。市场机制有一种自我选择功能,这就是市场竞争法则。优胜劣汰,适者生存以及相应的“马太效应”,象一根无形的鞭子,时刻鞭策着经济主体改进经营、开辟市场、再造组织系统、寻求回避风险的方法。期货交易正被证明为一种适应市场经济发展的减少价格风险、保护市场主体利益的有效机制。从历史来看,期货交易之所以始于有色金属、农产品,其原因就在于:这两大类产品生产的季节性和产销脱节,导致了产品价格大起大落,生产经营者为此而承担了巨大的风险。生产经营者在实践中终于摸索出了远期合同交易的作法,并逐渐发展为期货交易与期货市场。期货市场的构建是不以人的意志为转移的,是客观的。

其三,期货市场产生的客观必然性还在于价格机制调节作用延伸,这种延伸是市场机制自我选择和自我完备的必然产物。价格机制是市场机制的核心和灵魂,不完善的价格机制是造成市场价格波动的根源。在现货市场中,商品价格是由当时的供求状况确定的,价格信息具有不完整性、失真性、滞后性。而潜在的、远期的市场供求关系变化在现货市场上是看不见的,现货价格无法表明供给调整的数量。因此,现货价格机制调节下一生产周期的生产经营活动的作用有限,它往往使投入的增减不同程度地超出必要限度,从而造成社会资源的浪费。而期货价格机制反映了社会潜在的供求关系,增加了价格的预期性,它克服了由于现货价格机制调节滞后带来的盲目性,从而使价格机制更为完善地运行。

其四,期货市场产生的客观必然性还在于回避与承担价格风险的实践要求。价格风险是市场经济的伴生物,并随着市场经济的发展有增加的趋势,这固然有影响价格风险因素大大增加,也有生产规模扩大世界市场建立的因素。因为,在现代,一方面是大规模的社会化大生产需要购进原材料,以保证生产经营连续不断,另一方面为有利于产销也需要在外地或国外市场购入原材料并外销产品,这就使商品的生产销售之间间隔较长,而在间隔期间原材料,商品价格随时变动或大上天下,经济主体承担的价格风险巨大。此外,许多生产经营企业营运资金多为借贷资金,自有资金比例较小,而在经济货币化过程中,即便是最为稳定的货币价格也在随时变动,所以生产经营者迫切需要回避价格风险,而现货市场无法满足这一点需要。而期货市场集套期保值和投机者于特定时点上的交易场内,公开竞价,这就为生产经营者回避价格风险提供了可能和机会。期货市场的产生也是顺应实践的需要,这正如马克思所说:“交换的深度、广度的方式都是由生产的发展和结构决定的”(参见:《马克思恩格斯选集》第2卷第102页)这是不以人们的主观意志为转移的。

二、期货市场在市场体系中的地位和作用

所谓市场体系,是各种商品交换关系的总体体现和综合反映,是各种市场在相互关联、相互制约的共生关系中生成的动态有机整体。按照不同的分类标准,市场体系具有不同的内容。按市场客体划分,市场体系包括商品市场、资本市场、技术市场、劳务市场和信息市场等等;按市场所处区域来分,市场体系包括国际市场和国内市场;但是按市场商品交割的时间差来划分,市场体系包括现货市场、远期合同市场和期货市场;……市场体系的各种分类都仅仅从一个侧面对市场体系进行分类。当各种不同分类标准的市场纵横交错,彼此协调和相互配合了,统一的市场体系才算完备了。市场机制也就能充分地发挥其优化资源配置的职能,从而减少价格剧烈给经济发展带来的不利影响。(参见:陈骥、孙玲、吴菁文《论发展期货市场与市场体系》、《计划与市场》1992年第8期)

期货市场是市场体系不可缺少的构成部分,甚至在当代社会经济生活中占有主导性地位。尽管通过期货市场成交的实际商品交割比例极少,(比如在美国,期货交易60%以上集中在CBOT,而通过CBOT成交的玉米、大豆、小麦、棉花等几种主要农产品实物交割量占全国的供应量不足5%),但期货市场的重要性却是不能以这个小小的比例所能衡量出来的。在美国期货市场逐渐发展的同时,尽管期货市场并未取代现货市场,但地方或全国性的现货市场却渐渐失去了其在社会经济生活中的重要性。以粮食为例,交易集中于全美不到十家的大粮商手中,他们通过电话即可得到所需的信息,而不必再到现货市场。一般农民把粮食卖给当地的粮食储存商,大粮商直接从地方粮食储存商手中买入粮食,然后转手将粮食运至加工商或港口储运商或出口商手里,所有商人必须做期货交易来保值。现货市场尽都在美国部分地存在,但其在生产流通中的重要性远不及期货市场的重要性。

期货市场是市场经济中,市场机制的自我微调。有人形象地称期货市场为市场调节的“第二只手”。在只存在现货市场的情况下,市场机制仅局限于半个调节机制上,价格风险对于市场主体造成利益损害的可能性空前增大,生产经营者根据即期价格信号产销,本身也就是带有相当大的盲目性的。期货市场将现货市场上的半个调节机制发展为一个完整的市场调节机制,这弥补了现货市场信号短促、近视的致命弱点,在一定程度上促成了市场机制与计划机制的耦合。期货市场通过内生机制与现货市场密切联动,实现了市场机制的自组织与自平衡,从而抑制了对国民经济有基础性影响的商品及生产要素价格暴跌暴涨,在美国,一些专家细致地研究了商品价格与期货交易的关系,发现活跃的期货交易有助于减低季度和年度之间的价格波动。working论证了期货交易同平均季节大量减少相关的;cray's分析了洋葱市场价格波动与期货交易的关系,他发现在1949—1958年,即是洋葱期货交易最活跃的时期,同时又是季节性价格波动最小的时期,在此前后由于没有期货交易,价格水平明显提高;Tomek检验了从1841—1921年间共81年小麦交易记录,并从这些跨越了小麦期货交易开始前后时期的数据中,发现开始进行期货交易后,价格波动显著减少。

期货市场可以促进各种类型的市场的产生,发育与成熟。期货合约本身就是一种类似于股票、债券性质的流通证券(这种证券可能以公共约定俗成进行帐户金额结算),因此期货

交易自身就是一种商业信用的形式,是一种金融行为。进入期货市场的上市商品既有农林矿产品、黄金白银、生猪活亦有金融工具以及合约选择权。据统计,目前全世界期货市场上交易品种多达 150 种之多。显然,期货市场的发展可以刺激和促成要素市场、资本市场的形成、发育乃至完善,还可以创造市场的繁荣和促进一国经济的发展。诸如日本、新加坡等通过建立期货市场,有效地促进了市场发育成熟。

期货市场有助于一国国家市场与国际市场的对接,并促进经济国际化,这一作用在本世纪七十年代以后表现得愈来愈强烈。在此之前,期货市场的公开竞争性使市场参与者广泛,透明度很高,解决了交易者进入某一地区交易的困难或依赖于某一市场的问题。进入 80 年代以后,期货市场已跨越国界,成为国际交易中心,比如 CBOT 集中了世界绝大部分农产品期货贸易和大约 40% 的世界期货交易,CME 与 COMEX 是全世界金属以及有色金属交易的中心,它们所形成的价格是世界市场的通行的“基准价格”,使特定商品市场进一步国际化。期货市场的国际化推动了经济的国际化,即期货交易所形成的公正价格对于供求的调节和合理配置资源的范围早已超越了国界,正在推动世界经济进一步国际化。

第二节 价格机制、价格风险与期货市场的内在关系

一、价格机制与价格波动的关系

价格是市场的“核心”和“灵魂”,经济学权威们把价格喻作为市场的“指南针”或“罗盘”。价格机制是促使市场经济发展的最主要的运行机制。正是通过市场价格的波动,价值规律调节经济运行的作用才得到贯彻,使社会生产力不断提高。但也正由于价格波动,必然会引起市场经济波动,使商品市场上的买方和卖方时刻面临着因商品价格波动而遭受经济损失的风险。为了尽可能有效地利用社会资源,避免浪费,保持社会经济的稳定发展;为了尽量避免市场交易者的价格风险,保证生产经营的正常进行,经过漫长时间的摸索,人们终于找到了能够完善价格机制,避免或减少价格变动所带来的损失的交易方式,即利用期货市场从事期货交易,这样做交易成本最低。

1. 市场机制与价格机制

商品是用于交换的劳动产品,商品交换是在市场上进行的,因此,商品经济是为交换而生产、为市场而生产的经济。市场作为商品交换关系的总和,它随着商品交换的产生而形成,随着商品经济的发展而发展,逐渐形成市场体系并趋于完善。因而,市场的形式和内涵也在不断延伸和充实。这就决定了市场是一个开放性的非均衡体。其开放性不仅表现在市场范围的不断扩大——从地区市场、区域市场到全国市场直至世界市场;也表现在市场领域的不断扩充——从商品市场到金融市场、劳务市场、技术市场、房地产市场,近来又出现信息

市场、咨询市场等等,并具有不断增加的趋势;更表现在市场交换内容的变化上——随着商品经济的发展,人们的消费需求不断提高,使市场交换的商品(包括有形的和无形的)不断增加和更新。市场的这种开放性,决定了市场的非均衡性。用动态的观点看,市场是在不断发展变化的。因此,市场上的一切商品供求均只可能处于暂时的相对均衡状况。由于科学技术的不断发展,劳动生产率的不断提高,需求状况的不断变化,处于暂时相对均衡的市场供求状况也会随时被打破;而市场的不均衡性则是经常的、绝对的。

市场随着商品经济的发展而发展,但市场一旦建成,则又成为反映社会需求变化及新需求的产生,指导生产按照需求变化重新组合,促进社会新分工的形成,刺激社会劳动生产率不断提高,推动商品经济向新的高度发展的动力,市场推动商品经济发展的作用机制是市场机制。市场机制由供求、竞争、价格三大作用要素组成。当市场供求发生变化,市场商品的原有的相对供求均势被打破,买方竞争或卖方竞争出现,使商品价格发生涨落变化,从而使原有价格格局下的社会交易各方利益关系受到破坏。在经济利益支配下,社会各方所掌握的资源根据价格变动指示的方向进行产业结构和产品结构的调整和组建,以求符合社会需求的变化,满足新的需求。因此,供求变化是市场机制作用的内在动力,竞争是市场机制作用的经济动力,而价格是市场机制作用的综合反映。也就是说,市场机制的核心就是价格机制。

价格机制之所以发挥作用,其动力在于实现商品的价值。市场价格为商品价值的货币表现,不但表现着市场价值的形成,还反映着市场价值的实现。市场价值形成于生产过程,它“一方面,应看作是一个部门所生产的商品的平均价值,另一方面,又应看作是在这个部门的平均条件下生产的、构成该部门的产品很大数量的那种商品的个别价值”。(参见:马克思,《资本论》第3卷,第199页)而在流通过程中市场价值能否实现,能在多大程度上得到实现,则受市场供求关系的制约。当市场商品供给小于对它的需求时,市场价格高于市场价值,商品生产者和经营者就能获得更多的经济利益;反之,当市场商品供给大于对它的需求时,市场价格低于市场价值,商品生产者和经营者就要遭受经济损失。因此,市场价格与市场价值的偏离,关系到商品生产者和经营者切身经济利益,但“市场价值又成为市场价格移动的中心”(参见:马克思《资本论》第199页)、正是由于市场价格以市场价值为中心的这种偏离,才能使价值规律的需求得以实现,才能使市场交易各方根据价格的变动来调节各自的经济活动,从而使价格成为价值信息的传导者和社会再生产全过程的调节者,发挥着调节生产结构,合理配置资源,满足社会需求,促进商品经济发展的经济杠杆作用。

供求影响价格,价格调节供求。供求不平衡时,偏离价值的价格提供了社会资源流动方向和社会资源转移的能量差,使市场摆脱供求不平衡的现状,使社会生产按照社会需求的变化重新组合,从而使市场供求达到新的、更高层次的相对平衡。这就是对价格机制作用过程最简单的描述。由此可见,价格机制作用过程大体可划分成三个阶段。第一阶段,价格宏观地反映市场商品供求情况。市场商品供求失衡产生的根本原因,在于商品生产量是否符合社会需要,即是否根据社会需要来分配社会总劳动时间。

从社会经济生活中看,商品价格水平不仅仅反映该商品的总供求情况,实际也反映了社会总劳动时间的配比,即产品结构、产业结构与社会需求结构、需求数量是否适应。所以,它

属于宏观范畴。第二阶段,价格机制在微观经济中运行。即商品生产者根据价格信息的指引,改变其产品的数量或生产的方向,这种微观经济的运动,最终导致了生产规模和结构调整、产品结构和产业结构重组的宏观经济运动。但究其本源,这一阶段是在微观经济中进行的。第三阶段,价格宏观地反映价格调节供求的结果情况,即反映经过第二阶段调整后的社会商品可供量与市场商品需求量匹配情况。

由于在一定时间已经生产出来可在市场供应的商品数量是一定的,因而不论市场上有支付能力的需求与商品供求量差距多大,只要价格有足够的弹性,价格总是能结算供求的。当然,这其中也包含着价格对供求的调节,但此时,价格对供求的调节主要是调节需求,使之与供求相适应。因此,在第一阶段,价格反映供求状况是敏捷的。然而,由于市场经济是为市场而生产的经济,市场上已经形成的价格对今后供求的调节主要是调节供应,即对生产的调节,使之与需求相适应。故第二阶段是价格机制发挥作用的主要阶段。由于生产结构和规模的调整是需要相当时期才能实现的,也就是说,生产对价格变动的反应是迟缓的,需要一定时间的,因此价格调节供给作用的发挥具有一定的滞后性。这种价格滞后性,会造成第三阶段即调整后的供应量并不与社会需求量相符,使市场供求由不平衡趋向平衡的同时,又为下一步的不平衡创造了条件。要经过反复的价格机制作用过程,才能最终完成生产结构的相应调整,重组供求平衡。这必然会造成市场经济的波动。

2. 供求与价格波动的相关分析

先从产品供不应求来分析价格调节滞后性所产生的情况。当某种商品供不应求时,价格高于价值。这时,新的商品生产者逐利而来,加入这个行业。

但是,任何新增的生产能力都要经历一个形成期,即要有一个从初始投资到向市场提供产品所需要的时间。在供给形成期间,新增加的投入以潜在供给的形式存在着,没有显现在市场上。这时,市场上供不应求的实际状况没有改变,价格也不会降下来,价格诱导作用仍然存在,继续吸引新的商品生产者持续到来。这时,已存在着供给将会超过市场需求的可能性。而当市场供求一旦平衡,在价格诱导下投入但尚未完成的供给形成过程却仍在继续进行,从而使实际供给超过市场需求表面化,导致反向的供求失衡,引起新一轮调整。

不论投入是否均衡地增加,只要存在供给形成期,则潜在的供求平衡绝对地先于市场上的供求平衡,两者之间总是保持一个时间差。

而只要潜在供求平衡先于市场上的供求平衡,就一定有总供给量超过市场需求量的可能。如下图示:

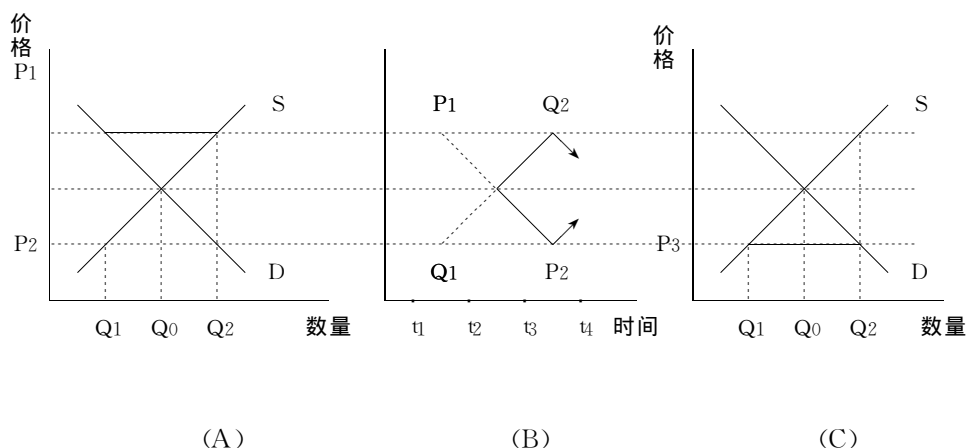


图 1.2.2 供求与价格波动的相关分析

图 A 说明市场商品供应量为 Q_1 , 小于市场供求平衡量 Q_e , 因此, 市场供求表现为供不应求状态。反映这供不应求状况的市场价格是很高的 P_1 。图 B 表示在价格很高的 P_1 诱导下, 新商品生产者不断加入该商品的生产, 假设该商品的供给形成期为 $t_1 t_2$, 此时, 潜在供应量是在不断增加, 但市场实际供应量并未增加, 所以价格仍维持在 P_1 水平上, 故在图上用虚线表示。但当时间越过 t_2 时, 市场商品实际供应量开始不断增加, 价格也开始随着市场供求状况的改善而逐渐不降, 故在图上用实线表示 (t_2 在市场供求平衡点的左边还是在右边或恰好相等, 对说明这一过程的关系不大)。当市场实际供求达到均衡点时, 由于潜在供应量最终仍不断变为实际供应量, 因此, 当商品潜在供应量最终成为实际供应量全部出现在市场时, 即出现图 C 的情况。此时, 商品的实际供给总量为 Q_2 , 大于市场供求平衡量 Q_e , 这供过于求的状况使市场价格处于过低的 P_3 , 新一轮反向调整又开始了。

下面对供大于求的情况作进一步的分析。当市场供大于求时, 价格下跌, 但市场上过多的商品不会瞬间消失, 库存的商品还将不断地注入已经饱和的市场, 只要没有恢复供求平衡, 市场价格就会一直是偏低的。偏低的价格会不断地迫使一些商品生产者停产或转产。由于过低价格的滞后性, 到市场上恢复供求平衡时, 实际剩余的生产能力可能已减缩到小于市场需求量了, 于是又出现供不应求的局面。生产力的恢复也是需要一定时间的, 即也有供应形成期, 在价格调节滞后性的作用下, 如前面所述, 又会产生新的供求波动。

正由于价格调节的滞后性, 在市场商品供求不断从相对均衡到失衡, 以失衡为中介, 以价格为信息源和动力源, 最终达到新的相对均衡的价格机制作用过程中, 必然会造成市场商品供求的不断波动, 从而造成社会生产力的浪费。

但由于各种商品的生产特点不同及供求不平衡的情况不同, 因而从失衡到相对均衡过程中所出现的供求波动幅度不同, 所经历的波动次数也不同。

首先,取决于供给形成期的长短。供给形成期越长,潜在的供求平衡与市场上的实际供求平衡之间的时间差越长,总供给量偏离市场需求量的数额就会越大,重组市场供求平衡所经历的市场波动次数也就越多,造成的社会经济损失也就越大。反之,如果供给形成期非常短,潜在供求平衡接近或等于市场实际供求平衡,出现供求平衡后就不会再有商品生产者增加新的投入,也就不会出现反复波动。一般来说,生产资料生产与消费资料生产相比,投资大,生产周期长,因而供给形成期也长;而生产资料中的能源、金属材料等基本原料的供给形成期更长。作为工业生产长链的初始投入物,这些基本原材料供求波动会影响整个工业生产,因此,对社会造成的损失也更大。至于农产品,由于自然技术条件决定它的供给形成期多是以年度为单位的自然周期,其价格调节滞后性的影响更为明显,往往今年供大于求,明年就会供不应求。价格波动越大,供求越是背向平衡,从一极走向另一极。而且这种价格与供求振荡在相当大的区域内是呈同步状态的。

其次,还取决于供给和需求的差距。一般来说,供求差距越大,从供求失衡到供求平衡所经历的波动次数也越多。因为供求差距越大,当供不应求时,价格越高,对商品生产者的投入引诱力越强,越容易使总供给超过市场需求量;反之,当供过于求时,价格越低,对商品生产者的排斥力越强,停产、转产的数量越多,越容易使剩余供给低于市场需求量。随着商品经济的发展,市场商品日益丰富,生产加工环节也日益增多,社会上各种最终产品对基本原材料的需求,要经过多道半成品才能最终反映出来。因此,能源、金属材料、农产品等初级原料的供求失衡往往要积累到一定程度才在市场上表现出来。而市场供求出现失衡时,其供求失衡差距一般都已较大。

第三,还取决于需求替代性。一般来说,需求替代性越高,需求转移越方便、迅速,对供给的适应性就越强,市场可能出现的供求失衡差距就越小,也就越容易形成新的供求相对均衡局面。反之,作为社会生产基础原料的能源、金属材料、农产品等,它的需求替代性就非常小。替代品的匮乏,使这类商品的供给与需求之间缺乏缓冲弹性,市场可能出现的供求失衡差距就大,往往需要经过较长时间的波动调整,才有可能形成新的供求相对均衡局面。

生产调整需要一定时间,是价格调节滞后性形成的物质基础。而只有单一现货市场价格的不完善的价格机制,是价格调节滞后性造成市场经济周期波动的根源。这是因为,在现货市场上,商品价格是由当时的市场供求状况确定的。现货市场价格反映的是本生产周期中已经生产出来的商品在流通过程中的市场供求关系,它指出了供给调整的方向。但潜在的供求关系变化在现货市场上是看不见的,现货市场价格无法表明供给调整的数量。因此,现货市场价格在一定程度上是不完全的、失真的、滞后的。商品生产者根据这不完整的、失真的、滞后的价格信息,来调节下一生产周期生产过程的生产,必然使投入的增多或减少总是不同程度地超出必要的限度,出现过度行为,造成社会资源的浪费。为了尽量减少由于价格调节滞后性造成的价格机制调节盲目性所带来的社会经济波动和损失,促使商品经济发展,客观要求出现能反映潜在的供求变化关系信息的价格,特别是能反映作为社会生产基础原料商品的潜在供求关系变化信息的价格,增强价格的预期性,克服由于价格调节滞后性所带来的盲目性,使价格机制更为完善地运行,促进商品经济的稳定发展。

二、价格波动、价格风险和期货市场的关系

现货市场价格调节滞后性所引起的市场供求波动,落实到每一个具体的商品生产者和经营者身上,就表现为巨大的市场风险即价格风险。商品生产者根据反映此时市场供求情况的现货市场价格,来安排彼时的生产,由于生产与销售存在着时间差,企业生产出来的商品可能由于市场供求关系的逆转而不符合彼时的市场需求状况,造成商品卖不出去或价格大幅度下跌,那么“跌碎的是商品生产者本人”。这是从宏观角度来分析价格滞后性使商品生产者和经营者面临的市场价格风险。因为在这里我们假定现货市场价格是反映本生产周期中已生产出来的商品供给量与该时期商品总需求量关系的一个确定值,然后商品生产者根据这一确定的现货市场价格作为进行下一周期生产的决策依据,变动其生产,等下一生产周期结束时彼时市场供求可能的变化而对商品生产者造成市场价格风险。然而我们知道,商品生产者据以进行下一周期生产决策的现货市场价格只是一个反映本期市场商品总供求关系的一个平均值。这是因为,即使该时期市场商品供求总量是基本平衡的,但由于消费者购买行为的短期变化,商品经营者经营行为的短期临时变动,或供应者的短期供给行为变动等多种市场因素影响,在该时期内的每一个具体时点,市场供求都有可能发生变动,所以实际中的现货市场价格更是短促多变的。这样,商品生产者和经营者除了面临着宏观的价格决策风险外,更面临着现货市场价格日常波动所造成的市场价格风险。

随着现代商品经济的发展,生产规模的扩大,市场空间范围的扩大,世界市场的建立,一方面是大规模的生产需要购进大量的原料,以保证生产加工持续不断地进行,另一方面为了更有利地进行生产和销售,需要在外地市场甚至国外市场购进原材料,产品也主要向国内各地和国外市场提供。这就使得商品的生产与最后销售之间需经历更长时间,有的甚至需时数月之久。大量购进原料需付大量资金,这些预付奖金的收回却须待商品销售之后才有可能。而在商品生产与商品销售这段间隔时间内,原材料价格和商品销售价格均有可能因市场情况变化而上下波动,于是由于价格的不利变化而使商品所有者遭受经济损失的风险更为增大。何况在现代商品经济中,许多生产经营企业的营运资金大部分是借贷来的,自有资金比例很小,价格波动造成的价格风险很可能使自有资金损失殆尽而使企业陷于破产的困境。

这种价格风险在基础原材料方面表现得更为明显。

一般说来,初级产品由于产品生产的特性,其价格的变动往往比工业制品的价格变动频繁而幅度大,尤其自1970年代初期起,由于全球性主要物资产销的失调,加上原油价格的飞涨所带来的高度通货膨胀率及金融形势的改观后,此种现象更为明显。例如大豆价格,1972年10月美国芝加哥现货每英斗为3.33美元,1973年6月上涨至最高纪录,每英斗10.87美元,短短8个月间上涨了两倍以上,但至同年的10月,即4个月后,却又接着急剧回跌,每英斗跌为5.62美元,然后再涨,1974年10月为8.33美元。此后两年,价格逐渐低落,至1976年3月时每英斗仅4.66美元,1977年初起又开始急速上涨,至4月每英斗又高达9.74美元,紧接着由5月至8月,又是急速回转,跌回1976年5月的水准,为5.05美元一英

斗。又如糖价,国际糖协砂糖现货的国际价格于1973年12月每英磅仅12.8分美元,至1974年12月上涨至59.2分美元,一年间约涨四倍,接着逐渐不跌,至1975年12月每磅跌回19.4分美元,此后四年皆在15至22分美元间变动,1980年初又开始大幅度波动,由元月之25分涨至10月之56分美元,此后一路滑落,至1982年下半年更跌破每英磅10美分。近两、三年来国际糖价皆每维持在每英磅6美分的低价位。金属如铜及白银等价格的变动亦同样地明显。

这种大幅度的价格波动为生产者及运销商如加工厂、储藏商、进出口商及运输业者等带来的高度的价格风险,增加企业经营的不稳定,他们当然尽量设法避免或减低这种风险,如果不能减低,最后这种风险势必以提高价格、提高利润率的方式转嫁给消费者来负担。而期货市场(futures market)即为现代企业经营提供了减低价格风险的最佳途径。为了减少市场供求波动,尽可能地缩小市场价格风险,使商品生产者能在一个保证其合理收益的价格下进行简单再生产和扩大再生产,使商品经营者能在一个保证补偿其商品经营费用并获得润的价格水平上进行经营活动,使加工企业能以合理的价格保证得到原材料的供应,使生产合理利尽可能地正常进行,就需要一个能使商品生产者和经营者避免一定市场风险的交易方式和价格形式。现货交易和现货市场价格,不可能满足这一需要,而期货交易和期货市场价格则为商品生产者、经营者避免市场风险提供了可能和机会。

第三节 期货市场的运作原理

一、风险转移机制的经济学分析

用经济学语言来讲,期货交易具有风险转移机制(Risk transfer)和价格发现机制(Price discovery),纷繁复杂的期货贸易的奥秘无不与此有关。其中,风险转移机制决定期货市场的生存意义。

最早的期货交易开始于谷物,这是因为谷物价格由于受气候条件、洪水、旱灾、病虫害、运输等的影响很大,在不同时期,其产量和价格会发生很大变化,而事先要准确地预测这种变化,又不太可能。农场主、经纪人和批发商们往往只有借助于商品期货市场,通过套期保值才能有效地规避这种谷物价格风险。

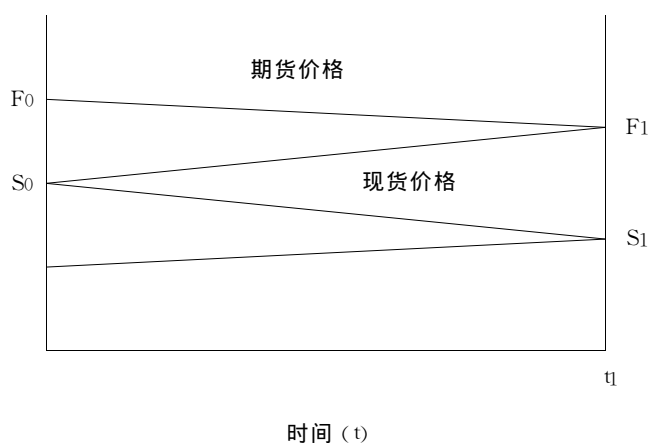


图 1.2.3 单纯性价格波动分析

如上图所示,假如某种谷物如大豆的现货价格为 S_0 元/吨,某大豆加工商欲购入 m 吨,若从现货市场购入,则所需总价款是 mS_0 元。假如 t_1 期和现货价格要下跌至 S_1 ,那么该大豆加工商必然要蒙受 $m(S_1 - S_0)$ 的价格下跌损失。但如果在订购现货时,同时在期货市场订立一份与订购数量 m 相等的销售合约,即以 F_0 的价格售出。这样,在将来的 t_1 期,当期货价格降至 F_1 的水准时,买回销售合约,并以 F_0 的高价履行销售合约,由于 F_0 大于 F_1 ,因而就可以在期货交易中获取 $m(F_0 - F_1)$ 元的利润。期货市场盈余与现货市场损失的比较,有以下三种不同结果:

$$m(F_0 - F_1) > m(S_1 - S_0) \quad \text{期市盈余}$$

$$m(F_0 - F_1) = m(S_1 - S_0) \quad \text{套期保值}$$

$$m(F_0 - F_1) < m(S_1 - S_0) \quad \text{期市损失}$$

尽管期货交易也有可能出现损失,但从计量经济学的角度看,有了期货交易,商品价格损失的机率大大减少了,而保值及盈余的机率大大增强了。这是基于单纯性价格波动(或季节性价格波动)而言得出的结论。

复合性价格波动是现货市场上常见的另一种价格波动,或称年度间价格波动。在经典经济学中,“蛛网定理”就是关于这种波动的描述。这种波动一般发生在农产品领域,像生猪、玉米、小麦、棉花等主要农产品,在许多国家的历史上,都曾经发生过复合性价格波动。

复合性价格波动具有波幅大,破坏性大的特征。在发生复合性价格波动时,价格水平的峰谷差别可达 50% 甚至数倍,这种波动被形象地称之为“暴涨暴落”。复合性价格波动的破坏性很大,尤其是在价格暴跌时,通常有大批的生产者和经营者严重亏损甚至破产。在这种波动连续发生的同时,产品的供给往往出现大幅度超常规的伸缩,在种植业中,则表现为某种价格波动产品的种植面积忽而大幅度增加,忽而大幅度下降。

在西方经济学中,关于复合性价格波动分析的一般模型如下。

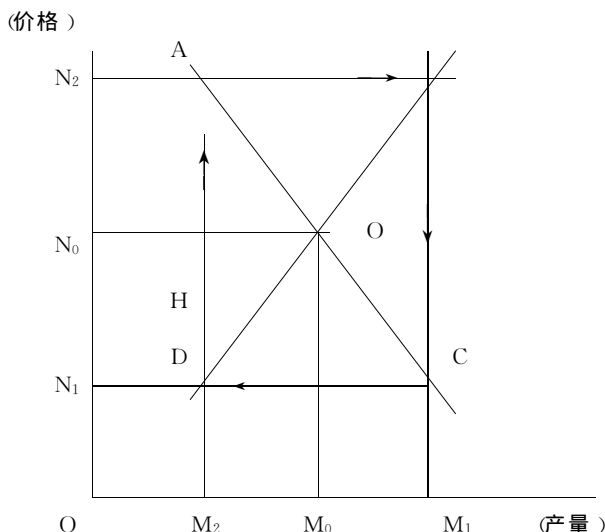


图 1.2.4 复合性价格波动分析

关于这个模型的一般性解释是这样的:当某种产品的价格上涨到 N_2 时,生产者所愿意提供的产量是 M_1 ,因此,在下一个生产周期,供给将达到 M_1 ,但是,相对于 M_1 ,消费者所愿意支付的价格是 N_1 。于是,价格由 N_2 骤然下降到 N_1 。从这一点上,过程将会重新开始,因为在价格等于 N_1 时,生产者所愿意提供的供给只是 M_2 时,当供给下降到由 N_1 所决定的 M_2 时,其需求价格再次上升到 N_2 的水平,由此刺激新一轮的供给扩张,这种扩张的结果是价格下跌,供给收缩……,如此往复不已,形成类似蛛网状的复合性价格波动,这种波动作为一种特殊的价格波动,其运行中缺乏良好的收敛机制,因此,即使在多次循环、往复之后,波动仍然是发散性的,波动的幅度保持在较高的水平,价格不能收敛到 N_0 的水平上,供给量也不能收敛到 M_0 的水平上。

在现代经济学有关文献中,关于这种复合性价格波动的分析中存在着两个方面的缺欠。第一,缺少对复合性价格波动机制的令人信服的说明,第二,回避了对“蛛网波动消失现象”的回答。按照传统的理论,“蛛网波动”是某些农产品固有的价格波动方式,是一种自然现象。但是,本世纪以来,在主要农产品生产大国,比如美国,并未发生过去那种波幅很大、破坏性很大的复合性价格波动。例如美国小麦价格,统计数字清楚地显示,自本世纪初以来,并没有发生过大的复合性价格波动。这种波动事实上消失了,但是,经济学本身并没有就此做出令人信服的分析。在大学的微观经济学教科书中,仍然重复着关于“蛛网波动”的旧有说法,与现实状况已经相去甚远了。

复合性价格波动,本质上是单纯现货市场的产物,是市场体系不完善的结果。在微观经济学教科书中,传统的复合性价格波动模型实际上是现货市场价格运行机制模型。这个模型的约束条件是:①只有现货价格,没有期货价格;②价格本身变化完全取决于现货市场的

供求关系;③生产者下期行为受本期价格影响;④消费者的价格行为完全取决于需求函数,即产量多时,给出低价,产量少时,给出高价;⑤不考虑库存。在以上条件约束下,价格、产量的变化必然是发散的,而不是收敛的。这是因为,当价格由任何一点升至 N_2 点时,这种价格实际上已经变成过高价格,如果这种价格成为刺激生产者增加供给的唯一信息,那么,这种刺激必然是过度的。过度的价格刺激产生过度的供给。一旦过度的供给出现,那么,必然出现过度的价格下跌。与价格不适当地升至 N_2 点一样,价格过分地降到 N_1 点,同样是一种“虚假”的信号,与 N_2 一样, N_1 将给出过度的减少供给的信息,使供给出现过度的下降。在这个模型中,对于每一个买者或卖者来说,无论是 N_2 或 N_1 ,都是实际的交易价格,并不是一种虚拟的价格,但是,作为标示整个供求关系的信号,它们无疑是虚假的,大量虚假价格信号调节整个系统运行,整个系统的运行将会是低效率的,资源配置将是不合理的。当价格为 N_2 时,社会产品短缺损失为 $\triangle AOD$,当价格为 N_1 时,社会产品过剩损失为 $\triangle BOC$ 。使这个系统运行趋于优化的方向是收敛价格波动,关键是系统本身必须产出正确的价格信息,从而给供给和需求双方以适度的刺激。现在我们修改模型的约束条件,将模型改为现货——期货模型。

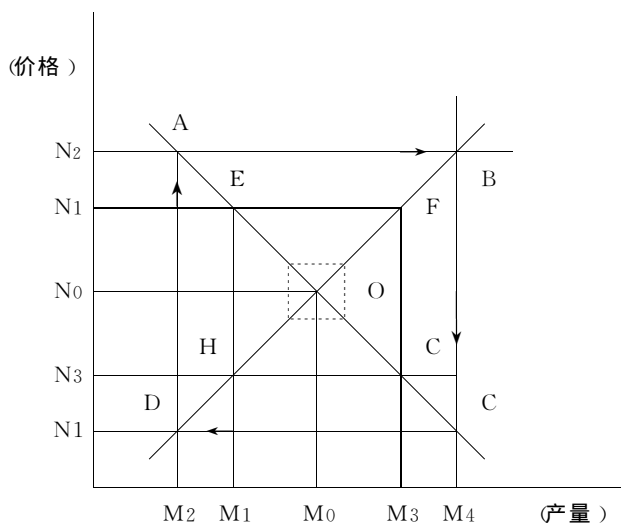


图 1.2.5 现货——期货模型

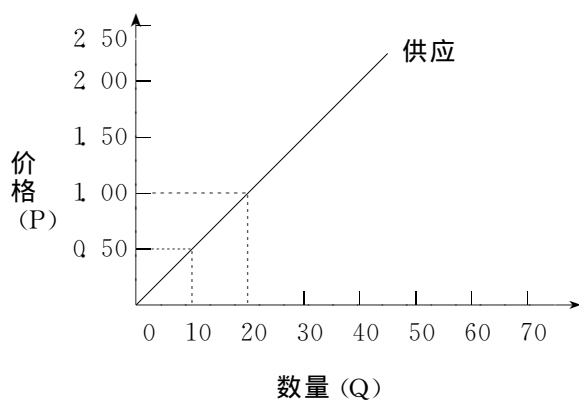
这个模型的约束条件是:①存在 12 个月以上期货价格与期货交易;②存在现货价格;③供给取决于期货价格;④消费者的价格行为取决于现货需求函数;⑤考虑库存因素。在现货——期货价格模型中,运行机制将是这样的:当价格上升至 N_2 之后,现货市场的买者(B_1)出价为 N_2 ,期货市场的买者(B_2)行为将会有所不同。因为任何期货的买卖都是建立在对未来到期供求关系与价格水平的预测基础上的。 B_2 将会搜集各种关于产品供求的价格的信

息, N_2 的虚假性将会显露, 他可以容易地做出比较正确的判断, 下一周期的价格将会低于 N_2 , 因此, 他的期货报价将会低于 N_2 , 处于 N_2 与 N_0 之间。与之相对, 任何期货的供给者都将同样地研究、判断未来的期货供求与价格, N_2 的虚假性也将同样显露, 因此, 他的期货卖价也会低于 N_2 , 处于 N_2 和 N_0 之间。如果期货市场上的期货卖价由 N_2 下降到 N_4 , 由于供给者的生产刺激不是来自现货市场, 而是来自已经交易的期货价格, 那么, 在下一个生产同期, 产品的供给将会由缺少期货交易条件下的 M_1 减少到 M_3 。在 M_3 的供给水平上, 现货市场价格将由 N_2 下降到 N_3 。这时的供给过剩为 $M_3 - M_4$, 而不是 $M_1 - M_2$ 。 $(M_3 - M_4) < (M_1 - M_2)$ 显示了价格产量波动的收敛。在这种情况下, 由于 N_3 是一个过低价格, 同时的期货价格将会高于这个价格水平, 因此, 库存将会吸收一部分过剩供给, 使现货市场价格不再停留在 N_3 的低水平上, 可能增加到 N_3 与 N_0 之间, 从而相对提高供给者的供给意愿, 进一步收敛价格波动。在这个新的基础上, 尽管现货市场上仍然有大的不平衡, 但是, 下个周期的期货交易会进一步减少这种不平衡的程度, 直到将价格、产量波动收敛到合理的范围内, 如图中虚线区。我们猜想, 这可能是现代经济中蛛网波动消失的主要原因。

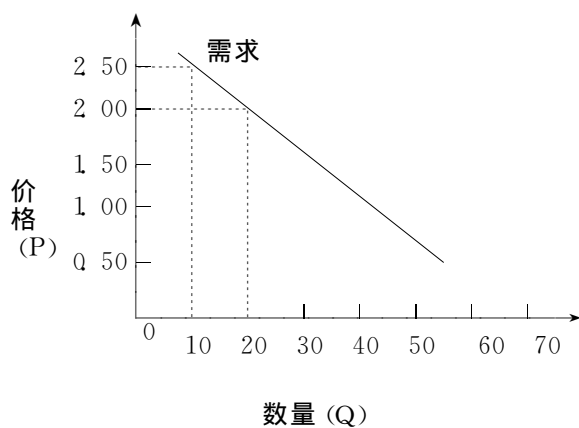
二、期货市场的价格发现机制的经济学分析

根据西方微观经济学理论, 产品价格是产品供给曲线和需求曲线相均衡而决定的。若以横轴代表数量, 竖轴代表价格, 供应曲线就如图 1.2.6(a) 所示, 它从左向右自下而上, 表示出在一定价格水平上所供给的商品数量与商品价格是成正比关系的, 即商品价格水平越高, 商品供应者所愿意提供的商品数量也就越大, 这就是经济学上常讲的供求法则。影响商品供给量的经济因素主要包括生产成本变化, 相关商品价格变动, 以及市场中卖方人数的多少等方面。而需求量指的是买方愿意按某一价格水平从市场上购买商品的数量, 若以横轴代表数量, 竖轴代表价格, 需求曲线就如图 1.2.6(b) 所示, 是一条从左向右自上而下的曲线, 表示商品的需求量与价格水平成反比, 价格水平越低, 对商品的需求量也就越大, 反之价格水平越高, 对商品的需求量也就越小, 这在西方经济学中常被称之为需求法则。引起需求波动的因素主要包括个人收入变动, 相关商品价格变动, 以及市场中买方人数的多少等方面。如果将供应和需求曲线绘于同一图中, 二曲线的相交点就是该产品的理论市场价格, 即我们所称的均衡价格(见图 1.2.7)。在这一平衡点上, 供应量与需求量相等。

套期保值者和投机商不断地分析供求因素及其它市场指标变化, 并基于各自对于未来价格走向的分析达成交易, 发现真实市场价格。



(a)



(b)

(a) 供应曲线; (b) 需求曲线

图 1.2.6 价格信息与期货市场的关系

期货市场的价格发现机制,同样是通过抑制价格波动来表现的。由于信息因素的作用和产品供给者和需求者的不同行为准则,使得商品价格不可能在远离均衡点的位置求得平衡,而供求价格关系图 1.2.7 只能是围绕均衡价格点发生蛛网状波动,从而找到该产品的真实市场价格。

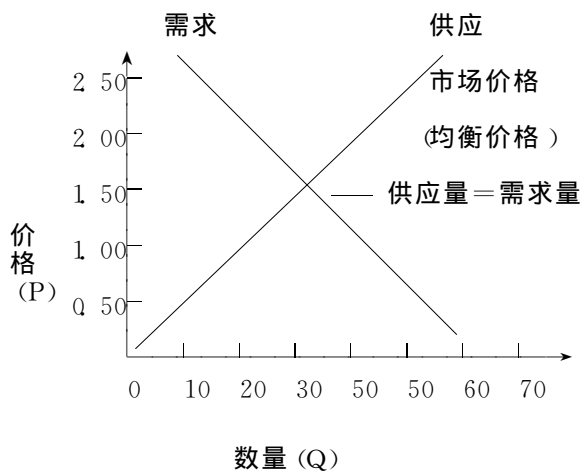
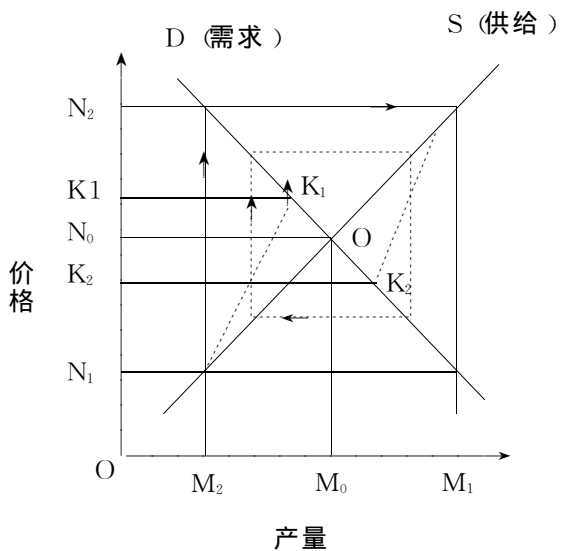


图 1.2.7 供求价格关系图

具体说来,在第一阶段(见图 1.2.8)。



- 原蛛网式波动轨迹
- 有期货交易介入市场价格波动轨迹
-→期货交易介入以后,下一周期蛛网式波动轨迹
(以持续波动型蛛网为例)

图 1.2.8 期货市场发现均衡价格示意图

当供给量为 OM_1 时, $OM_1 > OM_2$, 产品供过于求, 此时的价格为 ON_1 , 而购买期货价格也较低。第二阶段, 上期的价格水平 ON_1 导致本期产量为 OM_2 , $OM_2 < OM_0$, 即产量小于商品均衡数量, 于是供不应求, 现货价格将猛涨至 ON_2 。但由于此时到期的期货价格仍然保持较低水平, 就会抑制市场价格的上涨, 使市场现价回落到 OK_1 点。在第三阶段, 上期价格 ON_2 导致本期产量为 OM_1 , $OM_1 > OM_0$, 即产量大于商品均衡数量, 于是又出现供过于求, 这一供给数量决定本期价格急剧下降到 ON_1 , 这时, 由于根据 ON_2 所决定的期货价格比较高, 到期的期货投放市场后, 就会抑制价格下跌, 使市场价格水平达到 OK_2 点, 抑制价格下降 K_2N_1 , 经过期货市场调节后, 虽然市场价格和产量还会围绕均衡点 N_0 发生蛛网状波动, 但波动的幅度趋于逐渐减少。

三、预期价格机制和“蛛网”模型的消除

所谓预期, 经济学的含义就是决策者就那些与决策相关的不确定的经济变量所作的预测。对未来的预期在决策中是至关重要的。而预期是否正确与其所掌握的信息是否充分有直接联系。在市场中, 信息不对称或不充分都将导致人们错误的决策, 从而使市场主体面临不确定经济变量所带来的风险。

在现货市场中, 商品生产者按照现货市场价格来预期未来价格, 因而现货市场存在着一种静态的预期价格机制, 公式表示为 $P_t^x = f(Q_t)$, 本期价格取决于本期的产量 $Q_t = f(P_t)$, 本期产量取决于本期的预期价格, $P_t = P_{t-1}$, 本期的预期价格等于上期的现货价格。这种静态预期价格机制如前面所述必将导致市场周期波动, 从而形成商品(特别是农产品)供求和价格变动的“蛛网模型。”即紧接着第二周期的短缺, 紧接着第二周期的短缺是第三周期的过剩……。

这种“蛛网模型”使得价格呈周期性振荡, 市场振荡要经过很长时间才有可能收敛于均衡点。而在另一些条件下, 这种振荡将不断继续, 并呈发散状。

但有了期货市场则情况就大为不同。由于商品生产者和经营者可以从期货市场中获取反映未来商品供求关系的明确价格信息, 他们就可以利用期货市场价格形成合理的预期来事先调节其生产和经营, 市场就形成合理的预期价格机制。用公式表示: $Q_t^s = f(P_t^x)$, 本期产量取决于本期的预期价格, $P_t^x = P_t^f$, 本期的预期价格等于本期产生的期货市场价格。由于期货市场价格是建立在大量的有关商品供求变化信息基础上, 它能较正确地反映未来商品的供求, 这就使得商品的生产避免过度行为, 与现货市场不同的还有, 市场的需求也将受期货市场价格影响即 $Q_t^p = f(P_t^f)$ 并随之进行不断调节。这样市场供求二个方面都在期货市场价格指导下, 不断地得到事先调节, 从而提前向新的均衡点收敛, 避免了现货市场中因静态预期带来的市场价格风险。如某种原材料供不应求, 人们预期这种情况可能持续一段时间, 反映在期货市场中, 该商品期货价格随之上升, 那么就会对买方产生警告作用, 另一方面也意味着生产者可增加产量。但随着潜在供应量的增加, 期货市场的供求关系逐渐缓和, 期货市场价格也逐渐下跌, 此时对生产者又是一个明确的警告, 不能再继续增加产量了, 否则市场商品会逆转为供过于求, 生产者将会遭受损失, 反之, 期货市场价格下跌会刺激需求, 同时提

醒生产者减少产量。但当生产逐渐收缩时,随着市场潜在供应量的减少,期货市场价格逐渐回升,从而使生产者受到鼓舞,减少停产行为。通过这种超前性的期货市场价格发出的信息和合理的预期价格机制的调节,就能有效地避免现货市场价格失真及生产滞后调节的问题,使供求在期货市场价格调节下不断地向新的均衡点收敛。并且恰到好处地逼近均衡点,理解了这一点,就不难理会田源同志在他关于期货市场的三大作用之中的第三个作用的论述:期货市场是市场价格决定机制。其具体道理如下:

在缺少期货交易条件下,市场价格的决定是由于产品的供给者和需求者共同决定的。由于现货交易所必须的实物交割将市场供求因素限制在有限的范围内,许多产品的现货市场甚至只是地区性市场,在同一个国家之内,同种产品在不同地区形成不同的价格,这些价格有时甚至不能反映运输成本的差别。因此,现货市场的价格体系不是一种统一的、彼此存在密切内在联系的价格体系,交通运输的改进有助于形成统一的国内市场,但是仍然缺乏足够的力量去形成统一的价格体系,因为在一些地方市场上,市场参与者是有限的,市场信息的收集也是有限的,市场信息的传递难以是快捷的。

期货交易与现货交易不同,其特点是拥有大量的参与者,每一个市场参与者都在对其购买的同一种商品进行价格判断,通过市场内的交易者进行公开的讨价还价,高度的竞争性和合约的流动性,使价格判断的数量成几何级数增长。由于成熟的期货市场上绝大多数交易是在投机者之间实现的,因此,期货市场的发展,逐渐地将价格决定权由商品的买卖者手中转移到投机者手中,一个显著标志是,任何个人、公司、生产者买卖期货,都只能在期货市场已有价格的基础上决定。

期货市场价格体系形成之后,其与现货市场的价格关系发生了新的变化。在这种关系中,期货价格是主导的、基础性价格。由于在供求均衡的静态市场上,期货市场价格(F) = 现货价格(C) + 库存费用(CR)。

$$\begin{aligned} &F = C + CR \quad (1) \\ \text{整理得} &C = F - CR \quad (2) \end{aligned}$$

在动态的市场上,现货价格的决定实际上遵循了公式(2),期货价格成为影响现货价格的主要因素。一般来说,当期货价格上升时,现货价格随之上升,反之亦然。在当代国际贸易实务中,这种价格关系不只是理论模式,而是一种现实。

期货价格不仅影响现货价格的一般水平,在一个国家之内,期货市场价格还是地区性价格的基础。期货市场价格决定之后,各个地区的价格按照产品的流向和惯例,一般采用期货价格加或减基本价差的方法确定。基本价差主要反映运输等移动成本。比如,芝加哥的小麦期货价格为每公斤 0.8 元,新奥尔良地区的基差为 0.10 元,那么,新奥尔良地区的小麦价格应为每公斤 0.90 元,假如芝加哥的小麦期货价格下跌为 0.70 元,新奥尔良地区的小麦价格应为 0.80 元,各种产品的产销地价格与期货交易所价格的基本价差近似于常数,因此,通过基差,期货交易的价格实际上同时决定了各个区域性市场的价格。反过来说,在期货交易大量存在的条件下,整个市场价格体系是建立在期货市场价格的基础之上。由此看来,当一个国家引入期货交易机制之后,整个国家的现货价格体系将得到根本性改造,以期货市场为中心的价格体系将被建立起来。这有力地补充了期货市场价格发现机制存在的合理性和必

然性(或客观性)。

四、期货市场成本和利益的经济分析

任何一项制度的创新都是以预期净收益超过预期成本为条件。因此期货市场效率必须用它的成本与收益来衡量。作为有组织的充分发展的市场,期货市场给社会带来巨大经济收益。收益主要来自于四个方面:

- (1)由于交易集中而产生的规模经济效应。
- (2)市场组织化产生的市场公正、透明和交易有序性使决策者的潜在收益增加。
- (3)风险分散以及风险厌恶程度的降低而导致的利润的增加。
- (4)信息费用和交易费用的降低,这表现在签订和履行合约的成本降低,以及由于期货市场大量信息存在和扩散导致搜集信息成本降低。

期货市场的成本包括组织成本和确保期货市场正常运行的维持成本、监督和强制执行期货市场规则的成本以及期货市场本身的风险带来的经营损失。

期货市场的成本与收益决定了期货市场效率。而期货市场效率决定了期货市场的产生和发展。如果市场风险会导致一个很大的贴现,从而没有人愿意以风险厌恶者期望支付的价格来提供风险的服务,则期货市场就得不到发展,如果期货市场本身的组织和维持成本很高,而为社会提供的福利有限,则期货市场发展也会大受影响。因此一般地为降低期货市场成本,提高其收益可以采取以下几个措施:

(1)选择正确的商品种类和做法。期货市场商品要求供给量基本平衡,价格变动频繁,产生周期长,质量标准容易把握。选择与经济发展和市场供求情况相适应的期货市场品种和做法可以减少期货市场建设的风险和成本。

(2)扩大市场交易量。这可以提高期货市场的规模效应降低期货市场的边际成本。

(3)未来价格的发现。未来价格越能真实地反映商品潜在供求关系,则市场的收益在未来指导下也就越大,交易者搜寻信息的成本就越低。

(4)市场的完善服务和完全保障。以各种现代的通讯,交易及结算等手段为基础的交易所服务措施可以为交易者提供交易中的便利,健全的结算和监察制度,保证了交易者在交易中的安全感,大大减少了市场的交易成本。

(5)声誉建设和组织调整。通过各种措施,形成期货市场的特色声誉,可以减少交易成本,在一定宗旨指导下不断进行组织调整,使得期货市场维持成本、促进期货市场的发展。上述分析表明:完全信息理论和柯斯教授的交易成本理论是有实用价值的。朱国华教授所作的探讨值得肯定。

第三章 期货合约

第一节 期货合约概述

一、期货合约的概念和意义

1. 期货合约的概念和特征

期货合约是综合期货交易的规律和需要设计的,是受法律法规约束且必须在期货交易所的交易厅内达成的,它是在将来某一特定时间买进或卖出某种商品或金融工具的协议或契约是期货贸易的参与者,在期货交易活动中必须信守并履行的标准化合约,它是一种大众化的公共约定。

标准化期货合约的特征主要是:①期货合约的商品品种、数量、质量、等级、交货时间、交货地点等条款都是既定的,唯一的变量是价格,是在成交的当时确定的;②合约是在商品交易所的组织、主持下签订的,而价格又是在商品交易所的交易厅里通过公开竞价的方式产生的;③期货合约的履行是由商品交易所担保履行的;④期货合约受经济制约,受法律约束,受商品交易所的监督。基于这种原因,所以期货合约是标准化的、可流动的合约。

期货合约的标准化,使得买卖双方可以用一种合约去交换另一种合约,对冲掉签约者交割实际现货的责任;交易者通过买(卖)合约,取得另一个与交易者最初交易部位相反,但数量相等的交易部位,具有对冲买、流通、高效的功能。

期货合约买卖、流通的功能,吸引大批已经或将要出售商品的生产者、储藏商、经营商、加工商利用期货市场买卖合约,并在合约到期前把它对冲掉,为在现货市场的商品保值,防止因价格波动而造成损失;吸引广大的投资者利用期货合约频繁地进行买空卖空交易,在赚取差价利润的同时,又促进了市场的流动。

2. 期货合约与现货合同的区别

(1)期货合约比现货合同更简单,更具标准化。这主要体现在期货合约规定有标准的产品成交数量,如10吨可可、100万欧洲美元等;对产品的规格、特性规定有统一的标准;并对交收地点都有标准化限定,如定点仓库、定点银行等。

(2)期货合约大多不需实物交割。期货合约只有少数需要实物交割,多数为买空卖空交易。交易者为避免实物交割,通常是在到期前做相反操作,即有买空必抛售,有卖空必回补,以结平帐目,所以买金银期货的不一定是金银商,买卖外币或利率票据者,亦不一定是银行家,人人都可以涉足各种期货交易,并无“经营范围”之限。

(3)价格决定方式的区分。期货合约中商品的品种、规格、质量、数量、交货地点、交割日期等都是标准化的,只有价格是在交易中以公开公平竞争的方式形成的。而现货合约中的价格是由双方协商而确定的,是非公开非竞争性的。

(4)有无签约者的区别。期货合约是一种公众约定,所以不是买卖双方签定的,也没有一个个的纸面合同,其买卖转让更没有背书,没有初始签订者。现货合同是有双方签字画押的,若有一方不能兑现,需公正背书才能把责任和义务、又另转给第三方。

3. 期货合约的意义

纵观期货市场发展的历史,真正的期货交易是从合约的标准化这一“交易方式的革命”开始的。没有合约的标准化,就没有期货市场,所以合约的标准化是开展期货贸易的中心环节,是开办期货市场需要首先解决的问题。

二、期货合约的构成要素

(1)期货品种。即具有期货商品性能,并经过批准允许作为进入商品交易所进行期货买卖的品种,也叫做“上市品种”。

(2)合约单位。即每一张期货合约所代表的商品数量。这样在进行期货交易时,只需报出买或卖几张合约就行了,而无需再报出买或卖的具体数量。

(3)质量标准。即某一商品具有代表性的标准品级。期货合约具有了代表的标准品级,买卖合约时对商品的质量等级也无需再讨论商定。

(4)合约月份。期货合约虽可买卖流通,但最终还是要进行实货交割的。合约月份就是指交付、接收实货,以履行期货合约的月份。

(5)最小变动价位。即某一商品报价单位在每一次报价时所允许的最小价格变动量,亦称最小价格波动。有了最小变动价位的规定,竞价双方就都有了遵循,在相同的价位上就可成交。

(6)每日价格最大波动限制。期货成交价格是在讨价还价中达成的,但也是有限度的。每日价格最大波动限制,即一个商品当日的价格波动幅度,不能高于或低于上一交易日结算价的限度,也叫停板额。成交价只能在这个幅度内竞争敲定,保持市场既有波动,而又基本稳定。如果突破了停板额,就要停止交易,缓和市场情绪。

(7)交易时间。期货交易是固定场地、固定时间的交易。所谓交易时间就是交易者在每一个营业日进入市场交易的具体时间。

(8)最后交易日,即期货合约停止买卖的最后截止时间。期货合约可以转手流动,但又有月份限制,到了合约月份的一定日期就要停止合约买卖,准备交接实物,履行合约,因此,必须规定合约交易的最后日期,逾期停止交易。

(9)合约到期日,即期货合约进入交割过程的最后一天。在合约到期日之前必须依据合约和交割程序的规定交割完了。

(10)敲定价格。即在成交的当时通过公开、平等、竞争达成的一个计价单位的价格。

除价格是在成交当时确定的以外,其余各项要素都是载明在合约栏目中的,也是期货交易双方必须熟记的基本知识。

期货合约的特征就在于它的标准化的。标准化的期货合约,使得买卖双方可以用一种合约去交换另一种合约,从而取得另一个与最初交易部位相反,但数量相等的交易部位,从而使期货交易具有对冲、流通和高效的功能。期货合约的标准化特征可以通过下面的实例来反映。

三、期货合约实例

1. 芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade 简称 CBOT)玉米期货、期权合约

表 1.3.1

	期 货	期 权
交易单位	5000 蒲式耳	一个 CBOT 期货合约交易单位 (5000 蒲式耳)
最小变动价位	每蒲式耳 1/4 美分(每张 合约 12.50 美元)	每蒲式耳 1/8 美分(每张合 约 6.25 美元)
每日价格最大波动限制	每蒲式耳不高于或低于上 一交易日结算价各 10 美分 (每张合约 500 美元),现 货月份无限制	每蒲式耳不高于或低于上一交 易日结算权利金各 10 美分(每张 合约 500 美元)

表 1.3.2

	期 货	期 权
敲定价格		每蒲式耳 10 美分的整倍数
合约月份	12、3、5、7、9	12、3、5、7、9
交易时间	上午 9:30—下午 1:15 (芝加哥时间),到期合约最后交易日交易截止时间为当日中午	同 期 货
最后交易日	交割月最后营业日往回数的第七个营业日	距相关玉米期货合约第一通知日至少 5 个营业日之前的最后一个星期五
交割等级	以 2 号黄玉米为准,替代品种价格差距由交易所规定	
合约到期日		最后交易日之后的第一个星期六上午 10 点(芝加哥时间)

2. 芝加哥期货交易所主要市场指数期货合约

表 1.3.3

交易单位	用 250 美元乘以 MMI。例如,当 MMI 为 472.00 点时,其期货合约值为 118000 美元($250 \text{ 美元} \times 472.00$)
最小变动价位	0.05 个指数点(每张合约 12.50 美元)
每日价格最大波动限制	不高于上一交易日结算价格 80 个指数点;不低于上一交易日结算价格 50 个指数点(最初停板额)
合约月份	最前的 3 个连续月份以及 3、6、9、12 月合约周期内的后 3 个月份

交易时间	早 8:15—下午 3:15(芝加哥时间)
最后交易日	交割月的第三个星期五
交割方式	主要市场指数期货根据 MMI 期货收盘价格采取逐日盯市法,按照最后交易日之 MMI 收盘价格以现金结算

* 如果价格低于上一交易日的结算价格,协调价格限制额及交易停板额将根据道琼斯工业平均指数每下降 250 点和 400 点而计算,具体规格见 CBOT 规章条例。

3. 咖啡、糖和可可交易所可可期货合约

表 1.3.4

交易单位	10 公吨(22~46 磅)
最小变动价位	每公吨 1 美元(每张合约 10 美元)
每日价格最大波动限制	不得高于或低于上一交易日结算价格各 88 美元,限价可扩大至 132 美元、对前两个交割月份无限制
合约月份	12、3、5、7、9
交易时间	上午 9:30~下午 2:15(芝加哥时间)
交货产地	产于任何国家或气候下的品种,包括新产品或尚不知名的品种,共分为三类: A 组:加纳、尼日利亚、象牙海岸等国品种,每吨交割价升水 160 美元 B 组:巴伊亚、中美、委内瑞拉等国品种,每吨交割价升水 80 美元 C 组:桑切斯、海地、马来西亚及其他产地品种,按平价交割,等级评定由持有交易所执照的评级员进行
交割地点	纽约港区特许仓库,特拉华河港口或汉普顿港口;如采用码头交货或散装交货,可适当从合约价中给予折扣,但须征得收货方同意。

4. 芝加哥商业交易所生猪期货合约

表 1.3.5

交易单位	30000 磅生猪(阉猪和小母猪)
最小变动价位	每磅 0.00025 美元(每张合约 7.50 美元)
每日价格最大波动限制	每磅 $1\frac{1}{2}$ 美分(每张合约 450 美元), 高于或低于上一交易日的结算价格
合约月份	2、4、6、7、8、10、12
交易时间	上午 9:10—下午 1:00(芝加哥时间), 到期合约最后交易截止时间为当日中午
最后交易日	每一合约月份的 20 日(有时有例外)
交割日	每一合约月份内的星期一、二、三、四(如果上述日期不是假日或假日之前一天)
交割单据到期日	实际交割日之前一个工作日下午 1:00 之前(芝加哥时间)

5. 纽约商品交易所高级铜期货、期权合约

表 1.3.6

	期货	期权
交易单位	25000 磅	一个高级铜期货合约单位
最小变动价位	每磅 0.0005 美元(每张合约 12.50 美元)	每磅 0.0005 美元(每张合约 12.50 美元)
敲定价格		敲定价格不足 40 美分的每磅间隔 1 美分; 40 美分至 1 美元的间隔 2 美分; 1 美元以上的间隔 5 美分

履约方式		任何一个期权交易日之下午 3:00(纽约时间)以前。履约时,期权持有者通过转帐方式接受一个适当的相关高级铜期货合约的空头或多头部位,期权卖方在收到履约通知书后进入一个相反的期货部位
合约身份	当月和其后两个月以及从当月开始的 23 个月周期中的任何 1、3、5、7、9、12 月	(3、5、7、9、12 合约月份中离交割期最近的 4 个月份)
交易时间	上午 9:25 ~ 下午 2:00 (纽约时间)	同相关高级铜期货合约
交割等级	25000 磅(公差度 $\pm 2\%$)1 级电解铜	
最后交易日	交割月份的倒数第三个交易日	(相关期货合约交割月份之前一个月的第二个星期五)

6. 中国郑州商品交易所小麦期货合约

表 1.3.7

交易单位	10 吨
最小变动价位	每公斤 0.1 分(每张合约 10 元)
每日价格最大波动限制	每公斤不高于或低于上一交易日结算价各 3 分(每张合约 300 元)
交易时间	上午 9:00—9:25(北京时间)
合约月份	1、3、5、7、9、11
最后交易日	交割月最后营业日往前数第七个营业日

交割等级	中华人民共和国国家标准;北方三等硬冬白麦;北方三等软冬白麦;小麦替代品种价格差距(以标准品级合约价为基准)	
	北方一等硬(软)冬白麦	加价 6%
	北方二等硬(软)冬白麦	加价 3%
	北方一等混合硬(软)冬花麦	合约价
	北方二等混合硬(软)冬花麦	减价 3%
	北方三等混合硬(软)冬花麦	减价 6%

7. 伦敦金属交易所原铝期货合约

伦敦金属交易所的合约规定比较详细,而且它带有远期现货性质,与美国期货合约不尽相同,下举一例,供参考。

原 铝 合 同

(由董事会和伦敦金属交易所委员会批准)

合同 B

伦敦 _____

M _____

根据并以伦敦金属交易所章程和规则为准,我 我们 今天 有售给你 向你购买 _____ 吨(溢短 2%,并以下面第三条规则为准)原铝,价格为每吨(1000 公斤) _____ 镑,净 加 减 _____ %,付款期限 _____。

我们有权在任何时候根据需要要求你们以现金和/或抵押品这样的其他形式付给我们一笔金额(下文称“保证金”),这笔数额不超过我们所要求的合同价格。为了保证你能按时履行你在该合同项下的义务和保证与合同有关的保证金价值,合同在流通当中一直将由你方保持。我们还有进一步的权利可以根据需要选择以一种或多种付款通知要求你方向我们支付合同缔结时的价格与以后任何时候的现时市价之间的差额。如果发生任何你不能履行上述义务的情况,我们有权立即占用现金和/或出售任何抵押品以履行我们的上述权利,除该合同保留给我们的所有其它权利之外。

该合同是由你方和我方作为当事方签订的,只有我方对你方就合同的履行有责任。我们要求你方支付的手续费(如有的话)只被看作是价格的一部分,并可能由我方和介绍业务的代理人一起分享,同时,我们还保留向我们可能向他购买或出售给他的任何人收取手续费或佣金以弥补下面不利条件的权利。

如果你不能如期偿付由本合同或任何其它未完成合同或我们之间所有以伦敦金属交易所章程和规则为准的合同引起的债务,不管是不能如期提供应付销售的单据,还是不能提供资金以接受单据(根据具体情况),还是其它不管怎样,还是你不能提供或维持我们有权要求

和已经要求的这种保证金,或者如果你暂停支付或者破产了或者作出任何破产的行为;或者(作为一个公司)如果你停业清理,无论是自动还是被动的,我们保留抛售该合同和任何其他未完成合同的权利,那时我们将根据自己单方面的意见决定通过卖出或买进相应数量来防备你(根据具体情况),任何由哪产生的差额将是立即应付项目,尽管可能还没到交割日或者其他原先规定为结算日的日子。

我们在实施该合同项下的所有权利中的任何迟延不应被认为由此构成弃权。

对原铝的特殊规定

1. 质量——该合同项下交付的铝必须是最低纯度为 99.50%、最高铁含量 0.40% 和最高硅含量 0.30% 的原铝,以铝锭或 T 棒的形式交货,必须牢固捆扎成适合堆置的包裹。所有交付的铝都必须是伦敦金属交易所批准列单上列名生产商的产品。

每块铝锭的重量应在 12~26 公斤之间,每根 T 棒的重量应在 450~675 公斤之间。

2. 结算——合同必须按 25 吨的精确数量以委员会公布并在交割日施行的正式结算价结算。买方和卖方支付或接受(根据具体情况)结算价与合同价之间的差额(若有的话)。

3. 交货——该合同项下的铝必须在交割日按卖方选择的交货点向委员会列名的仓库交货(这类仓库的名称可以从伦敦金属交易所办事处获得)。在履行合同中提供的栈单必须以上述规定 2 中提及的结算价按每包 25 吨或者其倍数(每 25 吨被看作是一个单独的合同)开发票。栈单以 25 吨为一张(溢短 2%)。25 吨一包的铝锭或 T 棒必须存放在同一个仓库,必须是同一个国家的产品。就铝锭来说,根据每包底层不同形状和规格的需要,还必须由同一牌号、同一形状和同一规格的铝组成,以达到货盘化的目的。1985 年 6 月 1 日起,栈单上所列的每一包铝锭都必须以牢牢捆扎成不超过 2 吨的包裹交付。租金必须写在发票上。

4. 重量——任何情况下的栈单重量都必须为买方和卖方之间所接受。

5. 栈单上的铝的存放——

(1) 铝的每次交货都必须伴随一张原产地证书和一张生产商的化验证明书,两种文件都必须交给仓库。化验证明书必须是在规定的质量说明范围内。一份巴尔克化验证明书或者其副本是可以接受的,但一份生产者证明不行,化验证明书必须由一个伦敦金属交易所列名的化验者准备并签名。所有的化验证明书者必须显示出每一炉的号码。

(2) 打算将栈单上的铝存放起来以便交付到市场的一方必须告知仓库保管员将对最初在市场上存放栈单负责的一个正式交易场成员的名字。这种栈单必须根据那个交易场成员的订单发出,他在背书栈单以前必须相信这个文件是合格交货的证据。

(3) 每一张仓库栈单都必须由同一国家生产的铝组成,并且必须是伦敦金属交易所铝牌号批准列单上的牌号。

每份栈单都必须注明包裹的总重量、原产国、牌号以及交给仓库保管员的原产地证书和化验证书的日期和参考号码。每张栈单必须是 25 吨(溢短 2%),并且必须注明包裹或 T 棒的数目,就包裹来说,铝锭的数目构成每一包裹。

(4)根据要求,如果这 25 吨构成被巴尔克化验证书掩盖的一次更大交货的要素的话,仓库保管员必须将原产地/化验证书提交栈单持有人。

6. 争端——任何有关该合同的存在、完成或有效期等问题或由该合同引起的任何争端必须由一方或两方联合起来用书面形式向委员会所属的执行秘书报告,这样的问题或争端如果不能以协商解决,那么将按照伦敦金属交易所章程规定提交仲裁。由上诉委员会根据仲裁人判决作出的书面决定将是发生免除或取消仲裁人判决和上诉委员会决定的请求通知书或进行诉讼的先决条件。

无论是董事会还是委员会,还是金属销售和交易有限公司的监察委员会,还是它们中的任何成员,还是由董事会任命的受托管理人都不承担任何责任,无论是在合同中的还是在任何决议、声明、行为或由于疏忽或其它引起的失职等侵权行为中的,致使履行或忽略了由金属销售和交易有限公司继续进行并代表该公司的监察工作。

下述规定不适用于本合同:

(1)1964 年订立的国际货物销售合同的统一法和与之有关的公约。

(2)1964 年订立的国际货物买卖统一法和与之有关的公约。

(3)1980 年的联合国国际销售货物合同公约。

(上述规定中的“委员会”是指伦敦金属交易所委员会。)

警 告

买方被告知该金属可能含有裂隙和积留水分的隐藏的凹处,在处理和加工该金属时必须记住这点。如果该金属在没有经过适当的干燥过程就被引进熔炼炉的话,那么隐藏的水分可能会引起爆炸。

7. 深圳有色金属交易所和上海金属交易所的标准化期货合约如下:

深圳有色金属交易所特级铝标准合约

(由深圳有色金属交易所理事会和监委会

1992 年 9 月 28 日批准,于 1993 年 4 月 15 日修正)

本合约系由你方和深圳有色金属交易所(以下简称交易所)作为特级铝标准合约之当事人签订,只有你方和交易所对合约的履行负有责任。

根据《深圳有色金属交易所管理暂行规定》(以下简称管理规定)和《深圳有色金属交易所交易规则》(以下简称交易规则),你方与其他会员通过集中交易、公开叫价,买入(或卖出)

特级铝批准列单(见附件)上的商品;以“每日交易清单”为依据,并遵守以下合约条款。

合约的具体条款

一、质量:本合约规定特级铝质量标准为主含量 $Al \geq 99.7\%$, 杂质含量标准为: $Fe \leq 0.16\%$ 、 $Si \leq 0.13\%$ 。

必须以铝锭的形式交货。每锭重量不超过 25 公斤,每捆重量不超过 2.5 吨。

二、本合约在交易过程中,1 手重量为 50 吨,报盘数量和成交数量均须为 1 手的整倍数。

三、实物重量:卖方所交实物重量溢短不能超过 $\pm 2\%$ 的范围;实物重量以交易所的注册仓库开出的标准仓单为准。

四、本合约在交易过程中,报价货币为人民币和美元;最小价位波动为人民币 10 元/吨,美元 1 美元/吨。

五、每日价格最大波动幅度,不能高于或低于当日开市价的 3% 。

六、本合约交易月份为 12 个月内的任何月份。

合约的一般条款

一、合约当事人的权利与义务:

为了保证合约的全面履行,你方必须在成交时向交易所交纳基本保证金,并且在本合约平仓前,如市场价格向不利于你方的方向变化时,你方必须及时向交易所结算部门补交追加保证金。如果你方不按要求交付追加保证金,交易所所有权决定对本合约进行强制平仓;如果你方不能按期提交特级铝标准仓单或不能按期交付货款,交易所将视你方为违约,并对你方作出如“合约的一般条款”第五条的违约处理。如果你方在交易所结算部门帐户上的所有资金不足补偿上述损失,交易所所有权向你方继续追索。

二、标准仓单铝的存放:

1. 卖方必须在交割期内将货物交到交易所的注册仓库(见附件)。交割的铝锭必须牢固捆扎,符合包装要求。

2. 卖方交货时必须同时向仓库提供生产企业的产品质检单。质检单必须符合本合约中的质量要求。

3. 卖方所交的铝锭必须是交易所批准列单上的牌号(LME 注册产品中 T 形棒除外)。每份标准仓单都必须注明货物的毛重、净重、总锭数、生产厂家以及交于仓库管理员的产品质检单的日期和参考号码。

三、交割程序:

1. 合约的实物交割期为合约交割月份的 21 日至 25 日(包括 21 日和 25 日);合约的最后平仓日为交割月份的 20 日。

2. 卖方必须在交割期内的任何一天工作日将标准仓单交到交易所。

3. 买方必须在交割期内的任何一天工作日将货款汇到交易所结算部门帐户。

4. 每月 25 日为交割月平仓合约结算日,每月 26 日为卖方货款结算日。每月 26 日上午 12 点前,持有当月未平仓合约的买方必须到交易所领取标准仓单。

四、结算:

1. 卖方所交实物重量溢短部分按交割月 25 日交易所公布的现货结算价进行结算。

2. 实物交割的货款计算方法如下:

卖方应收货款 = 卖方合约成交价 $\times$ 合约数量 + 25 日的现货结算价 $\times$ (实交数量 - 合约数量)

买方应付货款 = 买方成交合约价 $\times$ 合约数量 + 25 日的现货结算价 $\times$ (实收数量 - 合约数量)

五、交割违约行为及其处理:

1. 你方作为卖方具有下列行为之一,属交割违约:

(1)在当月最后交割日(25 日),下午 4 点前持有当月未平仓合约,而未能提供标准仓单的;

(2)卖出即期现货,而未能成交后三个工作日内(包括合约成交日)将标准仓单送达交易所的;

(3)所交实物质量经过交易所指定的质检部门检验确与成交合约规定质量不符的;

2. 你方作为买方有下列行为之一,属交割违约:

(1)在当月最后交割日(25 日)下午四天前持有当月未平仓合约,而未能将货款汇入交易所结算部门指定帐户的;

(2)买入即期现货,而未能成交后三个工作日内(包括合约成交日)将货款汇入交易所结算部门指定帐户的;

3. 交割违约的处理:

(一)当你方作为卖方交割违约,无法提供标准仓单时,交易所作出如下处理:

(1)处以你方本次交易金额 2% 的违约金及 5% 的罚款;

(2)由交易所主持,在交易场内公开竞价征购标准仓单。成交价与原合约之间价差、交易手续费、仓储费等一切经济损失均由你方承担。

(3)终止你方合约的履行,清算原合约成交价与当月最后交割日(即 25 日)的现货结算价之间的价差,由此所产生的一切损失均由你方承担。

以上处理规定中第(1)条必须执行,第(2)条和第(3)条,交易所根据具体情况选取一种执行。

(二)当你方作为买方交割违约时,交易所作出如下处理:

(1)处以你方本次交易金额 2% 的违约金及 5% 的罚款;

(2)交易所对已接收的标准仓单进行公开拍卖,造成的价差、交易手续费、仓储费等直接经济损失由你方承担。

(3)终止你方合约的履行、清算原合约成交价与当月最后交割日(即 25 日)的现货结算价之间的价差,由此产生的一切损失均由你方承担。

以上处理规定中第(1)条必须执行,第(2)条和第(3)条,交易所根据具体情况选取一种执行。

(三)交割违约的损失,交易所结算部门有权从你方的保证金帐户或结算帐户的存款中划转;如存款不足以抵偿损失时,交易所对你方采取暂停交易和其它的追偿措施。

六、争议的解决

如果你方违约且对交易所依据本合约条款所作的处理持有异议,根据《深圳有色金属交易所管理暂行规定》你方可向交易所监委会申请仲裁。申请仲裁的当事者须提出书面申请,并承认由监委会作出的书面裁决为终局裁决。

七、本合约中所有期限的终止日,如遇法定节假日,按公休日天数顺延;如遇特殊情况,由交易所另行通知。

八、本合约在每个交易日的具体交易时间由交易所另行公布。

九、本合约中未提到的情况均按《深圳有色金属交易所管理暂行规定》和《深圳有色金属交易所交易规则》进行处理。

十、《深圳有色金属交易所特级铝标准合约附件》是本合约不可分割的一部分。

第二节 期货合约的产生

一、期货合约的产生

期货合约有一个产生、交易、到期平仓或交割结束的周期,了解这个周期,对于深入认识期货合约是有着重要意义的。

期货合约的产生如同其他商品一样,有一个调查、设计的过程。开始是由期货交易所的新产品开发部门进行广泛地研究,设计出一个合约,然后交市场交易人士讨论,修正后在市场上交易。一般新产品开发的成功率很低,许多品种推出来后都失败了。一般一个成功的期货合约有以下几个条件:该商品有大量的现货交易;该商品价格波动频繁,有较强的不可测性;该商品现货交易者有强烈的保值愿望;该商品交易能吸引大量投资者入市。

在美国,一个新商品的上市在交易所完成了设计之后要经过联邦期货交易委员会的审查,待批准后才允许上市。联邦期货交易委员会审查该合约能否上市有几个标准:①该期货合约是否对全社会公众有利而无害;②该合约是否有利于经济发展;③是否符合市场参与者的整体利益;④该合约交易是否有一个公正、公平、有秩序的市场;⑤设计的交易的地点和秩序与实际商品交易过程是否相符。

被联邦期货交易委员会批准了之后,该合约将在交易所上市。在开始交易前,要公布该合约的详细内容,包括合约的品种、规格、数量、交割地点、交割商品的等级以及合约的月份。同时,要公布该合约从开始交易到期满交割的时间是多长。尽管各交易所和各个品种是不一样的,但一般而言,皆以1~2年为期。其中农产品期货合约交易期限最短,这与农业生产周期有关系。

美国芝加哥商品交易所交易的玉米、美国长期国库券的有效交易月份如下表所示:

表 1.3.8 有效交易月份表(1987 年)

玉 米		美国长期国债	
7 月	1987 年	9 月	1987 年
9 月	1987 年	12 月	1987 年
12 月	1987 年	3 月	1988 年
3 月	1988 年	6 月	1988 年
5 月	1988 年	9 月	1988 年
7 月	1988 年	12 月	1988 年
9 月	1988 年	3 月	1989 年

资料来源:李宗贤主编《迎接商品期货世纪》,台湾出版,第 56 页。

以表中玉米来说,1988 年 9 月期的合约在 1987 年 5 月期合约期满以后就开始交易。以国债来说,1989 年 3 月期的长期国债期货合约在 1987 年 6 月期合约期满以后就开始交易。

期货合约是年复一年连续交易下去,旧的合约期满交割,新的合约按既定交易月份上市交易,不断循环,为市场使用者服务。

期货合约交易,平仓或交割在期货交易流程中有所涉及,故在此不再细述。

二、期货交易的报价

上面 1 中列举了许多期货合约,不同的期货合约有不同的报价方式,这是由其商品的特点和行业交易习惯所决定的。

如黄金以每盎司多少美元即美元/盎司报价,单位为美分,而白银则因价格低,报价是美分/盎司,则最小报价单位为 0.1 美分。谷物则视其情况而定,有的是美元/吨,有的是美分/蒲式耳,活牛、活猪则是美分/磅,燃料油是以美元/加仑,石油以美分/桶,有色金属是美分/磅。这些报价往往与现货一样,一目了然,只有外汇、利率期货报价需要予以说明。

外汇期货的报价方法有两种,即美式报价法和欧洲报价法。美式报价法是 1 个外汇相当于多少美元。如芝加哥商业交易所的外汇价格是以 1 特定外汇兑换多少美元来报价,举例来说瑞士法郎报价 0.6000 表示一瑞士法郎等于 60 美分,英镑报价 1.6000 表示一英镑等于 1.60 美元。欧洲报价法正与此相反,是以 1 美元能兑换多少其他货币的比率表示。如芝加哥商业交易所报价德国马克为 40.00 美分,则表示银行间的兑换率为 $1/0.4 = \text{DM}2.50$ 。

第三节 我国期货合约的设计

期货市场是以合约买卖为特征的市场,是交易范围不断扩大开放性的市场,是交易规范为国际公认的国际性市场。期货合约的设计,首先必须符合国际惯例,有可行性;其次必须标准化,易于操作,再者要立足国情,符合实际。为此,对期货合约的设计,提出以下参照性的原则。

1. 期货品种

期货商品的选定关乎期货市场的成功和失败。尽管可用作交换的商品繁多,然而,用作期货交易的商品必须是:①关系国民经济发展和人民生活普遍需要;②耐储藏并适用于远途运输;③有固定的并易于划分测定的质量、规格、等级标准;④价格和经营不受行政和非经济因素干预;⑤价格波动频繁有分散价格风险、保值需求;⑥大批量生产并大批量流通,拥有众多的买主和卖主;⑦供求不稳,难于预测。反之,不具有上述特点的商品都不宜作为期货品种。

基于上述要求,目前我国可开办期货交易的品种主要是:谷物类的小麦、玉米、大豆、大米等;油料类的花生、菜籽、芝麻、棉籽及其油脂等;纤维类的棉花、红黄麻等;食糖类的原糖、精制糖等;有色金属类的铜、锡、铝、铅、锌、镍等。有待今后进一步开发的品种有:畜产类的生猪、猪肉、鸡等;林产类的木材、胶合板等;石油类的原油、汽油、丙烷等;贵金属类的黄金、白银、铂金、钯等;金融类的证券、股票、外汇、汇率、利率等。

这里须要指出,以上品种虽都可以作为期货商品,但都必须经过国家期货监管机构(如同美国 CFTC)批准,才能进入期货市场交易,没有经过批准的品种一律不准开办期货交易。同时,我国期货市场。仅是起步阶段,没有实践经验,应先从粮油、棉花、食糖、金属起步,待取得经验后,再向其它品种扩展,切不可一哄而起。

2. 合约单位

为了既能和国际通用标准相一致,又能符合我国实际,合约单位应区别不同情况进行设计:

(1)计量单位:统一使用公制计量单位。如合约单位数量用吨,报价单位用公斤,货币单位用人民币元、角、分、厘。

(2)粮、油、棉花、糖生产、经营分散,拥有的交易者比较多,又主要是立足国内交易的特点,期货合约单位数量宜小不宜大,每张合约按 10 吨设计为宜。这样既有利于适应大的生产、经营、消费、外贸、金融企业参与交易,又利于吸引广大的居民群众参与期货投资。

(3)有色金属鉴于参与国际性期货交易贸易量比较大,而又多为大型企业生产、使用,合约单位数量可按 25 吨设计。

(4)合约单位按我国惯常用语宜一律用张称谓。

3. 标准品级

期货合约标准品级应采用国内外贸易中通用和交易量较大的商品品级作为期货合约的标准品。

(1)粮、油、棉、糖品种质量一律执行中华人民共和国国家标准(或部标准)。

(2)标准品级一律以国家标准中等品级为准。

(3)有色金属(铜、锡、铝、铅、锌、镍)国内交易一律执行国家标准;国际交易一律执行伦敦金属交易所规定的国际通用的质量标准。

(4)替代品级:期货合约规定的品级只是有代表性的标准品级,与需要交割的实际商品品级很可能发生差异。在坚持按标准品级交割的同时,应本着同种不同级的精神,交易所有权具体规定可以替代交割的品级,以及品级之间的价差。结算价格按高或低于标准品级的差价增价或减价处理。

4. 合约月份

由于不同商品具有不同的生产、流通、使用性能,应对不同的商品设计不同的合约月份和合约期的长短。

(1)具有季节性生产的商品:如小麦、玉米、黄豆、花生、菜籽、芝麻、棉籽、棉花、糖等属于季节性生产,常年流通的商品,这些产品的合约月份要把生产的季节性和流通的常年性结合起来设计。如小麦合约月份可分为7、9、11和翌年的1、3、5各月设计;玉米可分为11和翌年的1、3、5、7、9各月设计。

(2)非季节性生产的商品:如金属的生产没有季节性,可设计为每年的1—12月份的每个月都为合约月份。

(3)合约期:发现并形成远期价格,以指导生产和流通,是开展期货交易的重要目的之一,农产品期货的合约期可设计为:近期合约为半年;中期合约为一年;远期合约为一年半,并鼓励买卖远期合约。这样作的好处,拿小麦生产来讲,10月份是小麦的播种季节,如果在这个时候就有了翌年7月份的小麦期货价格,农民就可以参照这个价格计算他的收益,卖出来七月份的期货合约,安排他的小麦生产,以达稳定生产和收益的目的。

5. 最小变动价位

期货交易是公开竞价的交易,最小变动价位的设计,关系到交易的气氛、交易双方的利益、交易的效率。最小变动价位宜本着这些要求来设计。以小麦为例,如果每公斤每日价格最大波动限幅是4分,每次变动价位为2厘,可变动20次,这就体现了讨价还价的“分厘之争”。也就是说价位越多,选择余地越大,成交的机会越多,越能满足交易者的意愿。其它商品的最小变动价位都可照此思路设计。

6. 每日价格最大波动限幅

每日价格最大波动限幅的设计应从两方面着想:一方面要考虑到期货市场要保持大稳定小波动的格局,如果限幅过小,交易无利,投资者就不愿参与期货交易;如限幅过大,过分刺激投机,又会助长市场的不稳;如发生亏损,数额过大又会承受不起。要在调查研究不同商品近几年来价格涨落变化的基础上,设计确定每日的价格最大波动限幅,作到恰到好处。仍以小麦为例,假设每张合约10吨,每公斤升或降价4分,每张合约涨或跌价400元。这对盈者、亏者都比较适应。

价幅是一次性规定,定后是固定不变的,是停板的根据,设计要慎重。

7. 交易时间

交易时间的确定要本着两个前提:一、期货市场是参与者比较多,交投活跃的市场,既要有足够的交易时间,也要始终保持紧张活跃的气氛;二、期货市场实行每日结算制,要给当日的结算工作留下足够时间。可根据不同商品的交投情况有区别地设计:

(1)可采取一班连续交易制。即从每个营业日的上午9时开市,连续交易到下午2时。

(2)也可采取两班间歇交易制,即从每个营业日的上午9时开市到11时停市,下午从1时开市到3时停市。

(3)时间一律以北京时间为准。

8. 最后交易日

在期货交易中尽管期货合约可以买卖流动,但所有期货合约都必须通过对冲或依据合约规定进行现货交割而平仓。尽管绝大多数都是以对冲而了结交易,然而也总还有1—3%的合约最终要进行现货交割。为现货交割提供充分时间,最后交易日可以定为合约中甸的最后一个营业日,从这天起到了合约月份的合约全部停止交易。这样定可有一旬的时间来完成现货交割。

按照国际惯例,交易所一般不负责实际商品的交割,只是为卖方将实际交付给合乎要求的买方制订交割程序和监督交割。据此,整个交割过程是否可以这样设计:

第一步:合约月份的第一个营业日,交易所结算部应以当众公布的形式,向进入该月份的持多头、空头的交易者发出如不在最后交易日之前对冲了结交易的,要准备进行交接现货的准备。

第二步:从最后交易日起,停止合约交易,准备交割。

第三步:从最后交易日起进入交割期,实行三日交割制:

第一天为持盘日——这一天代表卖方的结算公司通知交易所的结算部门,转达客户要依据合约交付现货的要求。

第二天为通知日——在这天交易开盘前,交易所的结算公司为卖方找出持该多头合约时间最长的买方后,并通知买卖双方。卖方结算公司将销售发票送到交易所结算公司,然后转向买方的结算公司。

第三天为交割日——买卖双方结算公司通过交换栈单和应付款的保付支票而完成交割。开出的栈单必须是经交易所批准认可承担期货交割的仓库的栈单,否则一律视为无效栈单,不得作为交割凭证。

第四章 期货市场的组织结构

期货市场是进行期货交易的场所。期货交易是期货投资者通过期货经纪机构,在期货交易所内,根据交易所的交易规则买卖期货合约的行为,期货交易是由期货结算所来进行结算的,所有上述这些行为都是在政府监管机构的严格监管下进行的。因此,完整的期货市场的组织结构应该由五个部分组成:期货交易主体、期货交易对象、期货交易所、期货结算所和期货市场的政府监管机构。期货市场经过一个半世纪的发展和完善,已经形成了一整套严密的组织体系和严格的规章制度,有力地促进了期货市场自身的发展,保证了期货市场的正常运行。

第一节 期货交易所

所有的期货交易都是在期货交易所内进行的,期货交易所就是进行期货合约买卖的场所。

一、期货交易所的成立及其作用

早期的期货交易所一般是由现货远期交易市场演变而来的,随着期货交易方式的产生和发展,在这些交易市场里期货交易逐渐取代了现货远期合约交易,现货远期交易市场就演变成成为专门从事期货交易的期货交易所。后来成立的期货交易所,情况就发生了变化,有的期货交易所是由政府直接出面组织成立的,但大多数期货交易所主要还是由从事商品交易的商业人士基于共同的商业利益和需要而自愿组织成立的,但必须经过政府主管机关的批准认可后才能从事期货交易。

目前世界上绝大多数的期货交易所根据其性质可以划分为两种类型:一类是公司制,另一类是会员制。公司制期货交易所通常由若干股东共同出资组建,以盈利为目的,股份可以按照有关法律规定进行转让,交易所每年的营业盈余按照每个股东所持有的股份大小在股东之间进行分配。公司制期货交易所的权力机构是股东大会以及由股东大会选举产生的董

事会。会员制期货交易所是由全体会员共同出资组建,认购等额的会员资格费作为注册资本。会员认购的会员资格费,是取得会员资格的基本条件之一,不是投资行为,不存在投资回报问题。交易所是会员制法人,以全额注册资本对其债务承担有限责任。会员制期货交易所的权力机构是由全体会员共同组成的会员大会,会员大会的常设机构是由全体会员选举产生的理事会,因此,会员制期货交易所是实行自律性管理的非营利性的会员制法人。会员制期货交易所与公司制期货交易所相比,有许多优点,其中最主要的一点就是会员制期货交易所有利于防止交易所为了片面追逐利润而故意刺激交易量,有利于建立完善的会员自律管理机制。由于会员的出资仅仅是购买会员资格,不是购买受益凭证,不是投资行为,不存在投资回报问题。会员出资的回报只能从席位增值或者交易盈利中获得,这就解决了交易所为了片面追求手续费收入而有意刺激交易量问题。此外,交易所的权力机构是会员大会和理事会,全体会员都有平等的权利参与交易所的经营管理,因此,会员制期货交易所更有利于保持公平、公正、公开的特征。目前世界上绝大多数的期货交易所都采用会员制,但也有一些公司制的期货交易所,例如香港联合交易所有限公司(The Stock Exchange of Hong Kong,Ltd)等。

期货交易所只是为期货交易提供一个交易场所,本身并不参与期货交易,不拥有任何商品,不买卖期货合约,也不参与期货价格的形成。但是,期货交易所对于期货交易的正常开展,具有十分重要的作用:

- (1)为期货交易提供了一个专门的有组织的交易场所和先进的交易设施;
- (2)为期货交易制定了标准化的期货合约,大大提高了交易效率和市场流动性;
- (3)制定并实施交易规则和其他规章制度,确保期货交易的公平有序进行;
- (4)充当交易的中介,为在交易所内达成的所有期货合约提供履约担保;
- (5)对因期货交易而产生的经济纠纷提供富有效率的调解和仲裁;
- (6)为期货交易所会员和社会公众提供信息服务,等等。

二、期货交易所的组织结构

目前绝大多数的期货交易所都采用会员制组织形式,因此这里主要介绍会员制期货交易所的组织结构。

1. 权力机构

会员制期货交易所一般由全体会员组成会员大会,会员大会是交易所的最高权力机构,决定交易所的方针大略,由会员大会选举产生的理事会是交易所的最高管理机构或会员大会的常设执行机构。理事会的主要职责是:①召集会员大会,向会员大会报告工作,执行会员大会所作出的决议;②制定、修改或废止期货交易所的交易规则或重大规章制度;③聘任或解聘总裁、副总裁、总会计师等交易所的高级职员;④拟定交易所的财务预决算方案和年度工作计划;⑤审查会员的资格,决定会员的接收和资格转让,决定对会员的处分;⑥决定期货交易所各专业委员会和职能部门的设置和职责;⑦拟定期货交易所合并、终止及清算方案;⑧会员大会授予的其他职责。

理事会成员来源于三个方面:由会员大会选举产生的会员理事、政府期货管理部门委任的理事以及非会员的社会公共理事,理事会的这种组成结构保证了它能够代表社会各方面的利益。

为了保证和协助理事会更加有效地开展工作,通常还在理事会下面设立若干专业委员会,专业委员会或者由会员大会选举产生,或者由理事会直接任命。专业委员会有权向理事会提出各种建议,协助理事会管理交易所,包括:提出理事长、理事会成员以及专业委员会候选人,监督财务,监督调查交易所会员的业务活动,调解、仲裁会员之间的交易纠纷,审查交易所的会员资格,监督交易厅内的业务活动,监督市场报告制度的实施,管理交易所的不动产设备,制定与修改交易所的各种规章、规则、制度,检验到期交割的实货商品,管理仓库、衡器,对外公关与宣传等等。各个期货交易所根据开展业务的需要都设立了数量不等的专业委员会,例如芝加哥期货交易所就设置了会员资格审查委员会、交易行为管理委员会、合约规格委员会、结算委员会、规则委员会、检查交收委员会、经纪人资格委员会、仲裁委员会、对外公共宣传委员会、交易厅委员会以及各个交易品种的专业市场委员会等共 100 多个专业委员会,这些专业委员会的设立和有效工作,有力保障了交易所广大会员民主管理交易所的权利的实现。

2. 行政机构

交易所的日常行政业务由总裁负责,总裁下设几个甚至十几个负责具体某一方面业务的副总裁。交易所总裁由理事会聘任,一般是理事会成员。总裁的职责主要有:组织实施会员大会和理事会决议,并向理事会报告工作;主持期货交易所日常交易和行政管理工作;提名副总裁和总会计师等高级职员,决定交易所机构设置以及员工聘任和辞退;会员大会和理事会授予的其他职权。

为了开展业务的需要,交易所一般还下设以下一些职能部门:

(1)综合部。负责协调交易所的日常行政工作。

(2)交易部。负责交易所上市商品的交易业务以及交易场所的现场管理。

(3)信息部。负责统计、分析、发布期货交易的行情信息,以及交易所计算机系统的开发、管理和维护。

(4)法规部。负责期货交易法规的制订、发布、解释和修订工作,负责有关法规、政策的收集和研究以及交易所其他有关法律法规问题的咨询和处理。

(5)发展研究部。负责交易所发展目标与规划的研究,负责交易所的市场开拓、上市品种和标准期货合约的研究与设计,负责收集、整理、分析期货市场的情报资料和市场信息。

(6)监审部。负责会员交易行为的监督、违规违约行为的调查、处罚,负责交易所风险预警及控制。

(7)人力资源部。负责交易所的机构编制以及交易所员工的人事管理。

(8)财务部。负责交易所的日常会计核算和财务管理,负责交易所年度财务预决算的编制、分析和控制。

(9)结算部。负责期货合约在交易全过程的结算工作,负责实物交割的结算工作,负责期货交易保证金管理和交易过程中有关税费的收取和交纳。

(10)交割部。负责交易所到期末平仓期货合约的配对和实物交割,负责交易所标准交割仓库的管理,处理和协调交割过程中产生的各类纠纷。

(11)公共关系部。负责交易所的形象策划、宣传联络,以及对外的教育培训工作。

3. 监督机构

除了权力机构和行政机构以外,会员制期货交易所一般还设有监督机构——监事会。监事会的主要职权范围如下:①依照国家有关法律、法规、政策和交易所的规章制度,对交易所的活动进行监督检查;②监察交易所理事、总裁、副总裁、总会计师等高级职员执行会员大会、理事会决议的情况;③监察交易所理事、总裁、副总裁、总会计师等高级职员以及其他工作人员遵守国家法律、法规以及交易所规章制度的情况;④检查交易所规章制度的执行情况以及财务情况;⑤有权对违法、违规、违纪事件进行调查,并依法作出处理意见和处理决定;⑥有权提议召开会员大会和理事会会议,对理事会的决议如有异议有权提出复议;⑦交易所章程所授予的其他职权。

监事会的组成结构与理事会类似,其成员也包括三个方面:由会员大会选举产生的会员监事、非会员的社会公共监事以及由政府期货管理部门委派的监事。监事会的这种组织结构充分代表了社会各方面的利益,保证了监事会能够对交易所的活动实施有效的监督,从而保证了期货交易所的正常运行。

三、期货交易所会员

期货交易所的会员,经过正式申请并审查批准后,才能成为正式会员。一旦成为会员,也就能享有各种权利,如会员可以直接在交易所内从事期货交易,而非会员只能通过委托会员代理才能够进行交易,同时会员还享有向交易所支付较少的佣金和其他优惠,参与交易所的管理等权利。在通常情况下,根据会员能否接受他人委托在交易所内从事期货交易来划分,交易所会员可以分为一般会员和全权会员两大类。

1. 一般会员

一般会员只能在期货交易所内从事自营期货交易业务,而不能接受他人委托从事代理业务。一般会员有时不一定亲自进入期货交易所内进行交易,他也可以委托其他会员代理自己进行交易,同时可以享受较低的手续费率,但不能接受客户的委托进行交易。

2. 全权会员

全权会员是指既可以在期货交易所内从事自营业务,又可以从事代理业务的会员。全权会员既可以亲自进入期货交易所内进行交易,也可以委托其他全权会员代理自己进行交易。

第二节 期货结算所

期货结算所,又称“票据交换所”或者“期货清算所”,主要负责期货交易的结算,包括到期末平仓期货合约的交割和未到期合约的平仓,并承担每笔交易的清算和期货合约到期履约等责任。

一、期货结算所的种类与作用

目前世界上的期货结算所有两种类型:一类是分离于期货交易所之外的独立的期货结算所,如芝加哥期货交易所清算公司;另一类期货结算所则包含于期货交易所之中,是期货交易所下设的一个职能部门,如芝加哥商业交易所和纽约金属交易所。期货结算所的这两种体制各有其优点,前者的优点是期货清算过程客观公正,具有安全性,有利于控制期货交易风险,后者的优点是工作关系比较顺畅,易于管理,效率较高。

无论期货结算所采用哪一种体制,其所发挥的作用都是大致相同的。

(1)期货结算所充当买卖的“第三方”,简化结算手续,活跃交易。期货结算所在期货合约的结算过程中充当买卖各方的对方,即相对于卖方而言是买方,相对于买方而言是卖方,因而期货交易的买卖双方无需知道自己真正的交易对方是谁,他们只需要同期货结算所进行结算就可以了。这样,任何交易者都可以随时通过其经纪行进行反方向买卖同一月份同种商品的期货合约,以此来解除其到期的履约责任,而不必去征求其真正的交易对方同意与否,这样就简化了结算手续,大大活跃了交易。

(2)期货结算所大大简化了期货交易的实物交割。当期货合约到期后,就必须进行实物交割。由于期货交易本身的特点。这张期货合约很可能在到期以前已经经过了多次转手,假设先由甲售给乙,再由乙转售给丙,丙再转售给丁,丁持有该期货合约直至到期,其中乙、丙因为既买又卖,均已通过期货结算所抵消其履约义务,所以最后只剩下最初的卖者甲和最终的买者丁来履行合约所规定的义务。此时,最初的卖者甲和最终的买者丁只需通过期货结算所将货物和货款交给对方,并在期货结算所的监督下完成最终的实物交割即可,这就使得原先非常复杂的交易链变得非常简单明了。

(3)期货结算所担保期货合约的履行。由于期货结算所在结算中充当买卖双方的第三方,这样,即使合约的一方陷于破产和倒闭而无法履约,期货结算所亦负有履行合约的责任,以保障期货合约持有者的合法权益,这样就维护了期货交易的正常秩序,保证了期货交易的顺利进行。

二、期货结算所的机构设置

期货结算所的日常工作通常由结算所总裁负责,总裁是由结算所全体会员选举产生、并经过有关的期货交易所和政府主管部门认可的。为了开展结算业务的需要,期货结算所内部通常设有登记部、结算部、经济部、信息部、交割部等职能部门。

(1)登记部。派专人进驻期货交易所,负责期货交易状况登记,并整理保管有关的交易登记资料。

(2)结算部。负责期货合约在交易全过程的结算工作和实物交割的结算工作。

(3)稽核部。负责管理每一个结算会员在结算所内的结算帐户,核算每个结算会员的交易情况和资金结存情况,根据市场风险程度的大小向期货交易所建议决定各种保证金的收取水平,负责结算会员每日保证金的追收和返还,负责对每个结算会员的资信状况进行动态监督审查。

(4)交割部。负责到期末平仓期货合约的配对和交割,负责标准交割仓库的管理。

(5)信息部。负责将每一笔成交价格输入电脑,并及时将期货交易成交价格信息提供给新闻媒介。

三、期货结算所会员

与期货交易所相类似,期货结算所也采用会员制。期货结算所是由结算会员组成的,结算会员又是在期货交易所的会员中产生的,所以,结算所的会员一定是交易所的会员,而反过来则不一定成立,交易所的会员未必是结算所的会员。交易所会员中只有那些资金实力雄厚、信誉状况良好的会员才能够成为结算所会员。结算会员可以分为两种类型:

(1)全权结算会员。全权结算会员都是资金实力雄厚、组织机构与规章制度健全、信誉可靠的大公司。全权结算会员既可以为自己所从事的期货交易进行结算,也可以代理其他无结算会员资格的交易所会员进行结算。

(2)普通结算会员。普通结算会员的综合实力较全权结算会员稍差一些,因而这类结算会员所享受的权利和承担的义务同全权结算会员相比也少一些。普通结算会员只能为自己所从事的期货交易进行结算,而不能代理其他会员进行结算。

期货市场上所进行的全部交易都是通过结算会员进行结算的,所以结算所会员在期货市场的组织体系中处于十分重要的地位,因此世界各国对结算会员的要求也非常高。结算会员一般应该满足以下条件:

(1)实力雄厚、信誉良好。期货结算所的会员必须是有关期货交易所的会员,但期货交易所的会员却不一定能够成为期货结算所的会员,只有资金实力雄厚、信誉良好的期货交易所会员才有资格提出申请,并经过各有关方面的严格审查以后,才能够成为结算所会员。

(2)向期货结算所交纳巨额结算保证金。结算会员必须向期货结算所交纳数额从数千美元到数百万美元的保证金,而且保证金必须是现金,以便作为结算准备金,供期货结算所

随时调用。

(3) 结算会员必须在期货结算所附近设立办事处。根据期货交易规则, 期货交易所会员必须在当日交易结束后通过结算会员结算当日所做的全部期货交易。结算会员不仅要为自己结算, 而且还要为非结算会员结算, 因而结算会员的业务是非常繁忙的, 因此, 期货结算所要求结算会员必须在结算所附近设立办事处或营业机构, 以便使保证金、支票、汇票、交货通知书等文件能够迅速地交换和传递。

四、期货结算所的管理制度

期货结算所自成立以来, 在控制期货市场风险、保障期货市场安全运行方面发挥了重要作用。期货结算之所以能够起到这种作用, 除了期货结算所及其会员具有雄厚的资金实力和期货结算所特有的分层次控制风险的组织体系以外, 还应该归功于期货结算所在长期实践中形成的一整套严格的管理制度。这些管理制度主要有:

1. 登记结算制度

登记结算制度规定, 在期货交易所内成交的每一份期货合约, 都必须在期货结算所内进行结算, 严禁结算会员将其所代理结算客户的合约进行私下对冲。

2. 风险连保制度

期货结算所的会员一般都是信誉良好、资金实力雄厚的大公司, 除此之外, 期货结算所的股东通常也都是国际上知名度较高的大银行或大金隔机构。例如伦敦清算行(London Clearing House)的股东就是英国主要的 6 家银行: 巴克利银行(Barclays Banks PLS)、劳埃德银行(Lloyds Banks PLC)、中部银行(Midl and Banks PLC)、威斯敏斯特国民银行(National Westminster Banks PLC)、苏格兰皇家银行(The Royal Bank of scotl and PLC)和标准租赁银行(Standard Chartered Bank PLC)。如果由于突发性事件而发生了伦敦清算行及其会员所无法抵御的风险, 则伦敦清算行的六大股东有义务在最短的时间提供 1.5 亿英镑的资金给伦敦清算行以平息风险。可见, 结算会员、期货结算所和期货结算所的股东之间所实行的这种风险连保制度, 大大提高了期货市场的风险抵御能力。

3. 结算保证金制度

结算保证金制度是指期货结算所规定每一个结算会员都必须在结算所内存入一笔结算保证金, 用以作为结算会员为自己或其他非结算会员代为结算提供担保。每种期货合约的保证金数额由结算所决定, 一般情况下, 结算保证金是根据结算会员手中的买入持仓与卖出持仓冲抵后的净持仓来计算的。

4. 逐日盯市、每日无负债结算制度

逐日盯市、每日无负债结算制度是指期货结算所在每日交易结束后, 根据当日结算价计算出每位结算会员当日的持仓盈亏, 如结算会员存在持仓亏损, 则该持仓亏损额必须在第二天交易开市前予以补足、否则第二天开市后结算所有权对该结算会员的在手合约实施强制平仓。同样道理, 结算会员对非结算会员、期货经纪公司对客户都实行逐日盯市、每日无负债结算制度, 这样, 就保证了客户对期货经纪公司、非结算会员对结算会员、结算会员对期货

结算所在每日交易结束后都不存在负债,使得期货结算所能够作为买卖双方的第三方,对一切经过它结算后的期货合约的买卖提供担保。近年来,随着期货市场风险日益增大和电子交易系统的发展,逐日盯市、每日无负债结算制度已经开始逐渐被逐笔盯市、每笔无负债结算制度所取代,使期货市场的风险管理又迈上了一个新的台阶。

5. 最高持仓限额以及大户申报制度

为了防止期货市场上的操纵和垄断行为,保护大多数期货投资者的利益,防止期货市场出现不正常的价格波动,期货结算所对每一会员在一定时间内的最高持仓量作出限制性规定。这种最高持仓限额分为绝对持仓限额和相对持仓限额两种。绝对持仓限额是指期货结算所根据每种期货合约的具体特性制定一个最高持仓量的绝对数量标准。相对持仓限额是指期货结算所对每一会员的持仓量占市场总持仓量的比例制定一个限制性标准。目前有的期货结算所采用绝对持仓限额,有的期货结算所采用相对持仓限额,还有的期货结算所采用绝对持仓限额和相对持仓限额双重标准。无论某会员或客户的持仓量达到其中哪一个标准,均须按照有关规定进行申报,并且同时要采取提高保证金水平等风险处理措施。

6. 风险处理制度

风险处理制度是指期货结算所规定,当结算会员破产或无法履约时,结算所可以采取以下一些保护性措施,以防止事态进一步恶化。这些措施包括:

(1)立即将该结算会员的所有持仓予以平仓或向其他会员转移持仓。

(2)如果采取了上述处理措施后,该结算会员仍出现亏损,则动用该结算会员的结算保证金进行抵补。

(3)如果动用了该结算会员的结算保证金仍不足以弥补亏损,则动用所有结算会员的结算保证金进行抵补。

(4)如果动用了所有结算会员的结算保证金后还不足以弥补亏损,则动用期货结算所的风险基金。

(5)在必要的情况下,期货结算所也可以要求全体结算会员增交结算保证金,以增强整体风险防范能力。

正由于在期货结算所内实行了以上一系列严格的规章制度,所以大大降低了期货市场上的风险,使期货市场成为一个履约率 and 安全性极高的交易场所。

第三节 期货经纪公司

一、期货经纪公司的概念

期货经纪公司指接受期货交易投资者的委托,以自己的名义为期货交易投资者的利益

进行期货交易的经济组织。套期保值者和投机者的交易指令,一般都是通过期货经纪公司在期货交易所内予以执行的。期货经纪公司一般自身不参与交易,而是代客户进行交易以收取佣金。由于绝大部分的期货交易都是通过期货经纪公司来进行的,所以期货经纪公司也是期货市场的一个重要的组成部分。

二、期货经纪公司的设立

期货经纪公司的设立,必须按照一定的程序,根据国家有关期货交易的法律法规的规定,向政府期货交易主管部门申请登记注册,经主管部门审查批准后才能申领营业执照。申请成立期货经纪公司时,须呈报的材料有:

- (1)设立申请书;
- (2)本期货经纪公司的章程及其他业务规则;
- (3)由法定验资机构出具的验资证明;
- (4)本期货经纪公司的负责人,包括经理,各部门主管、董事以及拥有 10% 以上股票的股东个人申请书;
- (5)与其经纪业务相适应的相应经营场所、设施的证明文件;
- (6)有关法律、法规所规定的其他文件。

三、期货经纪公司的内部机构

尽管各个期货经纪公司的内部机构设置不尽相同,这些机构的名称也不完全一样,但是根据其业务开展的需要,一般都设有如下部门:

1. 保证金部门

这一部门负责监督每一客户的保证金帐户,并密切注视每一客户的财务状况,防止个别客户超越其财务承受能力超量交易而给期货经纪公司带来风险。根据规定,每一客户的保证金都要单独设立帐户,不允许不同的客户混用一个帐户,不允许把客户的资金与公司的自有资金混列。根据不同的情况,客户的保证金帐户又可分为私人保证金帐户、合伙保证金帐户、公司保证金帐户、委托保证金帐户。私人保证金帐户是专属于单个客户的保证金帐户,帐户只记录单个客户的期货交易及其盈亏情况,如客户去世,则有义务在最短的时间内将客户的所有头寸予以平仓。合伙保证金帐户是由两人合伙进行期货交易而共同开设的保证金帐户,它又分为联名保证金帐户和共同保证金帐户两种。联名保证金帐户是指两个合伙人中间如有一人死亡,则整个保证金帐户的权益全部归另外一个合伙人所有,死者遗属不得分享该帐户的权益。共同保证金帐户是指如两个合伙人中有一人去世,则由该期货经纪公司

将保证金帐户平分为二,一份为另一合伙人所有,另一份由死者的继承人来继承。公司保证金帐户是指由生产或经营与期货商品有关的经济组织开立的保证金帐户,设立这种帐户时,期货经纪公司要检查该公司的营业执照,确认该公司有权生产经营这类商品,并要求该公司指定专人来负责与本期期货经纪公司的业务往来。公司保证金帐户一般都与套期保值交易有

关。委托保证金帐户是指该帐户的权益归户主所有,但户主委托他人进行操作,期货经纪公司只根据受托人的指令进行期货交易,因此开户时户主必须签署授权委托书,期货经纪公司也必须对该委托书的真实性与合法性进行严格的审查。

2. 结算部门

每一交易日结束后,期货经纪公司都要根据期货结算所公布的结算价格对每个客户的交易进行结算,核对每个客户的所有交易与结算所记录的是否一致,并负责与客户和结算所的应收应付款项的清算工作,这些工作都是由结算部门来负责的。

3. 交易部门

期货交易是通过场内经纪人发布交易指令来进行的,客户进行期货交易时,先把指令发给期货经纪公司,再由该期货经纪公司传给场内经纪人,为此,期货经纪公司设立了交易部门,负责将客户的交易指令传给场内经纪人和把场内的成交情况回报给客户。

4. 客户服务部门

客户服务部门负责向该期货经纪公司的客户提供各种必需的服务,如向客户解释期货交易的有关规则和手续,为客户办理开户手续,向客户报告市场行情等。

5. 实物交割部门

期货交易中不可避免要出现实物交割,为此期货经纪公司专门设立了实物交割部门来办理这些事务。

6. 发展研究部门

该部门负责研究分析期货市场与相关现货市场的信息,进行市场分析和预测,同时还要研究制定期货经纪公司的长期发展战略等。

7. 行政管理部门

该部门主要负责本期货经纪公司内部的行政管理工作。

第四节 期货交易投资者

交易投资者根据其参与期货交易的动机,可以划分为套期保值者和投机者。

一、套期保值者

套期保值者是指那些把期货市场当作回避与转移价格风险的场所,利用期货合约作为将来在现货市场上买卖商品的临时替代物,对其现在已买进(或已经拥有或将拥有)准备以后售出的商品或者对将来需要买入商品的价格进行回避风险的个人或者企业。其一般做法是:在现货市场和期货市场同时进行数量相等但方向相反的买卖活动,即在买进或卖出现货商品的同时,在期货市场卖出或买入数量相当的期货合约,由于现货价格和期货价格的走势相一致,两者具有趋合性,故在现货市场上的亏损或盈利可以由期货市场上的盈利或亏损来

冲抵。套期保值者的交易活动,在现货与期货之间,近期与远期之间,建立了一种行之有效的对冲机制,可以很容易地把价格风险降低到最低限度,以减少生产经营者的价格风险,使生产者能够锁定预期利润或成本,保证了生产经营活动的正常进行。套期保值交易是整个期货市场保持稳定的基础,是期货市场的生命力所在,没有套期保值者参加的市场是不稳固的,期货交易也无法正常发挥其经济功能,因为套期保值者给市场提供了一个基本的供需面。一般来说,套期保值者只从事与本企业的生产经营相关的商品的期货交易,他们进行期货交易的目的是寻求价格保障,尽可能地降低价格风险,从而把主要的精力集中于本企业的生产经营业务上,以此来取得正常的生产经营利润。套期保值者的交易特点为:交易量大;在期货市场中的头寸具有相对稳定性,一般不随意变动;期货合约的持有时间较长,只进行一次平仓或实物交割,而不像投机者那样频繁转手。针对套期保值者的重要作用和其交易特点,目前世界上许多期货交易所都对套期保值交易制订了一系列优惠政策,如保证金优惠,持仓限额适当放宽或取消,允许栈单抵充部分保证金等,以鼓励稳定市场的基石——套期保值交易的开展。

二、投机者

投机者是指通过预测期货价格的未来变动趋势,以低买高卖的手段赚取期货价格波动差额的个人或企业。期货投机者与套期保值者的根本区别在于两者参与期货交易的动机与目的不同。投机者所追求的是通过期货价格的波动来赚取差额利润,他们对实际商品根本不感兴趣,除非万不得已,投机者是不会进行实物商品的交割的。而套期保值者所追求的则是回避价格风险,以期货市场上的盈利或亏损来冲抵现货市场上的亏损或赢利,来锁定预期利润或成本。期货投机者认为某种期货商品的价格上涨时,往往选择时机买入期货合约,这种做法被称为“买空”或“多头”,而当期货投机者认为价格将要下跌时,他先在交易所内抛售期货合约,然后待机补进,这种做法被称为“卖空”或“空头”。无论是“买空”还是“卖空”,都存在着非常大的价格风险,同时也存在着巨大的获利机会,关键取决于期货投机者的胆识和对价格的预测能力。期货投机者的交易特点为:每次的交易量一般都较小;在期货市场中的位置经常变换;期货合约的持仓时间较短,合约转手率较高。

期货市场如果没有投机者或者投机者数量较少,则套期保值者经常性地需要回避和转移价格风险的机会也就很少,甚至于无人来承担这笔风险。同时,由于套期保值交易的特点,套期保值者在期货市场中一般不轻易变换位置,持仓时间较长,而且交易量又特别大,所以往往需要几个期货投机者共同来承担一个套期保值者的交易量。市场中的投机者越多,市场的流动性就越好,套期保值交易就越容易实现,套期保值者的交易成本就越低。套期保值和投机是一种相互作用相互补充的关系,套期保值是期货市场保持稳定和正常发挥其功能的基础,而投机则是期货市场灵活运转和套期保值得以实现的保障,套期保值与投机两者相互作用相互协调,共同构成期货市场的两大基石,保证了期货市场的正常运行。

第五节 期货市场其他相关机构

在国外的期货市场中,还有中介经纪商、场内经纪人、期货交易顾问、期货基金经理等组织,这些组织在期货交易过程中发挥着重要作用,也是期货市场的一个重要组成部分。

一、中介经纪商

中介经纪商根据美国《商品交易法》第二条(a)项的定义,系指“除已选择并登记为任一期货经纪商关系人的个人外,从事招揽或接受委托于任一期货市场,或依任一期货市场规则买卖任何未来交货的商品,但并不就上述业务所产生的任何交易或契约收受用以提供保证金或履约担保的任何金钱、证券或财产的组织或个人”。从此定义中我们可以看出,中介经纪商与期货经纪公司的最大差别在于中介经纪商不得向客户收取用于作为期货交易保证金的金钱,而期货经纪公司却有权而且必须向客户收取保证金。

二、场内经纪人

场内经纪人是指为任何其他人,如商业机构、金融机构、私人交易者以及以投机为目的的公众执行任何类型的期货合约的个人。有些场内经纪人是为其所属公司机构进行套期保值交易或投机交易,场内经纪人必须本身是交易所会员或由交易所会员所指定的代表。场内经纪人既可代客户交易也可以为自己交易,因此为防止场内经纪人损害客户的利益,期货交易所和政府管理机构都制定了严格的规范对场内经纪人进行管理。在国外期货市场中,有权代理他人进行期货交易的全权会员的数量是有限的,众多的非会员期货交易者只有通过他们才能进行期货交易,因此场内经纪人的工作量是很大的,每名场内经纪人都在期货交易所的交易厅内装有几部电话,每部电话都直通其主要客户或与其有联系的经纪商,以便于接受客户的订单。应该指出,只有在采用人工喊价方式的期货交易所内才存在场内经纪人,在采用计算机自动撮合交易方式的交易所内是不存在场内经纪人的。

三、期货交易顾问

期货交易顾问是指以收取报酬为目的,直接或以通过出版物、文件或电子媒介向他人提供期货或期权合约的买卖建议的人。由于期货交易是一种高度专业化的交易,影响价格的因素多种多样,各种技术指标纷繁复杂,因此期货投资者经常通过专业的期货交易顾问的帮助来进行期货交易。

四、期货基金经理

期货基金经理就是通过出售股权或受益凭证方式向社会公众募集资金,全部或者部分用于期货投资的人。与期货交易顾问相比,期货基金经理能够向期货投资者提供较为廉价的专业服务,但其投资策略较为稳定,不允许投资者按照个人意志随意变更投资策略,而期货交易顾问则是仅仅向投资者提供建议,最后的投资决定权在于投资者本身。

第五章 期货市场的业务流程

期货市场是一个有组织的交易市场,它依据科学的经营方法,健全的管理机构和严密的规章制度,来保证期货交易的顺畅进行。参与期货交易的个人或组织,必须按照期货市场的规则,经过一定的业务流程,进行期货交易活动。因此,每个欲参与期货交易的人员或组织,都必须掌握期货交易的一般程序,了解经纪行的选择,交易帐户的开设,交易指令的下达,交易所内的基本操作程序,及交易的市场信息的传递等一系列期货交易的基本知识。

第一节 期货交易程序

期货交易的一般程序包括:期货交易的加入——期货交易的定约——期货交易定约的确认三个大的步骤。下面我们详细地分析一下这三个步骤的具体做法。

一、期货交易的加入

欲参与期货交易的个人或企事业单位(通常称为客户),除非他是期货交易所的会员,首先应做的事情是选择适当的经纪行(期货经纪商)。

经纪行或经纪商是为客户服务,承担一系列的服务责任,办理买卖期货手续的中间商。一般客户在期货市场中的交易大多是由他们来完成的。经纪行有两种,一种为本身是期货交易所的会员的大经纪商,他们的资金雄厚,信誉好,市场信息灵通,保证金和佣金收取合理;另一种为本身不是交易所会员,需依附于大经纪商行或交易所会员才能开展业务活动的小经纪行,他们常以低佣金为号召来吸引客户,但他们往往不能及时向顾客提供详尽的期货交易信息。因此,客户在选择经纪行时,应就自身的条件、持谨慎的态度。

经常与客户保持业务联系,具体代理客户进行期货交易的是经纪行的客户代理人或称经纪人。一个优秀的经纪人应当精通有关期货交易的法律、条例、规章制度,具有广泛丰富的期货交易知识和代理期货交易业务的实践经验,并有认真负责的工作态度,能经常及时地向顾客通报期货交易情况及价格变化的状况,答复顾客的有关咨询。

谨慎地选择适当的经纪行和经纪人是十分重要的,但每个客户应明确这一点,即生意要靠自己做,任何经纪人都无法保证客户一定获利。当客户与经纪商代理人商谈获利目标时,经纪商代理人有责任向客户解释、阐明期货和期权交易中存在的风险情况。

在选定客户服务员并在他所属的经纪行签署客户协议书之后,客户就需要在经纪行的协助下,开立期货交易帐户,缴付保证金。上述工作完成之后,客户就可以随时进行期货交易了。

当然,具有期货交易所的会员资格的客户可以直接从事期货交易活动,是不必进行委托这一环节的。

二、期货交易的定约

客户的期货业务活动都是由经纪人来执行的,也就是说,客户的期货业务活动是客户下达一定的指令给经纪人,经纪人按照客户下达的期货交易指令(亦称期货交易定单)要求来代表交易者进行期货交易。

经纪商接到客户的指令后,立即用电话或其他方法飞快通知经纪商驻交易所的代表,经纪商出市代表在收到的指令上打上收单时间,并检查指令内容之后,立即通过信息传递员将指令(定单)交给本经纪商在交易所的场内经纪人,场内经纪人就根据客户的指令要求,开始在交易大厅内进行交易活动。

场内经纪人通过一系列的工作,最终完成一笔交易后,交易双方就将该项交易的要点记录在交易卡上,交易卡将分别转送至双方的结算所作为结算依据。同时,场内经纪人也将此项交易结果通过信息传递员通知经纪商本部。经纪商再通知客户。

以上所述,从客户发出指令到收到交易通知这一阶段,我们可称为期货交易的定约阶段。

三、期货交易定约的确认

商品期货交易制度严格规定,每一笔期货交易,只有经过交易结算所核定、结算、登记后,才能得到最终的确认,成为合法有效的期货合约。

商品结算所结算、确认期货交易需要经过以下几个步骤:

(1)成交资料送交商品结算所整理汇总。每项交易结束后,交易大厅内的记录员将交易情况记录整理,输入结算所登记部的计算机,由计算机分帐户打印出每位结算会员当天交易情况一览表,交给结算会员的场内经纪人进行核对。核对后的交易情况表应立即返还结算所。

(2)商品结算所核定、确认定约。结算所根据返还的核对后的交易情况表,输入计算机,分户打出“每日买卖交易表”,此表经结算会员认定无误后签字确认,自留一份,返还结算所一份用于登记。合约经登记后,均按结算所和交易所的规章条例所管制(具有法律效力),买卖双方必须遵循。

(3)商品结算所结算交易,调整保证金数额。商品结算所根据当日交易的结算价,来确定商品交易合约应付保证金数额,并据此计算出每位结算会员的当日保证金总额。然后,把各结算会员上日存放在商品结算所的保证金数额与当日应缴保证金数额相比较,如果保证金不足,则结算所便通知结算会员在第二天开市之前补足差额,反之,保证金有余,结算所便自动将余额转入结算会员的开户银行。同时,结算所也将收取结算注册费用(包括代政府收取的交易税等)。

(4)经纪商通知客户,最终完成交易。商品结算所将登记确认过的合约通知书通过经纪行通知客户,至此,期货交易全部完成。

第二节 期货交易的业务操作

一、对期货经纪商和经纪人的选择

客户从事期货买卖主要是依靠经纪商及其经纪人进行。因此能否选择到有信誉的经纪人和经纪商很重要。一个出色的经纪人对客户能否赚钱起着一定的作用。好的经纪商一般应具备以下基本条件:

(1)资本雄厚,信誉卓著。

(2)拥有较强的市场信息搜集、汇总、分类、传递等功能在国外,稍大一点的期货经纪行均设有资料研究和情报部门并能及时向客户提供商情、参考资料、决策咨询等综合信息服务。

(3)拥有现代化的通信联络手段。在期货市场上,客户的指令信息传递要求及时,准确全面,因而谁拥有最先进的通讯手段,谁就能提供最优质的服务,客户交易成功的希望就最大。

(4)能积极主动地充当客户的交易顾问,向客户介绍有利的交易机会,帮助客户制定交易策略,向客户散发宣传材料等。

(5)按金和佣金的收取既合理又优惠。一个良好的职业化的期货经纪人,他追求的是一个长期的适中的目标,并恪守职业行为准则,因而既不会哄抬佣金水平,也不会刻意古板,教条化,对不同的客户他会实行差别按金收取标准。

在选择期货经纪商时要特别注意一点:中华人民共和国国家工商行政管理局颁发的《期货经纪公司登记管理暂行办法》规定全国所有的期货经纪公司(含内资、外资)都要经过国家工商行政管理局重新审核发照。持有国家工商行政管理局1993年4月28日以后颁发的《企业法人营业执照》才有资格在中华人民共和国境内从事国内、国际的期货经纪业务。

一个理想的经纪人应受过专门的训练,具有广泛丰富的金融和市场方面的知识以及期

货业务的经验,并有认真工作的态度。在欧美有专门培养训练期货经纪人的大专学校。早在本世纪 60 年代中期,芝加哥期货交易所就要求那些为客户进行交易,但又不是交易所会员的个人必须通过期货业务考试。到 80 年代,商品期货交易委员会要求任何代客交易的个人必须通过由国家期货协会管理的系列考试并向该委员会登记。香港培训一个经纪人大概要 3 年时间,主要是送到欧美的专门学校学习,然后实习操作,获得证书后才能进香港的期货市场,从事交易活动。在我国,国家有关管理部门正在逐步推行对期货经纪人的培训考核制度。国家工商行政管理局已进行了培训考核和颁发《期货经纪人临时资格证书》的试点工作。今后,有关部门颁发的经纪人资格证书也是一项重要的经纪人选择指标。

对经纪行和经纪人应慎重加以选择,但也不能过分苛求。任何经纪人都无法保证客户必定获利,经纪行和经纪人提供的交易建议,只能作为客户决策时的参考,不能盲目不加分析地只靠经纪人指挥。经纪人经常向客户提出买卖的建议,这就需要客户们慎重地分析和考虑。

二、交易帐户的开设

1. 开户前的各项文件签署

在美国,根据商品期货交易委员会的规定,期货佣金商或经纪商代理人有责任向潜在客户解释、阐明期货和期权交易中存在的风险情况,应为客户提供如下文件:新交易帐户说明书、期货风险揭示声明书、期权风险揭示声明书、非现金保证金风险揭示声明书、商品交易帐户协议书、套期保值交易帐户证明书以及用于套期保值交易帐户的破产揭示声明书等。美国的期货交易风险揭示声明书如下:

公司名称 风险揭示声明书

根据商品期货交易委员会条例 1.55 要求,为您提供本声明书。

在进行商品期货合约交易时出现的亏损风险将会相当大。因此应根据自己的财力情况,认真考虑进行此种交易是否适合于你。在考虑是否进行交易时,你应明晰下述各点:

(1)为在商品期货市场建立或维持某一交易部位(头寸),你有可能失去存之于经纪人处的全部初始保证金以及追加保证金资金。假如市场趋势不利于你所持的交易部位,你的经纪人可能会要求你存入追加保证金,一俟通知,你必须照办,如你无法在规定的要求期限内提供所要求的资金,你的交易部位将被对冲,你应对由此而产生的帐户赤字负有全部责任。

(2)在某些市场情况下,你可能会发现很难或无法将一个交易部位对冲。例如,这种情况可能在市场达到停板额时出现。

(3)当下达应变指令(订单)如“止损指令”或“停止”限价指令时,该指令可能不一定将损失限制在预期的水平之内,这主要是因为可能在某些市场条件下无法执行这些指令。

(4)“套期图利”交易部位的风险不一定比单纯的“多头”或“空头”期货部位小。

(5)采用较少的保证金以获取较高利润这一杠杆作用使你获利的机会与使你亏损的机会一样大,因此利用杠杆原理交易时,保证金水平的投入多少可以使你承担更大的亏损或更大的获利。

当然,本简要声明无法揭示所有的风险及商品市场中其它方面情形,因此在进行交易前,你应对期货交易进行仔细的研究、学习。

一般的套期保值帐户说明书如下:

套期保值交易账户证明书

本证明书签署人证明,以公司名义而在他(她)的帐户中的期货或期权交易合约纯属套期保值合同,所拥有的交易部位也纯属保值部位。

本证明书签署人进一步证明,下面所列明的商品名称是客户已经拥有或预计拥有,已经卖出或预计卖出现货商品的真实和精确的名单。

商品期货

现货商品

A. 谷物——小麦、玉米、
燕麦、豆、豆粕、豆油等

B. 肉类——牛、猪、小鸡
及制品等

C. 金属——金、银、铜

D. 金融——政府短、中、
长期公债、国民拆押协会
抵押证券,欧洲美元等

E. 外汇——英磅、黑西哥比索、
瑞士法郎、日元等

F. 糖、咖啡、可可

G. 棉花、冷冻橙汁

H. 石油制品——无铅汽油、
取暖油等

I. 林产品——木材

J. 指数——NYSE 指数、蒲耳
氏、价值线、主要市场指数等

商品期货交易委员会要求,所有的商品经纪人应将下列事项通知其套期保值客户:

在此之际,你可以声明,一旦你的公司破产后,你是否同意你的受托人不须经你同意,即将你套期保值帐户中的空盘合约予以对冲?

——我不倾向于对冲

客户签名

——我倾向于对冲

客户签名

此处再附一份商品交易帐户协议书以供读者参考研习。

商品交易帐户协议书

姓名 帐户号

(1)根据此协议,本公司将作为签名人的经纪人买进或卖出商品(包括那些即期或远期交割商品之期货和期权合约)。签名人或其继承人就通过本公司而拥有之,或即将拥有之,或随时关闭和重新开立的帐户一事同意下述所列各点。

(2)为买卖商品而下达的指令,以及这些指令的接受和执行,都已做好实际交割商品的准备。所有交易均受宪法、地方法律、规章、条例以及指令执行所在地的交易所或市场惯例和习惯法(以及票据交换所规则,如果有的话)以及除此之外其它任何适用的法律、规章、条例包括但并不只局限于商品交易所法修订案条款及规章、条例的约束。本公司保留拒绝接受任何指令的权利。

(3)假如签名人死亡或丧失能力,本公司在收到签名人死亡或丧失能力的书面通知以前,将继续执行任何悬而未决的指令,对于由此而引起的损失,本公司不负有赔偿责任。

(4)为保证使签名人赔偿所欠本公司的债务或其它责任,此协议授予本公司随时对所拥有的签名人全部财产具有留置权。本公司可自行将签名人各帐户间的资金或其它财产进行划拨而不须事先通知签名人,在将那些受商品交易所法管辖帐户内的资金或其它财产划拨至不受该法管辖的帐户内时,根据条例规定,须经签名人授权。

(5)签名人认识到,应该支付保证金存款,并在持有交易所交易部位时立即存入保证金,还要根据市场变动情况,按照要求随时存入追加保证金。本公司在制订和修改保证金要求方面享有绝对自主权。客户承认,本公司在不另行通知客户前提下,拥有限制客户通过本公司而可能持有或要求持有的空盘合约数量的权利。

(6)签名人同意随时根据本公司所提要求,支付由本公司垫付的部分或全部资金,并为此项资金支付高于优惠利率1%的利息。签名者同意按期支付本公司与签名人商定的佣金费用,并为到期未付的佣金支付高于优惠利率1%的利息。

(7)出于保护自身利益的目的,本公司将有权,在认为必要时,或在签名人提出破产申请,或在涉讼财产管理人对签名人提出控诉,或在签名人死亡或丧失能力时,卖出签名人帐户内的部分或全部商品或其它资产,以及买进签名人帐户内处于空头部位的部分或全部商品,以及将签名人未决合约抛售或对冲。在进行上述活动时可不向签名人提出保证金或追加保证金要求,不事先通知卖出或买进活动,不事先通知所刊登广告内容(形式),本公司有权选择自认为适当交易所或市场进行任何上述卖出或买进活动,在进行任何此类卖出活动时,本公司也可为自身帐户参与购买活动;在进行此类卖出活动时,如对客户提出保证金或追加保证金要求,以及预先通知卖出或买进活动的时间和地点,根据理解,不被认为是本公

司放弃此协议规定的不对客户提出保证金要求或不事先通知的权利。签名人无论何时都将对在本公司开立的帐户内负债余额负有偿还责任,并将对由此而引发的对冲后仍存在的亏损负有偿还责任,还须对任何合理的托收费用,包括律师费用,负有偿还责任。

(8)任何通知书及其它形式的通讯联系将按在此提供的地址或电话号码转达给签名者,或根据此协议签定之后签名人以书面形式提供的地址或电话号码传递信息。当本公司或其代表按上述地址或电话号码以电话、信函或电传方式发出通知后,不论签名人是否收到,即认为该信息已被传达出去。指令的确认、买进和卖出交易合约清单,以及帐户平衡清单在传达出去后,如果签名者在本公司发出通知后 5 个工作日内不提出书面异议的话,即被认为是准确无误的。

(9)本公司对由于通讯设施中断,或由于超出本公司合理控制范围的其它原因所造成的指令传递延误或无法传递不负有责任。

(10)签名者须声称,他(她)年龄已达到 18 岁或 18 岁以上,以及他(她)既不是任何交易所雇员,也不是由任何交易所控制主要股权的任何公司的雇员。签名人须进一步声称,他(她)既不是任何交易所会员,也不是在任何交易所注册登记的公司的会员的雇员,如果是的话必须在此协议后附上他(她)雇主提供的书面证明书。

(11)本协议根据,并将在各方面(包括对协议之解释权和履行权)受伊利诺斯州法律管辖的精神制订。

(12)签名人承认,本公司是公司 A 的附属公司,本公司提出的市场(交易)建议可以,也不一定与本公司 A 或其分支及所属机构所持的市场(交易)部位相一致。本公司提出的市场建议是基于据认为可靠的信息之上的,但本公司不能,也不保证据此获得的信息的准确性或全面性,也不表明按照本公司所提建议进行的交易将可消除或减少存在于商品期货交易过程的风险。

(13)此协议授权本公司对本公司雇员与签名人间的电话会谈进行记录。

(14)此协议在签名人于本公司开立帐户期间不可撤销;对于此协议的任何修改,须以书面形式进行,并经签名人和本公司的某一官员双方及时签字后方可生效。

提供上述文件的目的在于:让客户充分了解期货或期权交易中可能存在的各项风险。客户对与所从事交易相关文件的签署即是表明,他已仔细阅读这些声明,并已完全理解,这样他就可以担负起与之有关的责任并行使相应的权力。

乍看起来,签署这样一些文件显得十分繁杂,但一旦熟悉了文件内容,就不会觉得很麻烦了;而且交易所往往对经常性客户免去一些不必要的文件。当然,一旦发生经济纠纷,你又会感到这是多么不可忽省的了。

三、交易帐户种类的选择

交易帐户主要分为三类,即个人帐户、联合帐户和委托帐户。个人帐户是以个人名义开立的,也叫独家帐户,它与联合帐户的区别主要在于:联合帐户是由多人(方)联合开立,且交

易决策须由交易各方共同制订,而个人帐户的决策只需个人独立作出。

委托帐户亦称被统治帐户或可控帐户(discretionary account, controlled or managed account),在此帐户项下,客户委托另一个人制定全部交易决策。在国外,交易所对什么人可以掌管委托帐户均有明文规定,以美国芝加哥交易所为例,只有那些注册登记时间至少已连续两年以上的经纪商代理人才可受理此类帐户。另外,所有的委托帐户必须由期货佣金商的官员或合股人监管,经纪商代理人必须逐笔书面记录为该帐户所做的每一笔交易,并送交客户确认,还须逐月向客户提交列明所交易的合约数量、金额、交易类别、盈亏额、空盘量等详细的交易清单。只有由客户方或帐户控制人出具书面形式的撤约委托书才可以终止已确立的委托帐户委托权。

若从经营决策和便利性考虑,设立个人独家帐户最好;若从决策形成的集体化有助于提高决策准确度的角度考虑,设立多方联合帐户也未尝不可;若想委托专业化的期货经纪人来获取更多的经营利润,设立委托帐户无疑是最佳选择。

在完成了本节所述的文件签署和交易帐户选择两项工作之后,开立交易帐户就显得很简单了。这时,只要潜在客户符合期货佣金商、商品交易所和政府商品交易管理部门所规定的最低财力要求,只须提供自己的姓名、住址、电话号码等基本情况就可以完成开立交易帐户的全部工作了。看起来这些都极为繁琐,其实到期货经纪人那里问一问就一目了然了。开立了交易帐户,并相应存入了一定数额的履约保证金后,就可以进行期货交易了,但可别忘了要研习一下交易定单。

四、保证金的收交

保证金即用于担保合约履行的押金。保证金的收取是因为买卖期货合约都在进行价格涨落的投机,必须维持保证金的数量和价格波动的风险同等。进行期货交易,不必支付期货合约的全部价钱,而只要缴足一定比例的保证金给经纪公司即可。这样,保证金的作用就是防止客户发生亏损时交不出钱,所以不仅买者交保证金,就是卖者也要交保证金,这是期货市场区别于现货市场的主要特点之一。客户交保证金的目的,首先保护了经纪公司的利益,当客户因某种原因不能交钱时,经纪公司就用保证金来补偿。其次是控制了交易所的投机过热行为。当投机活动猖獗,价格波动剧烈时,交易所就根据当时情况增加某种商品的保证金比重,以抑制过分的投机活动。

当某种商品交易活动太少时,交易所权减少保证金,以吸引更多的客户进行期货交易。另外,资本雄厚的经纪公司信誉好的、长期的、稳定的客户,可以优惠价格收取较少的保证金。事实上,期货合约的保证金就是履行合约义务的保证。对于期货合约的买、卖方或经纪公司来说,保证金可以作为一种保障,肯定每一个客户都有钱在合约平仓后进行结算。

经纪公司要求客户交的保证金一般会比交易所规定的多,多的这部分称为后备资金。也就是经纪行向结算所交的保证金。交易者知道保证金的作用,即期货合约数量很大,比客户投资大几倍或十几倍,经纪行增加保证金,是保证一旦有损失时造成的风险。

在制定保证金时,首先保证金的决定需交易所考虑的因素是:第一,交易所考虑结算所

对会员经纪公司每张合约的保证金收费。通常交易所定下的收费标准比结算所定下的多。第二,就是考虑商品价格现在波动幅度。如果交易繁忙,价格每天上下波幅较大,首次保证金收费就高。第三,考虑期货合约的类型。当客户在同一商品不同的月份同时有买卖仓时,风险就少,保证金收费就会比单买或单卖的客户低。第四,考虑套期保值性客户比投机性客户的保证金低,因为套期保值商行大多拥有实货,只不过是利用期货市场转嫁现货的风险,保障生产成本和合理利润。

世界上大多数交易所在制定保证金收费时间时规定每种商品最低保证金结存水平。对套期保值客户例外。对其他大部分投机客户来说,第一次保证金和最低按金结存量是有区别的。例如。香港期货交易所规定了每张黄金期货合约保证金是 1000 港元,而最低的保证金结存是定在首次按金 75% 的水平上,客户就不需要再存入帐户钱;否则经纪公司是会要求客户再存钱进来,使户内资产每张合约达到 1000 港元或以上的水平。

五、客户向经纪人下达交易定单

客户向经纪人下达期货交易定单时一定要完整清楚,可填写书面的交易定单交经纪人,或先口头通知,然后补办定单手续。也可以通过电话向经纪人下指令,但这种电话是要有录音保留的。定单的内容包括:买卖商品期货的名称、期货合约宗数、交收月份、交易所名称、价格限制和范围、有效时间、客户名称或帐号、经纪人和客户签名。在定单未执行前客户有权更改或取消已报的定单。

向经纪人下达定单的种类很多,主要有如下几种:

(1)市场定单:客户通知经纪人立即按当时交易所价格购进或卖出的定单,俗称“随行就市”,发出这种定单,一般是当市场价格连续上升时争取尽快买进,或当价格下跌时争取好价卖出。这种定单要求时间快捷,风险较大。

(2)限价定单:限价就是指定成交的价格。如果交易期间的价位没有碰到客户所限的价位,限价的指令不能算成交。此种定单的限价方法有两种:一种是在某价格或以上时才执行的卖出定单;另一种是在某价格或以下时才执行的买进定单。限价定单能否执行须根据交易所当时价格的波动幅度而定。例如,客户要求经纪人购进 5 月期棉 50 张合约,价格限制在比上一日收盘价(假设每磅 65.5 美分)低 1 美分或 1 美分以上陆续购进,执行结果,按每磅 64.5 美分只能购进 10 张,其余 40 张皆因未达到限价而不能购进。

(3)止损定单:客户为避免更大的亏损,向经纪人发出在价格下跌到预定限度内以市价卖出,或上涨到预定限度内以市价补进。这种定单是客户时常采用的。止损定单一经发出,经纪人应立即买进或卖出。它的优点:

①走势看错时,限制亏损的额度。客户刚好做单成交后,市况随即背向而走,由于交易者预先接到到价止损的指令,已经保险有限度的亏损平仓(可以先行预拟止损单的价位投入市场)。

②走势看对时,到价单可以保护既得的浮动利润。如果市况一路上涨客户刚好是买家(多头),当然不必急于获利了结而以获取最大可能利润为目标。可是走势突然逆转客户又

怕措手不及平空少赚了既得的利润。

这种做法要把握“看对走势慢慢赚,看错走势快平仓”的原则。

(4)停止限价定单:客户要求经纪人在交易所价格跌至预定限度内以限价卖出,或上涨到预定限度内限价补进的定单。

(5)限时定单:客户向经纪人发出报价,并限定当日有效称当日定单。如客户指示,定单由当日开始到另一指定日期为止都有效,则称跨日定单,通常客户没有特别指示时,定单均属当天有效。此外,还有开盘定单,即以开盘价买卖的定单。收盘定单,即以收盘价买卖的定单等。

从以上几种定单的采用情况看,第一种一般是新客户常使用的,后几种则为较有期货交易经验的老客户采用的。

六、结算

经纪行在一笔期货合约交易完成时,立刻结算、并通知客户。在现代期货市场上,结算办法有两种,其一是在期货交割日之前进行买卖平仓,其二是到交割日由期货转换为现货交收,这种情况在总数量上较少,大约占 5—10%。

对销的期货合约必须是相同的商品期货及相同的合约张数,而且须通过同一个交易所。计算方法是:

1. 买空(多头)

利润或亏损 = (对销价 - 购入价) × 合约张数 × 合约单位 - 总佣金

例如客户以每公斤 85 港元购进 5 月份香港期货交易所大豆 50 张合约,每张合约 500 公斤、佣金 30 港元,5 天后,5 月期货很快涨到每公斤 92 港元时平仓,其所获纯利是:

$$(92 - 85) \times 50 \times 500 - (50 \times 30) = 173500 \text{ 港元}$$

2. 卖空(空头)

利润或亏损 = (抛空价 - 对销价) × 合约张数 × 合约单位 - 总佣金

例如客户以每公斤 68 港元在香港期货交易所抛空大豆 100 张合约(每张合约 250 公斤),

3 天后大豆价上升到每公斤 70 港元时,以此价补进平仓全部合约,每张合约佣金 25 港元,其亏损为:

$$(68 - 70) \times 100 \times 250 - (100 \times 25) = -47500 \text{ 港元}$$

第三节 期货价格和期货行情表解读

一、期货价格

期货价格,是指期货市场上某一交易日中某一商品期货合约的各种成交价格。一般有开盘期货价格、收盘期货价格、当日最高期货价格、当日最低期货价格以及结算价格。

1. 开盘期货价格(或“开盘价”)

所谓开盘期货价格,就是指某一交易日就某一商品期货合约达成的第一笔交易价格,而不论它是在什么时候达成的。因为,期货合约并不是一开盘就马上能够成交,尤其对于那些交易不太活跃的远期月份交割的合约交易更是如此。但是,由于它是开盘后形成的某商品合约的第一个交易价格,所以称之为开盘期货价格,简称开盘价(opening price),以提醒客户注意关于该商品的期货合约的买卖交易已经开始。当然,开盘价既可能是实际的交易价格,也可能仅仅是递价和要价,而并无实际的交易在此价格水平上达成。

此外,在每日的交易开盘(open)前,期货交易所还要公布各种开盘前数据或信息,包括:

(1)已到期期货和期权合约的最后交易日。

(2)向交易者介绍新上市的期货合约。

(3)将要在当天进行交易的合约内容和数量。

(4)上一交易日发出的交割通知书数量和在下个交易日将进入第一交割日的合约及合约的数量

(5)前一交易日所有期货合约的交易量。

(6)前一交易日的期权合约交易量及未平仓的(即仍然在期货市场上流通的)期权合约数量。

一般地,当日交易的开盘价总是与上一交易日的收盘价格略有差距,差距的大小主要受某一特定交易商品的可供货数量、传闻及其它影响交易决策的因素影响。

2. 价格范围

当日最高期货价格和当日最低期货价格,或简称“最高价”和“最低价”,它们决定该交易日某商品期货合约的交易价格上限和下限。

(1)当日最高期货价格(high price)。

即该交易日就某一商品期货合约达成的最高交易价格。一般简称“当日最高价”或“最高价”。

(2)当日最低期货价格(low price)。

即该交易日就某一商品期货合约达成的最低交易价格。或简称“当日最低价”或“最低

价”。

一般地,在每场交易中,期货交易所将公布所有交易合约的最高价和最低价,以使交易者明白当日交易的各种商品合约的价格波动幅度。通常是先公布某一商品的近期月份交货的期货合约的最高价和最低价,然而公布同一商品的远期月份交货的期货合约的最高价和最低价。

3. 收盘期货价格

所谓收盘期货价格,就是指在某一交易日就某一商品期货合约达成的最后一笔的价格。它一般是在收盘前的那一段时间内达成的,所以,称为收盘期货价格或收盘价(closing price)。

在交易收盘结束前的几分钟,随着预告当日交易即将结束的铃声响起,整个交易场内的交易顿时活跃起来,交易节奏明显加快。因为,当日交易者急于平仓了结,其他交易者也利用这最后的几分钟下达指令。到收盘前的最后一分钟,随着收盘铃声再次响起,交易进入该日最繁忙最活跃的时刻,指令传递员穿梭于交易站和场内经纪人之间。一旦收盘时间到达,期货交易所交易大厅内的墙式显示板即显示出当日的收盘价,最高价和最低价。

4. 结算价格

期货市场上每天竞争出来的最好期货价格,以当天收市时结算价格为代表。

结算价格是根据每种商品期货合约在交易日最后 10 秒钟所达到的最高价和最低价计算出来的平均价格。结算价格(settlement price)是在当日交易收盘后 15~30 分钟内,由结算所计算并公布的,一般以结算价格作为该交易日该商品期货合约的最终价格,所以,也称最终收市价,结算所根据每一期货和期权合约的结算价格计算其会员公司的交易盈亏、制定保证金要求,并决定下一交易日的交易停板额。

每日交易停板额,亦称每日交易限价或每日最大价格波动幅度限价。它是由交易所及结算所逐日为下一日交易的各种商品期货合约规定的最大价格波动幅度或范围。

二、期货行情表解读

在期货市场上形成的各种交易价格不仅要按价格报告制度向交易所会员(包括场内经纪人和场外经纪公司)报告,而且还会在报刊上刊载。当然,交易者也可向期货交易所购买。这即是期货行情表。

不同国家和地区的报纸所刊载的期货市场行情表,不仅行情表的名称不同,而且在具体的项目上也有差别。比如美国《华尔街邮报》称做“期货价格”、《纽约时报》称做“期货和期权价格”。我国比较习惯将报刊杂志发布的期货价格行情表称行“行情”。由于期货交易在我国刚刚兴起,各交易所上市的期货商品种类还比较单一。所以,相应地,期货行情表的项目就比较少,整个期货行情表还比较简单。

对于期货交易来说,你每天都要分析期货行情表。

美国《纽约时报》把在美国 2 家期货交易所上市的期货商品分为九大类别,有金属(METALS)、家畜类(LIVESTOCK)、粮食类(FOOD)、谷物和食油类(GRAINS and OILS)、

工业品类(INDUSTRIALS)、金融类(FINANCIAL)、金融商品期权类(FINANCIALOPTIONS)、股票指数类(STOCKINDEXES)、期货期权类(FUTURESOPTIONS)在每一类别下又包括许多期货商品,如在谷物和食油类中就包括大麦、燕麦、豆粉、豆油等期货商品。现介绍一份 1986 年 3 月 25 日《纽约时报》上刊载的小麦期货合约的 3 月 24 日行情表。表中第一行是栏目,包括小麦期货在第一季度曾经达到的最高价、最低价,在 3 月 24 日这天达成的最高价、最低价和收市价格、以及与前一交易日价格相比的变化情况。第二行是表明在芝加哥交易所(CBT)上市交易的小麦期货合约,每份期货合约的数量为 5000 蒲式耳(bu),每蒲式、(per bu.)的价格为下表所示。最后一行是截止上周五的在市合约数量为 31719 份(之所以是上周五的合约数量,是因为周六和周日不开市交易、上周六为 1986 年 3 月 22 日、上周日为 1986 年 3 月 23 日)。倒数第二行包括 3 月 24 日出售的小麦期货合约估计数(Est. Sales)为 10000 份、上周五出售的期货合约数量(Fri. 'sales)为 9500 份。

以 1986 年 5 月交割的小麦期货合约为例,它在本季离(即 1986 年第一季度)的最高价为每蒲式耳 3.50 美元,最低价为每蒲式耳 2.74 美元,在 3 月 24 日这天的最高成交价格为每蒲式耳 3.09 美元,最低成交价格为每蒲式耳 3.04 美元,收市价为每蒲式耳 3.06 美元,与前一交易日相比,5 月小麦期货合约在 3 月 24 日这天每蒲式耳下跌了 $0.33\frac{3}{4}$ 美元。

1986 年 3 月 25 日《纽约日报》刊载的 1986 年 3 月 24 日小麦期货行情表:

表 1.5.1 小麦期货行情表

—本季度—				与前一交易日相	
最高价	最低价	最高低	最低价	收市价	比的变化情况
小麦(CBT)5000bu. osperbu.					
3.50	2.74 5 月	3.09	3.04	3.06	— $.03\frac{3}{4}$...
3.10	2.51 7 月	2.51	$2.47\frac{1}{2}$	$2.47\frac{3}{4}$	— $.04\frac{1}{4}$...
2.99	$2.50\frac{3}{4}$ 9 月	$2.53\frac{1}{2}$	$2.49\frac{1}{4}$	$2.49\frac{1}{2}$	— $.05\frac{1}{2}$...
$3.08\frac{1}{4}$	2.57 12 月	2.63	$2.58\frac{1}{2}$	$2.58\frac{1}{2}$	— $06\frac{1}{2}$...
2.87	$2.67\frac{1}{2}$ 3 月	2.65	$2.63\frac{3}{4}$	$2.61\frac{3}{4}$	— $.05\frac{3}{4}$...

当日出售合约的估计数 10000 份 上周五出售的合约数 9500 份

截至上周五的在市合约数 31719 份

下面是我国的《经济日报》1993 年 10 月 21 日刊载的关于郑州商品交易所期货行情。

表 1.5.2 郑州商品交易所期货行情
1993 年 10 月 20 日

品 种	交割月	今开盘	最高价	最低价	今收盘	涨 跌	成交量	昨空盘
小 麦	93.11	0000	0000	0000	7900	0000	00	64
	94.01	0000	0000	0000	8040	000	00	122
	94.03	0000	0000	0000	8100	0000	00	28
玉 米	94.01	6900	6900	6860	6871	—29	132	3488
	94.03	7400	7400	7360	7360	—40	2994	10260
	94.05	7640	7640	7560	7560	—100	250	712
大 豆	93.11	17300	17540	17300	17520	+10	66	146
	94.01	18780	19240	18700	18880	—91	124	3176
	94.03	19800	19800	19760	19760	—50	296	2352
绿 豆	93.11	23280	23580	23280	23500	+117	438	1824
	94.01	24400	24480	24260	24450	+31	1732	4394
	94.03	27340	27500	27260	27468	平	2340	4614
芝 麻	93.11	32420	32420	32420	32420	—1380	4	162
	94.01	34080	34090	34080	34090	+90	8	154
	94.03	00000	00000	00000	34550	0000	0	6
注:计量单位:张(每张合约为 10 吨)。计价单位:元/张,郑州地区定点仓库交货价格								

第六章 期货交易业务

期货交易作为一种新的交易形态以其特有的经济功能和运作机制上的特点在市场经济领域发挥着独特的作用,吸引了众多的交易者。在市场经济条件下,期货交易作为一种有效的风险管理工具和风险投资工具得到广泛的应用。期货交易的具体应用,从参与期货交易的目的和背景、在期货市场上所处的交易部位以及在操作方法的具体要求和实际效果等多方面综合分析,可以划分为套期保值业务、投机业务、套期图利业务三种类型。

第一节 套期保值业务

虽然期货市场并没有也不可能消除风险的机制,但是却为分散和转移风险提供了途径。因此,期货交易作为规避价格不利变动的风险的有效手段,普遍地得到应用,从而实现套期保值。

一、套期保值的含义

套期保值是 hedge 的意译,hedge 的本义是用树篱围住和躲闪,引申到企业经营管理中就有了将经营的(价格)成本围住锁固,回避价格波动所带来不利影响的风险的含义,这里侧重的词义是保值,而“套期”是点明保值的手段或途径,即期货交易。

保值作为一种特殊的商业活动或投资手段,具有其自身的特征和要求,希望对某一物或某一经营对象进行保值,不能从该物或该经营对象本体寻找途径,而应借助与之相关的另外的运动方式,比如要对货币进行保值,可以通过储蓄、有效的投资或购置价值相对稳定的商品等方式来实现。套期保值则是通过期货交易的方式来为其现货进行保值。

在现代期货市场上,期货已不是一个具体的实物商品,而是特指关于某一商品或金融工具的抽象物——标准化合约,期货既与标准化合约标的的商品或金融工具有必然的内在联系,但又不等同于这一商品或金融工具。套期保值不是在期货市场上通过交易对期货进行保值,而是对期货合约标的商品或金融工具的实物(现货)进行保值。在期货市场上,交易参

与者可以针对期货与现货之间的种种必然联系,运用多种交易手段来达到为现货保值的目的,而由于期货交易中所特有的“对冲”则是实现保值的最基础的一种机制,因此,往往也将套期保值直接表述为“冲险”。

由此可见,套期保值实际上是通过一种暂时性的、替代性的买卖活动来实现对另一种未来的实质性的交易对象的保值,因而套期保值的概念可以简单地理解为:买进(卖出)与现货市场上经营的商品数量相当,期限相近,但交易方向相反的相应的期货合约,以期在未来某一时间通过卖出(买进)同样的期货合约来抵补这一商品或金融工具因市场价格变动所带来的实际的价格风险。就期货交易而言,可以把“冲险”(套期保值)解释为一种“反(向)平衡”的活动。

套期保值之所以能够收到保护现货价格和边际利润的效果,其基本原理和内在的逻辑关系在于期货价格和现货价格在运动方向上保持趋同。一般而言,现货供不应求导致实际商品(或金融工具)价格上涨,而相关的期货价格也随之上涨,现货供大于求则导致实际商品价格下跌,期货价格也受其影响下跌。诚然,期货价格作为对当时现货供求关系的反映和对未来供求关系的预测的一个信号也会对现货价格运动产生影响,但从根本上来说,是商品实际供求关系的变化制约了价格运动的方向;而期货价格与现货价格在相同因素影响下的同方向运动,使各自的差价在最终趋向平衡。比如某一商品当前的现货价格为 a ,三个月的期货价格为 $a+b$,三个月到期时现货价格上涨了 c (即价格为 $a+c$),如果期货价格也相应上涨了 c (即价格为 $a+b+c$),那么通过方向相反的两组买卖,结果如表 1.6.1 所示:

表 1.6.1

时间	现货价格	期货价格
当时	a (买进)	$a+b$ (卖出)
三个月到期	$a+c$ (卖出)	$a+b+c$ (买进)
结果	盈利 c	亏损 c

所谓套期保值,就是通过这样两组相互配置的交易活动,使现货交易与期货交易结果发生的盈利和亏损相互抵补,达到保护现货价格、锁定成本的目的。

二、套期保值的基本方式

任何一个生产商、加工商、经营商都希望在市场上处于主动有利的位置,回避价格波动对其不利所带来的风险,从而保障能够收到尽可能好的经济效益。套期保值法则普遍适用于每一个套期保值者,由于众多的套期保值参与者在现货市场上所处的交易部位是不相同的,因此在现货市场所处交易部位不同的交易者,出于对价格可能发生的不利变化的考虑,要实现保值的目标,应采取不同的套期保值的方式。

1. 买期保值

买期保值是指以买入期货合约行为进入期货市场的一种保值方式,即在期货市场上首先建立多头交易部位的保值方式,因此又称为“多头保值”或“买空保值”。

根据套期保值的定义,保值业务是两组在现货市场和期货市场交易部位相反配置的完整交易行为,那么买期保值业务的具体操作规范就是根据保值的目标先在期货市场上买进相关的合适的期货合约,此时其在现货市场上有一个假设的卖出行为;而在保值期限到期时,再以卖出同样的期货合约的方法,对冲先前在手的多头期货合约,同时在现货市场上买进实物,从而完成套期保值业务。买期保值适用对象是那些准备在未来某一时间从现货市场上购进实物商品的交易业务。具体地说,就是一些经营者,由于种种原因,目前不打算购进价格合适的实物商品,而为了保证其在未来某一时间必须购进该实物商品时,其价格仍能维持在目前水平,那么就可以应用买期保值。买期保值的目的是为了防止日后因价格上升而带来的亏损风险。

比如,某面粉加工厂商,认为当前现货市场小麦每吨 1500 元的价格对其经营有利,但由于库存和资金条件的限制,合适的进货时间应在三个月后,为了避免日后进货时价格上升造成经营亏损,稳妥的办法是进行买期保值。假设当前的小麦现货价格为 1500 元/吨;三个月到期的小麦期货合约价格为 1600 元/吨;三个月的小麦期货合约临近到期时,价格果然上升,现货价和期货价都上升了 100 元/吨,那么其实际经营情况如表 1.6.2:

表 1.6.2

时间	现货小麦价格	期货小麦价格
当时	1500 元/吨	1600 元/吨(买进)
临近到期时	1600 元/吨	1700 元/吨(卖出)
		对冲盈利 100 元/吨

由此可见,虽然该面粉加工厂商在过了近 3 个月的时间后以 1600 元/吨的价格购进小麦,比先前购进要多付出 100 元/吨,但由于做了买期保值,在期货交易中获得了 100 元/吨的利润,用以弥补现货购进付出的价格成本,其实际购进小麦的价格则仍然为 1500 元/吨,即实物购进价 1600 元/吨减去期货交易盈利 100 元/吨,实现了锁定价格成本的目标。如果价格变化方向相反,假定现货价和期货价都下跌了 100 元/吨,其结果还是一样。

2. 卖期保值

卖期保值是指以卖出期货合约行为进入期货市场的一种保值方式,即在期货市场上首先建立空头交易部位的保值方式,因此又称为“空头保值”或“卖空保值”。

根据套期保值的定义,卖期保值业务的具体操作规范是根据保值的目标先在期货市场上卖出相关的合适的期货合约,此时其在现货市场上有一个假设的买入行为;而在保值期限到期时,再以买进同样的期货合约的方法,对冲先前在手的空头期货合约,同时在现货市场

上售出实货,从而完成套期保值业务。卖期保值适用对象是那些准备在未来某一时间,在现货市场上售出实物商品的交易业务。具体地说,就是一些经营者为了日后在现货市场售出实际商品时所得到的价格,能维持在当前对其说来是合适的水平上,就应当采取卖期保值方式来保护其日后售出实物的收益。卖期保值的目的在于为了回避日后因价格下跌而带来的亏损风险。

举例:某一大豆生产者,认为当前是出售大豆收益最好的时机,价格对其十分有利,但其种植的大豆需三个月后才能收获上市,为了保护其日后在出售大豆的所得到的收益不致受价格下跌而带来不利的影响,稳妥的办法是进行卖期保值。假定当前的大豆现货价格为 2500 元/吨,三个月到期的大豆期货合约价格为 2600 元/吨;三个月的大豆期货合约临近到期时,价格果然下跌,现货价格和期货价格都下跌了 150 元/吨,那么其实际经营情况如表 1.6.3:

表 1.6.3

时间	现货大豆价格	期货大豆价格
当时	2500 元/吨	2600 元/吨(卖出)
临近到期时	2350 元/吨	2450 元/吨(买进)
		对冲盈利 150 元/吨

由此可见,过了近 3 个月的时间后,虽然现货价格下跌了,该大豆生产者在售出大豆时所获得的价格为 2350 元/吨,收益比当时的 2500 元/吨亏损了 150 元/吨,而由于做了卖期保值,在期货交易中却获得了 150 元/吨的利润,两项合计,其实际得到的售出价格仍然是 2500 元/吨,即现货大豆售出价格 2350 元/吨加上期货交易盈利 150 元/吨,从而达到了锁定出售大豆价格,保护目标利益的目标。如果价格变化方向相反,假定现货价格和期货价格都上升了 150 元/吨,其结果仍然是相同的。

3. 综合保值

对某些市场交易参与者,比如说加工厂商、商品流通环节中的购销经营商,他们在市场上的经营活动中,面临着未来购进商品或原料商品价格可能上涨和销售商品或制成商品价格可能下跌的双重风险,为了要保护其购进和销出之间的合理的经营效益,单纯的进行买期保值或卖期保值是难以达到预期目的的,这就需要采用综合保值的方式来回避所面临的双重风险。所谓综合保值就是同时进行买期保值和卖期保值,将两种保值方式有效地综合起来应用。一方面以买期保值的交易来防止日后进货价格上涨带来的风险,另一方面以卖期保值的交易来防止日后出货价格下跌带来的风险,因此综合保值又称为“双向保值”。在具体操作上,综合保值与跨商品套利交易有某些相像的地方。

举例:某一大豆油加工厂商在 5 月份安排生产经营计划时,考虑在 11 月份购进大豆加工大豆油并在 12 月份销售大豆油。5 月份时,大豆现货价格为 2300 元/吨,大豆油价格为

8000 元/吨;相应的 11 月份大豆期货合约价格为 2500 元/吨,12 月份大豆油期货合约价格为 8200 元/吨。经过经济核算,该加工厂商认为这个原料商品价格与成品商品价格的差价对其是有利的,为防止半年后大豆现货价格上涨或大豆油现货价格下跌而带来的亏损风险,决定进行综合保值,即在期货市场上同时买进 400 吨大豆期货合约和卖出 100 吨大豆油合约。到了 11 月份,大豆现货价格果然上涨,大豆期货价格也相应上涨,假定现货价格与期货价格涨幅相等,都上涨了 50 元/吨,于是,该加工厂商在期货市场上对冲在手的多头大豆期货合约,同时在现货市场上购进大豆用以加工大豆油;而到了 12 月份,大豆油的现货价格和期货合约价格又出现了同时下跌的情况,假定跌幅均为 200 元/吨,此时,该加工厂商一方面在期货市场上对冲在手的空头大豆油期货合约,另一方面在现货市场上销售其加工制成的大豆油,其经营结果是得到了原先所希望的价格,即维持了对其有利的原料购进价格与成品售出价格之间的差价水平,回避了来自大豆价格上涨和大豆油价格下跌的双重风险,达到了保值的目标。

三、基差与套期保值

基差是指某一特定地点某一特定商品的现货价格与同一商品的期货价格之间在同一时间存在的差异。按照约定的计算规则,基差值是通过用现货价格减去期货价格而得出的。在谈及基差时,如果不作特别的说明,则基差为当时现货价格与离交割期最近的一个期货月份合约价格之间的差异。例如,假定在 10 月 6 日,现货市场上铜的价格为 26500 元/吨,当日期货市场上 11 月份期货铜的价格为 27000 元/吨,此时的基差值为 -500 元,即现货铜的基差值是每吨 500 元低于 11 月份期货铜合约价格。

在一般情况下,基差值反映为负值,即现货价格低于期货价格,这是因为构成基差的因素中包括了这样几个基本部分,一是当地现货价格低于交货地现货价格的部分,这部分主要是运输费用;二是交货地现货价格低于近期月份的期货合约价格的部分,这部分主要是商品存储保管所需要的费用;三是商品存储理论升值的部分,这主要指商品价值反映或占用的资金所发生的利息等。由于现货价格与期货价格之间存在着一个时间跨度,此间商品供求关系会有所变化,当时的供求关系与未来的供求关系是不尽相同的,如果期货合约到期交货时的市场状况表现为供大于求,而目前的市场状况则表现为供不应求,那么期货价格就有可能低于现货价格。因此,基差值在某种情况下,也可能反映为正值。

既然基差是反映现货价格与期货价格关系的一个数值,那么,随着现货价格或期货价格的变化,基差值也会发生变化。一般地说,影响基差值变化的主要因素,一是当地的商品供求状况;二是替代品的总供求状况和可比较的价格;三是运输和设备条件;四是运输定价的结构;五是可以利用的仓储条件和保管费用;六是允许交割的商品的质量标准;七是价格水平的心理期望;八是利率的变动。虽然基差值的变动难以精确地计算,但在现货价格与期货价格运动方向具有趋同性的规律的制约下,一般说来,基差值的波动幅度要小于现货价格或期货价格的波动幅度,比如,当时铜的现货价格为 25000 元/吨,最近月份(两个月)的期货铜的价格 27000 元/吨,基差值为 -2000 元/吨;过了一个月,铜的现货价格上涨了 1500 元/

吨,铜的期货价格上涨了 1000 元/吨,而此时的基差值为 -1500 元/吨,基差值的波动幅度为 500 元/吨。在认识了基差的功效的基础上,套期保值者就可以利用基差运动的这一规律特点来尽可能减少价格波动所引发的风险。

在上述讨论套期保值方式时,所列举的价格波动情况都作了现货价格与期货价格同幅变动的假设,这在实际中是不多见的,现货价格与期货价格的不同幅波动的结果就造成了基差的波动。基差波动趋向大致有三种情况,其一是基差由正值向负值方向变动,称之为“基差转弱”或“基差疲软”;其二是基差由负值向正值方向变动,称之为“基差增强”或“基差坚挺”;其三是基差值维持原有水平,称之为“基差不变”。在进行套期保值业务的过程中,由于基差的变化,保值的效果就会因此受到影响,与基差值变动方向的三种情况相对应的是,在保值效果上就有了三种情况,即盈利性保值,亏损性保值和完全保值。

1. 盈利性保值

所谓盈利性保值,是指在结束套期保值业务时,其现货市场上的盈利或亏损与其期货市场上的亏损或盈利相互抵扣后,还获得了一些盈利,即获得基差利润的保值。

举例:某饲料加工厂商在 5 月份以 1600 元/吨的价格在期货市场上买进 9 月份到期的玉米期货合约,当时现货玉米价格为 1550 元/吨;到了 9 月初,现货价格上升了 40 元/吨,而期货价格上升了 50 元/吨,基差值由当时的 -50 元/吨变动为 9 月初的 -60 元/吨,那么该饲料加工厂商通过进行买期保值,不仅达到了预先锁定的进货的现货市场价格,而且还获得了 10 元/吨的基差收益,即进一步降低了现货购进的价格成本,如表 1.6.4 所示。

表 1.6.4

时间	现货玉米价格	9 月份期货玉米价格	基差
5 月份	1550 元/吨	1600 元/吨(买进)	-50 元/吨
9 月初	1590 元/吨	1650 元/吨(卖出)	-60 元/吨
结果	亏损 40 元/吨	对冲盈利 50 元/吨	10 元/吨

从表 1.6.4 所列看出,该加工厂商虽然以 1590 元/吨的价格从现货市场上购进玉米,但由于其通过套期保值,获得了对冲期货合约的利益 50 元/吨,使实际购货成本下降为 1540 元/吨,与 5 月份的现货价格相比,还减少了 10 元/吨的成本支出,也就是获得了基差变动的这部分利润。

再举例:某铜生产厂商在 5 月份以 27500 元/吨的价格在期货市场上卖出 9 月份到期的铜期货合约,当时现货铜价格为 27200 元/吨;到了 9 月初,现货价格下跌了 150 元/吨,而期货价格下跌了 200 元/吨,基差值由当时的 -300 元/吨变动为 9 月初的 -250 元/吨,结果如表 1.6.5:

表 1.6.5

时间	铜现货价格	9 月份铜期货价格	基差
5 月份	27200 元/吨	27500 元/吨(卖出)	-300 元/吨
9 月初	27050 元/吨	27300 元/吨(买入)	-250 元/吨
结果	亏损 150 元/吨	对冲盈利 200 元/吨	50 元/吨

从表 1.6.5 所列看出,该生产厂商虽然是以 27050 元/吨的价格在现货市场上出售了铜,与 5 月份价格相比,要减少收入 150 元/吨,但是这个损失通过在期货市场的保值交易的盈利得到了足够的补偿,其实际售价便成为 27250 元/吨,与 5 月份现货价格相比,还增加了 50 元/吨的经营收入,也就是获得了基差变动的这部分利润。

通过以上两个例子,可以得出以下结论:在套期保值期间,现货价格的升幅<相应期货合约价格的升幅,或者现货价格的跌幅>相应期货合约价格的跌幅,即基差转弱时,对买期保值者而言,其可以获得基差利益,即买期保值成为盈利性保值;现货价格的升幅>相应期货合约价格的升幅或现货价格的跌幅<相应期货合约价格的跌幅,即基差增强时,对卖期保值者而言,其可以获得基差利益,即卖期保值成为盈利性保值。

2. 亏损性保值

亏损性保值是指在结束套期保值业务时,其现货市场上的盈利不足抵补其期货市场上的亏损或其现货市场上的亏损不能得到其期货市场盈利的足够补偿,其中出现一定亏额,即损失基差利益的保值。

举例:某饲料加工厂商在 5 月份以 1600 元/吨的价格在期货市场上买进 9 月份到期的玉米期货合约,当时现货玉米价格为 1550 元/吨;到了 9 月初,现货价格上升了 50 元/吨,而期货价格上升了 40 元/吨,基差值由当时的-50 元/吨变动为 9 月初的-40 元/吨,结果情况如表 1.6.6:

表 1.6.6

时间	现货玉米价格	9 月份期货玉米价格	基差
5 月份	1550 元/吨	1600 元/吨(买进)	-50 元/吨
9 月初	1600 元/吨	1640 元/吨(卖出)	-40 元/吨
结果	亏损 50 元/吨	对冲盈利 40 元/吨	-10 元/吨

该加工厂商在以 1600 元/吨的价格从现货市场上购进玉米的同时,由于有期货对冲所得利润 40 元/吨的弥补,降低了进货成本,使实际进货价格下降为 1560 元/吨,但与当时的 1550 元/吨的现货价格相比,还是多支出了 10 元/吨的成本,也就是损失了基差变动的这部

分利益。

再举例:某铜生产厂商在5月份以27500元/吨的价格在期货市场上卖出9月份到期的铜期货合约,当时现货铜价格为27200元/吨;到了9月初,现货价格下跌了200元/吨,而期货价格下跌了150元/吨,结果情况如表1.6.7:

表 1.6.7

时间	现货铜价格	9月份期货铜价格	基差
5月份	27200元/吨	27500元/吨(卖出)	-300元/吨
9月初	27000元/吨	27350元/吨(买进)	-350元/吨
结果	亏损200元/吨	对冲盈利150元/吨	-50元/吨

该生产厂商在以27000元/吨的价格出售铜的同时还得到了期货对冲的收益150元/吨,使实际售铜的价格成为27150元/吨,但与当时的27200元/吨的现货价格相比,还是减少了50元/吨的收入,也就是损失了基差变动的这部分利益。

通过以上两个例子,可以得出以下结论:在套期保值期间,现货价格的升幅 $>$ 相应期货合约价格的升幅,或者现货价格的跌幅 $<$ 相应期货合约价格的跌幅,即基差增强时,对买期保值者而言,其损失了基差利益,买期保值则因此而成为亏损性保值;现货价格的升幅 $<$ 相应期货合约价格的升幅,或者现货价格的跌幅 $>$ 相应期货合约价格的跌幅,即基差转弱时,对卖期保值者而言,其损失了基差利益,卖期保值因此而成为亏损性保值。

需要指出的是,虽然套期保值业务有损失基差利益的情况,但保值的意义仍然是很明显的。与不进行套期保值业务相比,其意义可以归纳为两点,其一是预先将价格成本基本锁定,从而可以比较从容地安排经营活动,也无需占用更多的资金和增加利息支出;其二是在某些情况下,还可能得到一些补偿,减轻因价格变化不利所带来的风险的程度。

3. 完全保值

完全保值是指在结束套期保值业务时,其现货市场上的盈利或亏损与其期货市场的亏损或盈利正好相等,相互抵消的保值。

在套期保值期间,现货价格的升幅或跌幅与相应期货合约价格的升幅或跌幅完全相等,即基差维持原先水平,没有发生变动,在这样情况下,现货价格与相应期货合约价格同幅上升,对买期保值而言,其期货市场的盈利正好弥补其现货市场的损失;对卖期保值而言,其期货市场的亏损正好由其现货市场的盈利补回。现货价格与相应期货合约价格同幅下跌,对买期保值而言,其期货市场的损失正好由其现货市场的得益补回;对卖期保值而言,其期货市场的盈利正好弥补其现货市场的损失。在基差不变的条件下,买期保值与卖期保值实际锁定的是当时的现货价格。

四、套期保值交易的其他方式

进行套期保值,除了上述的买期保值、卖期保值和综合保值三种基本方式之外,还有套利、期货转现货和基差交易等多种方式可供选用。

期货转现货,又称“场外交易”,是指两位已在期货市场分别作了买期保值和卖期保值的交易者,在所持的同一期货合约到期之前,通过一定的程序,以交收实货的方式来对销各自在期货市场上所持有的头寸的交易。期货转现货是期货交易中唯一许可的场外交易方式。

基差交易是指按一定的基差来确定现货价格并进行现货商品买卖的交易方式,基差交易方式按决定最后成交价交易方可以分为买方叫价交易、卖方叫价交易和双向叫价交易三种做法。

1. 买方叫价交易

买方叫价交易是基差交易中由现货商品的买方决定最后成交价格的一种做法,它一般与卖期保值配合使用,即现货商品的卖方已经为其将要出售的商品在期货市场上做了卖期保值,为了防止基差变化不利影响其保值效果,现货商品的卖方可以通过基差交易来强化其卖期保值的效果。具体的做法是:由现货商品买卖双方协商确定基差和作为计价基础的该商品某月份的期货价格,但由现货商品买方在商定的期限内选择其认为最有利的那天来完成交易,即以这天的期货价格作为计价基础,同时为卖方买进期货合约。

举例:某小麦仓储商在4月份以1600元/吨的价格卖出9月份的小麦期货合约,即作了卖期保值。当时的基差为-50元/吨,到了8月上旬,该仓储商发现基差有转弱的趋势,此时有一面粉加工厂商打算在近期向该小麦仓储商购进一批小麦,由于面粉加工厂商估计价格将进一步下跌,故不准备立即进货,双方经过协商,确定以低于9月份小麦期货价格50元/吨的条件交收小麦商品,并由面粉加工厂商(即小麦商品的买方)在30天内选定任何一天的小麦期货价格作为计价基础。20天后,基差果然转弱,现货小麦价下跌到1500元/吨,9月份小麦期货合约价下跌至1560元/吨,基差由原来的-50元/吨变动为-60元/吨。此时,面粉加工厂商认为价格合适,决定以1560元/吨的价格为基础计价,执行小麦商品交收。按照规定,该小麦仓储商以低于9月份小麦期货价格50元/吨的价格水平向面粉加工厂商供货,其实际售价为1510元/吨(即1560元-50元),而面粉加工厂商为该小麦仓储商买回期货合约,又使该小麦仓储商获得了对冲盈利的40元/吨(即1600元-1560元),这样,该小麦仓储商出售小麦的实际收入即为1550元/吨,维持了4月份时的现货价格。如果该小麦仓储商未作基差交易,而以1500元/吨的价格出售小麦。加上期货合约的对冲盈利40元/吨,其实际收入则为1540元/吨,与4月份现货价比,损失了基差变动转弱的这部分利益。由此可见,小麦仓储商通过基差交易来保护其所进行的卖期保值,改善了基差,从而收到了较好的保值效果。见表1.6.8。

表 1.6.8

	现货市场	期货市场	基差
4 月份	1550 元/吨	1600 元/吨卖出	-50 元/吨
8 月上旬	约定以低于期货价 50 元/吨出售小麦		
20 天后 某一日	1500 元/吨	1560 元/吨	-60 元/吨
	按约定, 以 1510 元/吨 (1560-50) 出售小麦	1560 元/吨(买进)	-50 元/吨 (改善了基差)
结果	亏损了 40 元/吨 (1510-1550)	对冲盈利 40 元/吨	
	基差交易盈利的 10 元/吨弥补了基差转弱损失的 10 元/吨		

2. 卖方叫价交易

卖方叫价交易是基差交易中由现货商品的卖方决定最后成交价格的一种做法。它一般与买期保值配合使用,即现货商品的买方已经为其将要购进的商品在期货市场上作了买期保值。为了防止基差变化不利影响其保值效果,现货商品的买方可以通过基差交易来强化其买期保值的效果。具体的做法是:由现货商品买卖双方协商确定基差和作为计价基础的该商品某月份的期货价格,但由现货商品的卖方在商定的期限内选择其认为最有利的一天来完成交易,即以这天的期货价格作为计价基础,同时为买方卖出期货合约。

举例:某面粉加工厂商在 4 月份以 1600 元/吨的价格买进 7 月份的小麦期货合约,即做了买期保值,当时的基差为 +50 元/吨。到了 6 月上旬,该加工厂商发现基差有增强的趋势,此时恰有小麦出售商准备出售小麦,但其估计现货价格会有所上升而不打算立即出售小麦,于是双方商定以高于 7 月份小麦期货价格 50 元/吨的条件交收小麦现货,并且由小麦出售商在 20 天内选定任何一天的小麦期货价格作为计价基础。15 天后,基差果然增强,现货小麦价格升至 1680 元/吨,7 月份小麦期货价格升至 1620 元/吨,此时,小麦出售商认为价格合适,决定以 1620 元/吨的价格为计价基础来交收小麦实货。按规定,其以高于期货价格 50 元/吨的价格出售小麦,并为买方卖出期货合约,于是,面粉加工厂商购进小麦的成本价格为 1670 元/吨。由于其在买期保值上对冲获得了 20 元/吨的盈利,所以其实际购进小麦的价格成本仍为 1650 元/吨,维持了 4 月份时的现货小麦商品的价格水平。如果该面粉加工厂商未作基差交易,到时以 1680 元/吨的价格购进小麦,虽然仍然获得了买期保值对冲的 20 元/吨的利益,但实际购进小麦的成本价格是 1660 元/吨,与 4 月份时的小麦现货价格比,多支出了 10 元/吨,即损失了基差增强的这部分利益。由此可见,面粉加工厂商通过基差交易来保护其所作的买期保值,改善了基差,从而收到了较好的保值效果。见表 1.6.9。

表 1.6.9

	现货市场	期货市场	基差
4 月份	1650 元/吨	1600 元/吨(买进)	+50 元/吨
6 月上旬	约定以高于期货价格 50 元/吨购进小麦		
15 天后的某一天	1680 元/吨	1620 元/吨	+60 元/吨
	按约定,以 1670 元/吨(1620+50)购进小麦	1620 元/吨(卖出)	+50 元/吨(改善了基差)
结果	亏损了 20 元/吨(1650 元—1670 元)	对冲盈利 20 元/吨	
	基差交易盈利的 10 元/吨弥补了基差增强损失的 10 元/吨		

3. 双向叫价交易

双向叫价交易是一种将买方叫价交易和卖方叫价交易结合起来的基差交易的做法。

在实际的经济活动中,交易者常常会同时扮演商品买方和商品卖方的角色。比如一个粮食经营商,一方面购进粮食,另一方面又出售粮食。那么这样的兼买方与卖方于一身的交易者,可以选择多种方法来进行套期保值,除做买期保值、卖期保值和综合保值外,也可以进一步采用基差交易办法来改善其基差。作为买方,其需要做买期保值,结合做卖方叫价交易;作为卖方,其需要做卖期保值,结合做买方叫价交易。但这并不就意味着该交易者已做了双向叫价交易。如果一个交易者兼是商品的买方和商品的卖方,其选用了双向叫价交易方法后,就可以不必再去做买期保值和卖期保值,而只要设法确定其认为是有利的目标值来买进基差和卖出基差,即选择卖期保值者为对象做买方叫价交易,选择买期保值者为对象做卖方叫价交易,即可保证获得基差利益。比如,该交易者与有关套期保值者确定以某一月份期货合约价格为计价基础,作为商品买方,与卖期保值者确定以低于该合约价格 50 元/吨的价格买进实货,作为商品卖方,与买期保值者确定以低于该合约 20 元/吨的价格出售实货,而该交易者处于决定最后成交价的主动地位,因此不论现货价格或期货价格如何变动,也不论基差如何变动,其最后得到的买价与卖价之间的差值是不变的,即买入基差与卖出基差之间的基差是锁定的。以本例而言,该交易者所选定作为计价基础的期货合约价格为 X 元/吨,那么其购进实货的价格为 X 元/吨—50 元/吨,其售出实货的价格为 X 元/吨—20 元/吨,买进价格 $<$ 卖出价格,从而稳获 30 元/吨的利润 $[X-20-(X-50)]$ 。

五、套期保值的策略

套期保值作为一种风险管理的有效工具可以给现货商品的经营者带来许多好处,但在有些情况下,套期保值也不能保证百分之百地规避全部风险,为了尽可能好地收到保值效果,基本上实现套期保值的预期目标,在具体运用有关方式开展套期保值业务时,必须遵循套期保值操作的一些原则,掌握套期保值的基本策略。

1. 坚持相等相对的原则

进行套期保值的交易者必定是现货经营者,因为套期保值交易是针对现货交易而采取的保护性措施。所谓相等相对,是处理期货交易与现货交易配置关系的一个原则。这一相等相对原则可以具体表述为“交易部位相反”、“交易的商品种类相同”、“交易的商品数量相当”、“商品交收的时间(月份)相同或相近”。

交易部位相反是指在现货市场进行卖出商品活动的当时,在期货市场上应该进行买入远期合约的交易;而在现货市场上进行买入商品活动的当时,在期货市场上应该进行卖出远期合约的交易。比如一个生产厂商将在4个月后才能出售商品,此时其正在进行商品生产活动,就意味着目前其在现货市场上处于“买进”的状态,因此,其在期货市场首先应当卖出四个月后的该商品的期货合约。到了其能够在现货市场上出售商品的时候(即四个月后),其相对地应当在期货市场再买进该商品的期货合约,由此构成了当时在现货市场买进和在期货市场卖出与四个月后的在现货市场卖出和在期货市场买进两组交易部位相反的交易,在期货价格与现货价格运动方向趋同性的制约下,完成了交易收益的“反平衡”,即实现了现货交易盈利或亏损与期货交易亏损或盈利的互相抵消弥补。

交易的商品种类相同是指在现货市场上经营某一具体品种,在期货市场上买进或卖出的期货合约的标的商品的种类应与之保持相同,一般地说,期货合约对其标的商品允许交收的具体品级有明确的规定,如果买进或卖出的期货合约所规定的允许交收的商品品级(包括标准品和替代品及其等级标准)与将要买进或卖出的实货商品相适应,即达到了种类相同的要求。

交易的商品数量相当是指在期货市场上买进或卖出的期货合约交易单位的总和与其在现货市场上将要买进或卖出的商品数量总和应基本保持一致,只有在现货市场上的经营规模与在期货市场上的交易规模相一致,在基差不变的情况下,现货市场交易的盈亏值与期货市场交易的亏盈值才能正好相互抵补。由于每一期货合约的交易单位都是一个固定值,只要现货经营数量近似这个固定值,就可以说是保持了两者数量的相当。

商品交收的时间(月份)相同或相近是指在期货市场上买进或卖出期货所选择的合约月份应与未来将在现货市场上买进或卖出实货商品的具体时间相一致,由于价格往往随时间的推移而变动,即在不同的时间,某一商品的供求关系状况往往是不同的,因此,只有保持现货交收时间与期货合约月份相同或相近,才能收到较好的保值效果。

2. 进行保值成本比较和必要性分析

与其他投保方式一样,套期保值也要付出成本,因此并非所有现货经营者都必须进行套

期保值。一般地讲,只有价格波动不利带来的风险值大于套期保值成本的品种才有进行套期保值的必要,换言之,那些市场价格比较稳定或价格运动趋势对现货经营者绝对有利的商品,几乎就没有必要进行套期保值,比如商品价格必涨无疑,作为该商品的卖家就大可不必去进行套期保值。

套期保值的成本主要包括三个部分,一是交易手续费;二是必须交存的交易保证金及追加保证金的利息;三是机会成本。前二者是必然发生的费用,后者则是因为价格变化的趋势捉摸不定,为防止价格变动不利带来的损失而付出的价格变化可能有利所带来的盈利,这部分成本的值因行情变化而定,难以精确计算,因此叫机会成本。套期保值之所以能够规避风险,从根本上来说是因为其付出了这个机会成本,也就是说,规避风险是以付出价格可能变化有利所带来的利润为代价的。

在市场商品价格变化趋势不明朗、很难把握的情况下进行保值交易的成本比较和必要性分析,主要是就净风险值与保值交易必需费用的比较进行分析。净风险值是指价格不利变动所带来的损失总额的预计值,其计算式为:

净风险值=所要进行交易的商品按市价计算的值 $\times$ 价格升(降)变动可能性的百分比 $\times$ 预测值 $\times$ 价格升(降)的幅度的百分比 $\times$ 预计值。

比如将在三个月后购进的商品,按目前市价计算的价值为1000元,三个月内价格下降的可能性为50%,下降的幅度可能为10%,其净风险值则为 $1000\text{元} \times 50\% \times 10\%$,即为50元。如果预计的净风险值大于保值必需费用,则有进行套期保值的必要。一般地说,如果支付费用的能力有限,则应当优先选择净风险预计值更大一些的商品进行套期保值。

3. 把握进入市场和退出市场的时机

由于套期保值者必须同时在现货市场上和在期货市场上持有交易部位,而现货价格与期货价格变动又具有趋同性,因此,对套期保值者来说,直接影响其保值效果的最根本的因素是基差变动的情况。因为现货价格和期货价格的变化最终还是要反映为基差的变化。如果基差不变,则能收到完全保值的效果,而不论现货价格和期货价格如何变动。套期保值者进入期货市场和退出期货市场的最佳时机应当是认为市场出现最有利的基差的时候。

需要指出的是套期保值者一般都以对冲方式来了结在期货市场上所持的部位。这是因为在通常情况下,通过期货市场来交割实货不仅费用较大,而且受到交割程序规范的约束,没有在当地交割实货来得便捷。所以,只是在期货价格与现货价格出现严重背离的情况下,套期保值者才可能会以交割实货的方式来了结在期货市场上持有的部位,因此,把在期货市场上进行实货交割的交易与套期保值联系起来,等同起来,是一种误解。

第二节 投机业务

投机是促进市场流动的重要因素。在期货交易中,投机成分一方面作为价格波动风险的承担者,为分散和转移风险创造了条件,另一方面作为一种风险投资,在促进交易活跃、灵

敏地形成未来价格信号方面发挥了积极的作用。投机在期货交易活动中居有相当的份额和重要的地位。

一、投机在期货交易中的作用

投机的英文词义是思索、推测,在风险企业中投入资金;在汉语中,一种解释是抓准机会获取利益。从词义看,投机并非是贬义词,很长时间来,投机之所以成了贬义词,是因为习惯上将投机与倒把、与钻营等贬义性词结合。其实,在市场经济活动中,投机是一种很普遍的现象,以一般的商品购销经营为例,在什么市况下购进商品,在什么市况下出售商品,其中大有学问。善于经营者,通过对市场供需状况变化的趋势的分析,抓住有利时机,在价格相对较低的情况下进货,而在价格相对较高的情况下出货,从而获得经销利润。而所谓抓住机会进行投资,就是投机活动,只不过习惯上不用这个词而已。在这个意义上说,在市场经济条件下要获得经营利润必须善于投机。而需要指出的是,经营学意义上的投机不同于道德品质评价上的投机,当然,在市场经济活动中进行投机业务,必须遵守有关法律法规。

期货交易中的投机就其本质而言是一种在严格交易规则制约下的风险投资。由于期货交易连续进行,市场开放,交易活动透明度高,竞争尤为激烈,因此价格变动灵敏、迅速、频繁,相对而言,风险也就越大。期货交易中的投机就是对这种高风险进行投资,一方面,投机者有可能通过对行情变化趋势的准确把握而获得利益回报,另一方面则可能因为对行情变化趋势判断失误而承担亏损风险。从投机的社会效果来看,对期货风险进行投资与赌博有着本质的区别,期货交易中的投机是一种正当的经济活动。对期货市场机制的正常运行而言,适当投机不仅是必需的,而且是有益的。投机在期货交易中的积极作用主要表现在以下几个方面

1. 为成交提供了机会,促进了成交

在一般的商品交换活动中,作为商品的拥有者,在向市场出售其商品时,总希望得到一个好价钱,因此开价常常偏高;反之,作为商品的需求者,在从市场购进商品时,也总希望价格能够便宜些,因此往往开价偏低,由此便出现了一个卖价高于买价的价格断层,无法达成交易。在现货交易中这种情况相当普遍,若要达到一笔交易,卖方和买方之间大多会有一场为时不短的讨价还价,因此,成交率较低。而在期货交易中,由于投机成分的介入,这种情况则不多发生,原因之一就在于这个价格断层很快就被投机者递补。诚然,投机者是不会盲目地来递补这个价格断层的,因为这里有风险。投机者之所以愿意对这个风险进行投资,是因为在投机者看来,这个价格断层的存在是暂时的、相对的,随着时间的推移,供求关系将会发生变化,价格也不会滞留在原来的水平上,只要在对各种相关信息进行全面的科学的分析的基础之上,所作的价格变化趋势预测判断准确无误,就可以获得盈利。一个投机者认为价格将趋于上涨,因此愿以相对较高的价格买进,以便在更高的价格水平上卖出,从而获得利润;而当其认为价格将趋于下跌,自然愿以相对较低的价格卖出,以期在更低的价格水平上买进,从而获得利润。正是这种投机活动的存在,为成交提供了更多的机会,促进了成交,大大地提高了成交率。

2. 促进了市场的流动,为分散转移风险提供了可能

如果说,分散和转移风险是一个过程的话,投机者与实际商品的卖者或买者达成的交易则是分散、转移风险运动链的开端。因为投机者并不是实际商品经营者,而只是风险投资者,随着行情的变化,还将出手所持有的交易部位;而随着行情的变化和交易的发展,还会有新的实际商品的出售者和购买者不断地进入市场,在不断的交易中还会重现卖价高于买价的价格断层及由此发生的价格竞争,因此便需要有不断的投机活动。众多的投机者的介入促进了交易的活跃,结果便是期货合约的不断转手,风险的转移和分散才得以实现。

由此可见,风险的转移和分散的实现是以交易者能够根据自己的意愿自由地进出市场为基础的。如果市场是静滞的,交易就会终止,风险也便集中地落在某一个特定的成交一方。众多的投机成分的介入,为交易的进行增添了新的对手,期货合约及其价格风险因此而得以不断地转手。这种交易部位的转换被称作市场的流动。市场流动性越高,进出市场的自由性越大,风险分散、转移的效果也便越好。离开了投机就无从提高期货交易的市场流动性,套期保值业务的运作也便失去了一个必要的条件。在期货市场上,投机者不仅可以作为实际商品的卖者或买者的对手而存在,也可以作为另一投机者的对手而进行交易活动,这就为交易参与者进出市场提供了更多的机会和极大的方便。投机交易活动在期货市场运行过程中起着促进市场流动的润滑剂的作用。

3. 承担了市场价格波动的风险

期货市场虽然具有分散和转移风险的功能,但不能消除风险。价格波动风险客观存在,风险在期货市场上分散和转移必须要有相应的风险承担者。如上所述,在交易全过程中某一具体时间阶段(比如一个交易日,甚至更短的间时)内,是投机交易递补了实际商品相对较高的卖价和相对较低的买价之间的价格断层,实际上也就承担了这个价格断层所潜在的风险。

期货价格每出现的一次波动,对在期货市场持有交易部位的交易者来说,必然有一部分交易者获得盈利,另一部分交易者承担了亏损,而在承担亏损的这一部分交易部位中既有套期保值业务,也有投机业务,而为什么只是说投机者是风险的承担者呢?这是因为一方面,期货价格和现货价格受相同因素影响,套期保值者如果在期货市场上所持有的交易部位承担了亏损,那么其在现货市场上所持有的相反的交易部位便可获得盈利,其亏损能够通过盈利来补偿;而投机交易则不然,其在现货市场上并没有一个相反交易部位的配置,因此,其在期货市场上所持有的交易部位所承担的就是交易的净亏损,由此市场价格波动的风险最终还是落在投机者身上。另一方面,套期保值在操作上有一个时间的设定,即其在期货市场上的交易部位维持的时间是与其在现货市场上实际进行实物商品买卖活动的时间是相同或相近的,因此在期货市场上所持有的交易部位需要维持一段交易时间,相对而言,其基本上处于静滞的状态;而投机则因为受到市场价格波动净风险的威胁,在利益机制驱动下,必然要使其所持有的期货交易部位基本上处于活动的状态,以便尽可能少地承担亏损,于是风险的转移大多在投机者之间进行,正是这个缘故,一般地说,在期货市场的交易总量中,投机业务占有很大的比重,在期货交易中的实物交割率通常仅在1~3%左右,从某一方面说明了这种情况。

没有投机成分的介入,期货市场的价格波动风险就缺少了真实的具体承受者,风险也便无从分散和转移。没有投机业务也便没有套期保值业务,众多投机成分的存在,使市场价格波动风险有了承受主体,这就为套期保值运作和期货交易功能的发挥提供了必要的条件。

4. 平抑了市场价格的波动幅度

按一般的投机心理来解释,投机者一旦在期货市场上建有交易部位后,总是希望市场价格会有一个于己有利的大幅度变动,以便获得尽可能大的利益,其实这只是一种心理期望,一种个体的行为意志。在实际交易活动中,如果持有多头交易部位的投机者希望价格上涨或施加作用力使市场出现价格上涨的话,那么持有空头交易部位的投机者则必然希望价格下跌或施加作用力使市场价格出现下跌,两种作用力的较量会有很大的消耗,价格波动幅度也会因此而受到抑制;而价格的变动方向和波动幅度最终取决于供求比例关系状况和多空双方的力量对比。

在实际的经济生活中,商品的供应能力和消费能力或需求状况的变化是需要时间的,是受多种因素制约而具有阶段性、周期性的特点。比如粮食,春播秋收,全年供应消费,而这种消费是相对平稳的。在收获期,供应能力明显增大,价格处于一个相对较低的水平,而在收获季节到来之前,随着库存的逐渐下减,价格便处于一个趋升的状态。其他商品也有类似的情况。投机作为一种价格变动的风险投资,虽然希望价格能够向有利于自己的方向大幅度波动或试图通过施加作用力来促使这种情况的出现,但价格运动受到自身规律的制约,人为因素的影响力毕竟有限,高利润伴随着高风险,因此,在一个组织完好的市场上,要取得投机的成功,必须基于对供求关系变动趋势的科学分析和准确的预测判断。基于这种分析和判断的投机交易有助于调节和平衡供求比例关系,平抑市场价格的波动幅度。比如,预测未来供大于求,投机商必然对远期货进行卖空交易,卖量剧增的信号所导致的结果必然是未来供应量的减少或需求量的增加,从而使价格从相对低的水平向相对较高的水平变动;如果预测未来供不应求,投机商必然对远期货进行买空交易,买量的剧增的信号所导致的结果则必然是供应量的增加或需求量的减少,从而使价格从相对较高的水平向相对较低的水平变动。

在期货市场上,投机者作为价格风险的投资者必然成为未来价格变动趋势的分析预测者。而关于未来价格变动趋势的预测分析的结果正确与否,必须经过市场的反复验证,一个未来价格信号的产生往往需要经过激烈的交易竞争。正是期货市场上的这种投机交易的活跃,使市场价格波动幅度在快节奏、高频率的变化中趋于平缓,真实地反映供需关系的变化,从而提高了市场的自稳能力。

5. 促进了市场的一体化和信息的流动

有人说,随着交通和通讯条件设施的现代化,世界变得小了。由此生发开来,可以说,由于现代化的交易方式、信息传媒系统的出现和生产力的提高,各种类型的市场之间的关系更近更紧密了。如果说期货市场在全社会的大市场体系中处于连结实货商品市场和非实货商品市场、一般商品市场与金融商品市场、同一地区的不同商品的市场、不同地区的同类市场的枢纽地位,那么期货市场中的投机则在其中发挥了粘结剂的作用,而粘结功能最基本的也是最核心的因素是价格关系和信息集散。

就某一具体商品而言,在不同的地区、不同的季节因供需状况的不同而存有一定的差

价,与其同类的不同等级的商品之间也有一个相应的差价,而随着生产力的不断发展、应用技术的不断开发,某一类商品的应用范围也不断拓展,与相关品种的联系也更为密切,而相关品种的范围也不断扩大,相关品种之间必然存有一种相应的比价关系。因此,一个商品价格的变化不仅反映了这一商品的供求比例关系的变化,而且同时是与该商品供求关系变化相关的多种因素复杂关系交替作用的结果。

期货投机交易是一种利用某一商品的价格变动原理进行风险投资以期获得差价利润的经济活动,为了谋求更好的投资效益,在开展投机业务的过程中,必然会搜集尽可能丰富翔实的信息,进行大量的细致全面的分析,在此基础上提出一个价格或对一个价格作出反应。从时间角度来看,投机交易缩短了即期现货市场与未来现货市场的距离;而从空间角度来讲,投机交易则把现货市场和期货市场两个不同性质的市场连结了起来。在现代市场经济领域,一个商品的价格与其他相关商品的价格之间及同一商品在不同市场的不同价格之间有着千丝万缕的内在联系,投机者从自身利益出发,必然会利用一切可以利用的条件和因素,或利用地区差价关系对某一商品进行风险投资,或利用相关商品的比价关系对多种商品进行风险投资,或利用此一商品价格变动关系对另一商品进行风险投资等等,由此把不同的商品市场,不同地区的市场联系了起来。由于投机从本质上说不是一种商品交换行为,而是一种金融活动,即利用经济杠杆作用进行投资的行为,在其业务运作过程中,必然会充分注意金融市场的动向及货币价值的变动,由此进一步把商品市场和金融市场联系了起来,期货投机作为一种特殊的投资活动促进了大市场的一体化。

搜集并利用信息,是投机取得效益的重要基础和必要的工作,投机交易的活跃加速了信息的流动、传播和沟通。期货市场上每一成交价格产生,既是大量信息消化的结果,也是新一轮大量信息产生的基因,投机在期货市场成为信息中心方面起到了特殊的作用。

与任何事物都具有两重性一样,投机在市场经济运行中既有其积极功能作用的一面,也有其消极作用的一面。在追求投资效益最大化过程中,投机也会导致市场出现诸如逼仓、多空对峙及价格大幅振荡等倾向,妨碍市场的正常运行,导致价格信号的扭曲;而投机中所含的赌性和追求刺激等因素膨胀起来,会对期货交易的机制造成极大的破坏。投机过度的后果,肇事者承担亏损是咎由自取,而且市场因此受到干扰,其他参与者也可能蒙受风险威胁。国际期货市场上曾时有发生投机过度的事件,比如1980年在COMEX发生的由汉特家族公司引起的“白银危机”、1989年在CBOT发生的由费罗公司引起的“大豆案件”、1995年在SIMEX发生的由巴林公司引起的“日经指数事件”等都是个证明。因此,对投机中潜在的消极作用不容忽视,必须采取有效措施,防止投机过热问题的发生。

二、投机的分类和一般操作

投机是期货交易中最为活跃的因素,根据投机在期货交易中的不同操作方法及其特点,对其的分类可以有以下五种:

(1)以进入期货交易所进行的第一手交易的部位,也就是按对未来市场价格变动趋势的判断的方向为标准,可以将投机分为牛市投机和熊市投机两类。预期未来市场是牛市,即市

场价格将上涨,那么必然先买进期货,待价格上涨后再卖出期货,这类投机被称为“牛市投机”或“买进(多头)投机”;而预期未来市场是熊市,即市场价格将下跌,那么必然先卖出期货,尔后在价格下跌时再买进期货,这类投机被称为“熊市投机”或“卖出(空头)投机”。

(2)以对未来价格变动进行分析预测所惯用的方法为标准,可以将投机分为基本分析派、技术分析派和综合分析派三种。在投机活动中,基本分析派对未来市场价格的变动趋势所作的预测和判断,主要是建立在对供求关系变化及影响供求平衡的各种因素变化的分析基础之上的;技术分析派则侧重运用图表、曲线、统计和数学等方法对市场数据进行分析,从而对未来价格变动趋势作出预测和判断;综合分析派则是将基本分析法和的技术分析法结合起来应用,为其投机交易服务。

(3)以持有交易部位的数量为标准,可以将投机分为大手投机和小手投机两种。为防止垄断和投机过度,期货市场除对持仓数量有限制规定外,通常还有大户报告的规则,即投机交易所持有的交易部位达到一定的量的标准后,必须向主管机构报告,而持有的部位数量在这一标准限量之下的投机者可不作报告,一般地将达到大户报告标准的称为“大手投机”,而将未达到这一报告标准的称为“小手投机”。

(4)以持有交易部位的时间长短为标准,可以将投机分为长线投机和短线投机。长线投机就是将其所持的多头或空头部位维持较长一段时间,着眼在获大利,而所面临的风险也大;短线投机则是将其所持的交易部位维持较短的一段时间,着眼于减小所面临的风险威胁,相应所能获得的利益也就小。一般地说,将其所持部位维持数日以上的投机都属于长线投机。短线投机中有日投机和抢帽子之分。日投机一般是当日对冲,很少有维持部位数日才对冲的。抢帽子则是在很短的时间、甚至是在几分钟或更短的时间内即行对冲,往往一个交易日内就做了几次买卖对冲。

(5)以投机所采用的操作方式为标准,可以将投机分为原始投机和套期图利投机两种。原始投机就是在同一市场,对同一月份、同一期货品种进行的投机。而套期图利投机,则是利用不同月份、不同期货品种、不同市场的价格变化关系,运用套期图利的方式进行投机。由于这种投机将多种风险因素联系到了一起,使多种风险因素由此而相互影响,相互流动,因而这种投机也被称为“风险扩散投机”。

投机交易遵循的最基本的法则和操作方法是买低卖高,即某一期货价格将趋于上涨,则买进这一期货,以期在市场价格上涨时再卖出这一期货获得价差利润,如果某一期货价格将趋于下跌,则卖出这一期货,以期在市场价格下跌时再买进这一期货获得价差利润。

由于投机交易只在期货市场上进行交易活动,而没有相应的现货交易活动,因此,只需关注期货价格的变化。对短线投机而言,由于在很短的时间内现货价格很少出现剧烈的波动,对期货价格的影响甚微,期货价格的变动主要受期货交易者对未来价格的判断及预期心理影响,所以可以置现货价格变化于不顾,及时抓住期货价格短时间变化的有利时机,先在低价位买进,后在高价位再卖出,或者先在高价位卖出,后在低价位再买进。比如某一投机交易者预计当日某一期货合约价格肯定看涨,那么就先买进该合约,此后,该合约价格可能立即出现上涨,也可能先下跌尔后反弹,当价格水平一旦超过买进价格时,就及时卖出该合约,对冲所持部位,那么就获得了成功。对长线投机来说,虽然期货价格的变化从根本上来

说要受到现货价格变化的制约,因此必须对现货价格的变化作分析,但是其分析的着眼点在于现货价格变化对期货价格变化的影响程度,即随着现货价格的变化,期货价格将会达到一个什么水平。而这个水平与当前的价格水平相比,是涨还是跌,从而决定做买进投机还是做卖出投机,再根据对涨或跌的幅度的预测判断来决定目标价位,当所持合约价格达到或接近这一目标价位即抓住时机对冲在手合约,从而获得投机利益。对运用套期图利方式来进行投机交易的,尽管情况要比原始投机来得复杂,但其遵循的原则是一样的。套期图利交易的操作将在本章第三节作专门介绍。

三、投机交易的一般策略

一般地说,期货市场价格的波动要比现货市场价格的波动来得更为灵敏、活跃,有时会相当剧烈。期货投机者仅在期货市场上进行风险投资,当价格出现任何一个变化时,必然会有一部分投机获利,一部分投机亏损。由于期货市场上价格变化风云莫测,因此要准确地把握价格变化趋势和及时抓住交易机会以获得投机的成功绝对不是一件轻而易举的事情。为了保证投机交易获得成功,即便在必然承担风险时也要尽可能减轻亏损程度,对投机者来说,在交易业务开始之前制订一个切实可行的交易战略和计划,并准备一个在市场出现于己不利情况便于操作的应变方案是十分必要的。

1. 充分地了解期货合约

期货交易的对象是期货合约,在对期货合约进行投资时,对期货合约必须要有一个全面的详细的正确的了解是极为普通的常识。所谓充分地了解期货合约,首要的是要了解合约关于标的商品的规定,并进一步尽可能多地掌握关于这一商品及与这一商品相关的基本知识,只有做到这一点,才可能对这一商品目前的市场价格及其未来的变化趋势进行分析并作出相应的预测和判断,才有可能在分析预测的基础上进行比较,选择合适的期货合约进行风险投资。一般地说,投机者总是将价格波动较为频繁,甚至会有较大幅度波动的品种作为投资的具体对象。如果对期货合约及其标的商品没有充分的了解,不掌握大量的相关知识和信息,是很难做到选择好合适投资的期货合约的,也是很难正确地选择好进入期货交易所应持有的交易部位的。充分地了解期货合约,也包括对期货合约关于交易单位、变动价位、价格波幅限制、交易时间、保证金水平、交易部位限额的规定的了解。了解交易单位与保证金水平,在于帮助对交投规模进行测算并作出决策。了解变动价位和价格波幅限制的规定,在于有利于测算可能面临的风险的变动程度。至于了解交易时间,则有利于充分利用设定的交易时间买进、卖出,并尽可能在最后交易日前对冲在手合约,避免实货交收。所以,充分地了解期货合约是进入期货市场、对期货价格风险进行投资的最基本的条件,也是做好投机业务各项具体工作比如对价格变动趋势进行进一步分析、追踪、预测,对面临风险的状况和程度进行分析、测算的基础,只有充分地了解了期货合约的全部内容和规定,才有可能掌握投机操作的主动权。

2. 冷静地确定获利预期值和最大亏损值

追求投资效益的最大化是每个投机交易者共同的动机,但是所谓投资效益的最大化不

是无限化。由于期货价格的波动最终取决于现货供求比例关系的制约,因此波动幅度是有极限的,在一个交易期限内,价格不可能无止地上涨,也不可能无节制地下跌,投资效益的最大化充其量就是这一交易期限内最高价位与最低价位之间的差价值。尽管每个投机者都能够在最低市场价格水平上买进而在最高市场价格水平上卖出,然而竞争是激烈的,机会是有限的,真正能够在最低市场价格水平上买进而在最高市场价格水平上卖出的投机交易是极少的,因此投资效益的最大化是有条件的,相对的。一个清醒的投机者在决定交投时,必须在对价格走势作出尽可能准确的预测判断基础上,对现实的和潜在的可获利益和风险进行比较,综合分析比较的结果应当是潜在的可获利益大于风险性。如果分析结果表明获利的潜在可能性占主导,还必须确定一个相对的利润目标,即在什么价格水平上买进或卖出,尔后在市场出现什么价格水平时再卖出或买进。当然获利目标并不是一成不变的,可以也应该随着市场行情出现的新变化及时地进行修正,在没有特别把握的情况下,应当见好就收,决不能轻易地决定“扩大战果”,在已经达到或接近获利预期目标的情况下继续持仓,奢望更大利润,过分的贪心是在市场出现逆转而断送已获利润的根本原因之一。在复杂多变的期货市场上,价格的实际变化情况往往会出乎意料之外,因此在拟订交投策略计划时不仅要算可能盈利的一本帐,也要算可能亏损的一本帐,即确定一个所能承受的最大风险值。当市场果真出现了不利变化的时候,既不要手足无措,也不要轻举妄动,在亏损值已经达到或接近设定的最大亏损承受值警线时,如无十分把握行情会出现反转,即应“割肉”平仓。一般来讲,每次交易的最大亏损额应限于可动用风险资金的很小比例,比如十分之一,这样可以避免孤注一掷的赌博心理和在亏损到来时遭受灭顶之灾。

3. 理智地确定投资风险的资本额度

在确定了获利预期目标和最大亏损警线之后,还必须理智地对投入交易的资本额度作出决策。一般地说,在获利机会出现时,当初投入的资本额越大,即持有的部位越多,所谓的利润也就越大,当然,风险出现时,所必然承受的风险也就越大。操盘规模大小与投资数额多少有直接关系,而与利润获取值、亏损承担值也成正比,因此,决定投入的资金量应与对价格走势判断准确的把握程度挂钩。对获得潜在利益的可能把握越大,则可投入相对较多的资金;把握不大,则投入较少的资金;没有把握则应耐心等待机会。为获得最大的利益,投机商的深切体会和经险总结是,第一,“不要将你所拥有的鸡蛋全都放进一个篮子里”,作为一种风险投资,切忌倾囊而出,把获利的希望押注在一笔交易上,毕其功于一役往往难以奏效;第二,在对某笔交易投入资金时要留有余地,要将持盘规模掌握在所有财力所能支撑负担的范围之内,防止贪多嚼不烂,一次投入资金数额过大,一旦出现逆转,那怕是暂时的逆转,也会因后继资金补入不足而出现“爆仓”,最终丧失应变的能力;第三,不要轻易地追加资金投入,市场千变万化,“扩大战果”必须以市场价格走势已基本明朗为前提,当所持交易部位已经被证实将可获利时,才可以追加投资,而追加的投资金额通常应低于最初的投资额。

期货投机作为一种风险投资,必须讲究策略和技巧。既要有敢于追求最大利益的大智大勇,也要有承担风险的勇气和胆识。要把获利的希望建立在对市场价格走势周密精确的分析判断基础之上,而不能凭着感觉盲目地跟风追买追卖,更不能为牟取利润,违反交易规则和市场准则,联手串通恶炒。

投机交易的具体策略技巧多种多样,因人而异,但从一些成功的投机交易所得出的基本经验是:对市场动向必须进行冷静的分析研究,避免盲目入市;不要轻信传言;应当了解很少有可能在最低价买进、在最高价卖出,因此应有合理的利润目标和亏损警线,见好就收,该亏即认赔;切忌孤注一掷;要灵活地利用机会进行买空或卖空,行情反转及时调头;交投规模必须与可能承受风险的财力相适应。尽管投机交易策略技巧多样且不是一成不变的,但本质和目标是一致的,即贱买贵卖,获取各种可能获得的卖价与买价的差价利润。

第三节 套期图利业务

与一般的套期保值交易或一般的投机交易的先在期货市场上买进某一品种期货,尔后再卖出同一期货,或者先卖出某一品种期货,尔后再买进同一期货的做法不同,套期图利是一种同时买进某一期货、卖出某一期货,尔后再相对应的通过卖出和买进来对冲先前持有的交易部位的一种交易方式。其特点在于利用这一期货与另一相关期货在价格波动幅度的差异进行交易,以便从中获取相关期货价格波动幅度不同而产生的差价利润。在具体的操作中,买进的期货,价格未必是最低的,所卖出的期货,价格也未必是最高的,需要关注和必须准确把握的是相关的期货中,此一期货与彼一期货价格波动幅度上的差异,究竟哪一期货的涨幅较大,或哪一期货的跌幅较大,在此基础上同时买进期货和卖出期货。如果预测判断正确,就可获得成功。其实质是将一组先卖后买的交易和另一组先买后卖的交易同时结合起来,在对冲时,两笔交易中,一笔亏损,一笔盈利,在盈亏相抵后最好的结果是盈利有余。

套期图利交易在期货市场上发挥了为交易者提供更多交易和对冲机会,更有利于理顺价格关系,把扭曲的市场价格重新拉回到正常水平的独特作用。套期图利交易方式既可为套期保值业务所利用,更多的则为投机交易业务所利用。按照套期图利操作所利用的差价关系不同可以分为跨月份套利、跨商品套利和跨市场套利三种基本方式。

一、跨月份套利

跨月份套利是一种利用同一商品在不同期货合约月份之间存有的正常差价,因供求关系的变化而可能出现涨跌幅度不同的情况,同时买进和卖出近期合约和远期合约,待机进行对冲,从而获取盈亏差额余利的交易方式。按对近期合约是买进还是卖出,跨月份套利又通常分为牛市套利和熊市套利两种,另外还有一种综合性的蝶式套利。

1. 牛市套利

牛市套利又称“买空套利”,操作方法是在买进某一品种近期期货合约的同时卖出同一品种等量的远期期货合约。做牛市套利的交易者应基于这样一种判断,即在看涨市场,近期期货合约价格的涨幅将大于远期期货合约价格的涨幅;而在看跌市场,则近期期货合约价格的跌幅将小于远期期货合约价格的跌幅。如果判断正确,则可获得盈利。

比如,某交易者就大豆期货做牛市套利,在以 2400 元/吨的价格买进 7 月份期货合约的同时以 2500 元/吨的价格卖出 9 月份的期货合约,如果在一个月后,7 月份合约上涨了 100 元/吨,9 月份合约上涨了 50 元/吨。当即对冲两个交易部位,交易结果如表 1.6.10。

表 1.6.10

时间	7 月份合约价格	9 月份合约价格	价差
当时	2400 元/吨(买进)	2500 元/吨(卖出)	100 元/吨
一个月后	2500 元/吨(卖出)	2550 元/吨(买进)	50 元/吨
结果	对冲盈利 100 元/吨	对冲亏损 50 元/吨	-50 元/吨价差缩小
	两笔交易盈亏相抵后,获得盈利 50 元/吨		

如果一个月后,两个月份合约价格并未上涨,而是出现下跌,不过 7 月份合约价格下跌 50 元/吨,9 月份合约价格下跌 100 元/吨,近期合约价格的跌幅小于远期合约价格的跌幅,仍然有利可图,交易结果如表 1.6.11。

表 1.6.11

时间	7 月份合约价格	9 月份合约价格	价差
当时	2400 元/吨(买进)	2500 元/吨(卖出)	100 元/吨
一个月后	2350 元/吨(卖出)	2400 元/吨(买进)	50 元/吨
结果	对冲亏损 50 元/吨	对冲盈利 100 元/吨	-50 元/吨价差缩小
	两笔交易盈亏相抵后,获得盈利 50 元/吨		

2. 熊市套利

熊市套利又称“卖空套利”,其操作方法是在卖出某一品种近期期货合约的同时买进同一品种等量的远期期货合约。做熊市套利的交易者应基于这样一种判断,即在看涨市场,近期期货合约价格的涨幅将小于远期期货合约价格的涨幅;而在看跌市场,近期期货合约价格的跌幅则将大于远期期货合约价格的跌幅,如果判断正确,则可以获得盈利。

比如,某交易者就大豆期货做熊市套利,4 月份的某一交易日,一方面以 2400 元/吨的价格卖出 7 月份的期货合约,同时一方面以 2500 元/吨的价格买进 9 月份的期货合约,一段时间后,两个月份合约的价格同时出现上涨趋势,而且近期合约价格的涨幅小于远期合约的涨幅。假设,7 月份合约价格上涨了 50 元/吨,即为 2450 元/吨;而 9 月份合约价格却上涨了 100 元/吨,即为 2600 元/吨,此时,该交易者同时对冲在手的两个月份的期货合约,交易结果如表 1.6.12。

表 1.6.12

时间	7 月份合约价格	9 月份合约价格	价差
4 月份某一交易日	2400 元/吨(卖出)	2500 元/吨(买进)	100 元/吨
一段时间后	2450 元/吨(买进)	2600 元/吨(卖出)	150 元/吨
结果	对冲亏损 50 元/吨	对冲盈利 100 元/吨	+50 元/吨价差扩大
	两笔交易亏盈相抵后,获得盈利 50 元/吨		

如果在一段时间后,两个月份合约的价格并没有上涨,而是同时出现下跌,不过,近期合约价格的跌幅要大于远期合约价格的跌幅,假设,近期合约价格下跌了 100 元/吨,即为 2300 元/吨,远期合约价格下跌了 50 元/吨,即为 2450 元/吨,此时,该交易者同时对冲在手的两个月份的期货合约,交易结果如表 1.6.13。

表 1.6.13

时间	7 月份合约价格	9 月份合约价格	价差
当时	2400 元/吨(卖出)	2500 元/吨(买进)	100 元/吨
一段时间后	2300 元/吨(买进)	2450 元/吨(卖出)	150 元/吨
结果	对冲盈利 100 元/吨	对冲亏损 50 元/吨	+50 元/吨价差扩大
	两笔交易盈亏相抵后,获得盈利 50 元/吨		

3. 蝶式套利

蝶式套利是在牛市套利和熊市套利基础上,将两种套利结合起来进行套利的一种交易方式。交易对象是同一期货品种的 3 个不同月份的合约,以中间一个月份的合约作为牛市套利和熊市套利的结合点。如果前两个月份合约的一组交易构成牛市套利,后两个月份合约的一组交易构成熊市套利,那么这一蝶式套利要获得成功,则应基于这样一种判断,即近期合约价格的涨幅大于中期合约价格的涨幅,而中期合约价格的涨幅小于远期合约价格的涨幅;或者是,近期合约价格的跌幅小于中期合约价格的跌幅,而中期合约价格的跌幅大于远期合约价格的跌幅。交易数量规定为中间月份合约的卖出量等于近期月份合约和远期月份合约买进量之和。如果判断正确,可获得两组套利的盈利。

比如,某交易者就大豆期货做蝶式套利,判断近期合约价格涨幅 $>$ 中期合约价格涨幅 $<$ 远期合约价格涨幅,如果以 2400 元/吨的价格买进 1 张 7 月份期货合约,以 2450 元/吨的价格卖出 2 张 9 月份期货合约,以 2500 元/吨的价格买进一张 11 月份期货合约,一段时间后,

各月份合约价格涨幅比例关系如其预料,假设7月份合约价格上涨了100元/吨,9月份合约价格上涨了50元/吨,11月份合约价格上涨了80元/吨。此时,该交易者同时对冲在手的3个月份的期货合约,其交易结果如表1.6.14。

表 1.6.14

7 月份合约	9 月份合约	11 月份合约
2400 元/吨(买进)	2450 元/吨 $\times 2$ (卖出)	2500 元/吨(买进)
2500 元/吨(卖出)	2500 元/吨 $\times 2$ (买进)	2580 元/吨(卖出)
对冲盈利 100 元/吨	对冲亏损 100 元/2 吨	对冲盈利 80 元/吨
3 笔交易盈亏相抵后,获得盈利的总额为 80 元,平均盈利 40 元/吨		

如果前两个月份合约的一组交易构成熊市套利,后两个月份合约的一组交易构成牛市套利,这一蝶式套利要获得成功,则应基于这样一种判断,即近期合约价格的跌幅大于中期合约价格的跌幅,而中期合约价格的跌幅小于远期合约价格的跌幅;或者是,近期合约价格的涨幅小于中期合约价格的涨幅,而中期合约价格的涨幅大于远期合约价格的涨幅。交易量规定为中间月份合约的买进量等于近期月份合约和远期月份合约卖出量之和。如果判断正确,可获得两组套利的盈利。

仍以做大豆期货蝶式套利为例,某交易者以2400元/吨的价格卖出1张7月份期货合约,以2450元/吨的价格买进2张9月份期货合约,以2500元/吨的价格卖出1张11月份期货合约,一段时间后,7月份合约价格下跌了100元/吨,9月份合约价格下跌了50元/吨,11月份合约价格下跌了80元/吨,3个月份合约价格跌幅关系为,近期合约价格跌幅 $>$ 中期合约价格跌幅 $<$ 远期合约价格跌幅。此时,该交易者同时对冲在手的3个月份的期货合约,交易结果如表1.6.15。

表 1.6.15

7 月份合约	9 月份合约	11 月份合约
2400 元/吨(卖出)	2450 元/吨 $\times 2$ (买进)	2500 元/吨(卖出)
2300 元/吨(买进)	2400 元/吨 $\times 2$ (卖出)	2420 元/吨(买进)
对冲盈利 100 元/吨	对冲亏损 100 元/2 吨	对冲盈利 80 元/吨
3 笔交易盈亏相抵后,获得盈利的总额为 80 元,平均盈利 40 元/吨		

二、跨商品套利

跨商品套利指的是利用两种不同的,但相互关联的商品之间的价差进行套利交易。这种套利的基本原理是,由于这两种商品之间存在着一种内在的相互可以替代的或前后连带的关系,比如小麦和玉米,虽是两种不同的粮食商品,但如果用作饲料,则可以相互替代;而大豆和大豆油,则后者是以前者为原料的,因此其价格波动往往受相同的因素制约,但价格波动幅度会因其自身市场供求关系变化趋势的有所不同而有差异,所以两者之间原有的价差就可能会扩大或缩小,扩大或缩小了的价差与原有的价差之间就有了一个可能获取的差额利润。

跨商品套利交易的具体操作通常是(但不一定必须是)同时买进和卖出种类不同而交割月份相同的期货合约,在日后价差出现变化时再作对冲,获取差额利润。以对 A/B 两品种套利为例(设定价差关系为 A 商品价格—B 商品价格),如果判断 A 商品价格的涨幅大于 B 商品价格的涨幅,或者 A 商品价格的跌幅小于 B 商品价格的跌幅, A 商品价格与 B 商品价格之间的价差趋正,就买进 A 商品期货,卖出 B 商品期货;如果判断 A 商品价格的涨幅小于 B 商品价格的涨幅,或者 A 商品价格跌幅大于 B 商品价格的跌幅, A 商品价格与 B 商品价格之间的价差趋负。则卖出 A 商品期货,买进 B 商品期货。

常见的跨商品套利有替代性品种间的套利、原料性商品与其制成品之间的套利。

小麦/玉米套利是常用的一种替代性品种间的套利。某交易者以 1600 元/吨的价格买进小麦 12 月份期货合约,以 1500 元/吨的价格卖出玉米 12 月份期货合约;到了 11 月份,小麦因货源减少而价格上涨,达到 1700 元/吨,而玉米由于新粮登场而价格维持原来水平。此时,该交易者同时对冲在手中的小麦和玉米期货合约,从而获得价差变动后的差额利润,交易情况如表 1.6.16。

表 1.6.16

时间	小麦期货合约	玉米期货合约	价差
当时	1600 元/吨(买进)	1500 元/吨(卖出)	+100 元/吨
11 月份	1700 元/吨(卖出)	1500 元/吨(买进)	+200 元/吨
结果	对冲盈利 100 元/吨	对冲持平	价差趋正

如果自小麦收获之后,玉米又获大丰收,于是小麦价格和玉米价格都出现了下跌的情况,小麦价格下跌了 50 元/吨,而玉米则下跌了 100 元/吨,其交易情况如表 1.6.17。

表 1.6.17

时间	小麦期货合约	玉米期货合约	价差
当时	1600 元/吨(买进)	1500 元/吨(卖出)	+100 元/吨
11 月份	1550 元/吨(卖出)	1400 元/吨(买进)	+150 元/吨
结果	对冲亏损 50 元/吨	对冲盈利 100 元/吨	价差趋正
	盈亏相抵后还获得价差变动的差额利润 50 元/吨		

大豆/大豆油套利是常用的一种原料性商品与其加工品之间的套利。某交易者以 2400 元/吨卖出 11 月份大豆期货合约,买进 11 月份大豆油期货合约,价格为 8000 元/吨。到了 10 月份,大豆收获在即,而且必定丰收,因而价格下跌,其价格降为 2300 元/吨,大豆油价格也相应下跌,跌至 7950 元/吨。其价格跌幅,大豆跌幅(100 元/吨)大于大豆油跌幅(50 元/吨),两者之间的价差由原来的 -5600 元/吨变为 10 月份的 -5650 元/吨,差值趋向负值。此时,该交易者当即对冲在手中的大豆期货合约和大豆油期货合约,其交易结果如表 1.6.18。

表 1.6.18

时间	大豆期货合约	大豆油期货合约	价差
当时	2400 元/吨(卖出)	8000 元/吨(买进)	+5600 元/吨
10 月份	2300 元/吨(买进)	7950 元/吨(卖出)	+5650 元/吨
结果	对冲盈利 100 元/吨	对冲亏损 50 元/吨	价差趋正
	盈亏相抵后,还获得价差变动的差额利润 50 元/吨		

如果到了 10 月份,大豆由于受灾,收获在即减产成为定局,价格有所上升,达到 2450 元/吨,而大豆油价格上升,升幅大于大豆价格升幅,达到 8100 元/吨,两者之间的价差同样出现负值趋向的增大,其交易结果如表 1.6.19。

表 1.6.19

时间	大豆期货合约	大豆油期货合约	价差
当时	2400 元/吨(卖出)	8000 元/吨(买进)	+5600 元/吨
10 月份	2450 元/吨(买进)	8100 元/吨(卖出)	+5650 元/吨
结果	对冲亏损 50 元/吨	对冲盈利 100 元/吨	价差趋正
	亏盈相抵后,还获得价差变动的差额利润 50 元/吨		

上述举例中,无论是替代性商品之间还是原料性商品及其加工品之间,套利的两种相关商品的价格变动方向趋同,或是同时上涨,或是同时下跌,只是涨幅或者跌幅水平的不同而已。而在实际上,两种相关商品的价格变动方向也会出现差异,比如一个商品价格出现上涨,而另一相关商品的价格出现下跌,或者情况正好相反。比如在 6 月份前后,小麦因收获在即,价格一般会出现下跌趋势,而玉米则相对库存减少,价格一般会出现上涨趋势;而在 11 月份,小麦因库存减少而出现上涨趋势,玉米则因为新粮登场,价格出现下跌趋势。在这种情况下,价差会进一步强化正值趋向的变化或负值趋向的变化。如果套利交易者能准确地把握价差关系变化的一般规律,正确地对价差变化趋势作出预测判断,那么可望因两种商品期货合约在对冲时均获盈利而使套利效益更好。

三、跨市场套利

所谓跨市场套利,是就某一商品期货合约,同时在两个市场上分别买进和卖出,以期在未来对冲在手期货合约时获得价差变动的差额利润的一种交易方式。跨市场套利的原理是,当同一商品期货合约在两个或更多的交易所上市进行交易时,由于区域间的地理差别,其中必然会存有一种价差,而在时间变化后,在不同的地区,该商品期货合约价格的波动幅度和变动方向也不尽相同。跨市场套利就是着眼于同一商品期货合约在不同市场上存在的价差和这种价差关系的变化,从事买进卖出的交易活动。广义地说,跨市场套利是利用商品价格因空间差而出现的差异及因空间差而导致的波动幅度和变动方向的差异来进行交易、获得收益的一种经济活动。这种套利可以在现货市场与期货市场上进行,也可以在异地交易所之间进行,自然也包括在国内交易所与国外交易所之间进行。

跨市场套利中所需要注意的问题主要有三点。一是不同地区在同一时间条件下,供求状况会有差异,既要了解地区差价,还要了解不同地区价格变化的一般规律,从而更好地把握商品价格地区差的关系;二是要清楚相关的市场所在地与商品产区与销区的关系,商品的合理和正常的流向是由产区向销区流动,销区的价格一般要高于产区的价格,其中重要的因素是运输费用的支出,要了解一般的销区价格对产区价格的升水,产区价格对销区价格的贴水的水平;三是所谓同一商品期货在不同的交易所上市交易,实际上并不是指完全一样的期

货合约在两个或更多的交易所上市交易。严格地说,同一种类商品在不同交易所的期货合约中的具体交易要求是有所不同的,其间有着品级规定上的差异,因此要了解不同品级之间存在的一般的升贴水比例。如果跨市场兑付的货币是不同的,还需要掌握不同货币之间存在的汇率关系。

一般地说,跨市场套利是在某一市场买进(卖出)某一商品的某一月份的期货合约,而在另一市场卖出(买进)同一商品的相同月份的期货合约,在价格变化而使价差出现有利变动时,同时对冲在手的两个市场的期货合约,从而获得较好的交易收益。

如果以在 A 市场和 B 市场就某一商品期货合约进行套利交易为例,价差关系设定为 A 市场价格—B 市场价格,假定判断为 A 市场的价格涨幅将会大于 B 市场的价格涨幅,或者 A 市场的价格跌幅将会小于 B 市场的价格跌幅,两个市场的价差会向正值方向趋动,即买进 A 市场的期货合约,卖出 B 市场的同一期货合约;倘若在 A 市场价格上涨时,B 市场价格不但未涨而出现下跌,或者在 B 市场价格下跌时,A 市场价格不但未跌而出现上涨,结果是强化了价差向正值的趋动。假定判断为 A 市场的价格跌幅将会大于 B 市场的价格跌幅,或者 A 市场的价格涨幅将会小于 B 市场的价格涨幅,两个市场的价差会向负值方向趋动,则卖出 A 市场的期货合约而买进 B 市场的期货合约;倘若在 A 市场价格下跌时,B 市场价格不但未跌反而出现上涨,或者在 B 市场价格上涨时,A 市场价格不但未涨反而出现了下跌,结果是强化了价差向负值的趋动。

以下举两个简单的例子借以说明。

设某交易者认为 A 市场铜期货合约价格涨幅会大于 B 市场铜期货合约价格涨幅,故以 25000 元/吨的价格买进 A 市场铜期货合约,以 26500 元/吨的价格卖出 B 市场的铜期货合约,日后价格变动如其所料,A 市场铜期货合约价格上涨至 26000 元/吨,B 市场铜期货价格上涨至 27000 元/吨,此时,该交易者对冲在手的两市场的铜期货合约,交易结果如表 1.6.20。

表 1.6.20

时间	A 市场铜期货	B 市场铜期货	价差
当时	25000 元/吨(买进)	26500 元/吨(卖出)	-1500 元/吨
日后	26000 元/吨(卖出)	27000 元/吨(买进)	-1000 元/吨
结果	对冲盈利 1000 元/吨	对冲亏损 500 元/吨	价差趋正
	盈亏相抵后,获得价差变动的差额利润 500 元/吨		

又设,某交易者根据预测分析认为,A 市场铜期货合约的价格跌幅将会大于 B 市场铜期货合约的价格跌幅,于是即以 25000 元/吨的价格卖出 A 市场铜期货合约,以 26000 元/吨的价格买进 B 市场铜期货合约,日后价格变化如其所料,A 市场铜期货价格下跌至 24000 元/吨,B 市场铜期货价格下跌为 25500 元/吨,此时,该交易者对冲在手的两市场的铜期货

合约,交易结果如表 1.6.21。

表 1.6.21

时间	A 市场铜期货	B 市场铜期货	价差
当时	25000 元/吨(卖出)	26000 元/吨(买进)	—1000 元/吨
日后	24000 元/吨(买进)	25500 元/吨(卖出)	—1500 元/吨
结果	对冲盈利 1000 元/吨	对冲亏损 500 元/吨	价差趋负
	盈亏相抵后,获得价差变动的差额利润 500 元/吨		

综合跨月份套利、跨商品套利和跨市场套利三种套利交易的共同点在于:一是基本上先是同时买进(卖出)某一期货合约,卖出(买进)相关的某一期货合约;在当两个期货合约的价差出现有利变动时,再同时以卖出(买进)同样的某一期货合约,买进(卖出)同样的相关的某一期货合约,对冲结束套利交易,获取差额利润。二是在交易方向上,并不是简单的买低卖高,即买卖方向不是取决于同一时间点上两个不同商品期货价格水平的高低,而是着眼于日后价格变动的幅度及由此出现的价差变动趋势,也就是在进入市场时,在对两个相关期货合约决定买卖方向时,买进的应是判断为日后价格涨幅相对较大的一个期货合约,卖出的则应是判断为日后价格跌幅相对较大的一个期货合约,在日后价格变化不出所料,在价差出现有利变化时,即以对冲结束套利交易,获得差额利润。

第七章 农产品期货

农产品是期货市场上最早的交易品种,全球闻名的芝加哥商品交易所就是在芝加哥一带农产品交易的基础上发展起来的。在金属、能源、金融期货及期权交易出现以前,农产品在期货市场上占据了绝对的统治地位。60年代以来,随着新的交易品种的上市,特别是70年代以来金融期货及后来的期权交易的出现,农产品期货交易在整个期货交易中所占的比例大幅度下降,美国期货市场上农产品期货的市场占有率由1982年的41.20%下降为1987年的19%,但是,尽管如此,作为传统的交易品种,农产品期货在整个期货市场上仍具有十分重要的地位。对正在建设社会主义市场经济,农业居于基础地位的我国来说,发展农产品期货交易更是有其特定的意义。

第一节 农产品的产销特点及其价格形成

农产品包括谷物、经济作物、油料作物、畜产品等。不同类型的农产品的生产和消费有明显的差别,但从总体上看,作为整体的农产品有其区别于工业品等其他类别产品的生产和消费特点。也正是因为这些特点,农产品的价格变动轨迹与其他产品的价格变动轨迹有明显的不同。

一、农产品的产销特点

农产品生产过程是人类劳动和自然生产相结合的过程,生产的数量、质量、产量的地域分布等受自然条件的影响,是农产品生产最大的特点。以人类生理需要为满足对象则是农产品消费的最基本的特点之一。农产品的产销特点集中表现在下述几方面矛盾运动之中。

1. 生产的季节性和消费的常年性之间的矛盾

与其他产品不同,在当代的生产技术条件下,大多数农产品的生产还无法摆脱自然条件的约束,农业生产者必须按照自然节气安排农产品的生产,农产品的生产和供应不可避免地带有明显的季节性。近年来,随着科学技术的进步,虽然有少数品种的生产能够突破自然条

件的限制,但在大批量生产时,仍存在着一定的困难,且生产的成本往往过高。与农产品生产的季节性不同,大量农产品的消费却是常年性的。人们并不因为冬季不生产大米而不需要大米。农产品生产的季节性和消费的常年性导致了产销在时间上的矛盾,在生产季节,市场可能呈现供过于求的格局;在非生产季节,则又可能呈现供不应求的格局。季节性的供求不平衡往往导致了价格的季节性变化,而为解决产销的时间矛盾所采取的储存措施,也必然使农产品价格呈现生产季节价低而非生产季节价高的格局。储存费用成为影响农产品现货市场和期货市场价格一个重要的因素。

2. 生产的区域性与消费的广泛性之间的矛盾

由于受气温、水土及传统的生产优势等因素的影响,农产品的生产具有一定的地域性,有些地区特别适合于种植或培育某类优质的农产品,也有些地区则可以相对低廉得多的成本生产某类农产品。农产品的消费虽然因不同地区人们的消费习惯的不同而表现出一定的地区性差别,如我国北方地区的消费者更偏爱小麦,而南方地区的消费者更偏爱大米,但这种地区性差异却远不如生产的地区性明显。生产的区域性和消费的广泛性矛盾的结果,是农产品供求的地区性不平衡和价格的地区性差异。进行产品的储存和运输,组织产品在不同地区之间的流通,成为人们社会经济活动的重要方面。

3. 自然生产与稳定消费之间的矛盾

一定时期内人们对某种农产品的需求量和实际消费量取决于人们的收入水平、该产品的价格及人们对该产品的偏好等因素。对某些基本生活必需品,如粮食等来说,在偏好一定的情况下,不仅价格变动对需求量的影响不大(需求的价格弹性很小),而且收入变化对其实际消费量的影响也很小(人们往往通过削减其他商品的消费来应付收入下降对生活的影响)。换言之,社会对农产品的消费是有一定的稳定性的。与消费不同,一定时期内农产品的生产量及其实际供应量取决于农业生产者对未来价格的预期、目前市场上农产品的价格、农产品生产的成本及自然条件等因素。在众多的因素中,尽管政府有可能通过采取一定的调控措施来保证农产品生产的稳定,如稳定农产品的目前价格,提高人们对未来价格的预期,稳定甚至降低农业生产资料的价格等,但来自自然因素对农产品生产的影响却是难以控制的。农业生产离不开自然生产的过程,不能不具备生产所必须的若干自然条件。气温、降雨量等因素的变化都有可能导致人们对未来市场预期及实际供货量的变化。消费的相对稳定和生产的不稳定之间矛盾作用的结果,就是农产品价格的频繁波动。

4. 生产的周期性和消费的非周期性之间的矛盾

几乎所有的农产品都有一定的自然生长周期。谷物、经济作物、油料作物的生长周期相对较短,有些地区某些作物一年之中可以收获两熟甚至三熟;畜产品的生长周期往往要一年甚至几年;而林产品的生长周期则长达数十年。前已述及,农产品的消费是稳定的、常年性的。生产的周期性和消费的非周期性,使得农产品在整个生产周期中的供求常常处于不稳定的状态。在生产周期前期,可能供不应求;在生产周期的中后期,供应紧张达到最大的程度;在周期临近结束及周期结束后的一段时期,则又有可能出现供过于求的格局。生产的周期性和消费的非周期性,往往使得农产品的价格在一个周期内跟随供求状况作相应变化的同时,还以相当于一个生产周期或更长的时间长度,呈周期性的循环变动。

5. 消费的基础性和生产资源的有限性之间的矛盾

在整个社会生产和生活过和中,农产品居于无可争辩的基础性地位。一方面,大量的农产品作为食品为人们所直接消费;另一方面,农产品又是重要的工业原料。对整个社会而言,没有农产品是不可想象的,没有足够的农产品也同样是不可想象的。但是,几乎每一个国家可以用于农业生产的资源,特别是土地资源都是有限的。因此,许多农产品之间不仅存在着密切的消费替代关系,而且存在着密切的生产替代关系。消费的基础性和资源的有限性,使得每一个国家的政府都不愿放任农业生产和农产品价格由市场自发调节。各国的农业生产和农产品价格都在一定程度上受到政府的宏观控制。

二、农产品价格的形成

农产品生产和消费的特点决定了农产品价格运动的特殊性。忽视这些特点,对农产品价格变动的判断就可能发生偏差。对农产品现货和期货交易的研究来说,充分把握这些特点,掌握农产品价格形成和变动的一般规律,是十分重要的。和其他商品的价格的形成和变动一样,农产品价格的形成同样也受到商品价值、货币价值、供求关系及国家政策等因素的影响。但是,具体而言,一定时期内农产品整体价格水平或某些品种农产品价格的高低直接取决于以下一些因素。

1. 货币币值

商品的价格是其价值的货币表现。在其他因素不变的情况下,商品价格是商品价值和货币价值的比例。货币币值和商品价格呈现反方向变化。币值的稳定状况及其变化的速度是判断一定时期内农产品整体绝对价格水平变化时必须要考虑的首要因素。

2. 农产品生产的成本

生产成本是价格的一个重要组成部分,其变化与农产品价格变化成正比。农产品生产成本包括生产的物质费用和活劳动消耗支出,它们的高低则又取决于劳动生产率、生产的自然条件、农业生产资料的价格水平等因素。

3. 农业生产的自然条件

自然条件包括气温、降雨量、土壤等方面。某一地区或某一年度的气温、降雨量与农作物生长的要求相符,则该地区或该生产年度农作物就可能获得丰收。如以美国的玉米生产为例,玉米带地区的自然条件较适合玉米生长,如果某年份这一带天气转暖较早,玉米播种较早,则该年度玉米的单产通常就较高;而若7、8月间的降雨量偏小,当年的收成就可能较差,反之则较好。因此,在7、8月间,人们判断未来市场变化的主要依据之一就是气候变化的情况。气候的实际或预期的变化,都会影响现货和期货市场上的价格。故此,人们也将夏季的玉米期货市场称为气候市场(Weathermarket)。

4. 对未来市场的预期

对未来市场状况的预期会直接影响到经济活动者的有关决策判断,改变当前或未来市场供求的实际状况,从而影响到现货市场和期货市场的价格。人们预期到某种农产品未来市场供求紧张,就会增加在该产品生产上的投入,减少该产品未来消费的规模,或是购买储

存现货以供将来之需。反之,人们预期到某种农产品未来市场供过于求,则会减少在该产品生产上的投入,扩大未来消费规模,有时甚至会缩小当前消费的规模。

5. 其他品种商品的市场供求状况

对其一品种的农产品来说,其他相关产品特别是其替代品的市场供求状况,会影响该产品本身的市场状况,从而是影响该产品现货和期货价格的重要因素。以玉米和小麦来说,这两种农产品都既是食用谷物,又是饲料谷物,两者之间存在着典型的消费替代关系。在美国市场上,玉米则主要用作牲畜饲料,小麦有时也被用作饲料。但同样作为饲料,人们认为小麦比玉米有更高的饲料价值,理论上小麦的价格应高于玉米价格 15%,若玉米的价格为每蒲式耳 2.45 美元,小麦的价格则应为每蒲式耳 2.82 美元左右。但是,如果玉米的供应量与往年相当,而小麦获得了大丰收,则玉米与小麦之间的价差就会缩小,受小麦价格下跌的影响,玉米的价格也会下跌。

6. 政府对农业生产和农产品价格的调控

前已述及,农产品在社会生活中的基础地位及其生产的不稳定,是政府对农业生产和农产品价格进行调控的基本原因。本世纪 30 年代以来,随着凯恩斯主义的逐步盛行,西方各国政府加强了政府对经济(包括农业)的宏观调控。几十年来,调控的具体措施及其力度虽然时有变化,但调控在总体上并未削弱。各国(地区)所采取的调控措施对农业生产和农产品价格产生了重大的影响。不了解政府的有关调控措施,就无法了解和分析农产品的价格变化。下面简要介绍美国和日本政府对农业生产和农产品价格进行调控的主要措施。

(1) 美国。

美国是一个农业大国。其农产品生产量、消费量及出口规模在全球均居于领先地位。几十年来,美国农业的发展及农产品价格变化的轨迹与政府的调控有着密切的关系。美国政府对农业生产和农产品市场的干预始于本世纪 30 年代。1929—1933 年的大危机给美国农业带来了极其深重的灾难,市场萧条,价格暴跌,农场主的收入急剧下降。1929—1933 年间,农产品价格下跌了 63%,1932 年农场主的总收入比 1929 年下降了 57%,纯收入不足 1929 年的 33%。1933 年初,罗斯福总统决定采用凯恩斯主义来救治美国经济,签署了《1933 年农业调整法》,成立农业调整署,开始实施农产品价格支持政策。该法规定,将 1909—1914 年农场主出售农产品的价格和其购买农业生产资料和生活资料的价格之比作为“平价”,据此计算农产品支持价格的水平。在该法中,还规定对玉米和棉花分别按平价 60%和 69%的比例(贷款率)给农场主提供无追索权贷款(Nonrecourse loan)。依据这一规定,农场主可以生长中的农作物为抵押,向成立于 1933 年 10 月 17 日的农业部商品信贷公司(Commodity Credit Corp 简称 CCC)申请贷款,可贷款的金额等于贷款率乘以预测的谷物生产量。无追索权贷款的利息率通常都低于市场利率。农场主可以选择在规定的时间内付清贷款本金和利息,但如果谷物收获时的市场价格较低,农场主销售谷物的总收入尚不足以偿还贷款本金和利息,则其可将抵押的相应数量的谷物交给商品信用公司,公司则视同农场主已偿清所欠债务。而若收获时的市场价格较高,农场主则可售出农产品,归还贷款和利息。当年发布的农业法还规定,政府要同农场主签定自愿合同,减少农作物的播种面积;同生产者和中间商签定销售协议,以稳定农产品价格等。

1936年,美国最高法院宣判1933年的农业调整法为非法,但二年后国会又通过了另一个农业调整法。此后多年来,美国政府又相继颁布了若干个农业方面的法规,以维持农业生产者的收入水平,以“农产品计划”的制定和实施为核心,形成了复杂的农产品价格支持政策。所谓“农产品计划”,即政府对“主要产品”,分别根据上一年度的生产、消费,本年度库存及下一年度预测的情况,决定对下一年度有关农作物所采取的放松或加强控制的政策。“农产品计划”是一种自愿的计划,农场主可以根据自己的判断决定是否参加计划,参加者需与各县的农业稳定和保持局签订合同,其后即可享有获得无追索权贷款等优惠;不参加者则无需签定合约,也不能得到计划所提供的利益。近年来,每个农产品计划通常都包括了下列一些内容。

①休耕面积的规定。按照计划,每个参加计划的农场主都必须无偿休耕一定比例的耕地,对超过规定比例休耕的土地,政府向农场主提供一定的补偿。

②支持价格的规定。70年代起,美国政府开始使用“目标价格”概念。所谓“目标价格”,即根据产品的生产成本和合理的投资回报而确定的价格,贷款率所代表的价格是价格的下限(Pricefloor),农场主可以以此价格将农产品卖给政府而不必接受比它更低的市场价格。目标价格则是政府希望农场主获得的价格。为更好地引导生产的发展,政府对每种主要的农产品都规定了每个年度的目标价格。

③贷款率的规定。

④各种补助标准的规定。根据法律规定,参加农业计划的农场主都可以得到亏损补助、转耕补助及其他一些补助。政府根据市场年度头5个月的平均市场价格与目标价格之间的差额来确定亏损补助额。如果平均市场价格低于目标价格而高于贷款率,则政府按市场价格与目标价格之间的差额向农场主提供补助;如果市场价格低于贷款率,则农场主得到的亏损补助额等于目标价格与贷款率之间的差额。除亏损补助外,政府还对农场主的一部分休耕地提供补助。按照1983年开始实行的“实物补偿”计划,若农场主休耕的土地面积达到其拥有的总耕地面积的30%,则政府用库存农产品对其20%的休耕面积进行补助(其余10%得不到补助),农场主可以不用耕种而获得相当于休耕农田前三年平均产量80—95%的实物补助。除上述两类补助外,若农场主为商品信贷公司代为储存保管其已交售的农产品,政府还应向其支付保管费。

⑤其他规定。除上述各种控制生产、稳定农场主收入的措施外,美国政府还采取了若干其他的措施,如扩大农产品出口、实行国内食物分配计划等以扩大需求,利用商品信贷公司的剩余农产品建立必要的储备以调节市场供求等。

(2)日本。

二次大战前,日本政府对农产品价格实行的是统制政策。战后,日本的经济体制虽然以自由市场为前提,但政府对农产品价格确采取了一系列的调节措施,农产品价格政策覆盖的农产品占农业总产值的80%左右,主要农产品价格的形成和变动都在不同程度上受到价格政策的直接或间接影响。根据农林省的《农产品价格政策概要》,日本政府对不同类型的农产品采取了下列各种不同的价格调控措施(价格制度)。

①管理价格制度。日本政府对大米和烟草两类农产品实行管理价格制度。大米是日本

最主要的农产品,其价格的稳定与否对生产者和消费者的影响甚大。日本政府原先规定由政府按规定价格收购全部流通米谷,60年代末开始实行自主流通米制度,但政府对大米的流通仍加以一定的限制。目前大米的流通分为政府收购和自由流通两部分。政府收购部分仍由政府规定价格,自主流通米价格要高于政府收购价格。烟草作为非粮食类作物,其种植的经济收益大,但耕种受到政府的严格控制,未经政府许可者一律不得种植,且收获的产品全部由政府所属的专卖公司收购,价格由政府制定。

②稳定带价格制度。也称稳定价格幅度制度。主要用于对蚕茧、生丝、猪肉、牛肉等商品价格的管理。稳定带即类似于我国对部分商品价所规定的浮动幅度。其具体做法是制定商品的上位价格和下位价格,在商品价格受市场供求调节的同时,政府通过有关机构在价低时的收购和价高时的抛售,将市场价格稳定在一定的幅度内,以防止价格的暴涨暴跌对生产和消费的不良影响。

③稳定指标价格制度。对乳制品,如奶油、乳粉、炼乳等,政府每年3月末分别制定稳定指标价格,并通过有关机构的收购和销售将价格稳定在稳定指标价格上。

④保证最低价格制度。保证最低价格制度主要适用的产品包括:甘薯、马铃薯及淀粉,甘蔗、甜菜等糖原料、砂糖、麦类。当这些产品的市场价格跌至一定水平时,政府即通过大量收购来保证市价不低于某一最低价格,以确保生产者的收入能够保持在一定水平之上。

⑤抑制价格制度。为促进日本国内畜牧业的发展,日本政府每年按饲料供应计划进口饲料,并且参照国产饲料价格和其他经济情况确定其国内售价,切断进口饲料的国外买价和国内售价间的直接联系,以抑制国内市场的饲料价格,防止其上涨超过一定的水平。

⑥缴纳金制度。对大豆、油菜籽等商品,政府规定一个基准价格(保证价格),当市场价格下降到这一水平之下时,由政府按基准价格和生产者实际销售价格之间的差额向生产者提供补偿。也称差价补贴金制度。

⑦稳定基金制度。对蔬菜、肉用牛犊、仔猪、鸡蛋等产品,由有关部门和团体依据法规建立基金,当市场上这类商品的价格下跌至一定水平时,由基金向生产者提供一定的补偿,以防止这类产品价格过于剧烈的波动。

第二节 国外农产品期货交易简况

在全球范围内,美国、加拿大、中国、澳大利亚、阿根廷等国是农产品生产大国,美国、中国、俄罗斯等则是农产品消费大国。农产品期货交易主要集中于生产或消费较发达的地区,美国的芝加哥是全球闻名的农产品期货交易中心。在那里,集中了三个著名的从事农产品期货交易的交易所,即芝加哥商品交易所、芝加哥商业交易所和芝加哥中美洲商品交易所。

目前,被列为期货交易对象的农产品包括谷物、油料作物、牲畜及其产品、纤维等大类的若干品种。以下即介绍一些主要的交易大类和品种。

一、谷物

1. 玉米

玉米主要被用作牲畜饲料,在部分国家和地区,玉米也是人们的一种主要食品。世界上很多国家都种植玉米,品种多达 100—150 种,但玉米最大的生产国是美国。其俄亥俄、印第安纳、伊利诺伊、爱渥华、密苏里、内布拉斯加及周围地区,地势平坦,土壤肥沃,7、8 月间降雨量充沛,且气温适宜,是传统的玉米集中产区,被称为玉米带。1989—1990 年度,美国玉米的总产量为 1.912 亿吨,约占全球总产量 4.625 亿吨的 41.3%。全美玉米产量的 60%被用作饲料,食品、种子及工业消耗约占 15%,另外 25%则主要销往其他各国,其中又以日本、独联体各国及墨西哥等国的进口量较大。

玉米期货交易主要在芝加哥商品交易所和芝加哥中美洲商品交易所进行,前者除进行玉米期货交易外,还进行玉米期权交易。以下即为芝加哥商品交易所玉米期货交易的标准合约。

表 1.7.1 CBOT Agricultural Contracts

Corn Futures	
Trading Unit	5000 bushels
Deliverable Grade	No. 2 Yellow and substitutions at differentials established by the Exchange
Price Quotation	Cents and quarter cents per bushel
Tick Size	One—quarter(1/4)cent per bushel (\$ 12. 50per contract)
Daily Price Limit	10 cents per bushel(\$ 500per contract)above or below the previous day's settlement price
Contract Months	December, March, May, July, September
Contract Year	Starts in December and ends in September
Trading Hours	8 : 30 am to 1 : 15 pm (Chicargo time), Monday through Friday (closes at noon on the last trading day)

Last Trading Day	Seven business days before the last business day of the delivery month
Last Delivery Day	Last business day of the delivery month
Ticker Symbol	C

芝加哥中美洲商品交易所玉米期货合约的交易单位为 1000 蒲式耳,最小价格变动单位为 0.125 美分/蒲式耳,其余规定与 CBOT 相同。

2. 小麦

小麦是全球播种范围最广的谷物之一,从海拔几米或十几米的平原到海拔数千米的高原地区,均有小麦种植地带。但全世界小麦主产地在北半球的温带地区,中国、独联体各国、美国、加拿大、澳大利亚、法国及阿根廷等是小麦的主要生产国。美国、加拿大、澳大利亚、法国及阿根廷则是主要的小麦出口国,五国的总出口量约占全世界小麦出口总量的 80%,其中美国是最大的卖主。独联体各国、中国及巴西、日本等国则是小麦市场上较大的买主。

小麦主要用作食物,也有部分被用作牲畜饲料。在美国市场上,每年收获的小麦中,有 25—33%被磨制成麦粉以满足食品行业的需求,10—20%则被用作种子、饲料,或是被加工成淀粉、粘着剂等工业用品,还有 50%外销至其他国家。小麦主要分为冬麦和春麦两大类。不同品种的种植时间不同,适用的用途也有一定区别。冬麦秋天播种经冬眠后在夏天收获,春麦则在春天播种秋天收获。不同品种小麦最适当的用途如下:

硬红冬麦(Hard Red Winter Wheat)	面包用面粉
软红冬麦(Soft Red Winter Wheat)	饼干、点心用面粉
白麦(White Wheat)	与软红冬麦类似
硬红春麦(Hard Red Spring Wheat)	通心粉用原料

小麦期货交易主要也在美国。芝加哥商品交易所进行小麦期货和期权的交易,明尼阿波利斯谷物交易所进行春小麦期货和期权的交易,芝加哥中美洲商品交易所和堪萨斯城期货交易所等也进行小麦期货交易。CBOT 小麦期货的标准合约如下:

表 1.7.2 CBOT Agricultural Contracts

Wheat Futures	
Trading Unit	5000 bushels
Deliverable Grade	No. 2 Soft Red, No. 2 Hard Red Winter, No. 2 Dark Northern Spring, NO. 1 Northern Spring and substitutions at differentials established by the Exchange

Price Quotation	Cents and quarter cents per bushel
Tick Size	One—quarter(1/4)cent per bushel(\$ 12. 50 per contract)
Daily Price Limit	20 cents per bushel(\$ 1000 per contract)above or below the previous day's settlement price
Contract Months	March, May, July, September, December
Contract Year	Starts in July and ends in May
Trading Hours	8 : 30 am to 1 : 15 pm (Chicargo time), Monday through Friday (closes at noon on the last trading day)
Last Trading Day	Seven business days before the last business day of the delivery month
Last Delivery Day	Last business day of the delivery month
Ticker Symbol	W

芝加哥中美洲商品交易所小麦期货合约的交易单位为 1000 蒲式耳,最小价格变动单位为每蒲式耳 0.125 美分,其余与 CBOT 相同。明尼阿波利斯谷物交易所的春小麦期货合约与 CBOT 相同。

3. 大米

大米是许多地区人们的主食品。温暖的气候和充沛的降雨量是稻谷生长的主要条件。世界上许多地区都种植大米,但亚洲是主要产区。亚洲每年大米的种植面积和产量均占全世界 90% 以上。中国、印度、日本等国产量位居世界前列,泰国、美国、巴基斯坦及缅甸等国则是主要的大米输出国。

历史上,日本的大米交易十分发达,但目前日本各以农产品为主要交易品种的交易所均不进行大米期货的交易。在美国,芝加哥米棉交易所进行未春稻谷的期货交易,规模较小。

谷物期货交易的品种除上述几种外,还有燕麦、大麦、高粱等。

二、油料作物

1. 大豆

大豆是原产于中国的一种多用途农产品。它是生产人们主要的食用植物油——豆油的基本原料;用大豆加工的豆粕则被广泛用作动物饲料、食品及某些工业生产的原材料;在我

国,大豆还被加工为多种类型的副食品。大豆是中国传统的农作物。自 18 世纪以来,大豆种植逐步推广至世界上其他国家和地区。二次大战前,中国是世界上大豆的主要生产国。目前,大豆生产规模较大的国家有美国、中国、巴西、阿根廷等。其中美国在世界总产量中所占比例最大,其出口量在全球各国中也居第一。巴西和阿根廷是另两个大豆输出量较大的国家。欧共体、日本、墨西哥、台湾等则是主要的进口大豆的国家和地区。

大豆期货交易主要集中在芝加哥。芝加哥商品交易所和芝加哥中美洲商品交易所也进行大豆期货交易。日本的不少交易所也进行大豆期货交易,交易品种以进口大豆为主。以下为芝加哥商品交易所大豆期货交易的标准合约。

表 1.7.3 CBOT Agricultural Contracts

Soybean Futures

Trading Unit	5000 bushels
Deliverable Grade	No. 2 Yellow and substitutions at differentials established by the Exchange
Price Quotation	Cents and quarter cents per bushel
Tick Size	One—quarter(1/4)cent per bushel(\$ 12. 50 per contract)
Daily Price Limit	30 cents per bushel(\$ 1500 per contract)above or below the previous day's settlement price
Contract Months	January, March, May, July, August, September, November
Contract Year	Starts in September and ends in August
Trading Hours	8 : 30 am to 1 : 15 pm (Chicargo time), Monday through Friday (closes at noon on the last trading day)
Last Trading Day	Seven business days before the last business day of the delivery month
Last Delivery Day	Last business day of the delivery month
Tiker Symbol	S

豆粕和豆油是以大豆为原料加工而成的两种重要商品。芝加哥商品交易所除进行大豆期货和期权的交易外,也进行豆粕和豆油期货及期权的交易。芝加哥中美洲商品交易所的交易品种中,也包括豆粕期货。大豆、豆粕及豆油不仅在生产上存在着密切的联系,而且它们在价格上也存在着密切的关系。一般而言,投入一定数量大豆所能生产的豆粕和豆油的数量是基本稳定的。在美国,投入 60 磅的大豆能生产 11 磅的豆油和 44 磅的豆粕。大豆价格和豆粕与豆油价格之间的差额就是进行大豆加工的毛利。从长期趋势看,价差应当稳定在一定水平上,但从短期看,价差则又是极不稳定的。它要受到大豆供应状况的影响,还要受到市场上豆粕和豆油需求状况的影响。当大豆集中上市售价较低、豆粕需求量加大而价格较高时,价差就会扩大,反之则会缩小。在大豆的供应者和加工商对价差作出反应后,价差则有可能向相反的方向变化。在期货市场上,交易者可以单独买卖大豆、豆粕或豆油中的某一种期货品种,但也可利用它们相互之间在价格上的联系,进行压榨价差(Crush spread)交易。

2. 油菜籽

油菜籽是加工食用油的另一重要原料。中国、印度、加拿大等是油菜籽生产大国,但因中印两国国内消费量很大,商品率不高,出口规模极小。加拿大则是最大的油菜籽出口国,其温尼伯商品交易所进行油菜籽期货交易。交易单位为 100 吨,最小价格变动单位为每吨 10 美分(每张合约 10 美元),每日价格波动的最大幅度为每吨 10 美元。

三、畜产品

1. 生猪

猪肉是世界上许多国家和地区人们肉食品的主要品种之一。近年来,由于人们猪肉消费观念的变化和生猪本身品种的改良,猪肉需求的增长很快。由于生猪饲养需要大量的饲料,因此,谷物生产大国,特别是国内谷物供求之间有较大余额的国家,往往也是生猪饲养规模较大的国家。生猪的饲养具有一定的周期性。一般而言,12 月、1 月、2 月为生猪繁殖淡季,3 月、4 月和 5 月则为繁殖旺季。

在芝加哥,有两个交易所从事生猪期货交易。其中芝加哥商业交易所进行活猪和猪肚肉的期货和期权交易,芝加哥中美洲商品交易所进行活猪期货交易。其中,芝加哥商业交易所活猪期货交易标准合约中的有关规定如下:

交易单位:3 万磅;

最小价格变动单位:0.025 美分/磅;

每日价格波动的最大幅度:1.5 美分/磅;

交货月份:2 月、4 月、6 月、7 月、8 月、10 月、12 月。

芝加哥中美洲商品交易所活猪期货交易的交易单位为 1.5 万磅,合约中其余有关规定与芝加哥商品交易所的规定基本相同。

2. 牛

牛是另一种重要的肉食品资源。传统的养牛业将牛区分为乳牛和肉食用牛两类,但随

着科学技术的发展,人们逐步趋向于选择乳肉兼用的饲养品种。印度、独联体、巴西、阿根廷、美国及中国等是饲养牛的数量较多的几个国家。六国的饲养量约占全球总饲养量的一半。牛的生产没有明显的季节性,但牛的饲养周期比猪长得多。从繁殖牛到繁殖出的肉牛出栏需要长至 54 个月,短为 41 个月的时间。其中小母牛需经 14—18 个月的时间才会进入繁殖期,其后经 9 个月妊娠产出小牛;小牛出生 6—8 个月与母牛分开饲养,尔后需要 6—10 个月的时间长骨架,6—9 个月的上膘期。牛的生产周期长,决定了生产者很难通过调整牛的存栏数来对价格变化作出反应。当价格上扬时,要在短期内扩大牛的存栏数,几乎是不可能的。因此,牛的价格波动周期也较生猪价格波动的周期长。在 1896—1989 年的近百年中,美国共经历了 37 次牛价波动,平均每次波动的周期长度为 12 年。

芝加哥商业交易所和芝加哥中美洲商品交易所均进行活牛期货交易。

四、经济作物

1. 棉花

棉花是重要的纺织工业原料,同时也是重工业和化学工业的重要原料。其植物学品种可分为陆地棉、海岛棉、桉树棉及草棉等四大品种。棉花的种植及纺织有着悠久的历史,但化学纤维的快速发展曾使全球棉花的生产量和需求量一度下降。棉花的生产对气温和降雨量都有一定的要求,温带地区的气候较适合于棉花的生长。中国、美国、独联体、巴基斯坦、印度及埃及等是棉花生产大国,其中,中国的生产量最大,约占全世界总产量的四分之一。但因国内大量的棉纺织厂需要使用大量的棉花,中国原棉出口的规模并不大,有些年份,尚需从国外进口部分原棉以弥补国内棉花产销的缺口。美国、独联体和巴基斯坦等是输出棉花的主要国家,日本、韩国、中国的大陆和港台地区、印度尼西亚等则是国际棉花市场上的主要买主。

美国纽约的纽约棉花交易所是从事棉花期货和期权交易的著名的交易所。世界上其他一些地区的交易所,如香港商品交易所、埃及亚历山大棉花交易所、印度的孟买棉花交易所及巴西的圣保罗棉花交易所等均进行棉花期货交易。以下为纽约棉花交易所棉花期货交易的标准合约。

表 1.7.4 纽约棉花交易所 2 号棉花期货标准合约

交易单位	50,000 磅
标准品级	美国生长极低中等白棉花 (Strict Low Middling) 11/16 英寸,详情参见交易所规定
报价方式	每磅几又百分之几美分
最小价格变动单位	每磅 0.01 美分(每张合约 5 美元)

每日价格最大波幅	高于或低于前一收盘价 2 美分/磅,交割月份不受此限制
契约月份	3 月、5 月、7 月、10 月、12 月
交易时间	纽约时间上午 10:30—下午 2:40
最后交易日	交割月月底倒数第一个营业日
第一通知日	交割月前一个月的倒数第五个营业日
交货地点	参见交易所规定

2. 橡胶

橡胶是重要的战略物资,是制造轮胎等产品的基本原料。天然橡胶采集自橡胶树。橡胶树仅适合种植于气候温势、寒流袭击不到的地区。东南亚地区是世界天然橡胶的主要产地。马来西亚、印度尼西亚、泰国等是天然橡胶的主要生产国,三国产量约占全球总产量的 80%左右,马来西亚即占 40%左右。日本、美国、俄罗斯及欧共体的法、英、德、意等国是橡胶消费大国。历史上,这些国家都是天然橡胶的主要买主,但随着合成橡胶生产技术的发展,这些国家中的大多数也是合成橡胶的主要生产者,从而大大减少了它们对进口天然橡胶的需求。与一年一熟或几熟的谷物等农产品不同,橡胶树种植 6 年后才能采集胶液,但一年中的所有季节均可采集,只是 2—5 月橡胶树落叶期的产量较小,而 12—1 月产量较大。一般来说,一棵橡胶树可采液 25—30 年。由于橡胶树的成长需要 6 年的时间,成熟后的橡胶树的用途有限,因此,在短期内,橡胶的供给价格弹性远远小于许多其他的农产品。

一般概念中交易的天然橡胶指生胶,是由采集的橡胶树液凝固加工后形成,标准规格为 RSS,有 1 号至 5 号五个等级品种。天然橡胶的交易市场主要在亚洲。进行橡胶期货买卖的主要市场有:马来西亚吉隆坡商品交易所、日本神户橡胶交易所、日本东京工业品交易所等。此外,新加坡曾于 1962 年与马来西亚联合建立橡胶交易所,后来分开进行交易。1992 年 5 月,新加坡建立了自己的橡胶交易所。吉隆坡商品交易所进行 RSS1 号烟胶片的现货和期货交易;新加坡则进行 RSS3 号烟胶片的期货交易;日本两个交易所交易的标准品与新加坡相同,其交易行情在很大程度上受新加坡和马来西亚交易行情的影响。纽约、伦敦等地过去也曾有天然橡胶期货交易市场。

3. 可可

可可树是一种热带植物,其果实可可豆经加工后可产生可可奶油,是生产巧克力不可缺少的原料。除主要用于制造巧克力糖外,可可奶油还被用于化妆、医药等多种行业。可可树喜高温潮湿的地理环境,主要生长于赤道南北 20 度的范围内,非洲赤道沿线国家加纳、象牙海岸等及南美洲的巴西等国是传统的可可生产大国。其中非洲国家的总产量约占全球总产

量的一半,巴西一国的产量约占全球总产量的五分之一。近年来,亚洲的马来西亚、印度尼西亚等国的产量也不断扩大,逐渐成为可可生产大国。可可及其制品——巧克力的消费主要集中于欧美等经济发达、收入水平较高的国家。美、法、德、荷等国均是可可进口大国,其中尤以美国的各类可可制品进口量最大。可可生产同样有区别于其他农产品生产的显著特点。可可豆一年可以收获两次,首次收获是在头年的10月至来年的3月,收获量约占全年总产量的80%;第二次收获则在来年5月至8月,产量较少。一棵可可树栽种后的第5年才开始成熟结荚,其后产量逐年上升,至第15年达到顶峰,高产状况保持约15年后,产量则又会逐步下降。因此,可可的供给价格弹性不大,且在判断可可市场的未来变化时,不仅要考虑一定时期内可可树的数量,而且要考虑可可树的树龄结构。

可可期货交易主要在伦敦的可可期货市场协会(Cocoa Terminal Market Association)和纽约的咖啡、糖、可可交易所(CSCE)进行。可可期货市场协会于1928年开始进行可可期货进行。纽约咖啡、糖、可可交易所进行可可期货交易的前身是成立于1925年的纽约可可交易所,其于1979年与咖啡、糖交易所合并成为纽约咖啡、糖、可可交易所,一直以南美洲产品为主进行可可期货交易。以下为CSCE可可期货交易标准合约。

表 1.7.5 CSCE 可可期货交易标准合约

交易单位	10 吨
交割等级	据出产国家区分为三个等级
报价方式	美元/吨
最低价格变动单位	1 美元/吨
每日价格波动限制	前一交易日收盘价上下 88 美元/吨
契约月份	12 月、3 月、5 月、7 月、9 月
交易时间	纽约时间上午 9:30—下午 2:15
最后交易日	交割月份最后营业日前第 11 个营业日
第一通知日	交割月份第一个营业日前第 10 个营业日

4. 咖啡

咖啡最早为非洲的埃塞俄比亚人所发现,并被作为饮料使用。目前咖啡是世界上许多国家和地区的消费者所喜爱的一种饮品。咖啡可分为两类,一类生长于接近赤道、气候较为炎热潮湿的地区,名为 Robusta,适于制作速溶咖啡,主要出产于非洲的象牙海岸和亚洲的印度尼西亚等国;另一类称为 Arabica,味道较好,生长于远离赤道的纬度较高、气候较冷的地区,南美洲的巴西、哥伦比亚等是其主要生产国。咖啡于 17 世纪 20 年代被引入巴西,18 世纪下半叶,巴西逐步成为咖啡主要的输出国。巴西和南美洲其他咖啡生产国一起,在世界咖啡市场上占据了举足轻重的地位,产量一度曾占全球总产量的 85%。近年来,由于亚洲

和非洲咖啡生产的快速发展,巴西咖啡产量在全球总产量中的比例有所下降,但其无疑仍是第一咖啡生产大国,其国内生产情形的变化对整个咖啡市场有很大的影响。由于有较为稳定的消费偏好、咖啡的需求量通常较为稳定,受价格变动的影响较小。美、德、法、日、意等西方国家是咖啡市场上主要的买主。其中美国的进口量最大。40年代时曾占全球总进口量的三分之二,近年来虽因受其他竞争产品的影响而需求量下降,但其进口量仍占总量的五分之一强。与可可树一样,咖啡树也需栽种5年后才开始结果,树龄介于5—30年的树称为成熟树。咖啡树的果实——咖啡豆在生长期间的产量受自然条件的影响很大,霜冻、干旱、连天阴雨、风暴及病虫害等都会导致产量的大幅度下降。收获后经研磨发酵和去皮处理的咖啡豆称为生咖啡(Green Coffee,待出售时再粉碎和烘制),可以长期存放,并保持质量稳定。

世界咖啡期货交易主要在美国的纽约和英国的伦敦进行。纽约的咖啡、糖、可可交易所进行 Arabica 咖啡期货交易,伦敦咖啡期货市场协会进行 Robusta 咖啡期货交易。纽约市场咖啡期货交易的交易单位为 37500 磅(约合 17 吨多),最小价格变动单位为 0.01 美分/磅,每日价格波动限制为 4 美分/磅,月份与可可期货相同。

5. 糖

糖是一种为大量消费者喜好的食品,也是一种传统的贸易商品。根据生产所使用的原料的不同,可将糖分为菜糖和蔗糖两类。菜糖从甜菜中提取,约占世界糖产量的三分之一,蔗糖则是从甘蔗中提取,约占总产量的三分之二。交易中的糖也可分为原糖和精制糖两种。原糖也称粗糖,是指直接从甜菜和甘蔗中提取而尚未加工的糖;精制糖则是对原糖进行加工处理后所获得的糖,如白糖。世界上许多国家都出产糖,但独联体各国、古巴、印度、中国、美国、墨西哥、巴西、法国、菲律宾等是主要的产糖国。其中,独联体各国、欧洲的法国和德国及中国的北方适合于甜菜的生长,是甜菜糖的主要出产地。低纬度地区的国家,如印度、古巴、菲律宾等则是甘蔗糖的主要生产国。世界各国都消费糖,人均收入水平和人口的数量是决定一国糖消费量的两个基本因素,因此,前述的糖生产大国中的许多国家也是糖消费大国。统计表明,每年全球的糖产量中,有近 80% 的部分是供产地消费的,仅有 20% 左右可以在国际市场上流通,这部分糖也被称为“世界糖”(International Sugar)。世界糖市价格受到旨在保持糖市稳定有序的国际糖组织(International Sugar Organization)的监控。古巴、欧共体、澳大利亚、泰国及巴西等是主要的糖输出国,独联体有关国家、日本等则是主要的糖输入国。

纽约和伦敦是世界上两个最大的糖期货交易市场所在地,纽约咖啡、糖、可可交易所进行世界原糖、精制糖及美国国产原糖的期货交易,并进行世界原糖期权交易。伦敦市场主要进行世界原糖期货和期权交易。除这两个市场外,日本的东京砂糖交易所和大坂砂糖交易所等也进行精制糖和原糖期货交易。纽约市场糖期货交易标准合约的主要规定如下:

交易单位	11200 磅(约合 5.08 吨);
最小价格变动单位	0.01 美分/磅;
每日价格波幅限制	0.5 美分/磅;
契约月份	10 月、1 月、3 月、5 月、7 月、9 月;
最后交易日	交割月份前一个月的最后一个营业日;
第一通知日	最后交易日后的第一个营业日。

研究糖期货价格的变动时,以下一些因素是必须要考虑的。

(1)主要生产国和出口国种植面积的变化,尤其是一年生甜菜种植面积的变化。

(2)历年来全球糖库存的数量与消耗量之间、库存数量与生产量之间的比例,以及在今后一段时间内所可能发生的变化。

(3)各国政府及国际糖组织对糖生产进行干预的情况,如美国政府对其国内生产者提供维持价格贷款的情况、欧共体对共同体国家糖生产进行补贴的情况等。

(4)糖的替代品——高果糖玉米糖浆的价格变化及其替代糖消耗的情况。

(5)甜菜和甘蔗生长期内的自然条件。干旱缺水往往会导致甘蔗的减产,4至9月间长期阴雨缺少阳光则会影响甜菜糖份的提高。

(6)有关国家使用甘蔗生产乙醇的情况。当糖价偏低时,有关国家可能用甘蔗生产乙醇而非蔗糖,从而会减少远期糖的供应,支持糖价。

第三节 中国农产品期货市场

期货交易和期货市场是商品经济发展到一定阶段的产物。解放以来,我国农产品生产和流通的状况经历了一系列变化。了解这一发展变化的过程,对于了解我国农产品期货市场产生的历史必然性,了解我国农产品期货市场发展的现状,研究农产品期货市场的未来发展,都有一定的意义。

一、我国农产品流通体制的历史沿革

生产决定流通,流通又反作用于生产。建国40多年来,我国农产品生产和流通的基本状况正说明了这一点。一方面,改革开放前的若干年中,农产品生产的总规模虽然不小,但由于受到多方面因素的制约,农业生产者本身对农产品的消费即占据了农产品生产量中很大的比例,绝大多数农产品的商品率很低,从而就不可能有发达的流通体系和流通规模。另一方面,对农产品流通体制的选择也直接影响着农产品生产的发展。改革开放以来,合理的政策选择促进了生产的发展,而改革前相当长的时期内,政策的僵化则制约了生产的正常发展。

建国以来,我国农产品流通体制经历了下述基本的变革历程。

建国初期,即1949—1952年的国民经济恢复时期,国内经济中存在着多种经济成份,农业生产基本上都是个体农民自主生产,全国实行的是国内贸易自由政策,农产品的生产者和消费者可以在市场上自由地进行购销活动。

1953年起,整个国家的经济体制向高度集中的计划经济管理体制转化,为把分散的小农经济纳入统一的国家计划的轨道,保证城镇居民和大工业对农产品不断增长的需要,控制农产品的价格,政府废除了农产品自由流通制度,按农产品在国计民生中的重要程度,将其

划分为一、二、三等类别,分别采取统购统销和派购等购销制度。

统购统销制度用于国家规定的一类农产品的购销。自1953年10月份起首先在粮食、植物油料等农产品的购销中实施,1954年秋后对棉花也开始采用这一方式。按照这一方法,农民收获的粮、棉、油产品中,除缴纳实物农业税和留作自用的部分外,其余都必须在规定的期限内,按规定的价格,缴售给有关部门。在经过一定的存储、运输及加工后,再由国家指定的部门按规定的价格和数量销售给消费者个人或企业。统购统销工作必须按国家计划进行,具有行政上的强制性,任何未经国家允许的单位和个人都不得经营统购统销农产品的购销业务。对二类农产品,国家则实施派购。派购政策于1955年首先用于生猪的收购,其后又逐步扩展到鲜蛋、烤烟、黄麻、甘蔗、茶叶、蚕茧、羊毛、牛皮及部分中药材等国家规定的二类农产品。对实行派购的农产品,国家向农民分派一定的缴售任务。在农民收获的产品中,派购任务之内的部分,由国营商业部门或供销社按计划价格收购,产量超出派购任务的部分,则可由农民在集市上自行销售。

在特定的历史条件下,统派购制度起到了保证基本生活必须的部分农产品的供应、支援工业和城市发展的作用。但是,其长期持续导致了农产品价格的扭曲,制约了农业生产的发展,影响了农产品交易市场的发育。事实上,在相当长的一段时期内,除有部分交易少量超计划的二类农产品和三类农产品的农村集市及城镇按计划供应农副产品的菜场外,我国几乎没有真正意义上的农产品交易市场。

1978年十一届三中全会后,国家对农产品统购统销政策进行了一系列的调整和改革。通过提高农产品收购价格,缩小农产品统购和派购的范围、扩大议购议销(国营商业企业在购销完成统派购任务之外的农产品时,购销价格可在国家规定的范围内浮动,由购销双方商定)的比例等措施,促进了农业生产的发展。与此同时,也积极开展农产品流通体制的改革工作。农产品多渠道流通的格局逐步形成,流通中的地区和行业界限逐步被打破,具有较强辐射能力的农副产品批发市场的建设被提到很高的地位。1984年的中央1号文件作出了这样的概括:“大中城市在继续办好农贸市场的同时,要有计划地建立农副产品批发市场,有条件的地方要建立沟通市场信息,组织期货交易的农副产品贸易中心。”截至1984年底,全国已建立起1000个农副产品批发市场、753个农副产品贸易中心。

1985年起,农产品流通体制的改革进入取消农产品统派购制度,建立以市场调节机制为中心的流通体系的阶段。当年的中央1号文件《中共中央、国务院关于进一步活跃农村经济的十项政策》中规定:“从今年起,除个别品种外,国家不再向农民下达农产品统购派购任务,按照不同情况,分别实行合同定购和市场收购。”“粮食、棉花取消统购,改为合同定购。由商业部门在播种季节前与农民协商,签订订购合同。……定购以外的粮食可以自由上市。……定购以外的棉花也允许农民上市自销。”“其他统购产品,也要分品种、分地区逐步放开。”“生猪、水产品和大中城市、工矿区的蔬菜也要逐步取消派购,自由上市,自由交易,随行就市,按质论价。”“取消统派购以后,农产品不再受原来经营分工的限制,实行多渠道直线流通。”在取消统派购制度后的几年内,由于多方面的原因,我国农业生产出现了持续徘徊的局面,在国家财力难以提高合同定购价格的情况下,政府又强化了农民应当完成合同定购任务的义务,法律上具有自愿、互利、协商性质的合同定购被赋予必须签定、必须完成的色彩。许

多同志对统派购制度的取消提出了不同的见解。但是,不管怎样,统派购制度的取消为平等的农产品产销关系的建立、为农产品价格与其供求之间相互合理调节的机制的形成创造了条件,也为我国农产品期货市场的建立和发展准备了初步的条件。

二、我国农产品期货市场的建立

80年代中后期,我国经济的发展逐步为期货市场的建立准备了一些基本的条件,同时农产品生产和流通的进一步发展也迫切呼唤着期货市场。一方面,经过若干年的发展,我国农产品生产的商品率逐步提高,粮食商品率超过30%,油料和糖料的商品率在70%左右,棉花的商品率在90%以上。另一方面,经过1984年以来以放为主的农产品价格改革,农产品价格放开的比例不断增大。据有关部门统计,1978年国家统一管理价格的农产品为113种,1986年由国家确定收购价格的农产品则减少为17种;在农民出售的农产品总额中,1978年国家统一管理价格的比例为94.4%,而到1990年,国家定价的比例仅为25.2%,国家确定价格浮动范围的占22.6%,价格完全受市场调节的比例超过一半,占52.2%。价格的放开和商品率的提高使农产品生产与市场之间的联系不断增强,生产者对市场的依附性越来越强,市场波动对生产者和消费者的影响越来越大。在缺乏明晰而准确的市场信号的情况下,市场调节的盲目性也暴露无遗,价格频繁而又剧烈波动的结果是生产者的收益无法保持稳定,全社会农产品供求的结构性矛盾突出,资源的浪费严重。以纺织原料苧麻为例,1985—1986年间,多方抢购导致其价格由每公斤2元涨至每公斤12元,受高价高利的诱导,全国的种植面积由1984年的58.5万亩激增至1987年的774.7万亩,产量则由5万吨猛增至56.8万吨。供给的急速上升又引起价格暴跌。1987年苧麻收购价跌至每公斤5.6元左右,1988年则落至每公斤2.2元,扣除通胀因素,价格已远低于涨价前的水平,但却仍无人愿意收购。

市场的剧烈波动影响着生产和流通的稳定发展。对生产者和消费者来说,迫切要求建立一种能够帮助其避免市场风险的机制,从整个社会来讲,则迫切需要形成能够反映整个社会对农产品的供求关系的价格,以合理引导农产品生产的发展,避免资源浪费。在实际经济生活呼唤期货市场的同时,经济理论界对期货市场的认识也不断深化。人们逐步认识到期货市场在商品经济发展过程中的客观作用;认识到期货市场是商品经济发展到一定阶段的产物,它与意识形态和社会制度并无必然联系;认识到投机在期货市场运作过程中的积极方面。在组织有关专家研究的基础上,李鹏总理于1988年3月25日在七届人大一次会议上所作的政府工作报告中指出:要“加快商业体制改革,积极发展各类批发市场贸易,探索期货交易”。其后,由国务院发展研究中心和国家体改委联合成立了期货研究工作领导小组,对期货市场理论和实践的研究进一步深化,并着手进行建立我国期货市场的试点准备工作。1988年10月,商业部、国务院发展研究中心、国家体改委等向国务院提交了《关于试办粮食中央批发市场的报告》。经国务院批复后,1990年10月12日,中国郑州粮食批发市场正式开业,由此揭开了我国农产品期货市场发展的帷幕。

三、主要农产品期货市场简介

自郑州粮食批发市场开业后,在短短的几年时间内,我国各地即出现了数十家进行商品现货交易、远期交易或期货交易的交易所和大型交易市场。其中,进行农产品交易的交易所或交易市场有:北京商品交易所(农产品、金属、能源、化工)、上海粮油交易所(粮、油)、长春粮油交易所(谷物)、郑州商品交易所(粮食、油料、国债)、成都肉类交易所(猪肉、牛肉)、四川粮油商品交易所(粮、油)等。下面简要介绍郑州商品交易所和上海粮油交易所。

1. 郑州商品交易所

郑州商品交易所于1992年5月28日组建,其前身即为成立于1990年10月的中国郑州粮食批发市场。

郑州地处中原,是京广、陇海两大铁路动脉的交汇地,交通便利,商业发达。中原地区历来是我国粮食作物的集中产区之一,河南省则是全国小麦生产的第一大省。处于特定地位的郑州,在我国粮食商品流通中具有十分重要的地位。郑州粮食批发市场作为我国为发展现代期货交易而建立的第一家交易市场,其建立初期所选择的是“既能借鉴期货机制、又能立足中国国情,既不同于期货市场、又不同于传统批发市场的新型粮食批发市场的模式”。市场的运作机制和发展目标为“引进部分期货交易机制(如会员制、代理制、保证金制、合同转让等),并大力发展远期合同,逐步创造条件,向期货市场过渡”。

在领导体系上,由国务院委托当时的商业部(现并入国内贸易部)会同国家体改委、农业部、铁道部、国家工商局、物价局等十个部委组成的中国郑州粮食批发市场国家协调小组,是批发市场的最高领导层,负责协调、解决市场运行过程中涉及到的部门、地区之间的政策问题。由商业部和河南省有关部门组成的中国郑州粮食批发市场管理委员会,是第二领导层,负责行使政府对市场运作的领导、管理及监督职能。市场主任(改为交易所后为总裁)作为市场的法人代表,是市场领导体系中的执行层,具体负责对整个市场运作的管理。

在组织体制上,作为非赢利性的事业法人,郑州粮食批发市场实行会员制。市场对会员发展有严格的资格要求。会员大会是市场的最高权力机构。获得会员资格的企业可以直接在市场内进行交易,而非会员则必须通过会员代理场内的交易。会员必须履行市场所规定的各项义务,在了结有关的债权、债务,并经理事会核准后,会员资格也可转让或退出。

在交易方式上,商品交易所成立前,采用的交易方式有拍卖、协调买卖、计算机组合交易、信托交易、约定交易、场际交易等。在商品交易所建立后,根据交易所交易规则,期货交易采用计算机集合竞价的方式进行。

在合同形式上,依据交易的不同类型,采用不同的合约形式。根据交割期限,现货交易的合同被分为两种,即交货期为6个月之内的现货合同和交货期在6个月以上、12个月以内的远期合同。此类合同是经有关主管部门批准的规范合同,其内容如交易商品的品种、品质、数量、价格、交割时间、交收地点、交货和结算的方式等均由交易双方在交易时商定,并需由交易各方签字后才能生效。期货交易所采用的则是交易所所制定的标准化合约。

在结算方式上,对一般交易的结算,由交易双方自行结算,市场也开展代理结算业务。

对期货交易,则由结算部负责结算。但市场对所有在场内达成的交易合约的履行都加以监督。按照规定,会员企业在市场注册登记时,即需一次性地缴纳资格保证金一万元;在其退出市场或终止会员资格时,退回本金和利息。在市场内达成交易的买主和卖主,还必须在接到合约时按成交总额 5% 的比例向市场缴纳结算保证金(履约保证金),待交易双方对合约的履行都确认无误后,再将履约保证金退还。在合同生效到实物交割尚未完成前,若遇到市场价格波动较大的情形,市场还有权要求交易中的某一方支付追加保证金。

表 1.7.6 郑州商品交易所小麦期货合约

交易单位	10 吨
最小变动价位	每公斤 0.1 分(每张合约 10 元)
每日价格最大波动限制	每公斤不高于或低于上一交易日结算价各 3 分(每张合约 300 元)
交易时间	上午 9:00—12:00(北京时间)
合约月份	1 月、3 月、4 月、7 月、9 月、11 月
最后交易日	交割月最后营业日往前数第 7 个营业日
交割等级	中华人民共和国国家标准:北方三等硬冬白麦、北方三等软冬白麦。小麦替代品种价格差距(以标准品级合约价为基准)
北方一等硬(软)冬白麦	加价 6%
北方二等硬(软)冬白麦	加价 3%
北方一等混合硬(软)冬花麦	合约价
北方二等硬(软)冬花麦	减价 3%
北方三等混合硬(软)冬花麦	减价 6%

郑州粮食批发市场以农产品,主要是粮食为其交易对象,交易品种包括小麦、玉米、油脂油料、饲料及杂粮等几十个。改称商品交易所后,交易品种仍以粮油为主。1993 年 5 月推出了小麦、玉米、大豆、绿豆、芝麻等五种农产品期货标准合约。1994 年 1 月 20 日,又推出了花生仁、豆粕、红小豆等农产品期货的标准合约。

郑州商品交易所及其前身粮食批发市场在我国农产品流通体制改革中起到了较好的试点示范作用,为我国农产品期货市场的发展积累了宝贵的经验,其“公开、平等、竞争”交易所形成的价格,在一定程度上改变了我国过去交易分散、难以形成集中的能够反映整个社会农

产品供求的价格的格局,其所发布的价格被称为“郑州价格”,对调节全国粮食产销起到了积极的作用。1991年3月22日,郑州市场第一笔末收获小麦远期合约的签定,则被视为市场开始形成预期价格的标志,是发展我国农产品期货交易的过程中十分重要的一步。

2. 上海粮油商品交易所

上海是全国最大的经济中心。上海市本身虽然不像郑州那样是国内重要的粮食产地转运中心,但其背靠我国重要的粮食产区——长江三角洲,居于黄金航道长江和我国沿海运输线的交汇处,拥有较强的交通优势和农产品加工优势,是国内重要的农产品交易转运中心和消费市场,也是我国传统的贸易中心城市。上海粮油商品交易所正是基于这些优势而建立的。交易所由国内贸易部和上海市人民政府联合组建,由国内贸易部和上海市人民政府共同领导,于1993年6月30日启动试营业。交易所是实行会员制的非营利性事业法人,目前拥有包括粮食生产、经营和消费企业在内的几十家会员,覆盖了全国十几个省、市、自治区农产品主要产区和销区。交易所的管理实行理事会领导下的总裁负责制。会员大会选举的代表及政府有关部门和交易所的代表组成交易所理事会。

上海粮油商品交易所从试营业起即引入了期货机制,直接从期货交易起步。所内交易实行集中公开竞价,由结算部进行统一的交易结算。首批推出的交易品种包括大米、玉米、大豆、小麦、食用油等八种标准合约。以下为上海粮油商品交易所粳米期货合约。

1995年6月,上海粮油商品交易所又推出了啤酒、大麦期货,交易方式由原来的混盘交易改为分盘交易。

表 1.7.7 上海粮油商品交易所粳米期货合约

交易单位	5 吨
最小变动价位	1 元吨(每张合约 5 元)
每日价格最大波动限制	每吨不高于或低于上一交易日结算价 70 元/吨(每张合约 350 元)
合约月份	12 月、1 月、3 月、4 月、5 月、10 月
交易时间	每周一、三、五 上午 9:00—11:00 下午 1:30—3:00
最后交易日	合约月份第 3 个星期一(遇国定假日往后顺延)
交割等级	标一粳米
交割地点	交易所指定仓库

第八章

基础工业品期货

工业品种类繁多,但进入期货市场交易的工业品主要是生产和流通的批量都较大、质量标准较容易统一的基础工业品,尤其是一些金属原材料和化工原料等。本章将在讨论基础工业品产销特点的基础上,介绍国外基础工业品期货交易状况及我国基础工业品期货市场发育的概况。

第一节 基础工业品的产销特点及其价格形成

一、基础工业品的产销特点

基础工业品在国民经济发展过程中有着十分重要的地位,其生产和消费也有不同于农产品和其他工业品的特点。

1. 大规模的工业化生产

与我国农产品一家一户分散的小农生产方式不同,基础工业品的生产通常均需要比农产品生产高得多的资金和技术条件,一般以具有一定规模的企业为基本的生产组织,进行大规模、有组织、有计划的生产。

2. 储藏和开采条件是影响基础工业品生产的主要的自然因素

基础工业品的生产也要受到自然条件的影响,但与农产品不同,气候因素对产量和质量稳定性的影响较小,影响基础工业品生产的主要的自然因素是矿产的储藏和开采条件。矿产的储藏和开采条件优越,生产者即有可能以较低的生产成本获取较高品位的产成品,反之则可能投入较多而获取的产出很少。由于受资源储藏数量的限制,基础工业品的生产不可能像农产品的生产那样可以年而复始的进行,生产持续的过程可能因为某种资源的枯竭而彻底停止。反之农产品的生产虽然也可能因自然灾害而中断,但其却往往可以随自然条件的变化而在不长的时间内得以恢复。

3. 消费具有较强的稳定性

与日用工业品和农产品的消费不同,基础工业品的消费通常具有较强的稳定性,不同品种之间相互替代有较大的难度。除非一个企业改变其生产的品种或是改变其生产的某些原理,否则,使用一种金属原材料或能源替代另一种金属原材料或能源的可能性就很小。在不改变生产品种和生产原理的前提下,企业要生存,就总是要消耗一定数量的某种基础工业品,因此,基础工业品的消费需求具有较强的稳定性,需求的价格弹性不大。正因为如此,消费基础工业品的企业回避市场风险的要求比其他企业更为强烈。

4. 直接购销是大多数基础工业品产销之间联系的主要方式

绝大多数基础工业品生产者与消费者的生产和消费规模都较大,规模效益使得产销之间可以主要以直接购销的方式发生联系,这既不同于农产品分销过程中宽而短的渠道特征,也不同于普通日用工业品宽而长的渠道特色。由于基础工业品产销之间联系的这一特点,在基础工业品流通过程中存在的各类中间商与生产企业之间的联系要比其他场合下中间商与生产企业之间的联系紧密得多。

二、基础工业品的价格形成

基础工业品价格受到多种因素的影响,是多种因素共同作用的结果。

1. 成本水平

在其他因素不变的条件下,商品生产和流通的成本与其价格成正比变化。劳动生产率则是决定成本水平的最基本的因素。决定劳动生产率水平的因素又间接决定着成本水平。一般而言,决定劳动生产率水平高低的因素主要有:“工人的平均熟练程度,科学的发展水平和它在工艺上应用的程度,生产过程的社会结合,生产资料的规模和效能,以及自然条件。”对基础工业品生产来说,工人劳动的平均熟练程度及生产过程的社会结合等因素当然会影响到劳动生产率的高低,但科学的发展水平和它在工艺上应用的程度及自然条件对劳动生产率的影响尤为明显,从而对其成本水平的高低起着决定性的作用。生产基础工业品的科学技术水平的提高和生产工艺的改进往往能极大地提高整个生产的效率,大大降低单位产品生产的成本消耗。人们发现各种金属、冶炼出各种金属并且将它们广泛运用于社会生产和生活的各个方面的历史,就是生产的科学技术水平不断提高、生产工艺不断改进,从而各种金属及其制品的生产成本和价格不断降低的历史。每一次生产技术的重大革新,如冶炼金属的高炉技术的变革,都可能意味着生产数量的成倍增加和单位产品成本的大幅度下降。基础工业品,特别是其中的矿产品生产部门的劳动生产率在很大程度上受到自然条件的影响,其生产成本的高低也明显受到生产的自然条件的影响。矿藏的品位低、开采的难度大,则生产单位产成品的价格必然就高,反之则低。在矿产品开采的自然条件不断恶化的情况下,这一点表现得尤为明显,在基础工业品价格的形成中,也尤其值得研究。由于矿产资源的有限性,而经济发展对矿产资源的需求又不断增加,富矿、开采成本低的矿产资源越来越少,人们不得不开采那些储藏较深、品位较低而交通运输条件又较差的矿藏。据统计,在我国,50年代黑色金属矿中贫矿的比例尚只占30%左右,到了80年代中期,这一比例即增至

80%左右。富矿(含铁40%)约1.5吨原矿选1吨精矿(含铁60%),贫矿(低者含铁仅23%)有时需2.6吨才能选1吨精矿。由此可以推断,在资源条件恶化、可开采的富矿比例大幅度下降的情况下,生产单位成品铁的成本将发生怎样的变化。

2. 货币币值

与其他产品的价格形成一样,基础工业品的价格形成同样要受到币值变化的影响,且其价格变动与币值变动之间的基本关系与其他产品并无差异。所不同的是当一个国家实行经济紧缩政策,缩紧银根、减少流通中的货币投放量时,基础工业品往往是较早受到紧缩影响的一类产品。

3. 市场供求状况

市场供求状况对基础工业品价格的影响是不言而喻的。值得注意的是,一方面,由于基础工业品的生产往往都要依赖于存量有限、难以再生的矿藏,与可以复种和再生的农产品不同,就供给来说,基础工业品现实的供给量对价格有很大的影响,在以后一段时期内的潜在可供量对期货价格和现货价格也会产生至关重要的影响,且潜在可供量越是临近极限,影响就越大。另一方面,由于可以生产各种基础工业品的矿产资源的分布较农产品资源的分布要集中得多,如海湾地区是全球石油蕴藏量最大的地区,世界上的黄金矿产资源主要分布在南非和俄罗斯等国,集中的分布和大批量生产就为若干生产者(供给者)联合起来共同影响乃至操纵市场价格创造了条件。而一旦这种共同影响市场的联合成为事实,部分供给者联合起来后对市场价格的影响力就往往会大于他们各自的市场占有率的总和所代表的影响力,每一个联合体参与者所拥有的市场影响力也可能大于其自身的市场占有率所代表的市场影响力。石油输出国组织的建立及其对世界石油市场价格所产生的巨大影响即说明了这一点。

4. 政府干预

基础工业品是国民经济发展的重要的基础。充足的基础工业品资源是进行深加工、创造更多的附加值的基本前提。过低的价格不利于促进基础工业品生产本身的发展,过高的价格则又不利于后续的加工工业的发展。为了保持国民经济发展过程中较为合利的比例关系,政府往往通过税收、产业政策、财政政策、金融政策及价格政策等来影响基础工业品的生产和流通。以期形成合理的价格,达到适度发展生产、合理引导消费的目的。如基于我国煤炭资源十分丰富的国情,在煤炭和石油价格形成的过程中,政府力图通过干预,使两者的比价关系有助于促使更多的企业以煤为能源,减少具有高附加值的原油的消耗,就是一个较为典型的例子。

第二节 国外主要基础工业品期货交易简介

基础工业品期货交易,尤其是其中的金属期货交易也有着悠久的历史。著名的伦敦金属交易所从1887年开办时起,即开始进行铜和锡的交易。目前,国外期货市场基础工业品

期货交易的品种主要有:一般金属期货、贵金属期货、能源化工期货等。

一、一般金属期货

在世界各地的期货市场上,一般金属期货上市交易的品种主要是铜、铝、铅、锌、锡、镍等有色金属。

1. 铜

铜是人类最早发现并大量使用的金属品种之一。铜锡合金主宰的文明时代,史称青铜时代。铜在现代经济生活中也有着广泛的用途,是机电行业用以生产发电机、马达、电线及电缆等产品的重要原料。建筑、运输等部门每年也要消耗大量的铜制品。依据提炼方法的不同,可将铜分为三类,即电解法所产生的电解铜、利用金属加热法融解后所提炼的铜及直接阴极溶解的铜。在每年消耗的铜中,除用铜矿石新冶炼的外,二次回收铜也占据了一定的比例。据统计,美国铜消费总量中,回收铜所占的比例高达 40% 左右。

经济发达的工业化国家是铜的主要消费国,美国、独联体各国及日本等是铜的最大消费国,三者铜消费量合计约占全球铜产量的一半左右。铜矿资源比较丰富的智利、美国、赞比亚、加拿大、独联体有关国家等是世界上主要的铜矿石生产国,其中美国和智利两国的铜矿石生产量最大,1990 年两国的产量合计达 319 万吨(产量分别为 158.7 万吨和 160.3 万吨),约占当年全球总产量的 36%。其中,美国又是提炼后的铜的最大生产国。但是,尽管如此,由于美国对铜的需求量非常大,其国内供给尚不足以满足需求,每年尚需从其他产铜国进口一定数量的铜。

世界上铜期货交易的主要市场是伦敦金属交易所和纽约商品交易所。伦敦金属交易所铜期货交易的合约规定主要有以下内容:

交易商品 A 级电解铜,由卖方选择重量在 110 公斤至 125 公斤之间、标准规格尺寸的 A 级阴极铜或 A 级铜线锭。所有交割的铜必须标有伦敦金属交易所核准认可的 A 级铜的牌号,符合英国 BS6017—1981 标准分类规格。

合约数量单位 25 吨

报价单位 英镑/吨

价格波动最低幅度 0.5 英镑/吨

交割日期 3 个月以内为任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月为每个月的第 3 个星期三。

交收地点 世界各地伦敦金属交易所的注册仓库

交易时间 12:00—12:05

12:30—12:35

15:30—15:35

16:15—16:20

在金属期货交易中,伦敦金属交易所的交易状况对整个世界金属市场行情有很大的影响,所公布的交易牌价往往被用作确定国际金属贸易价格的基础。而伦敦金属交易所的牌

价通常就是指当天各品种第二轮交易时的最后价格(对铜来说,就是每天上午 12:30—12:35 交易的最后价格)。每天上午第二轮交易结束时,交易所即将由报价委员会(Quotation-Committee)负责记录的最后价格作为交易所当日该品种交易的正式牌价向外界发布。

在伦敦金属交易所的标准期货合约中,除了铝期货交易的合约中没有明确规定牌号要求及镍合约中要求交割的产品必须是交易所所认可的厂家的产品外,其他品种的标准合约中对交易商品都提出了牌号要求,这是交易所为确保上市交易商品的质量水准所采取的措施。依据伦敦金属交易所的规定,一个企业要在交易所获得一个为交易所所承认的铜的牌号,必须在连续两年的时间内每年向某个交易所所信认的消费铜的企业提供 500 吨铜,无偿供其使用,只有经化验和使用认定供应铜的企业所提供的产品质量优异,且两次提供的产品品质相同,该企业才有可能获得一个注册牌号。拥有交易所核准认可牌号的企业即可将其产品拿到伦敦金属交易所销售,而若没有在交易所注册,又要在市场上销售其产品的企业,则其产品售价就要打一个折扣。目前,经伦敦金属交易所正式批准认可,可用以进行铜期货交易中实物交割的牌号有 20 多个国家的 40 多个牌号,如美国被认可的牌号有 ATR、CB、CC、KE、KUEMAGMA、P. D、TB 等,智利有 AE、CCC、ENM 等。

纽约商品交易所是世界上另一个重要的铜期货交易市场。该交易所进行铜期货和期权的交易。与 LME 铜期货交易的标准合约不同,COMEX 铜期货交易的交易单位为 25,000 磅,交割等级为交易所所规定的 1 号电解铜,价格单位为美分/磅,最小价格变动单位为 0.05 美分/磅,交易时间为纽约时间上午 9:25 到下午 2:00,最后交易日为交割月份的倒数第 3 个营业日,交割月前一个月的最后营业日为第一通知日。此外,LME 没有对每日涨跌幅的限制,COMEX 则规定每日涨跌的最大幅度为每磅 20 美分,且在交易价达到涨跌停板时,要停止交易 5 分钟。

2. 铝

铝是当今社会最常用的工业金属之一,重量轻、质地坚、导热和导电性能好等理化特性使其广泛适用于包装、运输、建筑、电气及航空等多个领域。其中,包装、运输及建筑行业是铝消费量最大的几个行业。现代工业最为发达的西方几个主要工业国家则是铝及其制品的最大消费国。美国、日本、德国及独联体各国等是精炼铝消费量最大的几个国家。1988 年,这几个国家精炼铝的消费量超过全球精炼铝总消费量的 50%。

作为全球最大的精炼铝消费国,美国也是最大的精炼铝生产国,在整个 80 年代,美国精炼铝的生产量始终约占世界总产量的五分之一左右。除美国外,加拿大、澳大利亚、独联体各国、巴西、挪威等国也是精炼铝生产大国。精炼铝是由铝土矿加工精炼而成的。澳大利亚、几内亚、巴西、牙买加、希腊等是铝土矿资源较为丰富的国家,其中,澳大利亚的铝土矿开采对全世界有着举足轻重的影响,1986 年,其铝土矿产量约占全球总产量的 40%。美国国内铝土资源储藏量有限,为满足国内精炼铝生产和消费的需要,每年都必须进口大量的铝土矿。美国是对铝土矿价格影响最大的买主之一。

全球铝(精炼铝)期货交易市场包括伦敦商业交易所、纽约商品交易所及伦敦金属交易所等。伦敦金属交易所铝期货交易标准合约中有关规定如下:

交易商品 高级原铝 纯度至少为 99.7%的铝锭、T 形铝条或铝块。铝锭的重量在 12

公斤至 26 公斤之间,T 形铝条的重量每根不得超过 675 公斤,铝块的重量每个不得超过 750 公斤。

合约数量单位 25 吨

报价单位 美元/吨

价格波动最低幅度 1 美元/吨

交割日期 3 个月期货为 3 个月内任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月期货为交收月份的第 3 个星期三。

交易时间 11:55—12:00

12:55—13:00(正式牌价)

15:35—15:40

16:20—16:25

3. 锌、铅、镍、锡

锌、铅、镍和锡是伦敦金属交易所另外的四种传统的交易品种。目前,国际上这四种有色金属期货交易的主要市场即为伦敦金属交易所。与铜和铝一样,交易所对这四个品种的期货交易也制定了标准合约。合约的主要内容如下:

锌

交易商品 高级锌 纯度至少为 99.995%的锌板坯、锌板或锌锭,重量不超过 55 公斤。所有交割的锌必须标有伦敦金属交易所认可的高级锌的牌号。

合约数量单位 25 吨

价格单位 美元/吨

价格波动最低幅度 50 美分/吨

交割日期 3 个月内为任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月为每个月的第 3 个星期三。

交易时间 12:10—12:15

12:45—12:50(正式牌价)

15:25—15:30

16:05—16:10

铅

交易商品 精炼铅,纯度分析化验不低于 99.97%的铅锭,每块重量不超过 55 公斤。所有交割的铅必须标有伦敦金属交易所认可的铅的牌号。

合约数量单位 25 吨

价格单位 英镑/吨

价格波动最低幅度 0.25 英镑/吨

交割日期 3 个月内为任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月为每个月的第 3 个星期三。

交易时间 12:05—12:10

12:40—12:45(正式牌价)

15 : 25—15 : 30

16 : 00—16 : 05

镍

交易商品 原镍,纯度至少为 99.8%,化学分析符合美国原材料检测协会(ASTM)规格的阴极镍、镍粒或镍球。所有交割的镍必须是伦敦金属交易所认可的镍生产厂家的产品。

合约数量单位 6 吨

价格单位 美元/吨

价格波动最低幅度 1 美元/吨

交割日期 3 个月内为任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月为每个月的第 3 个星期三。

交易时间 12 : 15—12 : 20

13 : 00—13 : 05(正式牌价)

15 : 45—15 : 50

16 : 30—16 : 35

锡

交易商品 精炼锡,纯度至少为 99.85%,符合英国 BS3252—1986 规格的锡锭或锡板坯,每块重量在 12 公斤至 25 公斤之间。所有交割的锡必须标有伦敦金属交易所认可的锡的牌号。

合约数量单位 5 吨

价格单位 美元/吨

价格波动最低幅度 1 美元/吨

交割日期 3 个月内为任何一个交易日;3 个月以上至 15 个月为每个月的第 3 个星期三。

交易时间 11 : 50—11 : 55

12 : 35—12 : 40(正式牌价)

15 : 40—15 : 45

16 : 25—16 : 30

二、贵金属期货

1. 黄金

黄金的生产和消费历史悠久,是深受人们喜爱的贵金属商品。体积小、价值大、易储存保管、易分割、易合并等特点使得其天然就具有货币材料及一般等价物的特性。“金银天然不是货币,但货币天然金银”。(马克思:《资本论》第 1 卷。《马克思恩格斯全集》第 23 卷,第 107 页。)早在公元前 500 年时,金币即已在流通中广泛使用。作为一种货币制度,金本位的确立则以 1816 年英国制定货币法、将英镑作为主要货币单位为标志。金本位制度的实施及政府对黄金流通的控制程度与黄金交易的发展成反向关系。在很长一段历史时期内,由

于各国政府对黄金流通控制较严,黄金市场发展迟缓。一次世界大战发生后的 11 年间,金本位制度曾暂停实施,其结果是出现了伦敦大黄金商之间的黄金市场的雏形。1931 年英国放弃金本位,其他国家也相继放弃,但在相当一段时期内许多国家仍直接或间接地保持黄金与所发行的纸币之间的联系。1974 年 12 月 31 日,美国政府宣布公众可以自由持有和买卖黄金,黄金成为可以在市场上进行自由交易的商品,结束了黄金的货币身份,结果是促成了纽约黄金期货市场的发育。

(1) 黄金市场的供求。

黄金需求一般可分为投资性需求和工业性需求两大类。工业需求主要包括首饰加工需求、电子工业需求及医学需求等。其中,首饰加工所消耗的黄金在黄金总消耗量中占据了很大的比例。1987 年,全球用于制作首饰的黄金数量为 11589 公斤,占当年黄金总消耗量的比例超过 70%。黄金的投资需求主要指人们购买铸成金条、金币等储存商品的需求。购买这类商品是人们为防止通货膨胀和纸币贬值而采取的措施。与工业需求相比,投资需求所占比例虽然不大,但因为其实际需求量的大小与投资意愿高低密切相关,对整个市场金价的波动有很大的影响。除上述两类需求外,各国中央银行和国际货币基金组织的收存也是一个值得注意的因素。

黄金的供给可分为下述几种类型。一是新开采黄金的供给,占据了每年黄金供给的绝大部分。南非是世界上第一产金大国,整个 80 年代中,其黄金年产量始终在 600 吨以上。独联体各国的产金量则位居第二。近年来,美国、澳大利亚、加拿大等国的产金量有较快的增长,南非黄金产量在世界总产量中的比例有所下降。二是二次供给,即从黄金废料中提取的黄金。这部分供给占总供给的比例约在 20% 左右。1987 年全球从首饰及其他工业产品中回收的黄金废料总量达 471 吨,创 1980 年以来的最高水平。三是各国政府中央银行黄金存量的售出。有些国家的政府在外汇缺乏的情况下,就可能在国际市场上抛售黄金,获取其所需的外汇,进口国内急需的商品。

(2) 影响黄金价格的因素。

黄金的保值功能及其广泛的用途使得其价格也复杂多变。分析黄金价格走势,必须要考虑到来自下述多方面因素的影响。

第一,一定时期内黄金的供求关系。一定时期内,黄金的供给量大于需求量,通常会引起金价的上涨,反之则会引起金价的下降。在一定时期内黄金的供给量中,尤其值得注意的是有关国家政府及大黄金商的抛售行为,这类行为往往会在短期内改变黄金市场的供求格局。当国内农业生产欠佳、粮食歉收时,俄罗斯等国就可能成为黄金市场上的大卖主;某些外汇不足的发展中国家可能为偿还外债而卖出黄金;美国等西方国家也可能以抛售黄金为手段以达到稳定币值的目的。在一定时期内的需求量中,黄金的投资需求的大小与后面将要分析的若干经济变量,如通货膨胀等因素有关。各国政府对黄金的需求量则与其国内经济状况及对外贸易的状况有关,贸易大量顺差时,政府储存的黄金的数量就可能大量增加。

第二,通货膨胀发生的可能性及其程度。黄金所具有的保值功能使得通货膨胀发生或人们预期到将要发生通货膨胀时,金价就可能上涨。70 年代初期石油危机致使西方许多国家的经济步入低潮,原先的硬通货纷纷趋软,单位货币的购买力直线下降,金价则快速上升。

金价的变化除了与实际发生的通货膨胀的程度有关外,还与通货膨胀发生的可能性有很大的关系。换言之,也即与一定时期内人们对通货膨胀的预期有关。一定时期内,即便实际上尚未发生通货膨胀,但当人们预期到将要发生通货膨胀时,人们就可能预先将手中的现金转化为黄金,利用黄金的保值功能,预防未来可能发生的通货膨胀。一定时期内,人们预计未来发生通货膨胀可能性越大,预计未来通货膨胀的程度越深,即期对黄金的需求量也就越大,金价上升的可能性及其幅度就越大。值得注意的是,金价与通货膨胀之间有十分密切的关系,但由于预期及投机等因素的影响,金价变化与实际通货膨胀率的变化并非是线性相关的。

与通货膨胀密切相关对金价高低影响很大的另一个经济指标是利率。利率是各国政府用以抵御通货膨胀的重要手段,它的高低变化与金价变动的方向相反。当经济不存在通胀而利率下调时,可能促使人们减少储蓄、增加黄金投资需求。在通货膨胀初期,物价上涨尚不是很快时,利率的提高将可能提高人们的储蓄倾向,从而减小黄金市场上的需求。在通货膨胀严重到已经失控的情况下,利率提高所能起到的减少即期需求的作用大大减小,对金价变动的影响也将大大减小。

第三,美元和石油价格的走势。美元是传统的硬通货,也是自金本位被放弃后与黄金关系最为密切的一种货币。1934年1月美国政府规定了黄金的官方价格,即1盎司黄金等于35美元。1944年西方各国在布雷顿森林会议上决定实行固定汇率制,各国确认美国政府规定的35美元1盎司的黄金官价,并把美元的含金量作为各国货币平价的标准,各国货币与美元的汇率可按各国货币的含金量来决定,也可不规定含金量而只规定其与美元的比价,从而各国货币必须围绕着美元这一中心(钉住美元),而美元则与黄金保持稳定的关系。尽管如此,但由于受美国本身经济发展及美元币值和信用稳定性的影响,黄金价格及美元的地位存在着内在的不稳定性。只是因为有关国家共同对市场进行干预,才在一定时期内维持了固定汇率制。从1950年起,美国的国际收支出现逆差,用美元支付逆差款项曾引起国际金融市场美元的大量过剩,美国的黄金大量外流,对外短期债务激增,到1960年,美国对外短期债务已超过其黄金储备额,美元的信誉受到影响。在此情况下,西方主要工业国家达成了以建立“黄金总库”等办法稳定美元地位的协议。60年代中期侵越战争规模的扩大致使美国的财政金融和国际收支状况严重恶化,国内的黄金储备大大低于对外短期债务,通货膨胀加剧,美元不断贬值,信用不断下降。1968年又一次严重的美元危机爆发,猛烈的黄金抢购风潮使得“黄金总库”也无力维持市场金价,其结果是同年3月“黄金总库”停止活动,“黄金双价制”开始实行。所谓“黄金双价制”,即指两个黄金市场实行两种不同的价格制度。一种是原来的官价制度,黄金价格仍为每盎司35美元,用于各国官方结算;另一种是自由价格制度,在自由市场上,黄金价格随供求变化而变化。在实行“黄金双价制”后,各国中央银行可按官价用美元向美国兑换黄金,美国则不再按官价在自由市场上供应黄金。双价制的结果是出现了两个黄金价格,美元的兑换性受到了限制,两个市场上的价格差距不断扩大,并未能起到稳定美元地位的作用,美元的国际地位仍在不断下降。1971年5月和7月连续爆发的美元危机,最后迫使美国政府作出了停止美元兑换黄金的决定。至此,美元与黄金之间的固定联系中结,以美元来表示的黄金价格即随着黄金市场的供求及美元本身的币值变化而

变化,美元升值,以美元表示的黄金价格通常即会下降;而美元贬值,金价就可能相应上扬。

石油价格的变动与黄金价格的变动之间也有十分密切的关系。从 70 年代黄金与美元之间的固定比价关系结束以来,几乎黄金价格的每次重大的波动都与油价的变化有一定的联系。1973 年 10 月中东战争爆发后,石油输出国组织以石油为武器,大幅度提高了石油的输出价格,石油标价由每桶 3.01 美元提高至 5.11 美元。1974 年 1 月油价再度提高,每桶达 11.65 美元。两个月的时间内油价涨至原价的 3.87 倍。油价的大幅度上扬引起了西方发达国家的经济恐慌,史称第一次石油危机。油价的上涨迅即引起黄金价格的上涨,金价突破了每盎司 100 美元的大关,在 1975 年涨至近 200 美元(198 美元)的水平。70 年代中后期,出现了石油的实际价格下跌的局面,石油输出国组织各国的经常项目盈余迅速减少,1979 年 1 月 1 日,OPEC 决定再次提高油价,每桶油价抬至 14.327 美元。其后又持续上升,到 1981 年 10 月涨至每桶 34 美元,相当于第一次石油危机发生时调整前油价的 11 倍强。这次油价的巨幅上升,也被称为第二次石油危机。其与后来相继发生的其他事件一起,于 1980 年将伦敦市场的黄金价格抬至创记录的每盎司 800 多美元。油价的变动之所以与黄金价格的变动密切相关,一方面是因为油价的升降直接意味着石油输出国家国际收支经常项目盈亏的增减,从而也就意味着政府或个人黄金需求的增加或减少;另一方面,油价的变动在某种程度上也意味着美元购买力和币值的变化;再者,油价的变动,特别是由产油国家联合调整价格所引起的变动(并非完全受供求调节而引起的价格波动),也直接影响着石油输入国家经济的景气程度,从而也影响着人们对未来市场的预期,改变黄金市场上的供求状况。

第四,国际政治形势。政治与经济有着非常密切的关系。黄金价格对国际政治形势的变化十分敏感。一方面,政治形势的稳定与否会影响着人们对未来发展的预期,从而会影响人们的投资和消费行为;另一方面,政治局势的变化,如战争的发生,也会促使政府改变其在黄金市场上的角色。一国为准备即将爆发的战争,既可能增加其黄金储备,以供未来某种不测之需,也可能在国际市场上动用其黄金储备购买各种战争资料。在战争爆发后,参战国的政府在黄金市场上则往往会扮演供给者的角色,不断抛出黄金,以补充其战争物资。70 年代以来,局部战争的发生,如前苏联入侵阿富汗;以及主要黄金生产国和买入国国内政治局势与国际关系的变化,如 1979 年伊美人质事件和 1986 年南非国内形势的紧张等,都对黄金价格产生了明显的影响。

第五,其他因素。除上述几方面的因素外,其他因素如黄金市场的投机等也影响着黄金市场价格的波动。

(3) 黄金期货市场。

黄金是全球范围内第一个 24 小时内交易持续不继的期货品种。从亚洲、欧洲到北美洲,几乎所有的金融和贸易中心都有黄金交易,其中纽约、伦敦、香港和苏黎世为全球四大金市。它们所在的地区几乎涵盖了全球所有的时段,使黄金交易能在不同的市场上连续不断地进行。纽约商品交易所、芝加哥商品交易所、芝加哥商业交易所及香港、新加坡、悉尼等地均有黄金期货交易。

① 纽约黄金期货市场。在美国,芝加哥商品交易所、纽约商品交易所、芝加哥中美洲商

品交易所等均进行黄金期货交易。其中,纽约黄金市场是世界上四大金市之一。纽约商品交易所于 1975 年才开始进行黄金期货交易,黄金交易的历史晚于伦敦和香港金市。但由于其拥有精细的黄金买卖制度,能够提供准确的市场成交量及未平仓合约数等信息,有助于交易者分析和把握市场,因此发展十分迅速,80 年代起,逐步取得了世界黄金市场霸主的地位,其成交状况对世界黄金价格的走势有着举足轻重的影响。以下为纽约商品交易所黄金期货交易的标准合约:

交易单位 100 盎司

交割等级 标准块状或三块重量为 1 公克块状,检定纯度不低于 995 的提炼纯黄金。金块表面带有序别编号和交易所认可的黄金提炼厂商证明。

报价方式 美元/盎司

最低价格变动单位 10 美分/盎司

每日价格涨跌限制:上一交易日收盘价的基础上上升或下跌 25 美元,若连续两天涨跌停,可扩大限制,交割月份不受此限。

合约月份 当月及之后连续 2 个月,及 23 个月内之 2、4、6、8、10、12 月

交易时间 纽约时间上午 9:00—下午 2:30

最后交易日 交割月份倒数 3 个营业日

第一通知日 交割月份前一个月的最后营业日

②伦敦黄金市场。伦敦黄金市场(London Gold Market)是一个以黄金现货交易为主的市场。在全球黄金市场的动作中,伦敦黄金市场起到了联系香港市场和纽约市场的纽带的作用。伦敦黄金市场的交易采用一战期间英国暂停实行金本位时于 1919 年形成的五大金商(参见表 1.8.1)的交易制度。每天由五大金商的代表共同分上下午两次确定黄金的交易价格。伦敦时间每天上午 10:30,五大金商的代表在 Rothchild 公司的固定的黄金交易厅内结合,由该公司的代表担任主席,大家共同确定黄金交易价。定价的具体程序如下:由主席首先提出一个价格,各大金商的代表将价格信息通报给其所代表的公司,各公司再将信息传递给各交易客户。若客户有意以此价买入或卖出一定量的黄金,则其需立即告知各经纪公司。在黄金交易厅内的定价者迅速汇总各公司客户的交易意向,如果发现买盘大于卖盘,则改而提出一个较高价位的价格,否则则提出一个较低价位的价格,然后再将修正后的价格信息传递出去,重复前述的过程,直到获得一个买盘数量与卖盘数量相等的价位。这一价格即被宣布为定盘价(fixing),场内所有客户的买卖要求均按此价成交。伦敦时间下午 3:00 各大金商的代表再汇聚在黄金交易厅内,动用与上午相同的程序确定下午的交易价格。在伦敦黄金市场按定盘价交易时,市场对交易者一次买入或卖出的数量没有限制。与纽约商品交易所的成交价一样,伦敦黄金市场的定盘价对世界黄金市场也有着十分重大的影响。

表 1.8.1 伦敦黄金市场五大金商

a. MOCATTA AND GOLDSMID LTD.

(1684 年成立,现为渣打银行附属公司)

b. SHARPS, PIXLEY, LTD.

(由 SHARPS AND WILKINS 以及 PIXLEY AND ABELL 两公司合并而成,前者约于 1750 年开始营业)

c. H. M. ROTHSCHILD AND SONS LTD.

(1804 年成立,现为一国际性银行)

d. JOHNSON MATTHEY BANKERS LTD.

(其母公司为 JOHNSON, MATTHEY AND CO, LTD. 于 1817 年成立,是著名的贵金属冶炼公司)

e. SAMUEL MONTAGU AND CO, LTD. (成立于 1853 年,现为 MIDL AND BAND LTD. 的全资附属公司)

③香港黄金市场。香港的黄金市场由中国金银贸易场(Chinese Gold and Silver Exchange)和香港商品交易所(Hong Kong Commodity Exchange)组成,交易方式采用美国式的出市代表喊价成交的方式。其中,中国金银贸易场的交易规模和重要程度都远远超过香港商品交易所。前者成立于 1910 年,是以黄金现货交易为主的市场,后者则于 1980 年引进黄金期货合约的交易。香港黄金市场期货标准合约的主要内容如下:

交易商品 以纯度 99.5% 的黄金为标准,必须以每块重 100 盎司、50 盎司或 1000 克(合 32.15072 盎司)的金条交收。

交易单位 每张合约以 100 盎司为单位,增减不得超过 5.0%

交收月份 每年的 2、4、6、8、10、12 月份交货,最远期的交货月份由交易所的黄金委员会视情况决定,最长不得超过 2 年零 1 个月。最后交易日为交货月交收期前一个交易日。

最低价格变动单位 0.1 美元/盎司(每张合约 10 美元)。

每日价格波动限制 除在当日交货的黄金外,当其他各月份黄金期货交易的价格在前一交易日收盘价的基础上上涨或下跌超过每盎司 40 美元时,市场停止该品种的交易半小时,以便给所有的交易者以足够的时间去衡量判断市况的变化,其后再恢复交易。在本日剩余的交易时间内,不再存在价格涨跌幅限制。

金条熔铸及化验 交易所的黄金委员会按时公布其所认可的熔铸及化验商名单,以确保卖方交付的黄金符合规定。

黄金保险 黄金实物交收时,卖方必须为用于交货的黄金购买保险,保险期限至卖方已按要求完成交收责任时为止。投保金额为按市价计算的合约总价值另加 10%。

紧急措施 若碰到罢工、停业、暴动、内部骚乱等意外情况而妨碍交收,则所有的到期合约都将以黄金委员会公布的价格兑现抵销。

香港黄金市场的发展为期货交易者进行跨地区的套利交易提供了新的机会。在香港黄金市场上,几乎欧美各大金商都设有分公司,便利了纽约、伦敦与香港金市之间的套利交易。黄金市场的行情变化也说明了这一点。

2. 白银

与黄金一样,白银也是一种理想的货币材料。早在中国古代和古罗马时期,人们就以白银作为商品交易的一般等价物。直至今日,在一些国家,白银仍是一种货币材料,用白银制

作的硬币还在流通。白银也是一种广为人们喜爱的装饰材料。在古代的东方和西方,都有不少民族用白银制作各种装饰品和家用器具。白银所具有的良好延展性、可锻造性、导电导热性及抗腐蚀性等特性使之在工业上具有广泛的用途。白银的需求也可分为工业需求和投资性需求两类。其中工业性需求占据了绝大部分。在白银的工业性需求中,摄影底片的需求又占了很大一部分;电子工业用以制造接触器、导体及电池等的需求量也较大,两类需求合计约占工业类需求的 70%,其余工业需求,如银器制造、首饰加工等约占 30%。按地区划分,西方工业国家白银的消费量远远大于非工业化国家的消费量。1987 年西方国家消费的白银超过 4.15 亿盎司,其中,美国是最大的白银消费国。虽然铸币需求量在白银总需求量中所占比例不是很大,但因美国自 1965 年起停止某些品种银币的使用及减少某些品种银币的发行量,英国等国也相继停止铸造银币,仍对国际市场上白银的需求产生了很大的影响。

人们很早就开始白银矿的开采和冶炼,但大量的白银矿藏的发现是在 15 世纪的南美洲。自此以后,中南美洲的一些国家,如墨西哥、秘鲁等即成为全球产银大国。在世界各国,进行白银期货交易的交易所包括美国芝加哥商品交易所、纽约商品交易所、芝加哥中美洲商品交易所及日本的东京工业品交易所等。其中,芝加哥商品交易所和纽约商品交易所还进行白银期权交易。伦敦金属交易所也曾进行过白银期货交易,后因故取消。

纽约商品交易所白银期货合约的主要内容如下:

交易单位 5000 盎司

交割等级 纯度不低于 999,铸成每个重量为 1,000 盎司或 1,100 盎司的银块,表面印有序列编号和交易所认可的白银提炼厂商的证明。

报价方式 美元/盎司

最小价格变动单位 0.1 美分/盎司

每日价格涨跌限制 上一交易日收盘价上下 50 美分,若连续两天涨跌停,第 3 天可扩大限制,交割月份不受此限。

合约月份 当月及之后连续 2 个月,及 23 个月内之 2、4、6、8、10、12 月。

交易时间 纽约时间上午 9:05—下午 2:25

最后交易日 交割月份倒数第 3 个营业日

第一通知日 交割月份前一个月的最后营业日

白银市场价格的波动也受到多方面因素的影响。影响较大的因素包括生产的稳定性、消费偏好和新用途的开发、黄金市场走向的变化等。第一,生产国的有关政策及政府的稳定性影响着白银的供给和价格。白银供给的主要来源是矿山产银和废银回收,产银国政治、经济状况的变化都会影响到生产。政府采取鼓励政策时,供给量就会增加;反之,当政府限制白银生产时,供给量就会减少。白银生产国国家经济实力变化及其经济运行状况也会影响白银的供给。当处于发展中的白银生产国经济运行状况良好、对外收支平衡甚至有所结余时,就不会大量增加本国白银的供给;反之,当国际收支严重不平衡,需要以输出白银来维持国际收支的平衡时,就可能增加白银的生产量,在国际市场上大量抛售白银,从而可能引起银价的下跌。第二,消费状况对白银的价格走势影响也很大。消费者对白银饰品的普遍偏

好会大大增加对白银的需求量,人们对用银制作的各类硬币和纪念章的收集爱好也大大增加了。第三,与白银同为贵金属的黄金市场的走势对白银价格变化影响很大。白银和黄金同为贵金属,有很多相通之处,如两者都曾被用作货币材料,两者都被人们用作制造各种装饰品,两者都可用以满足人们的投资需求等。在多方面用途的类似使得两者的价格变化呈现出替代品价格变化的特征。在一般情况下,黄金价格的上升会拉动白银价格的上涨,白银价格的抬高也会刺激黄金价格向上攀升。较为典型的例子是受多种因素的影响,1980年初,金价暴涨至每盎司850美元,与此同时,银价也由每盎司6美元激升至每盎司50美元。两年后的1982年,金价大幅度回落至每盎司300美元,银价也跌至每盎司5美元。

黄金与白银价格之间的密切联系为期货交易者提供了一种理想的套利机会,即黄金白银价差套利(Gold / Silver Ratio Spread)。所谓黄金白银价差套利,即交易者利用黄金和白银价格走势相同的原理,根据对金银价位比(Gold/Silver Ratio)现状及其变化的判断,在期货市场上同时进行黄金和白银两个品种的交易,以获取交易利润。金银价位比等于某一时点黄金交易价格和白银交易价格的比例,黄金价格偏高而白银价格偏低时,金银价位比就大,反之则小。在本世纪80年代前的若干年中,金银价位比的平均水平约为32.5,很少超过60的上限和20的下限。在80年代初期金银价格的剧烈波动中,金银价位比一度曾缩小为17,而后又扩大至60。1985年后,白银供给的增加和黄金供给的减少使银价下滑而金价上扬,金银价位比曾升到70。在较长的时间内,维持在60以上。进行金银价差套利的基本做法是在金银价位比过低、预期价位比将扩大时,买入黄金而放空白银,待价位比上涨后再反向平仓;在金银价位比较高,预期其会下跌时,则卖空黄金而买入白银,待价位比较低后再反向平仓。很多交易者认为,进行金银价差套利能扩大获利机会,减小单一品种操作的风险。

3. 铂和钯

铂,即白金,是贵金属中最为稀有昂贵的一个品种,价格比黄金还高,具有保值投资的价值,也被称为金属之王。钯也是一种铂族金属(platinum-group metals)。铂和钯具有许多共同的特性,由于具有的良好导电性能和耐腐蚀功能,在现代工业中的用途十分广泛。目前全球铂和钯金属的消耗主要集中于汽车工业和化学工业等部门,珠宝行业的消耗也占一定的比例。工业发达国家是这两种金属的主要消费者,其中尤以日本的消费量为最大。铂和钯的供应来源也主要有矿山新产和废旧回收两种。相对于其他金属而言,铂族金属的探明储藏量十分有限,全球探明储量仅为20亿盎司(约合6万多吨)。南非是铂和钯的储藏量和生产量最大的国家,俄罗斯位居第二。加拿大、哥伦比亚、美国等国也有铂矿藏。美国尽管也生产铂,但由于其国内需求较大,尚需从国外大量进口。为防止主要产铂国生产情况或出口政策的变化,美国建立了庞大的铂和钯金属储备。

铂和钯期货交易的市場主要有美国的纽约商业交易所、芝加哥中美洲商品交易所和日本的东京工业品交易所等。纽约商业交易所还进行铂期权交易,其铂期货交易的交易单位为50盎司(金衡),最小价格波动幅度为每盎司10美分,每日涨跌以前一交易日收盘价上下25美分为限;钯期货交易的交易单位为100盎司(金衡),最小价格波动幅度为每盎司5美

分,每日涨跌以前一交易日收盘价上下 6 美元为限。

黄金价格变动是影响铂和钯价格的主要因素。经济的景气程度也影响着铂和钯价格的涨落。一般情况下,经济景气,金价及铂和钯的价格均上涨时,铂和钯价格的涨幅大于金价涨幅;经济不景气,金价及铂和钯的价格均下跌时,铂和钯价格的跌幅也大于金价跌幅。

三、能源期货

能源是国民经济的命脉。各国和地区每天都在大量消耗各种能源。作为期货交易的一个类别,能源期货发展的历史很短,本世纪 70 年代末、80 年代初才被引入期货交易领域。但是,庞大的生产、消费规模及 80 年代以来能源现货交易市场的快速发展,支持了能源期货交易的快速发展。1980 年,全世界每天的原油现货交易量尚不足 200 万桶;1987 年,单日原油现货交易的数量即已超过 1 亿桶。1983 年 3 月,美国的纽约商业交易所开始进行原油期货交易,而到 1988 年,纽约商业交易所的西德克萨斯州中级轻原油期货合约的交易量在全美各期货交易所单一品种期货交易量的排名中已名列第三,超过了大豆、玉米等交易历史十分悠久的期货品种。目前,全球影响最大的两个能源期货交易市场是美国的纽约商业交易所和英国伦敦的国际石油交易所(International Petroleum Exchange IPE)。主要的交易品种有原油(Crude Oil)、取暖油(Heating Oil)、汽油(Gasoline)、丙烷(Propane)、天然气(Natural Gas)等。

1. 原油

原油及其制品统称为石油,其提供全世界 40% 的能源来源。原油中含有多种有用的化学成分,可以加工提炼为多种十分重要的石油制品,如煤油、航空用油、柴油、馏分油等。鉴此,原油也被誉为“工业的血液”,是现代各国国民经济发展中不可缺少的基础产品。原油可区分为轻原油和重原油两类。轻原油中含硫成份较低,可提炼出较多的具有高附加价值的产品,如汽油、喷射燃油等,其提炼化工的过程对环境的污染相对较小。重原油含硫的比率较高,使用重原油提炼同样产品所需的成本要高于使用轻原油生产的成本。因此,轻原油的价格要高于重原油的价格。但由于重原油的可开采量较大,其储藏量约占原油总储藏量的 80%,在目前的原油产量中所占比例也在 60% 左右,因此,许多炼油厂均以重原油为加工对象设计其裂解设备。

(1) 原油的供给与需求。

原油作为上游产品,其需求量的大小取决于整个社会对以其为原料加工而成的各种后续产品的需求量的大小。随着现代经济的发展,多种领域均需要以原油制品作为再生产的基础投入品,全球每天都要消费大量的原油及其制品。美国是全球最大的原油消费国。1978 年,美国日均石油消费量曾达 1900 万桶。进入 80 年代后,政府采取节能政策和公众节能意识的增强使其石油消耗量有所减少,但 1987 年日均原油消耗量仍达 1600 万桶。尽管美国本身也是产油国,且其产量约占全球总产量的 15% 左右,但是,巨大的需求量仍使美国国内的原油供求存在着巨大的缺口,从而不得不依靠从国外进口来平衡国内原油供需间的矛盾。有鉴于两次石油危机对美国经济的沉重打击,美国建立了庞大的原油战略储备,以

防国际原油市场出现重大的对其不利的变化。原油的需求量与工业发展的水平及规模有很大关系。但在分析未来原油市场的需求时,一个不可忽视的因素是原油的替代品的开发,特别是新的能源的开发和使用对原油需求的影响。

人们于 1859 年在美国的宾夕法尼亚打出了第一口油井,目前,除南极地区外,世界上其他地区都有规模不等的原油生产。1991 年,全球日平均生产原油 6,000 万桶。中东地区是世界上石油储藏量最为丰富的地区,全球一半以上具有经济效益的原油存储量在中东。独联体、沙特阿拉伯及美国则是原油生产量最大的国家。原油产量较大的国家还包括伊朗、中国、墨西哥、委内瑞拉、印度尼西亚等。

(2) 影响原油价格的因素。

第一,原油市场的结构。市场结构是对市场的组织结构及参与交易的交易者之间的竞争程度的概括。市场结构的变化会导致价格的变化。一个卖方垄断的市场可能会产生较高价位的价格,买方垄断的市场则会产生较低价位的价格,而在垄断竞争和完全竞争的市场上,则会出现价位适中的价格。原油市场的结构经历了一系列的演变。在本世纪相当长的一段时间内,原油市场是一种典型的卖方寡头垄断的市场,原油的生产、加工及销售长期被西方七家石油公司(也称“七姐妹”)所共同垄断。五六十年代,随着世界各地许多油田的投产,大批独立经营的公司进入国际石油市场,“七姐妹”垄断世界石油市场供给的局面逐步被打破。六七十年代,以沙特阿拉伯等中东国家为代表的一些发展中国家的原油销量在国际市场上占据了很大的比例。为摆脱发达国家对原油市场的控制,1973 年,阿尔及利亚、厄瓜多尔、加蓬、印度尼西亚、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、尼日利亚、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国及委内瑞拉等 13 个石油输出国共同成立了石油输出国组织“欧佩克”(Organization of Petroleum Exporting Countries OPEC),出现了一种新的若干卖主联合影响市场的市场结构。“欧佩克”的成立对世界原油市场产生了重大的影响。两次对西方各国经济产生重大影响的能源危机都与这一组织在原油市场上的联合行动有关。由于参加这一组织的各国,特别是中东地区的沙特阿拉伯等国的原油产量在世界市场上占据很大的比例,1980 年,“欧佩克”各国直接销售的原油量占世界石油市场贸易总量的 45%,在国际原油市场上有很大的影响力。进入 80 年代后,随着一些新的产油国的涌现,“欧佩克”在世界原油市场上的市场占有率有所下降,但在 1988 年,仍达 34%。据有关部门估计,到本世纪末,有可能回升至 42%左右,对原油市场的供给仍有着举足轻重的影响。因此,原油市场的市场结构在短期内尚不大可能发生大的变化。但值得注意的是,在若干卖主联合控制市场的情况下,各参与联合体的国家之间的关系及各国对联合协议的遵守程度将在很大程度上决定联合控制市场的效果,从而也就关系到原油市场价格的变化。“欧佩克”主要通过各国共同减少原油生产和出口的数量,达到抬高原油输出价格的目的。但参加组织的国家因种种原因难以在生产数量上达成一致,或某些国家为改善本国的国际收支而超限额生产,往往都会使联合控制市场价格的初衷难以实现。1985—1986 年度,原油价格从 1985 年 12 月的每桶 32 美元剧跌至 1986 年 4 月的每桶 9.75 美元就与“欧佩克”未能达成限产协议有关。

第二,产油国政治和经济稳定状况。因各种原因而导致的产油国国内政治的不稳定,会影响到原油的生产,使供给量下降。原油的主要生产国和主要输入国之间关系的紧张也会

对原油交易的格局及其价格产生影响。1990年8月,伊拉克入侵科威特,两个原油生产国之间的战争使国际市场的原油价格从每桶15美元暴涨至每桶41美元。而1991年1月以美国为首的多国部队对伊拉克实施打击,又使原油价格由每桶41美元快速跌至每桶17.5美元。除政治因素外,产油国经济状况的变化会影响到原油生产和输出政策,从而会对价格产生影响。当国内经济紧张、国际收支难以平衡时,增加原油输出以换取更多的外汇就可能成为其主导的政策倾向。

第三,原油替代品的发展状况。不论原油的加工品是被直接用以转化为热能还是被进一步用于加工其他产品,随着现代科技的发展,替代品越来越多。环境保护意识的不断增强和科研水平的不断提高,还会促使人们寻找更多的替代品。原油替代品的可获得性及其价格将直接影响人们对原油消费的评价,改变原油消费的方式和规模,从而影响原油市场的价格。

第四,人为或自然的灾害。人为或自然灾害直接影响着原油的生产,从而影响到一定时期内原油的供给和价格。1988年7月,欧洲北海油田钻井平台事故的发生,使北海油价迅即上涨了每桶0.7美元。1990年伊科冲突后,科威特油田大火更使科威特的原油生产几乎全线停顿。

第五,美国石油工业协会(American Petroleum Institute API)等机构的报告影响着原油市场价格的短期波动。美国石油工业协会每周和每月分别公布每周石油报告(Weekly Petroleum Report)和每月石油报告(Monthly Petroleum Report),发布美国原油、汽油等的生产、消费、进口及存货等信息。这些连续公布的数据的变化对油价的短期波动带有很大的导向作用。

(3)原油期货市场。

纽约商业交易所和伦敦石油交易所均进行原油期货交易。纽约商业交易所于1983年开始轻原油期货交易,1986年开始轻原油期货期权交易,1992年则开始进行重原油期货的交易。轻原油期货交易的标准合约如下:

交易单位 1000桶(42000加仑)

交割等级 含硫量不超过0.5%,比重依API标准为34°—45°的可交割原油。

报价方式: 美元/桶

最小价格变动单位: 0.01美元/桶

每日价格最大波幅 前两个契约月份涨跌为上下15美元;其他月份涨跌为1.5美元,如前一天涨跌停,则第二天增加为3美元。

契约月份 连续18个月加上4个远月份

交易时间 纽约时间上午9:45—下午3:10

最后交易日 契约月前一个月25号之前的3个营业日

交货时间 交割月的第一日开始至月末最后一日

2. 取暖油

蒸馏燃油包括2号取暖油(加热油)、4号燃油及柴油。取暖油是蒸馏燃油中产量最大的一种。在美国,主要用于东北部地区的秋冬季取暖。取暖油的需求具有明显的季节性,与

人们的消费习惯、收入水平等密切相关。冬季时间长、气温低,人们对取暖油的需求量就大。美国社会判断冬季严寒程度使用得最广的指标是“加热日”(Heating Degree—days)指标,即每天的平均气温低于华氏 65 度的度数。如果某日的平均气温为华氏 55 度,则该日即有 10(65—55)个加热日。加热日越多,取暖油的消耗量也就越大。除天气因素外,人们习惯的取暖方式及对取暖油消费的承受能力对实际消费量也有很大影响。劈柴、煤、天然气及电等是取暖油的替代品,它们的价格、获取的方便程度及使用的方便程度等都会影响取暖油的消费规模。近年来,空调等便于使用的产品的普及减少了人们对传统的取暖用油的需求。

纽约商业交易所于 1978 年开始进行取暖油期货交易,1987 年又推出了取暖油期权交易。取暖油期货交易标准合约的主要内容如下:

交易单位 42000 加仑

交割等级 2 号取暖油,具体参见交易所规定。

报价方式 美分/加仑

最小价格变动单位 0.01 美分/加仑

每日价格最大波幅 前两个契约月份为上下涨跌 40 美分,其他月份涨跌为 4 美分,如前一天达到涨跌停板,则第二天增加为 6 美分。

契约月份 连续 18 个月份

交易时间 纽约时间上午 9:50—下午 3:10

最后交易日 契约月份前一个月之最后一个营业日

3. 汽油

汽油可分为含铅汽油和无铅汽油两种。随着环境保护意识的增强,无铅汽油在生产和消费中所占的比例越来越大。1977 年含铅汽油在汽油总产量中所占的比例达 72%,而到 1987 年,这一比例即降为 24%。汽油主要用于运输工具的动力消耗,也有部分被用于建筑业和农业部门的生产。由于世界各国私人汽车的拥有量不断增大,私人消费在汽油消费中占了很大的比例。与取暖油消费一样,在美国,汽油消费也有一定的季节性特征,但价格和消费量峰值出现的时间与取暖油价格及消费量峰值出现的时间正好相反。每当夏季假日来临前及假日期间,汽油的消费量很大,价格也较高;其他季节特别是冬季的消费量和价格则要低于夏季的水平。

纽约商业交易所交易的汽油期货品种为无铅汽油,依据交货地点的不同,又分为交货地点为纽约的无铅汽油期货(New York Harbor Unloaded Gasline)和交货地点为海湾地区(位于美国南部,美国汽油产量中约有一半出产于该地区)的无铅汽油期货(Gulf Coast Unloaded Gasline)。其中,前者为传统的汽油期货品种,后者则是新发展的品种。除交易商品和交割等级不同外,汽油期货交易标准合约的内容与取暖油期货标准合约的内容基本相同。

原油及其制品相同方向的价格变化及取暖油与汽油全年基本相反的价格走势为期货交易提供了两种交易机会,一是原油及其制品之间的裂解价差(Crack Spread)交易,另一个是汽油与取暖油之间的价差交易。前者是指交易者根据对原油与其制品如汽油、取暖油之间价差变化趋势的判断,进行原油期货与汽油或取暖油期货的反向套利操作,以规避风险,扩大盈利。如在买进原油期货的同时,卖出汽油或取暖油期货;或者在买进汽油或取暖油期

货的同时,卖出原油期货。后者是指根据汽油越是接近夏季价格越高而取暖油越是接近冬季价格越高的价格走势及两者价差变化的判断,同时进行汽油和取暖油期货的反向操作。一般而言,在冬末春初,取暖油需求逐步减少,经销商则在为夏季旺销季节而储备汽油,两个品种供求状况的变化也会引起其价差的变化,此时买入汽油期货而卖出取暖油期货较为有利。在夏末秋初,汽油需求的高峰期逐步过去,而经销商则可能为准备冬季的取暖油销售而开始进行储备,两者的价差较前一阶段也将出现较大的变化,此时买入取暖油期货而卖出汽油期货则较为有利。

第三节 中国基础工业品期货市场

和农产品期货市场的发育一样,我国基础工业品期货市场的产生和发展也是流通体制和整个经济体制不断变革的结果,是基础工业品生产和流通发展到一定程度的必然产物。

一、我国基础工业品流通体制的历史沿革

建国以来,我国的经济体制经历了从高度集中的计划经济体制到强调计划的主导作用 and 市场的辅助调节作用的“计划经济为主,市场调节为辅”的机制,再到有计划的商品经济体制,最后到社会主义市场经济体制的演变。基础工业品关系到国计民生,历来是政府重点予以控制的对象,其流通体制的变革不仅受整个经济体制变革进程的推动或制约,在某种程度上,基础工业品流通体制的变革就可以代表整个经济体制变革的脉络。

在建国后很长一段时期内,承袭了斯大林的社会主义条件下生产资料非商品论和外壳论,在理论上,不承认基础工业品的商品性质,只是将其视为取得了商品外壳的产品,我国的基础工业品流通所采用的是高度集中的计划分配式的体制。以产品的直接计划分配、调拨为主要形式,根据统一计划、分级管理的原则,各种基础工业品分别由中央计划和地方计划,物资部门和工业生产主管部门进行分级管理和控制。基础工业品的实际流通过程则具有下列两个基本特征。

第一,决策宏观行政化。在传统的流通体制中,基础工业品的流通(实际只能称为分配)决策不是由各个参与活动的个体作出,而统一由相应层次的宏观行政主管部门进行分配安排,即进行“物资的计划分配”。物资被分为国家统一分配、生产主管部门分配和地方主管部门分配三大部分,分别被称为“统配物资、部管物资、地管物资”。换言之,商品的流向不是根据价格,也不是根据需求,而是由其相应的主管机构决定。层次越高的机构,其所掌握的物资分配权限就越大。1950年实行统管的物资仅有8个品种;1952年增至55种;到了1978年,品种数达689种;1982年统管的范围达到顶峰,统配和部管的物资品种多达837种。

第二,调节超经济化。在传统的基础工业品流通体制下,政府各主管机构调控流通的手段是超经济的行政手段。一方面,调控指令以行政命令的方式自上而下地层层下达,命令的

着眼点和落脚点往往是单纯的使用价值指标;另一方面,指标的确定通常是对比历史数据确定未来指标,根据某一种或某几种产品的实物量为基础推定其他产品的生产量和需要量。在那里,价格虽然普遍存在,但其仅能发挥其核算功能而无法发挥调节功能。

传统流通体制发轫于 50 年代初期,在那个时期,政府对基本生产资料实行高度集中的控制,对快速恢复经济、发展生产、稳定市场等都起到了积极的作用。但是,这种体制的长期延续,特别是国家集中控制的程度的不断加强,不符合商品经济发展的内在规律,造成了价格信号扭曲、资源配置失当等一系列不良后果。

十一届三中全会后,随着整个经济体制改革的不断推进,基础工业品流通体制的改革也逐步展开。在 1984 年前,主要采取了以城市为中心组织流通、发展多种生产资料供应方式,允许部分工业企业按一定比例销售超计划生产和自行组织原料生产的产品等措施。1984 年后,则主要采取了下述措施:一是削减国家计划分配产品的种类和比重。国家统配物资由 1982 年的 256 种锐减至 1986 年的 20 种,部管物资也由 581 种减少到 321 种。二是放调结合,稳活兼顾。国家放宽了对计划外产品价格的控制,形成了国家计划内产品实行国家定价(计划价格)和计划外产品价格由市场调节的价格双轨制格局。三是发展各种有形的市场,如物资贸易中心等。四是塑造新型的物资经营而不是传统的物资分配企业,出现了一批经济上自负盈亏、经营方式上灵活多样的物资经营企业。以这些措施为主的一系列改革措施出台的结果是归还了基础工业品的商品本性,价格不仅仅只是核算的工具,其在接受市场供求调节的同时,对基础工业品资源调节的效用不断加强,行政性计划的强制调节越来越让位于各种经济手段的调节,基础工业品流通的计划分配体制逐步被打破。

80 年代后期和 90 年代市场取向的改革更进一步提高了基础工业品流通市场化的程度。以扩大企业经营自主权、增强企业活力为中心的企业改革的深入使企业越来越贴近市场,市场体系的培育造就了一大批基础工业品现货市场,国家对基础工业品生产和流通直接控制的进一步弱化和双轨制向市场化方向的并轨使得价格与供求之间相互调节的运动越来越频繁。所有这些都为与基础工业品有关的企业,包括生产、消费和经营企业在市场经济条件下的发展创造了条件,但与此同时,经营的自负盈亏和价格的剧烈波动也使企业不得不面临巨大的价格风险。以铝锭为例,从 1988 年至 1990 年的短短几年间,其价格曾从每吨 7500 元暴涨至每吨 16000 元,其后又回跌至每吨 8800 元。在没有有效的风险防范机制的条件下,企业经营将是十分困难的。与农产品在市场调节下的生产、流通和消费发展到一定程度后迫切需要期货市场一样,基础工业品生产、流通和消费的进一步协调发展也呼唤着中国的基础工业品期货市场,这是基础工业品的生产者、经营者和消费者回避市场价格波动风险的需要,也是在市场经济体制下政府准确把握市场、有效进行宏观间接调控的需要。以深圳有色金属交易所为先锋,以上海金属交易所等一批以基础工业品为交易对象的期货交易所为代表的我国工业品期货市场的产生和发展正是顺应上述需要的产物。

二、我国主要基础工业品期货市场简介

我国建设基础工业品期货市场的工作于 90 年代初开始起步,其后的发展非常迅速,迄

今为止,在全国的一些主要城市,共拥有 10 多家经国家批准的试点交易所。其中主要有深圳有色金属交易所(有色金属)、上海金属交易所(有色金属)、天津联合交易所(有色金属、化工产品 & 农产品等)、苏州商品交易所(线材、茧丝)、上海商品交易所(建材、化工、农资、石油)等。下面即对其部分交易所进行简要介绍。

1. 深圳有色金属交易所(SME)

深圳有色金属交易所于 1991 年 6 月 10 日成立,1991 年 9 月 23 日开始试运作,1992 年 1 月 18 日正式开业,并于 1992 年 10 月率先推出了全国第一份铝期货标准合约。它是国内建立的首家面向全国有色金属期货市场,也是在全国开展标准化合约交易的首家交易所。它的成立在国内外引起巨大反响,被视为我国改革开放的重要标志。

深圳是我国改革开放的最前沿,是自改革开放以来我国经济发展最为活跃的地区之一。特区体制改革的先行和人们思想观念的快速更新为期货交易所在深圳的建立准备了重要的条件;广东作为改革开放后经济快速发展的地区,对有色金属消费的巨大需求为交易所在深圳的建立构建了较好的市场基础;80 年代末和 90 年代初有色金属市场的剧烈波动对交易所的建立起到了催生作用;在深圳设立的“中国有色金属工业总公司深圳联营展销中心”则在一定意义上为交易所的建立奠定了机构基础。深圳有色金属交易所就是在这样一些条件下,在深圳市政府的领导下,由中国有色金属工业总公司供销运输公司、中国有色金属工业总公司深圳联合公司、深圳市物资总公司联合建立。

与其他许多交易所一样,深圳有色金属交易所也采取向交易者收取保证金和追加保证金的制度,由交易所为交易者提供统一结算服务,实行出市代表进场交易制度,只有交易所的会员才有资格在交易所内进行交易,非会员则必须委托会员代其进行交易。在交易方式上,深圳有色金属交易所的做法与其他交易所的做法有一定的区别,所采取的是在交易主持人主持下的集中公开竞价制度。交易大厅内设有各会员单位的出市代表席、报价板和几个大型屏幕显示器。显示器上显示的信息有:伦敦金属交易所六种金属期货和现货交易的行情、美元和英镑的汇价变动、我国各地区有关有色金属的价格信息及深圳有色金属交易所的交易行情等。在交易所规定的交易时间内,由交易主持人主持进行交易,各公司的出市代表在场内进行公开竞价,买卖成交双方的出市代表在交易凭证上签字,其后由主持人对交易凭证进行审核,在电脑打印出交易清单后再由买卖双方的出市代表签定合约书,结算部门则据此进行结算。

深圳有色金属交易所的交易品种包括铜、铝、铅、锌、锡、镍、镁、铋等八种常用的有色金属。以一手为交易单位,其中每手铜、铝、铅、锌、铋的数量为 10 吨,每手锡、镍、镁的数量为 2 吨。

2. 上海金属交易所(SHME)

上海金属交易所是由上海市人民政府和国内贸易部(原物资部)共同领导,以地方物资部门为主组建的非营利性服务机构。交易所于 1992 年 5 月 28 日正式开业。以在上海建设一个既有中国特色又符合国际规范的现代化期货市场为目标,交易所在开业后发展非常迅速,集中了国内大部分有色金属交易。1993 年各类有色金属的成交量达 2126 吨,按单向计算,这一交易量相当于全国有色金属总产量的 3.5 倍。同期成交总额达 3889 亿元人民币,

日均成交额达 22.2 亿元。交易履约率为 100%。巨大的成交规模和日趋成熟的交易规范已使上海金属交易所成为全国期货行业的龙头市场,并赢得了国际性声誉,其有色金属成交量居伦敦金属交易所和纽约商品交易所之后列世界第三位。

上海金属交易所实行会员制。交易所对申请成为会员的企业有很高的要求。如其章程中有关会员资格问题的规定为:“具备下列条件的经济实体,向本所提出申请,经理事会批准均可成为本所会员。(一)经工商行政管理部门注册登记,具有独立法人资格的生产、使用和经营金属材料的企业及外贸和金融单位;(二)拥有注册资本金(人民币)500 万元以上;(三)在交易所内年交易额 3000 万元人民币以上;(四)商业信誉好。”交易所设 9 人理事会,是负责交易所经营管理的执行机构。

交易所每周一至五的上午 9:00 至 11:30 进行交易。最初交易所曾采用类似伦敦金属交易所所采用的方法,将每个交易日的交易时间分为若干节,不同类别的商品分别在不同的交易小节内进行交易。但目前交易所已不采用这种做法,而是改为在整个交易时间内所有上市品种均可进行交易的做法。在交易方式上,上海金属交易所目前采用的是电脑集合竞价的办法,由电脑根据各交易者申报的交易价格和申报的时间,遵循价格优先、时间优先的原则,配对成交。

上海金属交易所开市后的交易品种包括铜、铝、铅、锌、锡、镍及生铁,交易单位以“手”计算,铜、铝、铅、锌等品种的一手为 5 吨,锡和镍等品种的一手为 2 吨,生铁的一手为 25 吨。目前上海金属交易所的交易分为即期交易和期货交易两类,但即期交易所采用的合约也是标准化的。交易的品种主要是六种有色金属。以下为 1 号铜期货标准合约。

表 1.8.2 上海金属交易所 1 号铜期货合约

交易单位	25 吨/手
最小变动价位	每吨 10 元人民币(每张合约 250 元)
每日价格最大波动限制	每吨不高于或低于上一交易日结算价 3%
交易时间	每周一至五上午 9:00—11:30(中间休息)
合约月份	1,2,3,4,5,6,7,8,9,10,11,12
最后交易日	合约到期月份的 15 日(遇法定节假日顺延)
最后交割日	合约到期月份的 25 日
交割质量	符合国际 GB—467—82、GB—466—82 的规定,铜加银的含量不少于 99.95%,每块重量在 30—150 公斤之间,允许磅差 2%,溢短 2%
交割地点	指定仓库

除铜的交易单位改为 25 吨外,上海金属交易所铝、铅、锌期货合约的交易单位也均为

25 吨/手,锡为 2 吨/手,镍为 3 吨/手。这些品种的标准合约除交割等级的规定与铜合约有所不同外,合约其他有关规定的內容基本相同。

3. 上海商品交易所(SCE)

上海商品交易所由原上海石油交易所、上海建筑材料交易所、上海农业生产资料交易所和上海化工商品交易所等四家交易所根据国务院有关部门提出的统一机构、统一结算、统一财务的原则 1995 年 4 月 17 日合并组建,于 1995 年 5 月 16 日实现连网交易。上海商品交易所现有会员 250 家,被舆论视为国内第一家真正实行会员制组织形式的交易所。交易所的注册资金全部由会员认购,会员席位和资格可以有偿转让,交易所理事会的全部成员均由会员大会选举产生。

上海商品交易所实行混盘交易,交易时间为每周一至周五上午 9:30 至 11:00、下午 1:00 至 2:30。各种合约均以 1995 年 7 月为第一个交易月份,循环 12 个月为一个交易周期。由于由分属于不同行业的四家交易所联合组建而成,上海商品交易所交易品种的覆盖面甚广,包括了建材类、石油类、纺织原料类、化工类的多个品种,如胶合板、聚氯乙烯等。其中,胶合板的国内交投十分活跃。1994 年一年的成交量达 2905.6 亿元。以下为上海商品交易所胶合板期货合约。

表 1.8.3 胶合板期货合约

交易单位	200 张(1 箱)
报价代码	PW
合约月份	1、3、5、7、9、11(循环 12 个月为一个周期)
最小变动价位	每张胶合板 0.1 元(每张合约 20 元人民币)
价格波动限制	上一交易日结算价上下 3%
最后交易日	合约到期月份的 15 日(遇国定假日顺延)
交割等级	三层(2.7—3.0) * 1220mm * 2440mm(BB 级、CC 级)印度尼西亚胶合板,质量符合日本胶合板输出标准 JPIC(1968),其他产地胶合板按交易所交割升贴水规定执行。
交割方式	凭上海商品期货清算有限责任公司签发之栈单或提单
交割地点	上海商品交易所定点仓库

三、案例 :住友事件

早在 16 世纪,住友家族的创始人住友正友就曾经自豪地宣称,住友商社是全球最大的铜出口商,如果当时他能预料几个世纪以后,铜还可以作为期货合约进行交易的话,他肯定会断言,住友同样可以在国际期铜市场上呼风唤雨。

不料,1996 年 6 月 14 日,这个已有 400 多年历史的住友商社爆发了一宗震惊全球的金融投机大案,在得以发家致富的铜品市场栽了大跟斗。该公司有色金属交易部部长首席交易商滨中泰男因长期从事未经授权的国际期铜交易,导致伦敦金属交易所期铜价格狂泻以及住友商社遭受 18 亿美元的巨额损失,到 6 月下旬,估计亏损额扩大为 40 亿美元之巨,相当于去年 3 月以来爆发的三大金融衍生产品事件——霸菱事件(损失 13 亿美元)、大和银行事件(损失 11 亿美元)以及加州奥兰治事件(损失 16 亿美元)的亏损总额。面对接二连三的重大金融案件,人们不禁抛开金融衍生产品对社会经济的积极意义,对交易制度本身产生怀疑,担心其弊病愈演愈烈,成为金融“癌症”,认为上述系列事件是金融衍生市场的必然产物。其实,这种担心是多余的,和其他事件一样,从住友事件事后来看,很容易发现这样那样的可以避免的人为因素,主要表现在交易所的监督与管理,公司的内部管理漏洞以及事件当事人失去理性导致决策失误等方面。

1. 伦敦金属交易所责无旁贷

交易所是交易规则的制定者和贯彻者,而交易双方的行为则是交易规则的函数,有什么样的规则,就会导致什么样的行为。故而交易所首先必须考虑交易双方的种种目标以及实现目标的可能方式,制定合理、公平、可行的规则,然后根据各项规则,对交易双方进行有效的监督和管理,以达到预期目的。然而,伦敦金属交易所(LME)在规则的制定和执行上都存在着明显的不足和疏忽。LME 长期以来片面追求市场规模和佣金收入,尽力降低对客户的入会要求,极力减少市场管制。在制定市场规则方面,最大的问题在于通常不要求客户用现金而是以银行担保及信用来弥补交易损失(保证金的不足部分)。这就给滨中泰男利用住友商社的良好信誉以及一些私交密切的银行进行私下贷款,为长期违规操作提供了可能。LME 还允许仓位在不同客户之间自由转换,而且其交换价格不受市场价格限制。LME 对交易信息披露太少。尤其是对场外交易(OTC)缺乏制度性的反映,从而难以把握和控制它对场内交易的冲击。所有这些在美国的市场标准下都是不可思议的,换句话说,由于制度本身的完善程度不同,类似事件在美国发生的可能性就会小得多,或者会更及时地被发现而加以制止,减少损失。

同样,在贯彻规则、监督管理上也存在着敷衍了事、放松警惕的现象。滨中泰男毕竟不是圣人,在长达十年之久的市场违规操作中,不可能不给交易所管理当局留下半点蛛丝马迹。

事实也确实如此。早在 1991 年,就有传言这位期铜市场的核心人物要求一位纽约同行出具虚假票单,以阻挠一项有关市场操纵行为的调查,但是管理当局没有采取任何行动。在 1993 年—1994 年的紧缩时期,又有人士对这位铜老板指指点点,而管理当局依然无动于衷。

随着事态的发展,住友操纵铜市的传言越来越盛。1995年10月、11月份,LME总裁大卫·金意识到期铜各月合约之间价差的不合理状态,要求董事会开展详细调查。由此,LME专门成立了一个由相互之间毫无联系,没有根本利害冲突的专业人员组成的特别委员会,对本交易所每个客户各个合约上所持有的头寸及交易所仓库中仓单的所有权进行彻底调查。而恰恰在这一时期,滨中泰男仗着自己多年的经验和雄厚的资金实力,又一次严重地操纵基本面已经不行的期铜市场,暂时稳住了一路下滑的期铜价格,给人以回光反照的迹象。直到今年五月查出,在银行的存款余额通知单中有2000万美元同住友商社财会部门掌握的数额不相符合,滨中泰男的丑闻才日渐败露。现在回过头来想想,如果交易所管理当局能够重视1994年以前的任何一次谣传,然后顺藤摸瓜,查个水落石出,将操纵动机扼杀在萌动状态,都可以明显地减少住友商社的损失,减少国际金融市场的动荡程度。

而且,早在80年代,LME锡品市场崩溃,损失1.4亿美元,交易所的严重缺陷就已被明确指出,LME没有认真总结教训,亡羊补牢,故而对这起重大金融衍生产品交易事件更是责无旁贷。

2. 商社监控漏洞百出

从住友商社的内部监管来看,最大的失策是轻易地将一个商业部门长期委托给一个人负责。在事发以前,滨中泰男既是铜品交易员又是帐户管理员,集会计、出纳于一身,这是严重违反会计原则和企业管理原则的。这就从公司内部为滨中泰男长期从事未经授权的帐外交易,并私自篡改帐目和记录,隐瞒买卖铜品期货的巨额亏损提供了便利。据日本同业人士介绍,日本的交易行通常在两到三年便要将其交易员调整一次,把实行派出人员轮换制及机构内部岗位轮换制作为业务监督的一个重要手段,而滨中泰男自从1970年加入住友商社以来,长期从事国际铜品交易,一呆就是20多年,并一举成为铜界名人,博得“百分之五先生”的美称。这是极不寻常的。这一方面说明滨中泰男确实是一位杰出的期铜交易商,另一方面,也许正是这种“名人”效应,放松了住友商社的高层领导的警惕性,使他们轻信了其人品,高估了其能力,以致最后酿成大祸。

我们知道,金属期货不同于其它金融衍生产品,它需要以实物交割为基础,金属交易(无论是现货交易还是期货交易)都必须经由专门的运输部门或准业务部门,将卖方的金属转运到买方指定的地点,或者进行实地盘查,决定合约的签定与否。由此推测在事发前的十年中,至少有一些上层领导明白他们在期铜市场的实际交易部位及形势日趋严重等情况应该合乎情理,从而住友总裁秋山富一的一再声明(“公司根本没有参与,这是极其意外的个人不轨行为所致”)实在难以令人相信。其实,滨中泰男的长期违规交易有着深刻的经济背景。日本的银行业、大商社在80年代大量涉足房地产业,90年代泡沫经济破裂后,形成了巨额的呆帐,于是纷纷将战略目光投向国际投资场所。各公司高层领导就是在这样的背景下,为了大力拓展国际业务,迷信所谓的“天才交易员”,放手让他们大干,忘记了高风险与高收益相伴相随的基本常识。退一步说,即使这一声明是真,就“非法交易持续十年以上才被发现,导致铜交易市场混乱”这一结果而言,住友商社的高层领导也绝对逃脱不了重大责任。

此外,住友事件还暴露了计算机应用在日本企业营运管理中存在严重的问题。在西方发达国家,会计电算化、计算机网络化已经十分普及。这在企业经营管理中,大大增加了职

员欺诈行为的难度,同时更易于企业内部监控部门发现存在的问题。通过计算机网络,企业高层领导只要一按按钮,即可知晓某某部门、某某职员的工作情况;而实际部门操作者则可以避免许多由于文件堆放混乱、信息处理缓慢等引起的决策失误和操作失误。而在日本,许多企业的经营还没有完全计算机化,致使各部门的信息不能快速有效地相互交流,更为严重的是不少企业领导思想不够解放,认为计算机只是秘书、助理们的办公工具,在自己的管理决策中拒绝使用计算机,这与发达的经济大国是极不相称的。

尽管美国的公司职员中也存在计算机盲,不过相比之下,日本的情况更为严重。有资料表明,1994年日本公司使用计算机的职员占全部职员的比重为12%左右,而在美国,这一比重高于40%,是前者的3倍多;1995年比重大小仍然悬殊;预计到1997年,日、美将分别超过25%和50%,两者之比缩小为2:1左右。这种状况部分原因也许是日本企业管理过于看重个人信用的经济文化背景所致,许多经理、董事长,甚至是证券行业的主管对功能强大的计算机服务系统认识不足。据报道住友商社和其他一些金融公司一样,其监控部门(包括滨中泰男主管部门)根本没有用以跟踪、分析、监督异地交易信息的网络系统,而滨中泰男甚至还会熟练使用计算机,简直让人不可思议。简言之,公司内部管理上的种种漏洞,构成了本事件的重要原因。

3. 滨中泰男自食其果

首席交易商滨中泰男本人是这次事件的直接肇事者。他于1970年加盟住友商社,进入国际铜品市场,70年代末,以一个普通小职员的角色来到LME,参与金属期货交易,当1983年返回国内时,他的铜交易量已经有每年1万吨。到了80年代末,他已经在国际期铜大户中展露头角,并拥有重要的一席之地,“百分之五先生”和“锤子”之称应运而生。“百分之五先生”是圈内人士对他的尊称,因为他所带领的住友商社有色金属交易部控制着全球铜交易量的5%之多,由此也足可见他的买卖决策对国际铜市所能带来的重大影响,为他的操纵行为埋下伏笔;而“锤子”一称则反映了他在交易中具有锤子一般坚硬的性格,这种性格促成了他的成功,同样也是导致最后孤注一掷的赌徒行为的内在原因。出色的成绩和富于自制力和逻辑性的绅士形象,为他赢得了上司的器重,使他在公司内的地位扶摇直上,事发前已成为金属交易部部长,就在丑闻败露的前两天,住友的一位高级官员还在《金融时报》上称道滨中泰男,说他很有希望成为商社董事会委员候选人。5%的市场地位、“锤子”般的性格以及事业的一帆风顺、职位的青云直上,使得这位响当当的铜老板在亏损面前不甘失败,还想凭借自己的经验和实力“力挽狂澜”,没料到“偷鸡不着反蚀把米”。这无疑又是一次“智者千虑,必有一失”的活写真。错就错在位于风险之巅的滨中泰男失去理性,不能量力而行,不能悬崖勒马,最后招致事败誉毁、前功尽弃的悲惨结局。如果说,滨中泰男不要过于自负,孤注一掷,逆势而行;如果说不要碰到索罗斯量子基金和罗伯逊老虎基金这些“死对头”,就像霸菱银行新加坡分行交易员里森不要遇到日本大地震一样,情况就会大不相同;如果说LME和住友商社在制度和监管上没有这么大的缺陷,滨中泰男也绝不至于发展到亏损40亿美元的地步。也就是说这位曾经在国际铜市几度风光的铜老板落到今天的下场既是自己一意孤行、决策失误的必然结果,也是不完善的衍生产品交易制度和不严格的监督管理方式的牺牲品。

面对一系列的金融衍生产品事件,不必担心衍生产品市场成为经济领域的“百慕大三角”,谈“衍”色变。衍生产品、衍生产品交易制度毕竟根植于现代经济、货币经济快速发展的客观需要,在发现价格、转移风险以及增加市场流动性等方面起着不可低估的积极作用。只不过它从诞生到现在才二十几个年头,尚处于发展的初级阶段,如前所说,它自身还存在着许多欠完善的地方,在很大程度上导致了金融案件的发生。我们不能因为几个事件就怀疑,甚至简单地否定这种新生事物,正如我们不能因噎废食一样。随着时间的推移,这种交易制度必将在“边干边学”中得到逐步发展和完善,进而减少人为因素的失误,降低金融事件的案发概率,真正实现其应有的发现价格、分散风险等各项功能。面对这些金融大案的爆发,我国在改革金融体制、完善金融市场的过程中必须引以为鉴,充分利用后发之优势,少走弯路,并逐步走向市场化、规范化和国际化。

第九章 金融期货

第一节 利率期货

一、利率的基本概念和决定利率的因素

1. 利率的基本概念

利率是利息率的简称。利息是指在货币资金借贷关系中借款方付给贷款方的报酬。因此,利率则是指在一定时期内贷出货币数量同所获得的利息额的比率。

2. 决定利率水平的有关因素

从广义上讲,利率也是一种价格,因此,它和其他形式的价格一样,是由市场的供求关系决定的。基于这种认识,决定利率水平的因素就必须从供求两方面考虑。首先,供给方面的因素主要有:

(1)货币供给量。从理论上讲,在对货币的需求不变的情况下,货币供给量的增加,会使资金市场上出现供过于求的情况,这样就会导致利率水平的下降,从而使货币的供求在一个较低的利率水平上达到均衡。

如图 1.9.1 所示, r 表示利率水平, S_m 表示货币供给曲线, D_m 表示货币需求曲线, E 表示资金市场均衡点, S 表示货币供给量。图 1.9.1 中,资金市场上原来的均衡点为 E_1 ,利率水平为 r_1 ,货币数量为 S_1 ;在货币需求不变的情况下,当货币供给量由 S_1 增至 S_2 时,资金市场重新达到新的均衡点 E_2 ,利率水平也由 r_1 降至 r_2 。因此,在货币需求不变的前提下,货币供给量的增加会促使利率水平下降。反之,在货币需求不变情况下,减少货币供给量会促使利率水平上升。因为,货币供给量的减少会使资金市场上出现求大于供的现象。而价值规律的作用必然使资金市场在一个新的利率水平上达到均衡。

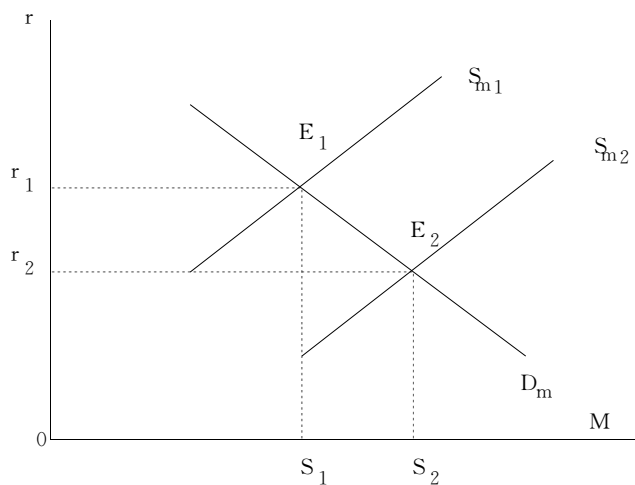


图 1.9.1

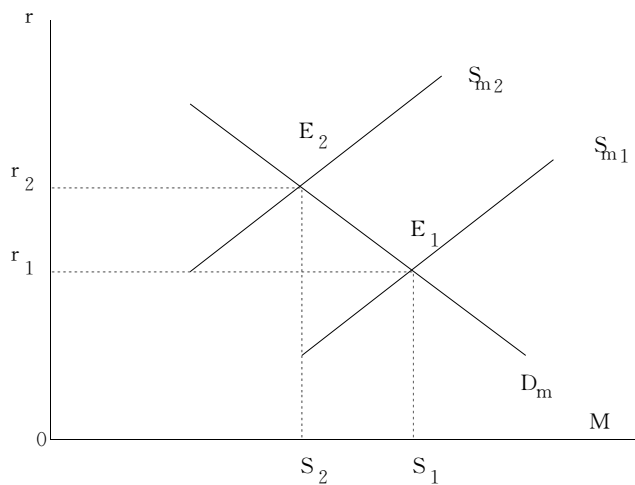


图 1.9.2

在图 1.9.2 中,资金市场上原来的均衡点为 E_1 ,在货币需求曲线不移动的条件下,货币供给曲线由 S_{m1} 移动至 S_{m2} ,即货币供给量由 S_1 减少至 S_2 ,这时形成新的均衡点 E_2 ,利率水平增加至 r_2 。

(2)货币政策。货币政策是影响利率水平的重要因素之一。因为,制定货币政策的基本目的在于促进经济的稳定增长,而经济增长速度的快慢是通过控制货币供给量和信贷规模来实现的。一般而言,中央银行控制货币供给量和信贷规模的方法主要有:

①公开市场业务。中央银行在公开市场上向交易商购买或出售长、短期政府债券以及其他政府有价证券。中央银行参加证券买卖的目的在于控制银行系统的储备。因为,如果中央银行出售证券,则它可以从交易商那里收取货币资金;若中央银行购买证券,则它必须向交易商支付货币资金。

②准备金比率。改变银行的准备金比率也可促使利率水平发生变化。准备金比率一般由中央银行规定。每一家商业银行都必须按照准备金比率的高低将其一部分存款作为准备金,而不能把存款全部贷出。在这种情况下,如果中央银行降低准备金比率,商业银行可用于借款的资金就多一些,利率水平就会降低;反之,若提高银行的准备金比率,商业银行可用于贷款的资金就会减少,利率水平就会上升。

③贴现率。增加准备金的另一方法,就是商业银行向中央银行借贷。这种借贷利率被称为贴现率。在美国,贴现率水平由联邦储备系统的理事会决定。若联邦储备系统降低贴现率,则表明银根放松,各家商业银行可用于贷款的奖金会增加;反之,若贴现率提高了,则说明银根紧缩,各商业银行可以用来贷款的资金便减少了。

(3)财政政策。一个国家的财政也是影响利率水平的重要因素。无论是扩张性财政政策还是收缩性财政政策都会对利率水平发生影响。从各国情况看,政府用于影响利率水平的财政工具主要有:

①公共工程。公共工程的建设周期一般都比较长,规模也较大。因此,公共工程的兴办也可以作为政府可以采取的长期财政政策。

②税率。税率的变化会对个人可支配收入和政府财政收入产生极大的影响。采取鼓励投资的税收政策,即降低税率,则社会上个人和企业手里的资金增多,利率水平就会下降;而若采取抑制性的政策,利率水平就会上升。

③军费开支。军费开支也是一个国家财政支出中的重要项目。因此,军费开支的增加或减少,都足以引起利率水平的变动。此外,政府用于帮助穷人、失业人员以及老年人等等的福利支出,也会对利率水平产生一定的影响。

影响利率水平的因素,不仅有供给方面的,而且也有需求方面的。

(1)企业对货币的需求。企业对货币的需求,主要表现为其对信贷资金的需求。这种需求,是与经济发展周期相联系的。在经济发展上升时期,各企业的发展前景看好,企业家们就会期望通过信贷实现较高的收益,因而这一时期企业对信贷资金的需求极为迫切。与此相反,在经济发展相对停滞时期,企业对信贷资金的需求则不足。因此,利率水平的变化也是与经济发展周期密切相关的。在经济上升时期,利率水平就会逐渐上升,而在经济停滞时期,利率水平又会随之降低。

企业作为信贷资金的需求者,其对利率水平的影响,可以由存货的变化具体地说明。对存货的投资是企业要求信贷资金的主要原因之一,而存货的变化与经济周期的变动又有着紧密的联系。例如,存货的增加,表明经济增长变缓,因为销售跟不上生产的发展,这时,企业对信贷资金的需求就会减少,利率水平就会下降;相反,存货减少,则意味着经济迅速发展,社会对企业产品需求的增加会促使企业争取更多的信贷资金,这就会产生利率上升的压力。因此,存货的增减,不仅是经济情形好坏的晴雨表,而且也是利率水平升降的先兆。它

们之间的关系用图表示,则如下:

存货 $\uparrow$ →经济 $\downarrow$ →利率水平 $\downarrow$

存货 $\downarrow$ →经济 $\uparrow$ →利率水平 $\uparrow$

(2)建筑业的影响。建筑业是一国经济的主要支柱之一。在经济呈现周期性发展的时候,建筑业也表现出类似的变动规律。在经济迅速发展时期,建筑业首先呈现出蓬勃生机,信贷需求相当旺盛;而当经济出现衰退时,建筑业自然也是首当其冲,无法幸免。同样,建筑业的变动,也是衡量企业活动的晴雨表。一般来说,开工房屋数量的多寡与经济快慢以及信贷需求的强弱成正比。因此,建筑业的情况好坏也会对利率水平产生作用。

(3)失业率和通货膨胀率。失业率和通货膨胀率与经济发展周期也息息相关。在经济衰退时期,失业率上升,为了降低失业率,中央银行必须放松银根;当经济发展时期,通货膨胀率上升,中央银行则又必须紧缩银根。所有这些都意味着失业率和通货膨胀率会对利率水平的变动产生压力。

(4)耐用消费品和零售物价的变动。在市场经济条件下,耐用消费品定单的多少和零售物价水平的高低亦是衡量经济发展状况的因素之一。例如,耐用消费品定单的增加,表示企业经济活跃,经济处于上升阶段,这时,信贷需求逐步增加,利率水平随之上升。与耐用消费品情况相似,零售价格升高,也表示信贷需求的增加和利率水平的上升。

(5)国民生产总值。经济发展的一个重要标志是国民生产总值的增加,而国民生产总值的增加会促使利率上升;反之,国民生产总值的减少则会促使中央银行降低利率,刺激经济增长。

(6)个人收入。个人收入的高低也会影响利率水平的变动。因为,个人收入的增加就意味着消费水平的相应提高,这样消费品的价格就会上升。无论是耐用消费品价格的上升还是零售商品价格的上升,都会导致信贷需求的扩大和利率水平的提高。

二、利率市场

1. 资金市场

按照资金融通期限的长短,利率市场可分为资金市场和资本市场。资金市场主要是指短期信用工具的融通市场。这个市场内涵广泛,并无明显界线。不过,在这个市场中,短期利率工具是其核心内容。以美国为例,这些短期利率工具包括:政府短期国库券、商业票据、定期存单等等。

资金市场是企业和金融机构调剂资金余缺的不可缺少的场所。企业和金融机构在经营中经常会出现现金收支不平衡的情况,例如某家公司可能在一段时间发现自己的现金数量增加,而另一些时间却又发现现金出现短缺。为了应付经营过程中可能出现的不测之需,大多数企业都会留有现金储备,金融机构也会按规定留存法定准备金。因此,为了减少现金储备的成本,提高资金融通的灵活性,企业和金融机构需要利用流动性强的短期信用工具。通过现金和短期信用工具之间的买卖,资金市场发挥调剂资金余缺的作用。

资金市场的交易,没有国家的交易场所。与有组织的期货和证券市场有所不同,它是无

形市场,其交易由交易商们通过电话等现代化通讯工具在世界范围内进行。在美国,资金市场的参加者主要有:纽约联邦储备银行、商业银行、财政公司、非金融公司、政府有价证券交易商以及经纪公司等等。由于这种交易大都没有文字的或书面的记录,也没有规范的结算制度作保证,因此,这种交易大都是在交易双方相互信任的基础上进行的,很少出现毁约的情形。虽然没有固定的交易场所,但资金市场的交易区域却相对集中,一般都集中在金融业比较发达的城市和地区。例如,纽约就是美国资金市场的主要运动中心。

2. 资本市场

资本市场是指筹措长期资本的场所,它和资金市场有所不同,主要区别在于:

第一,两种市场上的信用工具期限长短不同。资金市场的信用工具是短期的,而资本市场的信用工具是长期的

第二,资本市场的信用工具具有双重性质,即既有债券性质又有股票性质,而资金市场则仅仅进行各种债券的交易。

第三,由于信用工具的期限不同,它们的风险也不相同。长期有价证券的风险要大于短期有价证券的风险。

资本市场的参加者分为二类,一类为借款方,主要是各类公司,它们通过出售债券或股票的方式筹集长期资金。另外,政府、银行以及其他金融机构也经常参与资本市场的借款交易。另一类为资金来源方,这主要包括个人、银行、储蓄机构、政府、保险公司和各种基金会等。

资本市场的交易一般都有固定场所,例如股票交易所、证券交易所等等。

3. 重购协议

第三种筹集资金的方式是重购协议。这种方式类似于当铺的做法,即为了筹得资金,必须把手中的有价证券作为得到短期贷款的抵押品。例如,若某人拥有一张面值为 200 万美元、90 天到期的国库券,这时市场价格为 198 万美元。他以 198 万美元的市场价格将国库券转让给别人,同时他答应一星期后以 198.15 万美元从同一人处购回该国库券。可见,这张国库券相当于贷款 198 万美元的抵押品,一星期后他多付出的 0.15 万美元则是他贷款 198 万美元一周的代价。

按照美国的情况分析,重购协议有以下特点:

第一,从理论角度分析,任何有价证券均可作为相互贷款的抵押品。但是,从实际情况看,重购协议交易中只有政府发行的各种有价证券才是最常见的抵押品。

第二,重购市场基本上为经纪人垄断。由于经纪人不向投资者提供这种方便,所以几乎没有投资者参加。

第三,重购市场没有固定的交易场所。

第四,重购交易一般由交易双方在电话中进行。由于这种交易没有由第三个当事人签字担保的结算体系,因此,交易双方在进行交易时必须相当谨慎。这时,交易双方的信誉成为能否达成交易的重要因素。

第五,重购市场也没有能够担任全部交易结算功能的集中机构。

第六,重购市场提供的税后利润率,通常比等价的期货市场更低。

第七,重购市场大多数交易的贷款期限都很短,通常只有一夜。因此,由于时间限制,重购市场不能提供套期保值功能。

反重购协议的含义与重购协议的含义大体相同,但两种交易的方向相反。例如,前者是借出美元而接收有价证券,而后者是出售有价证券而得到美元。事实上,重购协议和反重购协议不过是同一笔交易的两个不同方面。

在美国,重购协议是联邦储备委员会经常用于影响联邦基金利率的方法之一。联邦储备委员会若作为重购协议的买方,则表示它要增加贷款和银行储备;若联邦储备委员会进行反重购协议交易,则表明它要借款和吸收银行储备。

三、与利率期货相关的债券的基本内容

1. 债券的含义

债券是一种表明债权债务关系的凭证,证明持券者有按约定的条件向发行人取得利息和到期收回本金的权利。具体地说,债券的持有者就是债券的债权人,债券的发行者则是债务人。

购买债券实际上相当于把钱借给债券的发行者。从这个意义上说,债券的性质跟借款收据是一样的。但是,由于债券通常具有固定的格式,较为规范,这些不同于借据的特点使得持券人可以在债券到期前把债券转卖给他人,这样,接受转卖的人就成为新的债权人。借款收据一般则不能转让。

2. 债券的种类

债券的种类很多,按发行主体不同,可分为政府债券、公司债券和金融债券等等。

(1)政府债券。政府债券是指中央政府、地方政府或政府机构发行的债务凭证。由于政府债券有政府的信誉作保证,因此,在各种信用工具中,它的风险性最小。

按不同的标准,政府债券又可进一步细分为:

①按发行主体划分,可分为中央政府公债、地方政府公债和政府机构债券。

②按偿还期限划分,可分为短期、中期和长期政府债券。各国划分长、中、短期的标准不一。美国把1年以内的称为短期债券,1至10年的称为中期债券,10年以上的则称为长期债券。另外,在美国,短期中央政府债券称为国库券;而在我国,国库券则指长期中央政府债券。

③按还本付息方式划分,可分为定期公债、贴息公债、附息票公债、抽签还本公债和永久公债。

④按发行用途划分,可分为建设公债、特种分债、赤字公债以及战争公债。

⑤按可否转让划分,可分为可转让公债和不可转让公债。

⑥按购买意愿划分,可分为自愿购买公债和强制摊派公债。

⑦按发行地域划分,可分为国内公债和国际公债。

⑧按是否与物价挂钩划分,可分为固定利率公债和保值公债。

政府债券在各国的债券市场上都占有相当大比例。1990年底,西方几个主要国家公开

发行的债券总额达 12 万亿美元,其中政府债券占 64%。美国政府是世界上最大的贷借款者,至 1990 年底,美国的政府债券共达 38740 亿美元,占美国公开发行债券总额的 71.9%。其他几个主要国家的政府债券占本国公开发行债券总额的比例分别为:意大利为 82.2%,法国为 79.7%,比利时为 78.2%,加拿大为 69%,荷兰为 66%,日本为 61.5%,英国为 60.8%,西班牙为 59%,澳大利亚为 55%,瑞典为 36.5%,德国为 32.5%,丹麦为 31.2%。

(2)公司债券。公司债券又称企业债券,它是公司为筹措资金而发行的债务凭证。公司债券的持有者是公司的债权人,而不是公司的所有者。这是公司债券持有者与公司股票持有者之间的最大区别。公司债券的持有者有按约定条件向公司取得利息和到期收回本金的权利,他们优先于股东分红取得利息。在公司破产清理时,公司债券的持有者对公司剩余资产也有优先于股东的要求权。另外,公司债券的风险比政府债券的风险大,不过由于公司在发行债券时一般都需经过严格的审查和财产抵押,因此,公司债券的安全性也比较大。

公司债券的种类也很多。例如,按不同标准划分,有:记名公司债券和不记名公司债券;抵押公司债券、担保公司债券、信用公司债券、证券抵押信托公司债券、设备抵押信托公司债券、固定利率公司债券、分息公司债券、收益公司债券、参加公司债券、改组公司债券、保值公司债券、免税公司债券;通知公司债券、分期偿还公司债券、可转让公司债券、偿债基金公司债券、有奖有息公司债券;长期、中期和短期公司债券;公募公司债券和私募公司债券;直接发行公司债券和间接发行公司债券等等。

(3)金融债券。金融债券是金融机构为筹集资金而发行的债务凭证。在欧美大多数国家中,由于商业银行和其他金融机构都属于股份制公司,因此,这些金融机构发行的金融债券,其发行、流通、转让、偿还等与公司债券大体一样。

3. 债券的基本要素

尽管债券的种类繁多,但它们都包含以下几个基本要素:

(1)债券面值。从狭义上讲,债券面值就是债券的票面价值。从广义上讲,债券面值则包括面值币种和面值大小两个基本内容。面值币种取决于发行者的需要和债券的种类,国内债券的面值币种为国内货币,外国债券的面值币种为债券发行地国家以外的货币,如欧洲美元、欧洲马克等。

(2)债券的票面利率。债券的票面利率就是债券票面所载明的利率,它是发行人付息的依据,即债券的票面利率是债券利息与债券面值之比。债券票面利率可以分为固定利率和浮动利率两种。前者是发行债券时就已经规定好的,一直到到期时不变;后者则随某个参照利率(如优惠贷款利率)的变动而变动。债券的票面利率主要是由债券的期限、债券的信用等级、利息的支付方式以及市场利率水平等因素决定的。

(3)债券的还本期限。债券的还本期限,是指从债券发行日起到债券偿还日之间的一段时间。发行者根据资金需求的期限长短、市场利率的变动趋势、债券二级市场的发达程度等因素决定合理的债券还本期限。债券的还本期限,短的只有几个月,长的可达几十年。债券通常都有固定的期限,但个别债券没有固定的期限。债券持有人在债券偿还日之前可随时将债券转售给他人,而不必将债券一直保留到偿还日。

(4)债券的偿还方式。债券在发行时还必须确定适当的偿还方式。债券的偿还方式大

致有:期满前偿还、期满时偿还、延期偿还。这主要根据资金需求的情况决定。值得注意的是,提前偿还就意味着缩短偿还期限,而延期偿还则意味着延长偿还期限。

4. 债券的市场价格

债券的市场价格就是债券在市场上实际成交的价格。影响债券市场价格的因素主要有:

(1)国内利率水平。对固定利率的债券而言,债券的市场价格是随着当时的国内利率水平的变化而不断波动的。当国内利率水平高于债券的固定利率时,投资商不会将资金投向收益率低的债券,债券的市场价格因而下跌;反之,债券价格则上扬。也就是说,债券的市场价格与国内利率水平呈现反方向变动的规律。相对而言,当国内利率上升时,债券市场价格下跌;当国内利率下降时,债券市场价格上涨。对债券利率与市场利率挂钩的浮动利率债券而言,国内市场上的利率水平对债券的市场价格影响不大。

(2)通货膨胀率。通货膨胀率的意外上升会使债券的真实利息收入和票面价值的真实值下降,从而使债券市场价格下降。

(3)国内外利率差异。在资金自由进出的国家里,国外的高利率会使国内资金流向国外,从而使国内对债券的需求会减少,债券价格下降;相反,如果国内利率高于国外利率,则国外游资会流入国内,使国外对国内债券的需求增加,从而债券价格上升。

(4)汇率的预期变动。国外投资者在购买国内债券时,不仅考虑债券的利息收入,还要考虑未来的汇率变动。如果国外投资者预期投资国的货币将贬值,则会减少购买该国的债券,从而使该国债券市场价格下降;如果国外投资者预测投资国货币将升值,该国债券价格就会上升。

(5)风险程度。在其它条件相同时,风险程度较低的债券,市场价格越高;风险程度越高的债券,市场价格越低。债券市场价格一般应该低到可以提供足够的预期收益来补偿投资者所冒的风险。

5. 债券的投资收益率

债券的投资收益率是投资者进行投资决策时必须考虑的因素之一。债券的票面利率不等于债券的收益率。除了票面利率之外,债券投资的收益率还可以用本期收益率、持有期收益率和到期收益率等三种概念表示。

(1)本期收益率。本期收益率是指每年支付的利息收入与本期债券的市场价格的比率。它以目前的市价为基础来衡量投资者购买债券后每年可带来的现金收入。其计算公式为:

$$\text{本期收益率} = \frac{\text{年均利息收入}}{\text{本期债券的市场价格}} \times 100\%$$

举例说明,假如某投资者用 10000 美元买进 1 张年利息率为 8%、面值为 10000 美元的政府债券,则该投资者每年的利息收入为 800 美元,则这笔投资的

$$\text{本期收益率} = \frac{800}{10000} = 8\%$$

在这种情况下,本期收益率与债券票面利率相等。但是,由于债券市场价格与市场利率呈现反方向变动的规律,所以,根据利息收入和债券市场价格计算的债券的本期收益率与市

场利率变动是呈同一方向变动的。在上例中,若市场利率升到高于 10% 的债券票面利率时,债券的市场价格就会下跌,本期收益率增加。假定债券的市场价格由于市场利率上升而跌至 8000 美元,则

$$\text{本期收益率} = \frac{800}{8000} \times 100\% = 10\%$$

相反,若市场利率低于债券票面利率,则债券市场价格上升,本期收益率减少。假定上例中债券价格由于市场利率下降而升至 12000 美元,则

$$\text{本期收益率} = \frac{800}{12000} \times 100\% = 6.7\%$$

(2) 持有期收益率。持有期收益率是指在一个持有期内的收益率。其计算公式为:

$$\text{持有期收益率} = \frac{\text{卖出价格} - \text{买进价格} + \text{债券利息}}{\text{买进价格}} \times 100\%$$

例如,某投资者以 9800 美元的市价买进 1 张面值为 10000 美元、票面利率为 8% 的债券,一年以后以 10300 美元的市价卖出,则

$$\text{持有期收益率} = \frac{10300 - 9800 + 10000 \times 8\%}{9800 \times 100\%} = 13.3\%$$

(3) 到期收益率。到期收益率是指使债券面值与每年债券利息的现值之和等于该债券目前市场价格的折扣率。其计算公式如下:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{iF}{(1+r_0)^t} + \frac{F}{(1+r_0)^n}$$

其中, P_0 表示债券目前的市价, n 表示离到期日的年限; i 表示票面利率, F 表示债券面值, r_0 表示到期收益率。由于用这个公式计算 r_0 很困难,因此常用下列近似公式来代替:

$$r_0 = \frac{\text{每年平均资本利得(或损失)} + \text{每年债券利息}}{\text{平均投资额}} \times 100\%$$

例如,某人投资 9000 美元买进 1 张面值为 10000 美元、票面利率为 8%、25 年后到期的债券,则到期收益率如下计算:

$$r_0 = \frac{(10000 - 9000) + 10000 \times 8\%}{(9000 + 10000)/2} \times 100\% = 8.84\%$$

上述公式适用于每年付息的情况。在我国,国库券是到期一次性还本付息,其计算公式为:

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{面额} + \text{利息总额} - \text{购买价格}}{\text{购买价格} \times \text{剩余年数}} \times 100\%$$

例如,其投资者于 1992 年 8 月 10 日以 140 元的价格购入 1 张面额为 100 元、票面利率为 10%、期限为 5 年的 1988 年国库券(1993 年 7 月 1 日到期),则其到期收益率为:

$$\text{到期收益率} = \frac{100 + 100 \times 10\% \times 5 - 140}{140 \times \frac{325}{365}} \times 100\% = 8.02\%$$

6. 债券的特征

投资者在选择各种金融工具作为投资对象时,通常要比较它们的收益性、安全性和流动

性。

(1)从收益性看。债券的利率通常介于存款与贷款利率之间,即高于存款利率而低于贷款利率。这是因为,债券融资是直接融资,中介费用较小,因此债务人可以支付比银行利率高的利率;而银行存贷款是间接融资,即存款者把钱存入银行,再由银行贷给借款者,由于多了一个中介机构,中介费用就较多,而且银行还要从中赚取一定的利润。

(2)从安全性看。债券的安全性略低于银行存款。在西方各国,虽然银行也常常倒闭,但概率却比企业小得多。而且各国大都没有存款保险基金银行即使倒闭,存款者也可从基金中获得赔偿,因此,存款的安全性较高。债券的安全性则跟发行主体有很大关系。通常,国家公债、地方政府债券有国家和地方政府的信誉做担保,因此,其安全性最高;金融债券的安全性跟银行存款差不多;公司债券的安全性则较低,不过,由于债券发行时有一套严格的资信审查制度,因此公司债券的安全性也不会太低。在我国,银行信誉较高,因而银行存款安全性最高,债券次之。

(3)从流动性看。债券流动性大大高于银行存款。在二级市场较为发达的情况下,债券持有者若临时需要资金,可随时在市场上出售债券,而银行存款则不能随便支取。

四、利率期货交易的由来和发展

利率期货是继外汇期货之后产生的又一种金融期货。它最早产生于美国。这与 70 年代美国利率水平的频繁变动紧密相关。

美国的金融市场,一向资金充足,利率水平低且平稳,特别是长期金融市场上买卖的政府各种债券的利率,更是非常稳定。但进入 70 年代后,两次“石油危机”使美国的经济陷入了滞胀之中。为了抵制通货膨胀,美国联邦储备委员会采取了提高资金利率的政策,但结果是事与愿违,不仅没有解决通货膨胀问题,反而因利率过高影响了经济活力;同时,失业率上升,造成了严重的社会问题。这样,联邦储备委员会又不得不采取措施降低利率,但利率一降,物价又重新上升。所以,到了 70 年代末,美国利率水平每月都在变,而利率的变化又意味着债券价格的相应变化和由此带来的投资者财富的变化。债券持有者在这种利率水平极不稳定的情况下,采取措施回避利率变化给他们带来的风险则成了当务之急。利率期货正是在这种情况下应运而生。利率期货的产生,一方面,使债券持有者可以利用利率期货市场进行套期保值,以避免利率波动带来的风险;另一方面,也为投机者提供了获得利润的机会,投机者的加入又为市场增加了活力。

1975 年 10 月,美国芝加哥商业交易所最先开展利率期货交易——美国国民抵押协会的抵押证券期货。之后,1976 年 1 月 6 日,国际货币市场开办了 90 天短期债券的期货交易。1977 年 8 月,芝加哥商品交易所又引入长期债券期货交易。1982 年 5 月它又引入中期债券期货交易。利率期货的发展极为迅速。目前,利率期货在美国各种期货中交易量是最大的,利率期货的种类也已发展到 19 种。在 1982 年,各种利率期货加在一起的交易量达到了空前的 3000 万份合约的水平。到 1987 年,各种利率期货交易的总值更是大大超出 1982 年的水平。见表 1.9.1。

表 1.9.1 利率期货交易情况(1987 年)

信用工具	合约单位(份)	期限(年)	交易所
短期国库券	1000000	90(天)	芝加哥商业交易所国际货币市场
中期国库券	100000	10	芝加哥期货交易所
长期国库券	100000	20	芝加哥期货交易所
市政库券	1000×指数	19	芝加哥期货交易所

五、利率期货的概念和特点

利率期货是指协约双方同意在约定的将来某个日期按约定的条件买卖一定数量的某种长短期信用工具的可转让协议。由于长短期信用工具的价格跟利率水平的高低是密切相关的,因此称为利率期货。

与外汇期货交易一样,利率期货交易也是买卖双方在期货交易所内通过公开竞价方式买卖标准数量的特定金融证券合约的交易。同样,利率期货合约也是标准化合约,对合约的金融凭证的种类、利率、到期日、合约单位、价格波动限制等都有详细规定。

六、利率期货的种类

与利率市场一致,利率期货市场也按借款时间的长短分为资金期货市场和资本期货市场。利率期货也相应分成两大类。

1. 资金期货市场

资金期货市场是买卖标准化的短期信用工具的市场。在美国资金期货市场上交易较多的 4 种期货合约是短期国库券、欧洲美元、商业票据和定期存单。

(1)短期国库券及其期货。短期国库券是美国财政部于 1929 年 12 月开始发行的一种美国政府的负债凭证。由于短期国库券流动性大、安全性强,又能满足各种类型和各种层次的投资者的需要,所以,它发行后不久就成为最流行和受欢迎的投资工具。

美国政府的短期国库券的期限分为 3 个月、6 个月和 1 年共 3 种,期限分为 13 个星期、26 个星期或 52 个星期不等,面值最低为 1 万美元。它以折扣方式出售,投资者的回扣就是购买价格与到期面值之差。如面值为 10000 美元的 6 个月期国库券以 9650 美元售出,到期时的回扣就是 350 美元。计算国库券折扣的公式为:

$$\text{折扣金额} = \text{到期面值} \times \frac{\text{贴现率}}{(\text{或收益率})} \times \frac{\text{国库券实际期限}}{360}$$

$$\text{实际支付价格} = \text{到期面值} - \text{折扣金额}$$

在实际进行折扣计算时必须考虑两点:一是美国财政部在计算折扣时是以1年为360天为标准的;二是国库券的实际有效期为364天。

短期国库券的主要购买者有银行、公司企业、州和地方政府、联邦储备银行、各种信托基金和私人投资者。其中,联邦储备委员会成员银行和各种政府信托基金是最大的短期国库券拥有者。

短期国库券期货交易是1976年1月在美国芝加哥商业交易所中的国际货币市场开办的。其面值多为100万美元、90天到期的,具体到期交货月份分别为3月、6月、9月和12月。短期国库券的购买者还有权要求短期国库券的持有人在指定的交货月份交货,而该短期国库券则在交货之日起90天到期,交货日通常是在交货月份的第3周。由于购买了短期国库券期货合约的投资者也可在交货日到来之前将该合约对冲,因此,到期实现交投的合约是很少的。

在国际货币市场进行的短期国库券交易,是按“国际货币市场指数”订价交易的。国际货币市场指数是按国库券的实际短期国库券的年收益率与100元之差来计算的,即如果年收益率为8%的100元短期国库券在国际货币市场的报价是92元,则6个月期的短期国库券价格等于 $100 \text{ 元} - \frac{(100 \text{ 元} \times 8\%)}{12 \text{ 个月}} \times 6 \text{ 个月} = 96 \text{ 元}$ 。

短期国库券期货合约的最小价格波动幅度为一个基础点,即0.01%。一份3个月期限的国库券合约的基础点是 $100 \text{ 万美元} \times 0.01\% \times \frac{3 \text{ 个月}}{12 \text{ 个月}} = 25 \text{ 美元}$ 。

(2)欧洲美元及其期货。欧洲美元是指在美国境外的所有美元存款

欧洲美元市场的出现和发展是本世纪50到60年代世界政治局势日趋紧张的结果,现在它已成为国际间美元借贷的市场。

1981年下半年,芝加哥商业交易所的国际货币市场开始了欧洲美元期货交易,交易对象主要是伦敦银行的3个月期定期存款。欧洲美元期货到期交割时一律使用现金。

(3)商业票据及其期货。商业票据是一些大公司为筹措短期资金而发行的无担保本票。由于这种信用工具没有发行公司的任何资产作为保证,它的保险性不高,不过,因发行公司的不同,其信用也有高低之分。

商业票据的期限一般都少于270天,最常见的期限是30天。商业票据也以折扣方式进行出售,所以其计算方法也与政府短期国库券的计算方法相同。

1977年90天期的商业票据期货开始在芝加哥交易所挂牌上市,30天期的商业票据期货则到1979年才开始在芝加哥交易所挂牌上市。根据统一规定,30天期的商业票据期货合约的基本交易金额为300万美元,90天期的商业票据期货合约的基本交易金额为100万美元。另外,这两种期限的商业票据期货合约所代表的商业票据都必须经标准普尔公司和穆迪公司予以资信评级。

由于芝加哥期货交易所制订详细的商业票据期货合约的交投原则和规定上遇到一些复杂的技术难题,所以阻碍了商业票据期货合约交易量的顺利增加。因此,从总体上看,商业票据期货合约的交易并不很成功。

(4)定期存单及其期货。定期存单是一种存在银行的固定利率的定期存款,是一种可转让的资金收据,它在 60 年代出现后就以其不到期便可转让的特点吸引了大批的公司存款和银行的短期资金。目前,定期存单已是一种十分重要的信用工具,在金融市场上占据了相当的份额。

定期存单的期限为 30 至 90 天不等,面值最少的 10 万美元,最高的达 100 万美元。定期存单到期的年利率以 360 天为基础计算,出售时以面值为准,到期时一并偿还本金和利息。一张定期存单的价值就是其面值加上利息。

定期存单期货合约交易始于 1981 年 7 月。这种交易可在芝加哥交易所、国际货币市场和纽约期货交易所进行。但由于交易商对定期存单本身的信用没有把握和欧洲美元期货的崛起,定期存单期货交易很快衰败了。

2. 资本期货市场

资本期货市场是买卖标准化长期带息证券的场所。资本期货市场与资金期货市场的主要不同,一是借款时间长得多;二是通过半年一次的撕息票方式支付利息。在美国,长期带息债券用于期货交易的主要有 4 种:中期国库券、长期国库券、房屋抵押债券和市政债券

(1)中期国库券及其期货。美国政府的中期国库券是财政部以面值或相近的价值发行的,在偿还时以面值为准,其期限 1 至 10 年不等。和短期国库券一样,中期国库券由联邦储备委员会以拍卖方式出售,但中期国库券不是按折扣价发行,而是以面值或相近的价格发行,但偿还时以面值为准。与短期国库券还有一点不同,即短期国库券的利息是在还本时一次付清,而中期国库券的付息方式则是在债券期满之前,每半年一付,最后一笔利息在期满之日与本金一起偿付。此外,与短期国库券相同的是,中期国库券也以政府的信用作为担保,因此,同样被认为是最保险的投资选择之一。

中期国库券期货合约交易始于 1979 年,由芝加哥期货交易所和国际货币市场同时推出。现已开办的中期国库券期货合约交易主要有 4—6 年期、3—4 年期和 10 年期的。

(2)长期国库券及其期货。长期国库券是美国财政部为筹集长期资金而向公众发行的,其本质与中期国库券一样,两者的区别仅在于期限的长短不同。长期国库券的期限从 10 年到 30 年不等。从 1981 年起,20 年期的国库券每委度出售一次,30 年期的国库券每年不定期出售 3 次。美国的长期国库券由于具有富有竞争性的利率、保证及时还本付息的信誉、市场流动性强等特点,它的每一次拍卖都可从国内外筹集到数千亿美元的巨额资金

长期国库券期货合约的交易是于 1977 年在芝加哥商业交易所开始的,它一直被认为是最成功的利率期货交易之一。这种期货的基本交易单位为面值 10 万美元、收益率为 8% 的长期国库券。其期限从期货合约交投日算起,至少 15 年到期,最低价格波动幅度是 31.25 美元,交投月份为 3、6、9 和 12 月。

(3)房屋抵押债券及其期货。房屋抵押债券是以房屋抵押方式,允许经批准的银行或金融机构发行的一种房屋抵押债券。它是一种标准化的、流通性很好的信用工具,平均期限在 12 年左右,最长可达 30 年。房屋抵押债券期货合约是最早作为利率期货进行交易的标准化合约,1975 年 10 月由芝加哥商业交易所开办。在它之后,其它各种利率期货才相继进入期货交易。

房屋抵押债券期货交易的基本单位是面值为 10 万美元、息票收益为 8% 的房屋抵押债券。这种期货合约的交投月份为 3、6、9 和 12 月, 合约价格的最小波动幅度为 1 个百分点的 $1/32$, 即 31.25 美元。

(4) 市政债券及其期货。市政债券是由美国各州或市等地方政府为各种不同目的资金筹集而发行的一种长期债券工具。市政债券不同于其他债券之处是, 这种债券的持有人在收取利息时可免除联邦税收, 个另种类的债券持有人甚至可以免交州市税款。不过, 由于发行者各自的信用状况不同, 市政公债的安全性也有很大差别。

从类别上分, 市政债券主要有两种: 一是由发行方的税收和信贷作保的一般义务公债; 二是为资助某些特殊用途的建设项目而发行的收入公债, 这种公债不由州、市等地方政府作担保, 偿还这种公债所需要的款项则来自于这些建设项目的收益。

由于市政债券的种类太多, 面值又不同, 期限差别也大, 所以, 对于要求标准化、规范化的期货交易而言, 市政债券作为金融期货进行交易的进程就不如美国政府国库券期货那样顺利。为了使交易更为顺利, 芝加哥交易所创造了一种“市政债券指数”。这种指数是通过每天选择有代表性的 50 种长期市政债券经计算而得的。芝加哥交易所于 1985 年正式运用市政债券指数进行期货合约交易。可见, 市政债券期货交易的不是哪一种市政债券, 而是这种市政债券指数。市政债券期货实际上应该称为市政债券指数期货。因此, 市政债券期货在交割时与股票指数期货一样, 也没有具体的实物(债券)经手, 而是以现金交付。

利率期货自 70 年代中期开始以来, 得到了迅速的发展。到目前为止, 在美国, 利率期货已经成为金融期货中交易量最大的一种。不仅如此, 现在世界上各主要期货交易所也都有利率期货上市。根据有关统计, 1988 年世界上交易量最活跃的十大利率期货有: 20 年美国国库券、3 个月欧洲美元定期存款作证、10 年日本政府债券、10 年法国国库券、20 年金边债券、10 年美国国库券、3 个月英镑定期存单作证、悉尼 90 元银行承兑票据、10 年英联邦国库券和伦敦 20 年英国国库券。

七、利率期货交易的作用和操作原则

与其他种类的金融期货一样, 利率期货的作用也主要分成两类: 套期保值和投机。

1. 套期保值

套期保值是指通过买卖利率期货合约来避免因利率波动给自己带来的风险。具体地说, 就是通过采取与现货市场上相反的立场买卖利率期货, 以确保现在拥有或将要拥有的债券的价格。因为, 在现货市场和期货市场上做相反操作, 即在现货市场买入时在期货市场卖出, 或在现货市场卖出时在期货市场买入。到期时, 一个市场的亏损可以由另一市场的盈余来弥补, 这样就会使未来的经济收益固定在最初的利率水平上, 避免可能的利率波动风险。例如, 如果某个投资者持有固定收益的债券, 由于固定收益债券价格与利率成反方向变动关系, 因此, 如果已经持有这种债券的投资者预测利率有上升的趋势, 为避免利率变动可能带来的风险, 他可通过出售利率期货合约进行套期保值, 这样便可将收益固定在目前较高的利率水平。若利率变动正如所料, 则其在现货市场的损失可以由期货市场的盈余来弥补; 若利

率不升反而下降,则其在期货市场的损失可以由现货市场的盈余来补偿。相反,如果他预测利率有下降的趋势,而他又希望在将来某个时候购买固定收益债券,他就可以先买进利率期货合约,把收益固定在目前较高的水平。

因此,根据投资者的不同要求,套期保值策略可以分成两种:卖出套期保值和买入套期保值。具体选择哪一种策略,其基本原则是:根据利率下跌时各种货币市场的债券价格会升高和利率上升时各种债券价格会下降的原理,一切贷款者或购买债券者,应该在利率要下降时进行多头套期保值,即买入套期保值;而一切借款者或出售债券者,应该在利率要上升时进行空头利率套期保值,即卖出有关利率期货。除了上述原则外,还应从以下四方面进行分析和考虑。

(1)分析净露头数量评估组织所承担的利率风险程度。净露头在这里是指一个组织在金融市场上的总资产与总负债之差。如果这个差额是负的,则称为净负债露头或空头露头;如果是正的,则称为净资产露头或多头露头。

(2)确定债券间的相关程度,判断保值效果。所谓“相关”程度,是指进行利率套期保值时,某种债券的价格(或收益率)波动相似于另一种债券的价格(或收益率)波动的程度。一般而言,“相关”程度越低,保值效果越差;“相关”程度越高,保值效果越好。

(3)分析“露头”组成的短期债券和短期国库券的相关程度,并运用基本分析方法和技术分析对要进行保值的货币市场的利率走势进行预测。

(4)确定利率保值的数量基础。分析“露头”的数量和性质后,还要估计下一季度“露头”的数量,然后再决定可进行利率套期保值的“露头数量”。例如,本年度第二季度预计有7000万至9000万美元的多头露头,这时可以用作套期保值的数量是7000万美元,而不是9000万美元,原因在于后一数目包括有预计的2000万“多头露头”,如果都拿去保值,万一这2000万不能实现,保值就会变成投机,增加了客外风险。

例一,某投资人拥有200万美元的长期国库券,他预测不久利率会上升,因此他利用卖出利率期货合约进行套期保值。

表 1.9.2 利率期货卖出套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
3 月份	持有 200 万美元长期国库券,市场价值为 198 万美元	按总值 183 万美元共卖出 20 张长期国库券 6 月份期货合约
5 月份	长期国库券市场价值跌至 190 万美元	接总值 175 万美元共买进 20 张长期国库券 6 月份期货合约
结果	亏损 8 万美元	盈余 8 万美元

可见,利用期货市场进行套期保值,使得现货市场的亏损完全可以由期货市场的盈余来弥补,因而避免了利率波动的风险,保证了既得的利益。以上是“卖出套期保值”的例子,下

面再举一个“买入套期保值”的例子。

例二,某投资者预计3个月后有800万美元的资金需求,他希望用这笔钱作短期投资,但这时他预测利率会进一步下跌,便买入3个月期的利率期货,预先把收益固定下来。

1.9.3 利率期货买入套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
9月10日	3个月期存款利率为2.5%	买入8张12月份到期的3个月利率期货合约(收益率为2.45%)
12月9日	把800万美元存入银行,利率为2%	卖出8张12月份到期到3个月利率期货合约(收益率为2%)
结果	$\text{损失} = 800 \text{ 万美元} \times 0.5\% \times \frac{92}{365} = 10082 \text{ 美元}$	$\text{利润} = 24.66 \times 45 \times 8 = 8877.6 \text{ 美元}$

可见,利用买入利率套期保值,使得现货市场的亏损由期货市场的盈余部分地弥补了。这样,该投资者的损失由10082美元减少至1204.4美元。

在以上两例中,如果实际情况与预料的相反,通过在期货市场采取与现货市场相反的立场,那么,一个市场的亏损仍然可由另一市场的盈余加以弥补。

值得注意的是,利用利率期货进行套期保值虽然能够避免因利率变动而带来的风险,起到保值的作用,但却不能增值。例二中,如果存款利率不降反而上升,比如由2.5%上升到3%,这样若不做套期保值是可以多收入一部分利息的,但因做了套期保值,现货市场由于利率降低,利息便减少了。另外,利用利率期货进行套期保值,虽然期货市场和现货市场的盈亏可以互相弥补,但两者正好抵消的情况却是很罕见的。

2. 利率期货的投机

和其他金融期货一样,利率期货除了作为套期保值的工具以外,还是投机者获取利润的途径之一。

由于利率期货合约的交易同样是一种买卖保证金的活动,所以投机者便可以以较少的成本去获取较高的收益。具体来说,投机者进行投机采取的方式主要是三种套利形式:跨月套利、跨品种套利和跨市套利。

(1)跨月套利。利率期货的跨月套利也是指在同一交易所进行同一商品,但不同交割月份的套利活动。一般又把这种跨月套利交易形式分成两种:牛市套利和熊市套利。

在牛市套利交易中,交易者买入近期期货,并卖出远期期货,其原理基于在看涨的市场中,近期期货合约的价格上涨幅度将会大于远期期货合约的价格上涨幅度,从而赚取利差;反之,若市场看跌,则近期期货合约的价格下跌幅度会小于远期期货价格跌幅。

熊市套利的作法正好与牛市套利相反,交易者卖空近期期货,买空远期期货。因为,在看涨的市场中,远期期货合约价格的上涨幅度会大于近期期货合约上涨幅度。如果市场看

跌,则远期期货合约的价格下跌幅度会小于近期期货合约价格下跌幅度。

(2)跨品种套利。跨品种套利是指买进某种期货合约的同时,卖出另一不同种类但相互关联的期货合约的交易活动。例如,当投资商预计房屋抵押债券期货合约的价格上涨幅度将大于政府长期国库券时,买入房屋抵押债券期货合约,卖出政府长期国库券期货合约;相反,当预计长期国库券价格上涨幅度将大于房屋抵押债券,则买入长期国库券,卖出房屋抵押债券。总之,跨品种套利是利用两种不同期货合约的价差获得利润。

(3)跨市套利。跨市套利是指同时在两个不同的交易所进行两种类似商品,但交易方向相反的期货交易。例如,某交易商在纽约期货交易所买入政府短期国库券的同时,在芝加哥交易所卖出政府短期国库券,希望利用两个交易所期货合约的价差获得利润。

第二节 外汇期货

一、基本概念

1. 外汇

外汇是指外币以及用外币表现的用于国际结算的各种支付手段。一切存在国外银行的外币存款,在国外能得到偿付的外币、外币票据、外币支付凭证、股票和债券,以及可以用于清偿国际间债务的其他外币资产,统称为外汇。

国际间债权债务的结算一般不采用现金支付的方式,而是利用支付凭证和信用凭证的传递进行,如使用商业汇票、银行汇票、银行存款、银行支票、外国政府国库券、到期息票等,这类信用工具也都属于外汇。

国际货币基金组织对外汇下的定义则是:“外汇是货币行政当局(中央银行、货币机构、外汇平准基金组织及财政部)以银行存款、财政部国库券、长短期政府债券等形式所持有的,在国际收支逆差时可以使用的债权。”

根据我国《外汇管理暂行条例》第二条,外汇则是指:

- A:外国货币,包括钞票、铸币等;
- B:外币有价证券,包括政府公债、国库券、公司债券、股票、息票等;
- C:外币支付凭证,包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等;
- D:其他外汇资金。

外汇是商品生产国际化和国际资金流动的必然结果。国际间的商品流动和资本流动,导致债权债务关系,而办理国际结算,便产生了对外汇的需要。国际间债权债务的结算或货币收支与国内债权债务关系的结算或货币收支有所不同。国内债权债务的结算或货币收支,由于货币相同,在结算或支付时不存在折算问题。但是在国际结算中,由于各国货币制

度不同,不仅货币名称不同,而且币值也不相等。因此,在结算时必然遇到本国货币与外国货币的比价折算问题,也就是汇率问题。汇率是指一国货币折算成他国货币的比价,也就是用一国货币表示另一国货币的价格。表示汇率的方法一般分成两种,即直接标价法和间接标价法。

2. 外汇交易

外汇交易也就是外汇买卖,主要是指各国货币之间的兑换活动,具体来说,外汇交易是指交易双方商定买卖外汇的币种、数量、交付期限、交付汇率等方面内容并最终达成一致意见的活动。进行这种活动的场所,称为外汇市场。

按照约定的交割期限的长短,一般可以把外汇交易分成三种:

(1)即期交易。外汇的即期交易是指外汇市场上交易双方成交后在两个营业日内办理交割的外汇交易形式。这是国际金融市场上最普遍的交易形式,占金融市场总业务量的大部分。按照国际惯例,居民和旅客的外币现钞和旅行支票及其他小额交易多在成交当日收付,但银行同业间的外汇买卖则通常在交易的次日收付,如遇节假日,则顺延到下一个营业日。例如,甲银行在2月1日同意将200万西德马克售与乙银行,商定汇率是1美元兑换2马克,2日后交割。到2月3日,甲银行应主动把200万马克拨入乙银行指定的银行帐户,而乙银行亦应在当日将100万美元拨入甲银行所指定的银行帐户,这样交割便完成。若2月3日是假日,则这笔交易在2月4日完成。

(2)远期外汇交易。远期外汇交易是指买卖双方先订立买卖合同,规定外汇买卖的数量、期限和汇率等,到约定日期才按合约规定的汇率进行交割的交易活动。如某银行9月1日签订一个协议,规定以1英镑兑换2.02美元的汇率买进10万英镑,在3个月后交割。3个月后,该银行用20.2万美元买进10万英镑,而不管当时的即期汇率是多少。

远期外汇交易交割期限一般为1个月、3个月、6个月,个别的可到1年。这种交易的目的在于避免或尽量减少汇率变动可能带来的风险。远期外汇交易也经常为投机者使用,成为他们投机牟利的方式之一。世界上远期外汇交易最为活跃的地方是伦敦和纽约。

(3)掉期外汇交易。掉期外汇交易是指同时买进和卖出数额相等但交割日不同的同一种外汇的交易活动。

例如,某交易者在5月2日以西德马克购买100万美元,同时再以100万美元买回西德马克,期限为1个月。这两笔交易的交易数额相等,但交易方向相反,而且交割日也不相同。因为,第一笔交易交割日为交易日之后第二个营业日,为即期外汇交易,而第二笔交易的交割日为交易日后第二个营业日之后的1个月,为远期外汇交易,这二笔交易构成1个月期掉期外汇交易。可见,掉期外汇交易是一种即期交易与远期交易的结合。掉期外汇交易的目的在于避免汇率风险,因此,在一笔外汇掉期交易中,将即期外汇交易和远期外汇交易同时完成,就可达到目的,否则,汇率风险难以避免。

3. 外汇市场

外汇市场是进行外币和以外币计价的票据、有价证券等买卖的市场。

按有无固定交易场所,外汇市场可分为两种:

(1)定点交易。定点交易是指参加外汇交易的所有代表在一定时间内集中于外汇交易

所进行的交易活动。由于具有固定交易场所,外汇交易可以在交易所内通过公开喊价、拍卖的方式进行。美国的芝加哥、法国的巴黎、联邦德国的法兰克福、比利时的布鲁塞尔等地的外汇交易,就是在具有固定场所的交易所内进行的。

(2)非定点交易。非定点交易是指交易双方通过相互间的电话、电传等现代化通讯设备进行的交易活动。这种交易一般能在1~2分钟内结束讨价还价,并达成口头协议。目前,除上面提到的少数几个地方的外汇市场有固定场所以外,一般的外汇市场,如伦敦、纽约、苏黎世、香港等地,都没有固定交易场所。

由于计算机网络的建立,外汇市场实际上不再仅仅是区域性市场,而是世界性的大市场。世界各大金融中心的外汇交易相互联系,使得不同地区的外汇交易可以不分昼夜地在几个市场相继进行,而不必间断。例如,香港的外汇市场每日上午9时开市,一般提前半小时开始报出行市,下午5时收市。由于伦敦外汇市场这时正好开市,到晚12时纽约外汇市场又开市,这样外汇交易在几个市场轮流进行就使得外汇交易不必中断,保证了外汇交易的连续性。

外汇市场的作用,大致可以分为以下四种:

(1)结算。由于外汇产生的根本原因在于满足国际间经济往来的支付和结算需要,因此,这是外汇市场的最基本作用。

(2)授信。由于银行经营外汇业务,因此他们有可能利用外汇收支的时间差,为进出口商提供贷款。

(3)套期保值。主要是指为了使一项外汇收入不会因今后汇率的变动而遭受损失,而进行的保值性期货买卖。

(4)投机。投机是指希望价格的变动会带来利润而进行的买卖行为。投机者对待风险的态度和套期保值者是完全不同的。套期保值者是利用期货市场作为一种手段以保障他不会因不利的价格变动而遭受损失;投机者则利用期货市场以牟利,因而愿意承担价格变动的风险。投机者无论是买进或卖出期货合同,都是完全基于他们对未来价格变动的预测。

与外汇市场的作用相一致,外汇市场的参与者也大体可以分为四类:

(1)商业银行和投资银行。这些银行为他们的客户和往来银行办理外汇的买卖,这些活动形成了庞大的外汇交易市场,通称“银行同业市场”。

(2)中央银行。其主要业务包括政府间的交易,同其他中央银行和各种国际组织的往来,以及为了影响外汇汇率而进行的干预活动。

(3)贸易部门。主要经营跨国界间的产品、劳务和金融资产的活动。他们成为期货市场上进行套期保值的主力军。

(4)资本部门。主要进行国际间的资本投资和外汇市场的投机活动。

二、外汇期货的产生和发展

1. 产生的背景

1971年8月以前,国际间货币的兑换一直采用固定汇率制度。这是由1944年在美国

新罕布尔州召开的布雷顿森林会议上所创立的国际货币基金组织规定的。所谓固定汇率制度,就是国际货币基金组织成员国之间的货币兑换率固定在事先制定的水平上。固定汇率制度的实行,使得各成员国之间的贸易往来不会受到因汇率的变动带来的风险。

固定汇率制度是以美元为中心的,它依靠美国的经济实力和美元的坚挺地位来维持。随着世界经济格局的变化,美国的经济实力不断下降,表现为巨额的联邦预算赤字和国际贸易逆差。这些使得维持固定汇率制度所要求的美元的坚挺地位已难以维持。随着 70 年代初石油价格的不断上升和滞胀局面的难以遏制,1971 年 8 月 15 日,美国总统尼克松决定美国退出布雷顿森林协议,宣布实行美元贬值。这一决定宣告了以美元为中心的固定汇率制度的彻底崩溃。

紧随美国之后,西方主要工业化国家重新调整汇率,西德马克、加拿大元、日元以及其他货币纷纷采用浮动汇率制度。浮动汇率制度的含义则是:汇率不再由国家统一决定,而是完全由市场力量决定。因此,浮动汇率制度的实施必然使得外汇遭遇汇率变动的风险大大增加。例如,马克对美元的月平均波动幅度,在实行固定汇率制度的 1959 年至 1971 年是 1 马克对 0.44 美分,而在采用浮动汇率制度的 1971 年至 1978 年增长了近 13 倍,达到 1 马克对 5.66 美分。同时,随着国际间商品和劳务贸易的迅速增长,越来越多的企业和金融机构必须面对汇率变动异常的市场。所有这些都迫使人们不得不寻找能够避免汇率风险,实现套期保值的方法。

前面我们曾提到的外汇交易虽然具有套期保值的作用,但是,根据传统习惯,这样的外汇交易只是由一些大的跨国银行经营,它们在世界主要货币中心和城市均建立有在银行之间进行的即期和远期外汇市场。这些市场每年通过电话和电传等现代化通讯工具经营大量外汇业务。众多的中小企业和机构很难进入这样的市场。因此,为了满足众多的中小企业和金融机构套期保值的需要,外汇期货应运而生。1972 年国际货币市场的建立,标志着外汇期货交易的正式开始。

2. 国际货币市场的建立和发展

在外汇期货的发展进程中,国际货币市场起了很大的作用。因此,有必要对它进行一番介绍。

国际货币市场是世界上第一个买卖外汇期货的有形市场,它成立于 1972 年 5 月 16 日,地点在美国的芝加哥商业交易所,它是后者的一个分支。

国际货币市场的设立,为各界人士提供了一个可以进行外汇套期保值交易的场所。它的作用,主要有以下几点:

(1) 提供了一个很有效率的中心市场,使得各种类型的人基于他们对期货行市的认识(他们的认识并不完全一样,而是有的对行市看涨,有的看跌)能够聚在一起进行交易。

(2) 使公司、银行、金融公司、保险公司、养老基金会、货币市场基金会、帖现行、投资公司以及商人和个人投资者等转移外汇风险,实现套期保值的愿望有了得以实现的场所。

(3) 由于国际货币市场上的每一笔交易,都不必与交易对方结算,而是与国际货币市场所设立的结算机构结算,这就消除了交易双方所要冒的信用风险,保证了买卖双方签订的期货合约得以有保障地实现。

(4)使期货交易的对象,从农产品、初级原料等实物,扩大到金融商品范畴。

国际货币市场自成立以来,业务发展非常迅速。在交易的第一天,只有 320 份合约达成交易,到 1976 年,交易量已达到 200000 份,到 1988 年猛升到大约 2500 万份。国际货币市场在它成立之初,开办了包括英镑、加拿大元、西德马克、日元、瑞士法郎等 5 种币种在内的外汇期货合约交易。继国际货币市场之后,英国在 1982 年 9 月成立了伦敦国际金融期货交易所,正式开始从事金融期货交易。另外,澳大利亚、加拿大、荷兰和新加坡等国也相继开始了外汇期货交易。但是,外汇期货交易仍然主要集中在芝加哥国际货币市场和伦敦金融期货交易所。国际货币市场不仅开办了外汇期货,而且在它之后又陆续开办了其他金融期货,例如,先后开办了美国银币(1973 年)、金条(1974 年)、90 天期短期国库券(1976 年)、1 年期国库券(1978 年)和 4 年期国库券(1979 年)等等期货交易。见表 1.9.4。

表 1.9.4 世界主要外汇期货交易所及其经营的外汇期货种类

交易所名称	外汇期货种类
悉尼期货交易所	澳元期货
多伦多期货交易所和温哥华证交所	加元、瑞士法郎、德国马克、英镑期货
新西兰的奥克兰期货交易所	新西兰元期货
伦敦国际金融期货交易所	英镑、瑞士法郎、德国马克、日元、美元期货
芝加哥国际货币市场	德国马克、英镑、瑞士法郎、加元、日元、法国法郎期货
中美商品交易所	瑞士法郎、英镑、德国马克、加元、日元期货
纽约棉花交易所	欧洲货币单位、美元指数期货

三、外汇期货的特点及其与远期外汇交易的关系

1. 外汇期货的概念和特点

外汇期货是一种由交易双方约定合约在未来某个确定日期买入或卖出,并且在合约到期之前可以利用相反方向的交易对冲合约的外汇交易工具。外汇期货交易则是指在期货市场内。按照交易规则,通过公开竞价方式,买卖外汇期货合约的交易。

外汇期货交易与大部分期货交易一样,具有以下特点:

(1)外汇期货交易的程序,首先是买卖外汇期货合约的人把买卖委托书交给经纪商或交易所成员公司,然后由他们把委托书传递到交易大厅,再集中于外汇期货交易专柜,通过场内经纪商或自营商之间“公开喊价”的方式,决定标准数量外汇期货合约的价格。这种交易方式的优点在于通过公开竞价可以增强交易的效率,并确保外汇期货合约能以最好的价格

买入或卖出。

(2) 外汇期货合约反映的是交易双方对有关货币汇价变动方向的预测。因此,当交易一方买入或卖出一份期货合约时,他无需实际付出买入合约面值所标明的外汇,而是只需支付手续费。合约生效后,如果当天收市的实际外汇期货市价大于该期货合约上所标明的价格,则期货合约的买方需支付差价;反之,如果当天期货市场收市价小于该期货合约上所标明的价格,则期货合约买方受益,卖方亏损。

(3) 外汇期货价格实际上是预期的现货市场价格。投机者希望期货价格会朝预期的现货市价移动,因此,在投机者的参与下,现货与期货的差价会保持一定,即期货价格与现货价格呈同一方向变动,而且两者的变动幅度也大致相同。如果两者的变动幅度完全相同,则避险者可以完全回避价格变动的风险。但事实上,由于预期因素的变化,两者的变动幅度一般都有差异,因此,利用外汇期货交易并不能回避价格变动的全部风险,而只能回避部分风险。

(4) 外汇期货合约中虽然货币是商品的一种特殊形式,但它仍然是有形的商品,有着实际的价值。这是外汇期货合约和商品期货合约一致的地方,但正是这一点却使得外汇期货合约和股票指数期货合约有着根本的不同。因为,股票指数并无具体的东西,只不过是人为地规定的指数点与货币的折算标准。

(5) 外汇期货合约越接近交割日,现货与期货的差价将随之缩小,到交割日时,卖方可从现货市场购入即期外汇,交给买方以履行交割的义务。因此在外汇期货合约最后交易日收盘时,现货与期货间的差价必等于零,否则,投机者就可以套取其间的利益。

2. 外汇期货交易与外汇远期交易的关系

为了更好地把握外汇期货交易的特点,有必要对外汇期货交易与远期外汇交易的关系进行分析。

远期外汇交易的发展已有近百年的历史。但由于这种交易是一种分散的市场机制,只有经营外汇业务的大银行才能进行。一般客户要想到外汇市场进行远期外汇买卖,就必须首先与大银行建立良好的信用关系,否则,根本不能进入外汇市场。可见,远期外汇买卖的扩大和发展受到了一定的限制。到本世纪 70 年代,国际上汇率的剧烈变动严重影响了西方各国的经济活动,银行与其他各类投资者都面临着汇率变动的风险。传统的远期外汇交易已经不能满足这些机构和个人避免或减少风险的要求,因此,在传统的远期外汇交易的基础上,又发展出另一种新的外汇交易——外汇期货交易。外汇期货交易的产生并不意味着它能在国际金融市场上取代传统的银行间的远期外汇交易,相反,它们两者各有特点,能够在国际金融市场上并存。

(1) 外汇期货交易与传统的银行间的远期外汇交易的区别。外汇期货交易与远期外汇交易有着显著的区别,主要表现在:

① 外汇期货交易是在一定的交易场所中,在交易所规定的交易时间里,采取公开喊价的交易方式进行的,这种交易竞争很强。传统的银行间远期外汇交易则是直接通过电话、电传等通讯手段,在银行同业间、银行与经纪人间以及银行与客户之间单独进行,没有固定的交易场所和交易时间的限制。

② 由于外汇期货交易是在一定的交易场所中进行,因此只有交易所会员与会员之间才

可以进行交易,非交易所会员如要买卖外汇期货合约,必须委托会员进行。银行远期外汇交易则无上述限制,交易双方可以直接进行买卖,也可以委托经纪人进行。

③银行、公司、财务机构或个人等各种类型和规模的投资者,不论其交易目的是套期保值还是投机获利,都可参加外汇期货交易。银行远期外汇交易由于对最小交易规模的限制,只有少数规模极大的机构才能参加,小公司和机构参与的机会非常少。见表 1.9.5。

④外汇期货合约是一种标准化合约。合约对交易币种、合约金额、交割月份、交割方式、交割地点以及合约价格波动的最低和最高限事先都有规定,因此,外汇期货合约的流动性强,易于转让。银行远期外汇交易则由双方根据需要自行商订合约细则,并且,交易双方都有要求对方履行义务的权利,而没有允许对方转让权利和责任的义务。因此,这种合约的流动性低,一般难以出手,大多数合约都由最初的交易双方进行结清。

表 1.9.5 主要期货交易所的合约金额

期货交易所	每份合约金额	
澳大利亚悉尼期货交易所	美元	100 000
新加坡国际货币交易所	西德马克	125 000
	日元	12 500 000
	英镑	62 500
	英镑	25 000
英国伦敦国际金融期货交易所	西德马克	125 000
	日元	12 500 000
	美元	50 000
	瑞士法郎	125 000
美国芝加哥商人交易所	西德马克	125 000
	英镑	25 000
	瑞士法郎	125 000
	日元	12 500 000
	法国法郎	250 000
	C■	100 000
	A■	100 000
	ECU	125 000

期货交易所	每份合约金额	
中美商品交易所	瑞士法郎	62 500
	英镑	12 500
	西德马克	62 500
	C■	50 000
	日元	6 250 000
纽约棉花交易所	ECU	125 000
费城股票交易所	C\$	100 000
	西德马克	125 000
	ECU	125 000
	法国法郎	500 000
	英镑	62 500
	瑞士法郎	125 000
	日元	12 500 000
	A■	100 000

⑤外汇期货市场的参加者,不论是买方还是卖方,一般是在规定时间里一方只开出一种价格,即买方只开出买入价,卖方只开出卖出价。银行远期外汇交易则是同时进行两方向的交易,即同时开出买入和卖出价格,低的一档表明是愿意买进的价格,高的一档是愿意卖出的价格。在形成合约的价格方面,外汇期货交易不论交易规模的大小和交易双方的信誉高低,一律为参加者提供完全同等的竞争条件。外汇期货的价格就是在完全竞争的基础上形成的,并由交易所不断公布;银行远期外汇合约的价格则受到交易规模、信用风险等因素的影响,与它们呈反方向变化。

⑥在外汇期货交易市场上,交易双方不直接接触,进行买卖的都是经纪人,买卖双方各自都不知道对方所代表的客户;双方分别与期货交易所的结算机构打交道,外汇期货市场上设立的结算机构是每一交易方的对方,即对买方来说,交易机构是卖方,而对卖方来说,结算机构是买方。这样,在进行外汇期货交易时可以不考虑对方的信用是否可靠。银行远期外汇交易则不同,由于没有结算机构,所以,每一笔交易都得考虑对方的信用。

⑦外汇期货交易所都有自己的结算公司和保证公司,有一套完整的结算制度和保证措施。因此,在客户交纳一定数量的保证金之后,外汇期货交易的信用风险很低。但进行银行远期外汇的交易则完全依靠对方的信用,虽然实际上出现赖帐的时候不多,但风险也相应增加了。

⑧外汇期货交易实际上是买卖保证金的行为。客户不必按合约规定的金额全部付清,一般只需交付不足合约金额 10% 的保证金。外汇期货交易的这一特点,一方面使得交易双方违约的可能性很小;另一方面,也为投机者提供了机会,投机者只需交纳少量的保证金,就可以根据对汇率变动趋势的预测,买进和卖出外汇期货合约,以赚取两个合约之间的差额。银行远期外汇交易大多数情况下不收取保证金,买卖多少外汇,必须根据双方的协议,在规定时间内交付全部金额;只有那些较小的银行委托交易时才付保证金。

⑨外汇期货交易不论是买方还是卖方均须交纳佣金,佣金的数额由客户与经纪人自行商订,在合约对冲时付清。以合约的金额来衡量,佣金是很少的,并且,一般是在计算所得税时予以扣除。银行远期外汇交易,一般不收佣金,只有通过外汇经纪人进行交易时,交易双方才要付佣金。

10 外汇期货交易的结算工作由结算机构负责。结算机构负责处理每天的未结清合约数、现金支付和交割程序;在每个交易日结束之时,结算机构根据当日结算价格计算盈亏,并进行划帐。若获利可取出,而亏损则要根据规定的保证金的底线标准予以补足,在当日营业终了时以现金结算。银行远期外汇交易的盈亏由于没有结算机构,只能由交易双方在协议的结算日自行结算。

11 外汇期货市场的参与者,一类是套期保值者,他们希望减少或避免汇率变动的风险;另一类是投机者,他们希望从合约价格的变动中获利。对这两类参与者而言,外汇期货交易的目的都不是实际交付,只要通过一反方向交易就能将合约对冲掉。因此,市场上的任何变动都会导致交易者将手中的合约迅速出手,以赚取利差或减少损失。事实亦如此,外汇期货合约很少有到期后实际交付的,到期后才进行交付的合约一般不足全部合约数的 2%。银行间远期外汇交易的目的则是实际交付,最后进行实际交付的合约数达 90% 以上。

12 外汇期货交易通常由政府机构统一管理,在美国是由商品期货交易委员会管理,在英国则是由证券和投资委员会管理。银行间的远期外汇交易则是由交易双方自我管理。

(2) 外汇期货交易与银行间远期外汇交易的联系。尽管外汇期货交易与远期外汇交易之间有很多不同,但它们之间仍然有一定的联系。

首先,这两种交易的客体是完全相同的,即都是外汇,因此,这两种交易是有关联的两种交易活动,它们的区别只不过是进行外汇交易的途径不同。下面这个外汇交易图正是说明了外汇交易两种不同的途径。

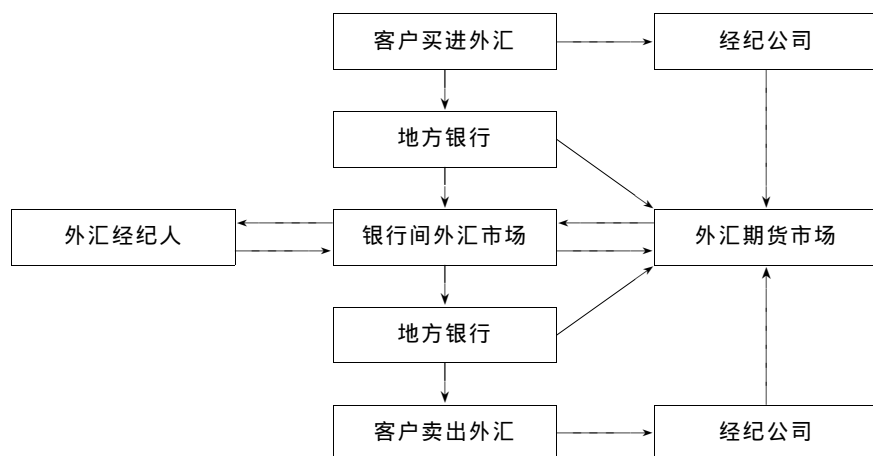


图 1.9.3 外汇交易图

如上图所示,客户买卖外汇可以通过两条途径,一条是通过地方银行到银行间外汇市场去买卖,另一条是通过外汇期货交易所的会员公司作经纪人到外汇期货市场上去买卖,而且,银行间外汇市场和外汇期货市场是相通的,它们共同组成完整的外汇市场。

其次,外汇期货交易与银行间远期外汇交易的交易原理是一样的。两种交易的买卖双方都是为了防止或转移汇率风险,达到套期保值或投机获利的目的,而约定在一个未来的时间里,按照一定的价格和交易条件,交收一定金额的外汇资产。

第三,外汇期货交易与银行远期外汇交易的经济作用是一致的。其作用都是在于便利国际贸易,提供风险转移和价格发现的机制。

四、影响外汇期货价格的因素

期货的价格就是指交易双方在交易时商定的某种期货在未来某个时间的交付价格。期货的价格与人们对未来交付时的同一种交易对象的现货的价格预期有关。具体到外汇期货,外汇期货的价格则与人们对未来交付时的某种外汇的汇率的预期有关。因此,要想了解影响外汇期货价格的因素,就必须从分析决定汇率的因素入手。

那么,决定汇率的因素有哪些呢?

1. 国际贸易和资本余额

(1)从长期来看,决定一国货币汇率的最重要因素是这个国家的贸易余额,它反映着该国进出口商品的相对价值。若出口额大于进口额,即存在贸易顺差时,该国货币则很坚挺;若出口额小于进口额时,即存在贸易逆差时,该国货币就会疲软。

(2)一个国家的官方货币储备也影响着该国货币的汇率变化。官方货币储备一般包括金储备,国际货币基金帐户上的特别提款权储备和外国货币储备等等。这些储备的多寡反

映着一国满足其国际责任的能力,包括它的偿债能力、进口能力和干预外汇市场以维持该国货币汇率稳定的能力。当出现贸易顺差时,官方储备就会增加,而当出现贸易逆差时,官方储备就会减少。

(3)一个国家的资本余额也影响着该国货币汇率的变化。资本余额包括直接的外国投资和短期投机资金余额。由于世界金融体系的发达,资金几乎可以在世界上任何地方流动。一方面,资本的流动主要受短期利息率的影响;另一方面,资本的流动又对短期汇率的变化产生巨大的影响。如果加拿大3月期利息率增加到比美国同期利息率高1%,人们就会把手中的货币转向加拿大。这样,他们就需要卖掉手里的美元而买入加拿大元。对加拿大元需求的增长会使加拿大元更加坚挺;相反,需求的减少会使美元疲软,从而导致美元汇率的下降。

2. 国内经济因素

衡量一国经济状况好坏的因素,主要有:

(1)一国国民生产总值的实际增长率(指扣除了通货膨胀影响的增长率)。稳定的增长率表明一国经济的健康发展。

(2)货币供应增长率和利息率水平。它是影响未来经济发展状况的重要因素。短期里,利息率的变动会引起资本的流动,而资本的流动又会直接影响对该国货币的需求。

(3)通货膨胀率。在不同国家里,通货膨胀率的不同是影响一国货币汇率的又一重要因素。通货膨胀的最终结果是削弱该种货币的购买力。如果其他国家没有经历相同幅度的通货膨胀,那么,该种货币就会贬值,汇率就会下降。

(4)一国的物价水平影响着该国的进出口。例如,在国际市场上,对一些美国和日本都能生产的商品,由于日本物价比美国低,那么,这就会减少美国的出口,增加美国对日本商品的进口,从而导致美国的贸易逆差。

从前面所讲的四点来看,在分析外汇期货价格的决定时,不仅要每个国家单独研究,而且还应该对它们作比较研究。因为,外汇期货价格反映的是相关的两种货币所代表的国家的经济实力。

3. 政府政策和国内政局

政府通过采取促进或者妨碍该国的国际贸易政策影响该国货币的汇率。例如,政府可以采取的政策有:进口税政策、负利息率政策和禁止通商政策等等。

国内政局稳定与否也影响该国货币的汇率。即使在一个很稳定的发达国家里,总统的换届选举也会影响该国的外汇市场。事实上,很多经济政策的变化,包括货币的增殖或贬值,经常都与下一届总统的换届选举有关。另外,政党力量的变化经常也会影响该国的经济政策。

4. 预期

对价格变动的预期也会影响一国的外汇市场。例如,在英国进入共同体市场之前,人们预期英镑在1972年底将贬值,因此,早在那年年初,外汇市场就按照预期的方向发生了变化,迫使英国政府在那年夏天实行了浮动汇率。相似地,人们预测在1976年后半年墨西哥比索将贬值,这种预测必然影响外汇市场,使得外汇市场比预期时间早几个月就按照预期变

动的方向进行了调整。到1976年9月1日,墨西哥比索已经贬值大约40%。

五、外汇期货的套期保值

与利率期货一样,外汇期货进行套期保值的目的是为了减少风险。所不同的是,利率期货套期保值的目的是为了回避利率变动的风险,而外汇期货套期保值的目的是为了回避汇率变动的风险。因此,在汇率变动异常剧烈的情况下,那些业务与国际贸易有关的跨国公司、进出口公司以及外汇管理机构等就有必要利用外汇期货市场对其外汇资产进行套期保值。外汇期货市场的套期保值功能,正是外汇期货市场最重要的功能。

所谓套期保值,是指利用期货市场来减轻或消除未来现货市场风险的活动。其具体做法是:为了使实际的或预期的现货头寸避免汇率变动的不利影响,进行与现货头寸相反方向的外汇期货交易。由此,根据套期保值交易所采取的方向,外汇期货的套期保值可以分为卖出套期保值和买入套期保值两种。

1. 卖出套期保值

卖出套期保值是指在现货市场上处于多头地位的人在期货市场上做一笔与之反向的空头交易。其目的是为了防范现有外汇资产遭受汇率变动而贬值的风险。

例如,纽约一家银行有足够的资金准备投资于短期证券市场。假定,此时90天期的英国政府证券利息率是19%,同期的美国政府证券利息率是6%,并且,90天期的英国政府证券在投资人持有的期间里不会有任何利息率风险。在这种情况下,显而易见,购买英国政府证券比购买美国政府证券更为有利。但是,若购买英国政府证券,其利息是由英镑支付,而不是由美元支付,因此,投资者在持有期内就要冒汇率变动的风险。这样,投资者因购买英国政府证券所得到的利息率优势可能就会被英镑的贬值而抵消。为了回避这种汇率变动的风险,这家银行就利用外汇期货市场进行卖出套期保值。

其具体步骤如下:

该年7月,纽约这家银行为了购买90天期的英国政府债券,以1英镑等于2美元的价格在现货市场上购买了62500英镑,同时,在期货市场上以1英镑等于1.95美元的比价卖出价值62500英镑、9月份交割的英镑期货合约。在这里,英镑的期货价格低于现货价格,表明人们预期英镑将贬值。事实正如所料,到9月份,英镑贬值了,该家银行在现货市场上以1英镑等于1.90美元的价格卖出62500英镑后,又在期货市场上以1英镑等于1.85美元的价格买进价值62500英镑、9月份交割的英镑期货合约,以对冲合约。这样,该家银行在现货市场上损失6250美元 $[62500 \times (2.0 - 1.9)]$,在期货市场上获利6250美元 $[62500 \times (1.95 - 1.85)]$,盈亏正好相抵,见表9-6。如果这家银行不进行套期保值,在9月份英国政府债券到期时,把英镑换成美元就会给这家银行带来损失6250美元 $[62500 \times (2.0 - 1.9)]$,而这个损失可能会大于因购买英国政府债券而在利息方面获得的额外收益。通过套期保值,该家银行在期货市场和现货市场实现了盈亏相抵,这就消除了汇率变动的风险。

值得注意的是,套期保值虽然减少了汇率的风险,但同时它也减少了在投资方面的潜在收益。例如,这家银行不进行套期保值,如果英镑不像人们预料的那样,不降反升,那么,英

镑的增值就可以使这家银行在获得因购买英国政府债券的好处的同时,在外汇市场上也取得可观的收益。但由于进行了套期保值,获得这种收益的可能性也没有了。

表 1.9.6 外汇期货卖出套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
7月1日	以1英镑等于2美元的价格购买62 500英镑	以1英镑等于1.95美元的价格卖出9月份到期、价值62 500英镑的期货合约
9月1日	以1英镑等于1.90美元的价格卖出62 500英镑	以1英镑等于1.85美元的价格买入9月份到期、价值62 500英镑的期货合约。
	亏损6 250美元	盈利6250美元

2. 买入套期保值

买入套期保值是指在现货市场处于空头地位的人在期货市场做一笔相应的多头地位的交易。其目的也是为了防止汇率变动可能带来的损失。

买入套期保值的具体做法是:在期货市场买入外汇,而在现货市场上卖出外汇。

例如,一家跨国公司有两个分支机构,一个在美国,另一个在英国。假定某年7月在英国的分支机构有一笔富余资金可以闲置3个月,而在美国的分支机构却缺少维持经营必需的现金。因此,公司的管理部门希望能把这笔资金从英国调到美国,这就涉及到汇率风险的问题。为了避免风险,公司在以1英镑等于2美元的价格在现货市场换卖掉62 500英镑的同时,在期货市场上以1英镑等于2.05美元的价格买入10月份交割,价值62 500英镑的期货合约。到9月份,当公司需要把资金从美国调回英国的分支机构时,公司在现货市场上以1英镑等于2.05美元的价格买回62 500英镑,因此,公司在现货市场上损失3 125美元 $[62\,500 \times (2.05 - 2.0)]$ 。为了对冲期货合约,公司又在期货市场上卖出价值62 500英镑、10月份交割的期货合约,比价为1英镑等于2.10美元。这样,公司在期货市场上就获利3 125美元 $[62\,500 \times (2.10 - 2.05)]$ 。盈亏相抵,公司没有因为完成了其经营目的而在外汇市场上亏损或盈利。见表1.9.7。

表 1.9.7 外汇期货买入套期保值(实例)

	现货市场	期货市场
7月1日	以1英镑等于2美元的价格卖出62 500英镑	以1英镑等于2.05美元买入10月份交割、价值62 500英镑的期货合约
9月1日	以1英镑等于2.05美元的价格买回62 500英镑	以1英镑等于2.10美元价格卖出10月份交割、价值62 500英镑的期货合约。
	损失3 125	盈利3 125美元

六、外汇期货的投机获利

和利率期货市场一样,外汇期货市场的有效运转不仅取决于套期保值者的参与,而且取决于投机获利者的参与。因为,期货市场最重要的经济功能是运用套期保值交易,将价格风险转嫁给第三者以减少其本身的风险。这样,在期货市场上就需要一批能够承担这种风险的人,而投机者正是这样的人。如果没有这些愿意承担风险的投机者,在期货市场中,由于卖方希望得到尽可能高的价格,而买方希望抓住尽可能低的价格,所以,若没有投机者去弥补这一价格差距,套期保值者要想对冲在手的期货合约是很困难的。而且,由于投机者的参与,期货市场的交易量大为增加,因此,既有利于套期保值者的进入或退出,又不引起价格水平的大幅度波动,从而为期货市场提供了所需的流动性。

由于投机者是希望从价格变动中获取投机性利润的人,所以,许多投机者愿意参与期货市场的交易。因为,参加期货市场的保证金比较低,一般只占合约价值的10%,这样就为投机者提供了能以小额资金获得巨额利润的机会。

一般来说,人们把在外汇期货市场上进行的投机分为两类:一类是简单的“单项式”投机,即普通的买空卖空活动;另一类是套利交易。

1. 简单的“单项式”投机

简单的“单项式”投机是指投机者根据他们对外汇期货市场走势的预测,购买或者出售某一交割月份的外汇期货合约,一旦预测准确,他们便以相反方向的交易对冲掉手中的期货合约,从中赚取差额利润。

例如,某位投机者观察到外汇期货市场上3个月期的英镑合约的比价是1英镑等于2.10美元,他预测这一交割月份的英镑期货处于上升阶级,因此,他购买了1份3个月期的英

镑期货合约。由于国际货币市场上的这种期货合约的金额是 62 500 英镑,则他为购买这一合约须支付 131 250 美元($62\,500 \times 2.1$)。实际上,他在购买时只交付了第一笔保证金 2 800 美元。如果合约成交第二天该合约的比价上升到 1 英镑等于 2.15 美元,他卖掉合约,这时他净赚利润 3 125 美元($134\,375 - 131\,250$),如果他预料不正确,合约的比价下降为 1 英镑等于 2.05 美元,投机者就会损失 3 125 美元。相反,如果投机者预测期货市场处于跌势,投机者就会在期货市场上卖出期货合约。在这种情况下,若合约的比价下降为 1 英镑等于 2.05 美元,则投机者对冲合约之后获利 3 125 美元,反之,若比价上升到 1 英镑等于 2.10 美元,则投机者损失 3 125 美元。

可见,投机者获利的潜在可能性是与投机者预测汇率动向的技巧程度成正比的。投机者在期货市场进行投机交易时,将同时面临获利和亏损两种可能性,而且,空头投机者在获利和亏损方面的潜在可能性与多头投机者没有区别。另外,与套期保值交易者有所不同,投机者对于所拥有的期货合约下的实际现货商品不感兴趣,他们总是在合同到期前通过做一个相反的交易,对冲在手的合约,以免去交割实际商品的责任。

2. 套利交易

套利交易是指同时买进和卖出两种不同种类的期货合约,以利用期货间价格差距获得利润的投机活动。这与简单的投机活动不同,因为简单的投机活动是利用同一种类期货价格的变动而获利,但风险较大,而这种交易则风险较小。具体来说,投机者进行套利时,是在同一时间扮演了两个角色:一为买空,另一为卖空。正是这一买一卖之间的价格差异决定了投机者交易的盈亏。特别是在进行这种套利交易时,投机者注重的是合约之间的相互价格关系,而不是绝对价格水平,他们买进自认为便宜的合约,卖出那些高价的合约。只要合约价格的变动方向与预测的一致,投机者就可从两合约之间的价格关系变动中获利。

大多数投机者都更愿意进行套利交易,主要原因是这种交易方式风险较低,而且所需交纳的履约保证金较少。由于同类商品、但不同交割月份的两张期货合约价格在运动方向上是一致的,套利交易可以避免始料不及的或因价格剧烈波动而引起的损失提供某种保护,因此其风险程度较单方向交易为小。另外,套期交易对履约保证金的要求比单纯做多头或空头来得小,使得交易者在融通资金方面更为灵活。

套利交易主要有三种形式:一是跨交割月份套利交易(即跨期套利)、跨市场套利交易(即跨市套利)和跨商品套利交易(即跨品种套利)。

(1)跨期套利。跨期套利是指在同一期货市场同时买卖不同交割月份的同种外汇期货合约。这种套利交易形式是套利交易中最常见的一种。它是利用同一商品但不同交割月份之间的正常价格差距出现异常变化时进行对冲而获利的。这种交易形式又可分为买空套利(或牛市套利)和卖空套利(或熊市套利)两种。

当牛市套利时,期货合约价格上升,同一种商品不同时间的期货合约之间的价格差距会扩大,投机者便买进近期交割月份的期货合约,同时卖出远期交割月份合约。若近期合约的价格上涨幅度大于远期合约的价格上涨幅度,则他们对冲手中的合约便会获利。

买空套利是指交易者买进近期交割月份的期货合约,同时卖出远期交割月份的期货合约。在看涨的市场上,投机者希望近期期货合约价格上涨幅度大于远期期货合约价格的上

涨幅度;在看跌的市场上,投机者希望近期期货合约价格的下跌幅度小于远期期货合约价格的下跌幅度。

例如,某年3月,美国某投机者在芝加哥期货交易所买卖英镑期货合约。当时,6月份交割的英镑期货价格是1英镑等于2美元,9月份交割的英镑期货价格是1英镑等于2.1美元。因此,在看涨的市场上,投机者预测6月份交割的英镑期货合约的价格上涨幅度将大于9月份交割的英镑期货合约的价格上涨幅度。他买进6月份交割的合约,卖出9月份交割的合约。正如所料,同年4月,6月份交割的英镑期货价格是1英镑等于2.4美元,9月份交割的期货价格是1英镑等于2.45美元。这时,他卖出6月份交割的合约,买进9月份交割的合约,对冲后他获利3125美元 $[62500 \times (2.4 + 2.1 - 2 - 2.45)]$ 。

卖空套利则指投机者卖空近期交割月份的期货,同时买空远期期货。在看涨的市场上,交易者希望远期期货合约价格的上涨幅度大于近期期货合约价格的上涨幅度;在看跌的市场上,希望远期期货合约的价格下跌幅度小于近期期货合约的价格下跌幅度。例子从略。

(2)跨市套利。跨市套利是指利用同一外汇期货合约在两个或两个以上的交易所存在的价差而获利的一种投机。其具体做法是投机者根据对不同外汇期货市场形势的预测,进行买空或卖空外汇期货套利,同时在两个交易所进行两种相似的外汇期货合约但交易方向相反的交易。例子从略。

(3)跨品种套利。跨品种套利是指利用两种不同的、但互相关联的外汇期货合约之间的价差进行的套利交易。这种交易方式主要是通过同时买进和卖出相同交割月份,但不同种类的外汇期货合约进行的。这是因为,虽然两种互相关联的外汇期货合约的价格是呈同一方向变动的,但是,它们的变动幅度是不会相同的。也就是说,其中一种外汇期货合约的上涨速度或下跌速度会比另一种合约来得快。因此,决定这种交易成功与否在于开始套利的价格及最后清算的价格两者之间的相对差异程度。这时,价格变动的方向并不重要。重要的是在这段时间内所套利幅度的宽与窄。

第三节 股票指数期货

一、股票指数的基本概念

1. 股票指数的定义

股票指数是指通过选择若干种具有代表性的上市公司的股票组成成份股,计算它们的成交市价而编制出的一种价格指数。

股票指数的编制,通常是以某一固定年份为基期,即以这一年的股票平均价格为100,用以后各个时期的股票平均价格和基期的平均价格相比较,计算出的百分比则为各个时期

的股票指数。一般的股票指数每 3 分钟计算一次。

可见,股票指数反映的是股票市场平均涨跌变化的情况和幅度。另外,由于成份股是股票指数计算的对象,而成分股又大都是具有代表性的大公司的股票,这些股票构成股票市场总值的大部分。因此,股票指数不仅能够反映股市的变动,而且能够影响和带动整个股市的走势。投资者可根据股票指数的走势作出合理的投资选择。

2. 股票指数的种类

股票指数种类很多,而且,大部分国家都有其代表性的股票指数。其中,最著名的股票指数有:

(1)道琼斯股票指数和标准普尔 500 种股票价格指数。道琼斯股票指数是为众多经济报刊杂志经常引用的美国最著名的股票指数。

道琼斯股票指数共分四组:

第一组,工业平均指数,由 30 种有代表性的工业公司的股票组成成份股;

第二组,运输业平均指数,其成份股包括 20 家著名的运输业公司的股票;

第三组,公用事业平均指数,其成份股包括 15 家公用事业公司的股票;

第四组,综合指数,其成份股由上述三组包括的 65 家公司的股票组成。

其中,第一组指数,即道琼斯工业平均指数,被引用得最多。

在各公司的经营发展中,各公司的发展状态不可能完全相同。而发展情况的不同,会使各公司的股票在股票市场上的相对地位发生变化。因此,成份股的选择就会因这种公司实力的变化而有所不同。

在美国,标准普尔公司编制的标准普尔 500 种股票价格指数也很有名。其成份股包括:工业股票 400 种,公用事业股票 40 种,金融业股票 40 种和运输业股票 20 种。

(2)金融时报工业普通股票指数。在英国,最有代表性的股票指数是金融时报工业普通股票指数。它的成份股有 30 种,分别代表英国 30 家著名的工业和商业公司。除星期一以外,该指数每天刊载在金融时报上,故而得名。由于选出的这 30 家公司的股票都是蓝等股,因此这一股票指数被视为伦敦证券交易所的晴雨表。

(3)日本经济新闻社道琼斯股票平均价格指数。日本经济新闻社道琼斯股票平均价格指数(简称为日经一道指数),是利用修正的美国道—琼斯公司股票价格平均数的计算方法,以东京证券交易所第一部登记交易的 225 家公司的股票为其成份股而计算出的股票平均价格。股票的选择、指数的计算与发表都由日本经济新闻社进行,因而得名。

(4)恒生股票指数。恒生股票指数是香港最为有名的股票指数。恒生股票指数的成份股有 33 种,其中,金融分类指数 4 家,公用事业指数 5 家,地产分类指数 9 家,工商业分类指数 15 家。这 33 种成份股,是根据各公司股票的市场价值(股票发行数量乘以市场价格)和其在香港的经济地位而选出的。因此,成份股有可能随上述两点的变化而出现变动。

恒生指数由恒生银行于 1969 年 11 月 24 日起每日发表,以 1964 年 7 月 31 日为基日,指数为 100,后由于技术原因,恒生股票指数的基日转为 1984 年 1 月 13 日,以当日的收市指数 975.47 为基期股票指数,以维持股票指数的连续性。

恒生股票指数的 33 种成份股的资本市值占香港股市资本总值的 65% 以上。因此,恒

生股票指数也是香港股市行情的晴雨表。

除上述美、英、日、香港具有代表性的股票指数之外,世界上还有许多著名的股票指数。例如,美国的 1500 种综合指数和价值线综合指数,英国的金融时报证券指数,日本的 Osaka50 股票指数,香港的香港股票指数,澳大利亚的悉尼股票指数以及菲律宾时工商股票指数。

3. 股票指数的计算方法

在计算股票指数之前,首先要选择成份股。即主要应选择那些总价格变动趋势能够反映整个股票市场或某一部分市场价格变动的股票作为股票指数计算所依据的对象。这样,选出的数量相对较小的一组股票,其价格变动与整个股票或某一部分股票市场价格在运动方向上是保持一致的。

股票指数的计算方法,主要有算术平均法,几何平均法和加权平均法。其中,采用最多的是加权平均法,即通过对每一种股票进行加权计算,以使股票指数较客观地体现每一种股票的重要程度。加权平均法在计算股票指数时,又大体可分成二类:一种是采用资本加权,亦称市场价值加权,即在资本加权指数中,组成该指数的各种股票根据其所发行股数的现行市场总价值进行加权;另一种是采用价格的加权法,即构成指数的股票用各自的价格进行加权计算,按照这种加权方法计算,价格较高的股票对指数的影响会更大。这两类加权方法中,资本加权方法应用得较为广泛。

目前,世界上大多数国家的股票指数采用的是拉斯佩尔式基期加权总值指数计算方法。这种计算方法比较简单。以香港恒生股票指数为例,恒生股票指数等于现行成份股的总市值除以基期成份股的总市值,用公式表示:

$$\text{恒生股票指数} = \frac{\text{现行成份股总市值}}{\text{基期成份股总市值}} \times 100$$

由于各成份股的资本额甚至成份本身均会随时发生变化,因此,股票指数是通过一系列互为因果、互为关联的数字来计算的,只有不断地对它进行调整才可以较为准确地反映出经济的变化和增长。为了计算简便,一般采用如下公式进行这种每日连锁计算:

$$\text{当日收市指数} = \text{昨日收市指数} \times \frac{\text{当日收市总市值}}{\text{昨日调整总市值}}$$

在这里,昨日调整总市值是根据资本额的变化进行调整以后的前一日的总市值。

个别国家的股票指数采用的是另外一些计算方法。例如,英国的金融时报工业普通股票指数采用的是几何平均法,其特点是在计算时对成份股的大幅运动给予较少的权数,因此,价格变动对指数的影响则比较大。美国堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数,是根据 1700 种股票(约占纽约股票交易所交易股票的 90%)所编制的。对于每一种股票,不论其价格大小、股票多少或活动情况如何,计算时都给予相等权数,因此它是加权数相等的几何平均数。

二、股票指数期货的产生和发展

1. 股票指数期货产生的背景

股票价格是指在证券市场上买卖股票的价格。股票是一种凭证,本身没有价值。它之所以有价格,可以买卖,是因为股票能够给它的持有者带来股息收入。因此,股票价格与预期股息的大小成正比,而与利息率的高低成反比。用公式表示为:

$$\text{股票价格} = \frac{\text{预期股息}}{\text{利息率}}$$

股票价格由预期股息和利息率决定,即预期股息和利息率的变动会导致股票价格的变动。可见,股票具有价格风险。这种风险主要来自两方面:一方面是由于股份公司本身经营管理不善而引起股息、红利的减少,直至资金所损;另一方面则是由于股市受到政治、经济等社会因素的影响而形成的股票价格下跌。相应地,股票的价格风险可以分成二类:一是系统性风险,二是非系统性风险。

系统性风险是指某种股票价格的变动与整个股票市场的变动相一致,即在股票市场上大多数股票价格是一起上升或一起下降的。这些股票受到共同的市场因素的影响,具有相同的风险。

非系统性风险则是指个别股票的市场风险,这种风险与其他股票无关。不过,当这种股票同其他股票组合在一起时,若搭配得当,则可以把上述的非系统性风险予以分散。因此,只要股票适当地加以分散化,那么,股票价格具有的风险是唯一的,即只有系统性风险。也就是说,股票分散化可以防止个别股票价格下跌的风险,但不能防止股票市场全面下跌的风险。

本世纪 70 年代以来,西方国家受“石油危机”的影响,经济不稳定,利率波动剧烈,和利率有关的债务凭证纷纷进入期货市场。尤其是 1981 年里根上台之后,把根治通货膨胀作为美国经济的首要任务,实行强硬的紧缩政策,引起利率大幅度上升,美国股票市场受到沉重打击,股价狂跌。

在这样的系统性风险下,为了减少股票持有人所冒的市场风险,保证其不受损失或少受损失,就迫切需要一种新的能够给股票持有人实现套期保值的办法。股票指数期货正是在这种情况下应运而生的。

2. 股票指数期货的产生和发展

1982 年 2 月 24 日,美国堪萨斯市期货交易所推出了第一份被称为价值线综合平均指数的股票指数期货合约。这种期货合约是买卖双方在市场上根据股票指数的升降按照事先约定的买卖时间和价格进行交易的。它的推出,为股票持有人提供了套期保值的新方法,因此,深受广大股民的欢迎。在它之后,其他类型的股票指数期货合约也相继进入期货市场。

1982 年 4 月 21 日,美国芝加哥商人交易所推出了标准蒲尔 500 种股票指数的期货合约。这种指数代表了在纽约证券交易所、美国证券交易所和场外交易买卖的 500 种普通股股份的加权平均指数。

1982 年 5 月 6 日,美国纽约期货交易所推出了综合股票指数合约。芝加哥期货交易所也于 1984 年 7 月 23 日推出了主要市场指数合约。

股票指数期货合约在美国推出之后,由于它以全新的概念开拓了大量新的投资机会和领域,也日益受到各国金融界的青睐,在世界范围内迅速发展起来。

1983年,澳大利亚悉尼期货交易所根据澳大利亚证券交易所普通股票指数制定了自己的股票指数期货合约——悉尼股票指数。1984年2月,英国伦敦亦推出名为“金融时报证券交易所100种股票指数”。作为亚洲主要金融中心的香港,于1986年5月正式在香港交易所推出股票指数期货的交易。1986年9月,新加坡也开办“国际货币交易所日本日经225股票指数”期货合约交易。

股票指数期约产生后取得了很大成功。在它产生的当年(1982年),标准普尔500种股票指数期货合约交易量就达到150万份,价值线综合平均指数期货合约交易量亦超过35万份。

由于价值线综合平均指数是1700种股票价格算术平均数,它没有给予那些最有可能使用股票数期货并从中获利的大公司的股票应有的重视,因此不能反映这些大公司股票价格的运动,故其发展受到限制。与此相反,标准蒲尔500种股票指数由于是加权平均指数,它的发展则非常迅速。到1984年,标准蒲尔500股票指数期货合约就成为世界上第二大金融期货合约。

纵观股票指数期货的发展,股票指数期货自其产生之时起,其合约交易量的增长一直超过其他类型期货的增长。到1984年,股票指数期货合约交易量已占美国所有期货合约交易量的20%以上。

目前,世界上股票指数期货交易则主要集中于几大股票指数,即金融时报股票指数(Financial Times index)、日经一道指数(the Nikkei Dow Jones index)、恒生股票指数(the Hang Seng Stock index)。

三、股票指数期货

1. 股票指数期货的定义

所谓股票指数期货,就是以股票市场的股票价格指数为买卖对象的期货。股票指数期货交易就是买卖股票指数期货合约的交易。股票指数期货合约则是参与股票指数期货市场的买卖双方根据事先约定好的价格同意在未来某一特定时间进行股票指数交易的一种协定。

股票指数期货一方面是期货的一种,在期货市场上进行买卖,另一方面由于它所买卖的是与股票有关的指标,它又与股票市场有关。因此可以说,股票指数期货是期货市场与股票市场的共同产物,它既具备了期货的特点,又包含了股票的特色。不过,正是由于股票指数期货结合了两者的特点,它与一般意义上的期货和股票都有着很大的不同。

2. 股票指数期货的特点

股票指数期货的主要特点是以现金结算,而不是实物(股票)交割。这是股票指数期货与其他形式期货之间的最大不同之处,使得投资者未必一定要持有股票才能参与股票市场的幻想成为可能。一般来说,投资者在购买股票时经常遇到的难题就是虽然知道整个股票市场的总趋势但仍不能真正把握购买哪一种股票为好。这是因为虽然整个股市的走向可以预测,但个别股票的变化却完全可能与之背离,从而造成投资者在股票投资上的风险或损

失。股票指数期货的出现正好解决了这一难题,它使得投资者参与了股票市场而又不必拥有股票,同样获利而又可省去挑选股票所冒的风险。

股票指数期货合约在交易时,实际上只是把股票指数按点数换算成现金进行交易。合约到期时以股票市场的收市指数作为结算的标准,合约持有人只须交付或收取按购买合约时的股票指数的点数与到期的实际指数的点数计算的点数差折合成的现金数,即可完成交收手续。这种结算方法避免了要从股票市场上收集股票作为交收的繁琐的步骤,同时也省去了不少交易费用。不过,实际上,真正到期交收的合约只占整个股票指数期货合约的1~2%,绝大多数股票指数期货合约的持有者在合约期满前就以对冲方式结束了手中的合约。

股票指数期货的另一特点则是它的高杠杆作用。股票指数期货的买卖以保证金方式进行。买入或卖出1张合约,都要垫付一笔保证金,作为日后合约到期时履行交收责任的保证金。投资人在买卖股票时,一般必须存放的保证金不低于股票的50%,而股票指数期货合约则只需10%左右。这就产生了高的杠杆作用,使投资者可以以小本获大利。如果期货市场的变化与股票指数期货合约交易者所预测的结果基本相符,他便可以通过交纳很少的一部分保证金而获得可观的利润。当然,这种以小本获大利的买卖不仅存在大赚的可能性,而且也潜伏大亏的危险,一旦交易者的预测与市场的走势相反时,这种情况就会发生,其亏蚀的程度也有可能超过最初的保证金。

股票指数期货另外还有交易成本低、流动性强等特点。

3. 股票指数期货合约价格的确定

股票指数期货合约的报价采用指数点,其价格是由指数的点数与一个固定的金额相乘而得。对恒生指数及其分类指数期货而言,这个固定金额为港币50元,假如现时恒生股票指数期货的报价是5000点,则一张恒生股票指数期货合约的价格就是25万港元(50港元 $\times$ 5000点)。标准普尔500种股票指数期货合约的价格是当时指数的500倍,即如果标准普尔500种股票指数某日为210点时,则一份标准普尔500种股票指数期货合约的价格为105000美元(500美元 $\times$ 210点)。而主要市场指数期货合约的价格则是其现时点数的100倍。

股票指数期货合约的价格波动也有最低限和最高限的规定。美国的几种股票指数期货合约最低波幅均为0.05个指数点(每张合约25美元)。香港恒生股票指数期货合约的最低波幅为1个指数点(每张合约50港元),最高波幅为不高于或低于前一日收市指数的100点。

4. 与股票指数期货合约交易有关的内容

股票指数期货合约在进行交易时,都会遇到合约价格的计算、最小价位变动的规定等等方面的内容。下面以堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数、芝加哥商人交易所的标准普尔500种股票指数、纽约期货交易所综合指数、芝加哥交易所的主要市场指数以及香港的恒生股票指数为例加以说明。

(1)合约的价格。每一份股票指数期货合约的价格等于购买或出售时所报的指数的点数乘以一个固定金额。堪萨斯农产品交易所的价值线综合指数、芝加哥商人交易所的标准普尔500种股票指数和纽约期货交易所的综合指数等三种期货合约的单位价格都是现时指

数的 500 倍。芝加哥交易所的主要市场指数为 100 倍。恒生股票指数则为 50 倍。

(2)最小价位变动。各个进行股票指数期货合约交易的交易所对合约的最小价位变动都有规定。价值线综合指数、标准普尔 500 种股票指数、纽约期货交易所的综合指数和主要市场指数的期货合约价格最低变动限制为 0.05 点,即前三种最低价位变动为 25 美元(500×0.05),最后一种则为 5 美元(100×0.05)。恒生股票指数期货合约的最小价位变动为 50 港元(50×1)。

(3)每天的价格限额。同传统的期货合约不同,股票指数期货合约一般都没有每天的价格限额。恒生股票指数例外,以不高于或低于前一日收市指数 100 点(5000 港元)为限。

(4)交收月份。以每一季度为标准,即按 3、6、9、12 月进行循环交收。

(5)交易时间。各个期货交易所都有自己的交易时间。经营标准普尔 500 种股票指数期货合约买卖的芝加哥商人交易所的交易时间为芝加哥时间上午 8:30~下午 3:15。综合指数期货合约的交易时间为纽约时间上午 9:30~下午 4:15,而恒生股票指数期货合约的交易时间从星期一至星期五,上午 10:00~12:30,下午 2:30~3:30,每星期三交易时间为半天。

(6)最后交易日。标准普尔 500 种股票指数的最后交易日是合约月第三个星期四;价值线综合指数的最后交易日是交割月最后的营业日;纽约期货交易所综合指数的最后交易日是交割月最后营业日的第二天;恒生股票指数的最后交易日是每个交易月份的最后一个交易日。

(7)交收与结算方式。所有股票指数期货合约都以现金交收,不以实际股票交收。在最后交易日仍未进行对冲交易的恒生股票指数合约,按规定必须经结算所根据收市指数以现金结算。标准普尔 500 种股票指数合约按最终结算价以现金结算,此最终结算价由合约月份的第三个星期五的 500 种股票指数合约的开盘价所决定。纽约期货交易所的综合指数合约在合约到期时以现金结算,最终结算价格根据到期合约月份第三个星期五的开盘价格经特别计算而求出。

(8)成份股的组成。各种股票指数所选定的成份股的数量和组成不尽相同,而且,同一指数中的股票数和组成也不是一成不变的。一般而言,成份股的数量,主要市场指数为 20 种,纽约期货交易所综合指数为 2100 种,标准普尔 500 种股票指数为 500 种,价值线综合指数为 1700 种,恒生股票指数为 33 种。

(9)指数的计算方法。纽约期货交易所的综合指数恒生股票指数和标准普尔 500 种指数都采用基期加权总值指数法,这种方法为大多数的股票指数采用。价值线综合指数则按几何平均法计算。

(10)保证金。股票指数期货最小的初期保证金大约是合约价值的 10%。做套期保值和套期图利所缴的初期保证金则较低。这种最低的初期保证金由交易所规定。不过,经纪公司所收的保证金要比这一标准高。恒生股票指数的初期保证金订为每张合约 1500 港元,并且每位客户的保证金总额不得低于 7000 港元。

四、股票指数期货市场的结构和运作

1. 股票指数期货市场的结构

股票指数期货的交易不是在股票交易所而是在期货交易所进行。从结构上看,股票指数期货市场主要由期货交易所,结算公司和保证公司这样三个团体组成。作为期货交易所,它主要负责市场的操作,比如提供交易场所、维持市场秩序、制定和修正买卖规则等等。保证公司和结算公司则主要负责期货合约的结算,并承担保证每笔交易的清算和保证合约买卖双方的合法权利的担保责任。

2. 股票指数期货市场的运作

以香港为例,参加股票指数期货交易的成员主要有五类:通用结算会员、结算会员、非结算会员、本户会员和一般客户。这五类成员间的关系如下图:

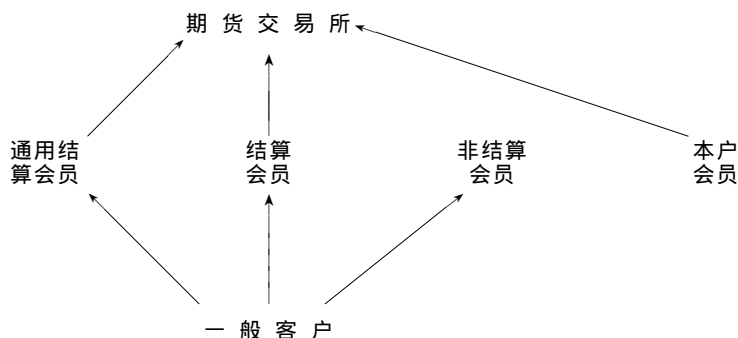


图 1.9.4 参加股票指数期货交易成员的关系

通用结算会员、结算会员、非结算会员和本户会员都是期货交易所的会员,可以直接到期货交易所进行股票指数期货合约的买卖。除本户会员外,其余三者还可以接受一般客户的委托,代他们到期货交易所进行交易;本户会员则只能为自己而不能为他人作股票指数期货买卖。一般客户不是期货交易所的会员,他要进行股票指数期货交易只能由通用结算会员、结算会员或非结算会员作为期货经纪公司代为履行。在这种情况下,期货经纪公司在期货交易所派驻交易员,一旦公司接到客户要求代为买进或售出股票指数期货合约的指令时,公司就马上打电话通知其在期货交易所的代表,由后者根据客户提出的价格和数量进行交易。

在香港,恒生股票指数期货合约在期货交易所的交易栏上采用上牌和公开喊价两种方式进行交易。这种交易方法类似于拍卖,买卖双方可以竞相出价,彼此竞争,从而获得较好的买价和卖价。而且,由于大多数合约持有人在实际交收日之前就以对冲方

式结算了手中的合约,所以,在这种股票指数期货合约的交易中,买卖双方优先考虑的是价格,其次才是合约的具体月份和合约数量的多少。

股票指数期货交易的结算,概括地说,是这样进行的:

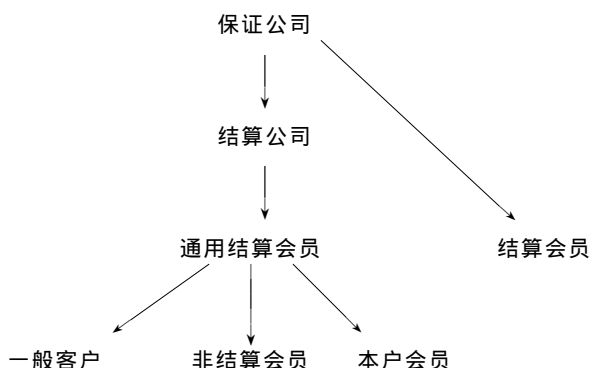


图 1.9.5 股票指数期货交易的结算关系

股票指数期货市场中的结算会员可以直接与结算公司打交道,但不能替其他非结算会员进行结算。香港期货交易所目前对结算会员资产净值的要求是 1000 万港元。通用结算会员的资产净值则在 2500 万港元以上,它不但自己拥有结算权,还可以替非结算会员(资产净值至少 500 万元),本户会员(资产净值至少 200 万元)和一般客户进行结算。而后三者则只能通过通用结算会员间接地与结算公司发生关系。

五、股票指数期货的套期保值

1. 套期保值是股票指数期货的主要功能

对于一个拥有股票的投资者,要想使他手中的股票价值避免贬值的危险,股票指数期货是最有效的套期保值手段。通过股票指数期货的套期保值,已经拥有股票和将要购买或卖出股票者可以转移股票贬值的风险,避免或减少可能的损失。可见,套期保值是股票指数期货的主要功能。

由于股票价格指数是根据一组股票价格的变动情况编制的指数,因此,股票价格指数的变动趋势是和股票价格的变动趋势呈同方向、同幅度的。这样,同时在股票的现货市场和股票指数的期货市场进行相反方向的操作,就可以抵消可能出现的风险。这就是股票指数期货的套期保值原理。

在进行具体操作时,股票指数期货的套期保值方法分为两种:买入套期保值和卖出套期保值。

2. 股票指数期货的卖出套期保值

卖出套期保值活动的参与者,主要是已经拥有股票的个人或机构,另外也可能是预期将

持有股票的个人或机构。在对未来股市的走势没有把握或预测股价会下跌的时候,为避免股价下跌可能出现的损失,他们就会采用卖出股票指数期货的套期保值活动进行防卫。这样,一旦股市真的下跌,他们就可以从在期货市场上卖出的股票指数期货合约的交易中获利,以弥补由于股市下跌在股票现货交易所受的损失。

例一,某股票持有人拥有价值 2400 万美元的股票,他预料未来股价会下跌,因此,他在芝加哥交易所卖出主要市场指数期货合约。当天每份主要市场指数期货合约的市值是 80000 美元,则他需要出售的合约数为 300 份($24000000 \div 80000$)。

表 1.9.8 股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	拥有价值 2400 万美元的股票	卖出 300 份主要市场指数期货合约,总价值为 2400 万美元($80000 \text{ 美元/份} \cdot 300 \text{ 份}$)。
将来	股票价值下降至 2280 万美元	买回 300 份主要市场指数期货合约,总价值为 2283.75 万美元($76125 \text{ 美元/份} \times 300 \text{ 份}$)。
市值变化	亏损 120 万美元	盈余 116.25 万美元

结果正如所料,股票价值下降至 2280 万美元,每份期货合约价格也相应下降到 76125 美元。这时,买回期货合约对冲掉卖出的合约。这样,股票市场上的损失就由期货市场上的盈利补偿。因此,经过卖出主要市场指数期货合约,该股票持有人减少的损失为 116.25 万美元。现在他的损失为 37500 美元,但若不采用这种方式套期保值,他会损失 120 万美元。见表 1.9.8。

例二,香港某股票持有人现持有价值约 100000 港元的股票,由于他认为股市前景看淡,于是便卖出 1 月期的恒生股票指数期货合约。当天 1 月期期货合约恒生指数为 2900 点,因此卖出的合约价值为 $2900 \times 50 = 145000$ 港元。一个月后,股市真的下降,他持有的股票价值下降到 90000 港元。这样,他在股票市场的损失为 10000 港元($100000 - 90000$)。但由于他在事前作了套期保值交易,而这时的恒生股票指数亦下降约 200 点,为 2700 点。他买回合约则他在股票指数期货市场上的盈利为 10000 港元 $[(2900 - 2700) \times 50]$ 。买卖相抵后,股票市场损失的 10000 港元就由期货市场盈利的 10000 港元弥补,达到了保值的目的。见表 1.9.9。

表 1.9.9 股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	持有价值约 100000 港元的股票	售出 1 月期的恒生股票指数期货合约,总价值为 145000 港元(2900×50)。
一月后	股票价值下降为 90000 港元	买回 1 月期恒生股票指数期货合约,总价值为 135000 港元(2700×50)。
市值变化	亏损 10000 港元	盈余 10000 港元

例三,美国某股票持有人有分属于 500 家公司的股票,价值为 10000 美元。为保值,在股票指数期货市场卖出 1 份 3 个月后到期的标准普尔 500 种股票指数合约,指数点为 20,因此 1 月份合约价格为 $20 \times 500 = 10000$ 美元。3 个月合约到期前,手中的股票由于经济周期影响明显跌价,股票价值为 9000 美元;同时,在期货市场上股票指数也相应下跌,点数为 18,这时买入 1 个合约的成本为 $16 \times 500 = 8000$ 美元。该股票持有人在股票市场上损失 1000 美元,而在期货市场上赚了 2000 美元。可见,套期保值活动不仅可以避免股市下跌的风险,还可以有所获利。见表 1.9.10。

表 1.9.10 股指期货卖出套期保值

	股票市场	期货市场
现在	持有价值约 10000 美元的股票	卖出 3 月期的标准普尔 500 种股票指数合约,总价值为 10000 美元(20×500)。
三个月后	股票价值跌至 9000 美元	买回 3 月期标准普尔 500 种股票指数合约,总价值为 8000 美元(16×500)。
市值变化	亏损 1000 美元	盈余 2000 美元

在运用卖出股票指数期货合约进行套期保值的活动中,也可能出现股票市场的走势与预测相反的情形。也就是说,股票价值不是下跌而是上升,这样就会造成买回股票指数合约的成本大于卖出时的收益,在股票指数期货市场上发生损失,而这种损失则会因股票的升值得以弥补。

3. 股票指数期货的买入套期保值

股票持有人在运用套期保值方法时,还可以采用一种与卖出股票指数期货活动方向相反的方式,即进行买入套期保值,这是因为,当股票持有人卖出股票后若股市反而上升,这时他无形中就会遭受一定的损失,或者,一个投资者将收到一笔投资基金,但在资金未到手之前,他可能认为股市短期内会急升,为了便于控制购入股票的时间,他可以先在期货市场买入股票指数期货,预先固定了将来购入股票的价格,等资金一到,便可以运用这笔资金进行股票投资。在这两种情况下,都可以运用买入股票指数期货合约的方法。

例一,美国某投资者卖出价值 2400 万美元的股票,同时购入 1 月后到期的主要市场指数期货合约。当天一份 1 月期的主要市场指数期货合约的价格是 80000 美元,即他一共买入合约 300 份($24000000 \div 80000$)。一个月后,股市上升,使他售出的股票价值增至 2500 万美元。这样,他在股票市场上损失 1000000 美元。但由于他在事前买入股票指数合约,当主要市场指数期货合约价格也相应上涨至 83000 美元时卖出合约,他在股票指数期货市场上的收益是 $(83000 - 80000) \times 300 = 900000$ 美元。他在股票指数期货市场上的盈利虽不能弥补其在股票市场上的金钱损失,但却减少了他大部分的损失。见表 1.9.11。

1.9.11 股指期货买入套期保值

	股票市场	期货市场
现在	卖出价值达 2400 万美元的股票	买入 1 个月期的主要市场指数期货合约,总价值为 2400 万美元 (80000×300)。
一个月后	股票价值上升到 2500 万美元	卖出 1 个月期的主要市场指数期货合约,总价值为 2490 万美元 (83000×300)。
市值变化	亏损 100 万美元	盈余 90 万美元

例二,香港某股票投资人计划投入一部分资金购买股票。在资金到位之前,他通过买入股票指数期货合约的办法来固定他所要买的股票的价格。例如,他欲购面值 100000 港元的股票,但资金未到位。由于他预期股市短期内会猛升,于是购入 1 个月期股票指数合约。这时股票指数为 2000 点,合约价格为 $2000 \text{ 点} \times 50 = 100000$ 港元。结果正如所料,股市上扬,欲购的股票市价上升至 105000 港元,股票指数也上升至 2100 点。他买进股票,卖出股票指数期货。股票价格上升造成他损失的 5000 港元则由股票指数市场上赚回的同等金额补偿了。见表 1.9.12。

表 1.9.12 股指期货买入套期保值

	股票市场	期货市场
现在	预料股市急升,虽欲购价值 100000 港元的股票,但资金未到位	买入 1 个月期股票指数合约,点数为 2000 点,价值为 100000 港元(2000×50)。
一个月后	股市上扬。欲购股票的市价上升到 105000 港元	1 月期指数升至 2100 点。卖出,则价格为 105000 港元(2100×50)。
市值变化	损失 5000 港元	盈利 5000 港元

例三,美国某股票投资者欲卖掉手中价值为 10000 美元的股票。为避免可能的损失,他在卖出股票的同时,在期货市场买入股票指数期货合约。当时 1 个月期的标准普尔 500 种股票指数的点数为 20,则 1 份合约的价格为 $20 \times 500 = 10000$ 美元。不久,股市真的上场,原来价值 10000 美元的股票已上涨至 11000 美元,他在股票市场上损失 1000 美元。这时,股票指数期货合约的价格也上升到 $25 \times 500 = 12500$ 美元,卖掉期货合约后在期货市场上净赚 2500 美元。通过采用这种方法,不仅避免了损失,还增加了获利。

同样,在运用买入股票指数期货合约进行套期保值的活动中,也会出现股市走势与预测不一致的情况。不论预测准确与否,由于套期保值是同时在股票市场和期货市场进行方向相反的活动,所以一方的损失总可以用另一方的盈余加以补偿,从而起到保值的作用。

六、股票指数期货的投机作用

1. 股票指数期货的投机功能

股票指数期货市场的主要功能是套期保值帮助投资者转移风险。同时,它作为一种较新的投资工具,也为投资者提供了直接参与买卖的投资机会,也就是说,股票指数期货市场还具有投机的功能。

在股票指数期货市场上,投机者是不可缺少的。因为,在期货市场上如果没有套期保值者买进或出售的合约,投机者便没有了投机的对象,无法进行买空卖空活动,也就不会有投机者和投机行为的产生;同样,如果在期货市场上没有投机者或者投机者很少,那么,套期保值者想转移的价格风险就会无人承担。他们由于担心价格上涨带来损失而买进期货时,就会没有卖者或卖者很少,而当他们担心价格下跌造成损失而卖出期货时,又只有很少的买者,这样,其套期保值的目便难以实现。因此,套期保值者和投机者之间是一种相互依存的关系,缺一不可。正是由于投机者愿意承担套期保值者希望转移的风险,市场上的风险转移才能得以随时随刻地进行,才能使市场具有流动性。

股票指数期货市场具有投资功能,其原因是,由于股票指数期货合约是以股票指数作为交易的基础,因此直接投资进行股票指数期货合约的买卖实质上是一种间接买卖股票的经济活动。从一定意义上说,这种间接买卖股票的活动甚至优于直接买卖股票。因为:

(1)对于投资者来说,购买股票至少要有两种风险,一种是系统性风险,即整个股市大幅涨落的风险;另一种是非系统性风险,即个别股票行市剧烈升降的风险。因此,投资者在购买股票时,除了要综观整个股市的行情外,还得考虑个别公司的业务概况、发展前景以及盈利多寡等等。在具有这两种风险的情况下,除非投资者可以动用大量资金购买多种股票以分散风险,否则是无法避免这两种风险的。而进行股票指数期货合约的买卖,由于它实际上是一种保证金的买卖活动,每份合约只需交极少的保证金便如同是对指数成份股都投了资,其风险程度大大减少。

(2)投资于股票指数期货合约比直接投资于股票的成本要低许多。例如在恒生股票指数 3800 点的情况下,只需交上一二万元港元的保证金,每份合约的实际交易量便可达到 19 万港元(3800×50 元)。

(3)股票指数期货交易的手续也比股票交易相对简单。股票交易的守户和实际交收过程都较为烦琐;而股票指数期货交易只须通过对冲交易或到期以现金结算便可了结整个交易。

股票指数期货的投机交易按其交易方式可以分为买入股票指数期货合约,卖出股票指数期货合约和套期图利。

2. 买入股票指数期货合约

投资者进行买入股票指数期货合约的目的,不是利用期货交易避免价格变动带来的损失,而是利用价格波动获得由此产生的利润。具体来说,投资者在对市场行情看涨的时候,买入股票指数期货合约,再在行情涨至一定高度的时候卖出股票指数期货合约。通过在低价时买入,在高价时卖出,投资者就可获得因价格变动而带来的利润。

例如,美国某一投资者预测美国股票市场行市最近会上扬,于是他立即买入 1 份标准普尔 500 种股票指数期货合约,指数点为 20,1 份合约价格为 $20 \times 500 = 10000$ 美元。不久,股票行情果真猛涨,该投资者在 30 的指数点上卖出合约,售价为 $30 \times 500 = 15000$ 美元。因此,通过买入股票指数期货合约,获利 5000 美元。

3. 卖出股票指数期货合约

和买入股票指数期货合约的目的一样,卖出股票指数期货合约的目的也不是为了避免价格波动带来的损失,而是为了获得因价格变动而带来的利润。也就是说,投资者在股票市场行情看跌的情形下,卖出股票指数期货合约,然后再在行情如所预料的下降之后,买入股票指数期货合约,买卖对冲,高卖低买必将使投资者获得可观的利润。

例如,香港某一投资者预测香港股票市场行市看淡,他决定采取卖出股票指数期货合约进行投机。5 月 1 日,他卖出 1 份恒生股指期货合约,1 份合约价格为 $3800 \times 50 = 190000$ 港元;到 7 月底该指数下降为 3100 点,他按照 $3100 \times 50 = 155000$ 港元的价格买入合约对冲,这样,他一共获利 $190000 - 155000 = 35000$ 港元。

4. 套期图利

所谓套期图利,是指同时卖出和买进两种不同种类的期货合约,以利用期货间的价格差距来获取利润。在进行套利交易时,交易者买进自认为是“便宜的”合约,同时卖出那些自认为“高价的”合约,他们并不注重价格的绝对水平,而是注意合约之间的相互价格关系。假如交易者估计价格将要上升或下降,而实际上价格也确实如所料那样上升或下降了。这样,交易者就可以从两合约价格间的关系变动中获得利润。

套期图利的这一交易原理,同样也适合股票指数期货。一般地,股票指数期货的套期图利也主要有三种形式:跨期套利,跨市套利和跨品种套利。

(1)跨期套利。跨期套利是指利用股票指数期货不同月份的合约之间的价格差价进行相反交易以从中获利。跨期套利根据其采用的方法又可分为二种:多头跨期套利和空头跨期套利。

①多头跨期套利。当交易者对市场抱乐观态度时会采用多头跨期套利的方法。具体地说,当股票市场趋势向上,交割月份较迟的合约,其价格就会比近期月份合约的价格更易迅速上升。进行多头跨期套利的人正是基于这种认识,出售近期月份合约而买进月份远的合约。这种做法就是多头跨期套利。见表 1.9.13。

表 1.9.13 股指期货多头套期套利

开始	以 94.50 售出 1 份 6 月份指数期货合约	以 97.00 买入 1 份 12 月份指数期货合约	差额 2.50
结束	以 95.00 买入 1 份 6 月份指数期货合约	以 97.75 售出 1 份 12 月份指数期货合约	2.75
差额价值的变动	-0.50	+0.75	

正如套期图利者所料,市场上扬,较远的 12 月份合约与较近的 6 月份合约之间的差额扩大,于是产生了净的差额利润 125 美元(0.25×500)

②空头套期图利。当交易者预测股票价格将会下跌时,会采用空头套期图利的做法。一般而言,在趋于下降的市场上,月份较远的合约通常价格下降得比月份近的合约更快。因此,套期图利者采取的办法是买进月份近的合约,售出月份远的合约。这就是空头套期图利。见表 1.9.14。

表 1.9.14 股指期货空头套期图利

开始	以 98.25 买进 1 份 6 月份指数期货	以 96.50 售出 1 份 12 月份指数期货	差额 1.75
结束	以 98.00 售出 1 份 6 月份指数期货	以 95.75 买进 1 份 12 月份指数期货	2.25
价值差额变动	-0.25	+0.75	

结果正如所料,市场下降了,12月份合约同6月份合约间差额扩大,产生了净的差额利润 250 美元(0.50×500)。

(2)跨市套利。跨市套利是交易者在两个交易所对两种类似的期货同时进行方向相反的交易。交易者在进行股票跨市套利时,是把着眼点放在两种不同股票指数之间的差异是否会扩大或缩小上,而不是针对整体市场运动方向,如果相对于另一种股票指数合约而言,某种股票指数合约在多头市场中上涨幅度较大或在空头市场中下跌幅度较小,则该股票指数合约被视为强势合约。例如,某交易者预测,主要市场指数相对于纽约证券交易所综合股票指数而言将呈强势,他会买进主要市场指数合约,卖出纽约证券交易所综合指数合约。在合约对冲之前,不论总的市场趋势如何,只要主要市场指数在多头市场中的上涨幅度相对较大或者在空头市场中的下跌幅度低于纽约证券交易所综合指数,交易者就可以从跨市套利交易中获利。

假定某交易者预测,不久将出现多头股票市场,而且主要市场指数的上涨势头会大于纽约证券交易所综合股票指数的涨势,于是他在 382.75 点水平上买进 2 张主要市场指数期货合约,并在 102.00 点水平上卖出 1 张纽约证券交易所综合股票指数期货合约,当时的价差为 280.75 点。经过一段时间,价差扩大为 284.25 点。交易者在 388.25 点水平上卖出 2 张主要市场指数期货合约而在 104.00 点水平上买进 1 张纽约证券交易所综合指数期货合约,进行合约对冲。结果是,由于主要指数期货合约在多头市场中上升 35.50 点,大于纽约证券交易所综合指数期货合约上升的 2.00 点,交易者因此获利 1750 美元(3.50×500)。见表 1.9.15。

表 1.9.15 股指期货跨市套利

	主要市场指数期货	纽约证券交易所综合指数	价差
当时	买进 2 张 12 月份主要市场指数期货合约,点数水平:382.75	卖出 1 张 12 月份纽约证券交易所综合指数期货合约,点数水平:102.00	280.75
日后	卖出 2 张 12 月份主要市场指数期货合约,点数水平:388.25	买入 1 张 12 月份纽约证券交易所综合指数期货合约,点数水平:104.00	284.25
结果	获利 $5.50 \text{ 点} \times 250 \text{ 美元} \times 2 \text{ 张} = 2750 \text{ 美元}$	亏损 $2.0 \text{ 点} \times 500 \text{ 美元} \times 1 \text{ 张} = 1000 \text{ 美元}$	获利 $3.5 \text{ 点} \times 500 = 1750 \text{ 美元}$

(3)跨品种套利。跨品种套利是指利用两种不同的具有相互替代性或受到同一供求因素影响的商品之间的价差进行套利交易。由于不同商品对市场变化的敏感程度不同,交易者根据对它们发展趋势的预测,可以选择做多头交易或空头交易。例如当交易者预期主要市场指数期货合约的价格上涨幅度将大于纽约证券交易所综合股票指数期货合约的价格上涨幅度时,买进主要市场指数期货,卖出纽约证券交易所综合股票指数期货;而当交易者预期纽约证券交易所综合股票指数期货合约的价格上涨幅度将大于主要市场指数期货合约的价格上涨幅度时,则卖出主要市场指数期货,买进纽约证券交易所综合股票指数期货。这种套利交易方法主要是根据两种商品之间的价差变动趋势而制定的。其具体操作与跨市套利大致相同。

第四节 金融期货交易案例精选

一、“327”事件

上海股市曾在 1995 年 3 月份兴起一轮反弹上升的行情,这其实得益于“2·23”事件引发的国债期货暂时停牌。其后,中国证监会发出“5·17”通知,最终关闭了国债期货市场试点,更激起深沪两股市一轮暴涨的行情。国债期货由停牌而终至关闭,表明债市问题多多,甚至难以有效遏制。这一切都肇始于“2·23”事件。

2 月 23 日下午 4 时 20 分左右,在上海证券交易所国债期货市场上,正在交易中的国债期货 327 品种突然涌现出几百万的卖盘,在临近尾市 7 分钟内又有上百万空单持续抛出,将

327 品种的价位从 151.30 元打压到 147.50 元,上下落差达 4 元。当日该品种成交量 2000 多万口,按收盘价结算,做多买涨者都难逃灭顶之灾。

多方瞬间被爆仓者、打穿保证金被要求第二天追加补仓者一时间失魂落魄,大有死到临头之感。一些投资者事后回忆起仍感到恐惧。一位大户室的投资者称,他的几百万元资金顿时化为乌有,只觉眼前一黑,几分钟里什么感觉都没有了。当时大户室里“嚯”的一声,几乎是齐声哀鸣,随后便寂然无声了,真是此时无声胜有声。

据了解,至少有 20 多家券商应该倒闭破产,许多家已向法院申请破产。即使保守估计,券商们的损失也有 10 亿元左右。异地券商所受的打击更为严重。

大量个人投资者也损失惨重,上海有近百名拥有千万资金的超级大户,一夜之间沦为赤贫,有的血本无归,却还要补足巨额欠款。

“327”是 1992 年 7 月发行的 3 年期国债期货品种的代号。

1995 年元月初,国债期货 327 品种的持仓量还在 100 万口左右。第二交易周,央行公布 2 月份的保值贴补率,327 合约开始发生较为激烈的多空争斗,随着价升量也增,持仓量也突破第一周的盘局而净 24 万口。多空双方都有建仓,是所有期货品种中唯一上扬的合约,涨幅约 0.38 元。第三周,由于市场气氛对空方有利,327 合约多头的主力筑起了由几十万口买盘组成的防线,多空双方再度激战,以至在一个交易日里使持仓量剧增 47 万口。

春节后的第一周是多空双方争夺最激烈的一周。围绕 3 月份的保值贴补率,多空双方都积极建仓,全周净增 103 万口,价格上扬,涨 0.49 元。多空主力从此进入了肉博性质的第二回合争斗。但市场已向多方转变。

接下来一周,空方主力开始在 327 合约上采取封盖手法,使该品种上升出路被严严实实封锁住。但由于大多数投资者认为该品种贴息的可能很大,看好后市的人日益增多。这迫使空方也继续增加仓位。空方到周末虽已感到资金压力,但由于持仓额太大已骑虎难下,空方的防线在多方攻势面前终于失守,327 合约的价格涨上去了。

多方周密布署,先是拉高 337 合约价,接着稳定推高 319 合约价,然后在贴息传言的配合下将周边市场的 327 合约推到涨停板,最后在沪市 327 合约继续发动多头行情——水到渠成,使空方主力对走势失去控制,最后孤注一掷,演出了 2 月 23 日下午 4 时 20 分那一幕巨量抛盘。

2 月 23 日晚上,事件发生后,上交所召集参与 327 品种最后 10 分钟交易且持仓量在 5 万口以上的券商商讨对策。晚上 11 时,上交所做出最后决定,随即发布公告,宣布该事件为某会员公司为挽回损失蓄意违规所致。因此,2 月 23 日下午 16 时 22 分 13 秒以后 327 品种的所有成交均为无效,该成交部分不纳入计算当日结算价、成交量和持仓范围内,由此确认当日的收盘价为 151.30 元。同时宣布对有关违规行为作进一步调查,再会同有关部门作严肃处理。

上交所公告所称的“某会员公司”原来是上海证券市场上最赫赫有名的万国证券公司。

如果按照上交所公告确认的 2 月 23 日 327 品种收盘价 151.30 元来结算,那么万国证券公司将形成数 10 亿元人民币的帐面亏损。难怪万国证券会铤而走险,蓄意违规。

2 月 24 日,位于上海广东路的万国证券公司黄埔路营业部发生了群众挤兑现金现象。

投资者在营业部一开门便排起了长龙,焦急地等待着提现金。他们之所以来是担心万国证券公司破产,招致损失。一些投资者担心出现去年台湾发生的“洪福风暴”。许多在沪的券商也因是 327 品种交易中的空方而面临破产。

许多人不禁会问,象万国这家上海的王牌证券公司,在全国内外都享有盛誉,却为何在这样事关大局的问题上缺乏冷静、草率从事?

俗话说“种瓜得瓜”,“种豆得豆”。

这一切从一开始就注定了。在 327 合约的多空搏杀中,万国证券公司首先在对基本面的分析判断上,就存在严重的失误。对保值贴补的走势,万国证券始终对其预期较低,因而对保值贴率的继续攀高准备不足。当财政部提高 1992 年 3 年期国债面利率的举措推出后,空方主力又寄希望于 1995 年新债发行对期市的利空影响,但新债发行不但未给空方以帮助,反而形成了利空出尽即是利多的局面。

其次,万国证券公司对自己的资金实力估计过高,希望凭自己的实力压迫多头平仓出局,但其时期期货市场已非 1994 年可比,多头来自四面八方,仅凭少量机构已很难抵抗顺势操作的众多投资者。上述错误判断从根本上否定了空头主力建仓的依据,空头失败本已不可避免。但对万国证券公司更为致命的错误还在于操作手法上:一再建巨仓、建死仓,以致无法改变方向,只得一错再错,陷入致命的绝境。

“2·23”事件对管理者也提出了警示,如何有效地对市场运行进行监督。事实上,327 合约多空双方的争杀在年初已露端倪,尤其是在多空双方已进入你死我活的决战阶段,管理者未进行有效的监控。2 月 23 日开盘后 327 合约的 200 万口卖盘 1 分钟即被多头买光,仍未引起管理者的重视,以至未能制止最后 7 分钟交易中的违规事件。

在沪做证券交易的一位北京人说:“上交所亦有不可推卸责任。这几年,上海证券市场的发展速度很快,但监管却始终没有跟上,市场监管没有引起领导层足够的重视,好大喜功的情绪一直在蔓延,这本身就已为今天的悲剧埋下了隐患……327 品种在 2 月 23 日有 2000 多万口成交量,上交所自己就拿去了 2000 万元利润,从这里就能看出问题。”

1995 年 4 月,万国证券公司召开董事会同意徐庆熊辞去董事长职务,管金生辞去副董事长兼总裁职务。7 月,原总裁管金生被上海市检察机关正式逮捕。

曾几何时,万国证券独占上海证券交易所 A 股总交易量的 22%,B 股交易量的 50%,上交所每天公布的交易量前 20 名,其中一半是由万国证券公司成交的。

万国证券公司成立于 1988 年 7 月 18 日。短短的 6 年多时间,就将一个资本金仅 3500 万元人民币的企业发展为资产规模数 10 亿元的国际性公司。管金生的功劳尽人皆知,台湾工商时报就曾称他为“大陆的证券教父”,江泽民、朱镕基、吴邦国、黄菊等领导也曾对管金生的工作进行勉励,他在证券理论上的权威性,也一直为同行所折服。

连管金生自己也承认,上海证券市场上有两个人出了名,一个是杨怀定,人称杨百万,再有一个即是他管金生。

1990 年 7 月,万国证券公司打出“万国证券,证券王国”的口号,其后在上海所有当道醒目的地方,都有这样的广告招牌。

“证券教父”管金生从中国证券舞台上消失了,万国证券公司也濒临破产的边缘。

1995年4月20日,监察部、中国证监会等部门公布了对上海证交所“2·23”国债期货事件的调查和处理情况。

调查称,现已查明,上海证券交易所国债期货327品种发生的事件,是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不力和风险控制滞后的情况下,由上海万国证券公司、辽宁国发(集团)股份有限公司等少数交易大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引起的国债期货风波。

事件的直接责任者上海万国证券公司,由于违规联手操作,擅自超限额持仓,仅327品种的持仓量就超过交易所为其核定的全部品种最高限额的一倍多。在市场异常波动,价格不断上扬的巨大压力下,公司主要负责人明知严重违反交易规则,为扭转公司巨额亏损,作出了大量抛空单打压价的错误决策,造成了市场的极大混乱。

事件的另一责任者辽宁国发(集团)公司主要负责人,于2月23日上午把几家关系户空仓集中在海南某公司名下,通过无锡国泰期货经纪公司(已被中国证监会依法取消经营资格)大量违规抛空,企图压低价格,以达到减亏或盈利目的。当打压无效时,又率先空翻多,制造市场假像,扰乱市场秩序。事前辽宁国发(集团)公司及其空方关系户也存在联手操作、超限持仓达120万口的严重违规问题。

上海证券交易所对市场过度投机造成的风险估计不足,交易规则不完善,风险控制滞后,监管不严,致使在短短几个月内屡次发生由严重违规引起的国债期货风波,在国内外造成很坏影响。

1995年5月17日,经国务院同意,中国证监会决定关闭国债期货市场。

二、百年帝国,毁于一旦

1. 霸菱帝国梦醒“荷”处

“衍生产品确实需要加强监管,加深理解,不过,我相信我们正在为此而努力。”1993年10月,当霸菱银行与英国 Abbey National 合作投资衍生产品时,霸菱兄弟有限公司主席彼得·霸菱曾自信地这样说。不幸的是,一年多之后的事实却无情地证明,他的自信是完全错误的。

1995年2月26日22点10分,英格兰银行沉重地宣告,霸菱银行破产清算,由英国高等法院委派著名的安永会计师事务所接管霸菱,以确定善后事宜,保护债权人的利益。

这一消息石破天惊,全球金融界为之瞠目结舌。霸菱,这一英国历史最悠久的商业银行,曾号称欧洲“第六帝国”,竟然由于一个28岁的交易员在新加坡国际金融期货交易所(SIMEX)投资日经指数期货时的越权炒作而毁于一旦,这可能吗?

由霸菱兄弟弗朗西斯·霸菱和约翰·霸菱于1762年在当时的世界金融中心阿姆斯特丹创立的霸菱银行,在其233年发展的历史中,虽历经几度沉浮,却更拥有无数的辉煌。

19世纪时,霸菱银行是大不列颠帝国的财务专家,霸菱家族获得过5个贵族称号,多过中世纪以来的任何家族,其财富是英国对抗拿破仑战争的主要经费来源。1803年,英国向法国购买路易斯安那州时,霸菱作为两国的交易中介人起了举足轻重的作用。霸菱还曾发

行债券支持在法国、俄国、印度及中国的铁路建筑工程。

1818年,法国军事家及政治家黎塞留(Due De Richelien)就盛赞霸菱的显赫,将其与英国、法国、俄国、奥地利和普鲁士并列,称之为欧洲的第六大帝国。

1890年,霸菱银行曾因在阿根廷的巨额环帐之故,几于倒闭。当时的霸菱集团首脑雷维尔斯托克(Lordv Reveistoke)对他的朋友表示,“将在周一告诉你是经营下去,还是关门大吉”。所幸的是,英格兰银行伸出了援助之手,提出了一整套拯救计划,使濒临破产的霸菱银行有惊无险,渡过了难关。

约两年前,霸菱银行还得到了英女皇的“最佳出口奖”,因为她主要投资于亚洲市场,为英国国库及英国投资者带回了可观的收益。倒闭前的霸菱银行集团在全球有雇员4300多人,资产逾94亿美元,她所管理的资产高达460亿美元之巨。许多的皇室显贵,包括英女王伊丽莎白二世(据估计有数千万英镑的资产交其管理)和查尔斯王子(一百万磅的亲王基金由霸菱投资)都是她的顾客。经历1986年伦敦金融市场解除管制的“大爆炸”(Big Bang)而能屹立不倒的霸菱集团,与英国其它享誉甚隆的公司如Cazenove及罗富齐等不相伯仲,同被视为英国金融市场体系不可或缺的支柱。

然而,1995年2月23日,厄运从新加坡传来。交易员里森突然失踪,其所在的霸菱新加坡分行持有的未平仓合约达270亿美元,预计损失逾10亿美元之巨;24日凌晨,霸菱集团董事长彼得·霸菱接到执行总裁彼得·诺里斯的告急电话,霸菱厄运恐在劫难逃!

经过3天的紧急磋商,审慎斟酌,英格兰银行对于乞救的霸菱银行再无回春之力,不得不无可奈何地听任其倒闭。

霸菱的覆没引来了一场收购争夺战,一直虎视眈眈,垂涎霸菱庞大的业务及其人才队伍的世界许多著名金融集团,包括美国美林、美亚,英国国民西敏寺、柏克莱,德国捷能银行,香港汇丰银行都对其产生极大兴趣,真是“几家欢乐几家愁”。

经过激烈的角逐,3月6日,英国高等法院裁决:霸菱集团由荷兰商业银行ING(International Nederlanden Grop NV)收购。这一4年前由荷兰两大一级企业NMB Postbank Corp及保险公司Nationale Nederlanden合并而成的银团,以在新兴市场大胆扩张而闻名,在其向霸菱注入6亿6千万英镑(约10亿美元)巨资后,取得了霸菱产业及其名称属权,霸菱兄弟有限公司易名霸菱银行有限公司,霸菱证券有限公司改名霸菱证券国际有限公司。

尽管彼得·霸菱等高层领导人在事件后一再宣称,对里森的行动一直被蒙在鼓里,一无所知,但等他们觉醒时,大势已去,数百年构筑的基业,眼睁睁地拱手让于他人!

2. 全球市场如惊弓之鸟

霸菱倒闭的消息一经披露,全球金融市场及金融界掀起了轩然大波。

2月27日,星期一,全球股市,尤其是亚太地区股市全面下跌。首当其冲的日本股市为恐慌情绪所笼罩,日经225种股票指数下泻664.24点,以16808点报收,跌幅达3.8%,创下了该项指数15个月来首次跌破17000点的纪录;亚洲的香港、台湾、新加坡、韩国股市都受到不同程度的冲击。香港股市开市后曾一度下挫200多点,最后以8126.65收市,下跌92.30;台湾加权指数下挫200多点。在欧洲,伦敦的《金融时报》100种股票指数下跌0.91%,法兰克福的DAX30种股票跌幅是0.62%。

恐慌情绪曾一度蔓延至外汇市场,在全球领先开市的澳大利亚市场,英镑对德国马克的比价跌至 1 英镑兑 2.3030 马克的历史最低点,马克一时成为资金的避难所。

就在同一日,霸菱集团有业务活动的世界各主要证券市场迅速作出反应,采取措施,抵御风险。

新加坡证券交易所:霸菱证券暂停交易,接收霸菱在新加坡的一切业务;

香港金管局:指示霸菱香港分公司停止业务并保障在香港的资产;

日本股票交易所:暂停交易霸菱股票;

东京证交所主席:呼吁投资者保持冷静;

日本场外交易市场:暂停霸菱股票交易;

韩国政府:冻结霸菱资产,并暂停其业务;

菲律宾证交所:驻菲霸菱公司周一自愿暂停交易;

印尼政府:霸菱证券周一在雅加达证交所暂停买卖;

英国财长:将于明日向下议院宣布“霸菱事件”报告。

可见,全球金融市场乌云密布,一片惨淡景象。这一反应也并非无风起浪,近年来连串的金融风波,德国的 MG 事件,美国的奥兰治破产,墨西哥的金融危机,使世界金融市场心有余悸,惊魂难定,更不用说许多人还记忆犹新的 1929 年和 1987 年的全球股市崩溃及给世界经济带来的巨大损失。

一周过去了,全球金融市场又渐趋平静起来。早先许多观察家悲观地预测,世界金融市场将因为霸菱倒闭而产生多米诺骨牌效应,即倒闭的连锁反应,而引至全球金融危机,被事实证明是错误的。然而,历史悠久、声名显赫的霸菱帝国的覆没,再一次引起全球金融界的深刻反省:金融经营机构应如何控制其交易员?监管者对金融市场的监管能力是否适度?衍生产品的风险到底有多大?

3. 交易员里森一赌倾国

霸菱风波的主角尼克·里森(Nick Leeson),事件发生后刚满 28 岁。他是一个泥瓦匠的儿子,在英国南部沃特福德的一套公房里长大,并在离家不远的国立学校受的教育。三年前,里森由摩根士丹利的衍生工具部转投霸菱,旋即以一名后勤人员的身份被派往新加坡的霸菱分行。由于里森工作勤奋,才智卓群、机敏过人而被重用,升任交易员,负责霸菱新加坡分行的衍生产品交易。他也真的不负众望,在 1994 年头 7 个月为霸菱赚取了 3 千万美元,较里森刚驻新加坡时的 160 万美元有大幅增加。他对衍生产品的交易非常熟悉,判断预测力惊人。了解他的同行们说,他在新加坡衍生产品市场简直是叱咤风云,呼风唤雨,有点石成金的本领,是一个似乎连大势都可以影响的人,以至于许多市场经纪们每天都要打听他的买卖动向来制订自己的投资策略。

期货交易的成功使里森深受上司的赏识,地位节节上升,以至被允许加入由 18 人组成的霸菱银行集团的全球衍生交易管理委员会。霸菱传统上是把纯盈利的一半作为员工的花红,28 岁的里森收入丰厚,除 30 万美元年薪外,去年的花红据估计在 100 万美元以上。金钱易使人贪婪,而地位的提高、权力的增大,使其由自信而自负起来。

里森在霸菱的工作是在大阪及新加坡进行日经指数期货套利(arbitraging)活动,即从

一个交易所买进期指合约而同时在另一个交易所卖出,从买卖中赚取差价。应该说,这种套利的风险是很小的。

然而,里林并没有严格地按这一策略去做。当日股在去年12月反弹后,里森深信日经指数在未来数月将维持在19000点水平,或介乎18500—21500点之间。这是相当乐观的估计,其前提是假设日本经济正摆脱衰退并推高股市。这种想法在当时是无可厚非的。于是,里森开始大幅建立期指好仓,然而关西大地震打破了里森的美梦,日经指数不涨反跌,给里森带来相当的损失。若此时他能当机立断斩仓,损失想也不至恶化,但过于自负的里森在1月26日以后又大幅增持未平仓合约,直至23日才彻底绝望。据英伦银行行长乔治说,里森未经授权所持有的未平仓合约,达到270亿美元,其中70亿美元为在日本市场的期指好仓,另外200亿美元为在新加坡沽空的国债期货合约及3个月期欧洲日元合约。霸菱的主要损失就是来自70亿元的日经指数期货的。

霸菱的损失目前尚难以确定,然而,超过霸菱银行集团的全部净资产约5.41亿英镑却是不争的事实。

霸菱集团这一庞大的金融帝国,在里森的豪赌之下,二百多年的基业毁于一旦。这一惨痛的教训是非常深刻的。尤其值得我们深思的是,除了交易员里森的直接责任外,是否还有更深层次的原因呢?

4. 管理不善,霸菱苦果自食

当2月27日英国的报章拼命叫嚷要取“毁掉这间皇家银行的那名男子”(一份报纸的文章标题)的命之际,霸菱事件的最大受害者,霸菱董事长彼得·霸菱在接受《金融时报》采访时称,集团管理层是无辜的,而且一直被蒙在鼓里。这位董事长甚至怀疑里森是与另一同谋串通搞垮霸菱而从中获利。

而另一方面,3月2日在法兰克福机场被德国警察拘捕的里森则辩称,自己只是替罪的羔羊,霸菱银行的高级人员甚至政界要人都与此案有关联,并扬言,如他们不分担责任,将会把他们一一抖出来。

里森是否另有图谋,政界要人是否也涉入丑闻,下结论尚为时过早,相信终会水落石出的。然而,将责任全部推给交易员里森,这是不公平的,也是难以令人信服的。

我们觉得,霸菱银行和新加坡国际金融期货交易所都难以推脱其各自的责任,甚至应负主要责任。

一贯以经营作风稳健而著称的霸菱银行,在金融衍生产品交易中,一直表现得颇为审慎,自己做盘的数量并不如里昂、惠嘉、摩根士丹利和所罗门兄弟那样多。可能正是这个原因,霸菱便缺少了危机感,在执行内部管理风险规则方面,没有其他证券公司那么严谨,因而出现了危机。

霸菱银行内部管理不善,主要表现在以下几个方面:

首先是霸菱的内部管理制度不严谨,缺乏基本的风险防范机制。清算员与交易员在其它大多银行都是分开的。而里森先是清算部的负责人,后来又兼交易部的负责人,一身二任,这是相当危险的。因为由交易员去清算自己的交易使其有可能隐匿风险或金钱损失。而且,霸菱也缺乏一个独立的风险控制检查机构对其交易进行审计。正如里森的同事说的:

“这里没有控制系统,里森本身就是系统。”

其次,霸菱管理层监管不严,风险意识薄弱。霸菱管理层知道里森在关西大地震后大幅建仓,这是毫无疑问的。

因为各国证券期货交易所都建有保证金制度,从事期货等交易的公司必须先向交易所结算机构存入一笔“初始保证金”才可以进行买卖,而当合约的价值下降时,期交公司将被要求每天补齐保证金的不足。因此,交易数量的巨大变化(如里森的巨额未平仓合约),交易所应该是明了的。而 SIMEX 一直未加干预,可能的原因是里森总能如数补齐了其保证金的不足。

事实是,在 1 月的霸菱管理委员会上曾有两位高级经理询问里森的所为,只是由于里森上司作出担保才了事。霸菱总部在 1 至 2 月间,把 8 亿 9 千 7 百万美元调到其新加坡分公司;单在 2 月份,里森便取得了 1 亿 3 千万美元的调资。

第三,霸菱的领导层分裂,制度推行不力。早在去年 7 月份,霸菱总部便派出 1 个审检小组前往新加坡,其后完成了一份长达 30 页的改善管理的报告。报告中特别强调,里森集交易与清算权于一身,是极为危险的;建议在去年 8 月 1 日起建立一个独立的控制机制以监督里森的活动。然而,这一建议却没有被落实。这即反映了霸菱制度推行上的不力、制度上的不完善;也表明了霸菱管理层中的分裂。从大量资料分析来看,正是由于霸菱内部业务各环节之间的紧张关系,使许多知情的管理人员漠视市场人士多次发出的警告。

可见,所谓的“一无所知”、“蒙在鼓里”,恐非实际,管理层风险意识不强,姑息纵容,致使里森得以通行无阻,一意孤行。

第四,霸菱银行设置新加坡分行时,在组织形式上似乎也欠考虑周详。试想,如果将新加坡霸菱分行注册为一间有限责任公司作为其全资子公司而不是分公司,则即使里森操作不当招致巨损,也不至于连累整个集团而全军覆没。综上所述,霸菱的今天下场,实在是自食其苦果。

5. 好大喜功, SIMEX 其咎难辞

SIMEX 一贯自诩为“世界上最完善、最完全的市场之一”。就在上个月,新加坡财政部长胡赐道在接受金融杂志《欧洲货币》的采访时还沾沾自喜地说道:“我们一贯反对市场盲目扩展,而超过我们的监管能力。”

然而,可能会令财长啼笑皆非的是,霸菱这一艘金融巨舰被“击穿”的地点,正是在所谓的“风平浪静”的“SIMEX 海湾”。事发之后,这位财长先生似乎显得信心不足,神情沮丧地宣布,将成立一个专门小组以检讨期货交易规则,立即采取措施加强对期货市场的监管。这些新措施包括:1)严格地要求期货交易商将其交易业务与清算业务分离开来,将自营业务与代理客户的业务分离开来;2)日经 225 种股价指数的交易保证金将大幅度地提高。

回想起来, SIMEX 正好陷入了胡赐道先生前番所担心的陷阱,即极力鼓励发展速度,而缺乏足够的监管。去年, SIMEX 的成交量比上年增长了 53%,其中,日经期货合约交投量排在第三,贡献不小。新加坡的官员们津津乐道于 SIMEX 通过放松监管的手段而从规管严格(因而交易费用也高)的大阪证券交易所抢来了生意,使得日经指数期货合约的总成交量在 SIMEX 与在大阪交易所相当(尽管 SIMEX 的每口合约数量只有大阪的一半)。

从理论上说, SIMEX 拥有所需的一切风险防范措施, 包括可以监控“会员任何巨额持仓量”的市场监管部门。然而, 在里森持仓量巨额上升时却没能及时觉察, 或者在觉察后未能采取合理的步骤以防患于未然, 这不能不使人对 SIMEX 的“安全”性表示怀疑, 不能不对其后的动机加以三思。

实际上, 新加坡一直野心勃勃, 希望成为世界金融中心。比起近邻香港和泰国来, 新加坡尽管在外汇交易和国际银团贷款等业务上略胜一筹, 但其证券市场却相差甚远, 而外汇及贷款等银行业务是很容易转移的。因此, 新加坡在发展证券市场上不遗余力。不自量力的发展往往是以放松监管作为代价的, 例如, SIMEX 连基本的持仓限额都没有。而市场是无情的, 历史告诉我们, 欲速则不达, SIMEX 的好大喜功, 反使其声誉受到极大的损害, 使其市场受到极大的震荡。

6. 衍生产品, 一柄“双刃剑”

霸菱招致灭顶之灾, 肇端于投资日经指数期货这一衍生工具。而在此之前不到两个月, 美国最富裕的县加州奥兰治县就曾因投资衍生产品失败而不得不请求破产保护。一贯有“金边债券”之美誉的政府债券也不再保险了, 衍生产品交易的巨大风险性和破坏力, 在投资者之中, 在国际金融界引起的震惊是可想而知的。

而据权威人士估计, 目前全球衍生产品交易所涉的资本总额已是“天文数字”, 未偿合约的帐面金额已超过 12 万亿美元, 如果加上场外交易, 这一数额还要翻倍。不难推想, 哪怕只有 1% 的衍生金融资本发生危机, 国际金融市场遭受的打击将是难以承受的。

金融衍生产品的迅速发展不过是近二十来年的事。它们是在有价证券等基本资产的基础上“派生”出来的一种相当复杂的投资手段。这种衍生产品到底有什么“魔力”能如此迅速地繁衍膨胀, 又具有如此之大的威慑力呢?

衍生产品的本质特征是一种对冲作用, 设计者的初衷是为了给基本资产的持有交易者提供套期保值以避免损失或转移风险的机会。由于衍生产品交易所需的资本金(保证金)小, 手续简便, 流通性大, 因此很快地受到投资者的青睐并不奇怪。

不过, 衍生产品交易总的来说是一种零和游戏, 尽管其有规避风险, 价格发现等功效, 但这种交易并不创造价值。交易一方转移的风险损失必然要由交易的对手来承担, 那些敢于冒风险承担损失的交易对手便是投机者。由于衍生产品交易具有“四两拨千斤”的杠杆功用, 所需的保证金小, 而所做的生意大, 投机者尽管承担一定的风险, 但也获得了取得丰厚利润的机会。

据国外有关统计, 在衍生产品期货市场中, 具有套期保值动机的交易者大多数是卖出套期, 而买进者较少。很明显, 仅有一方市场的交易是不可能实现的, 因此, 投机者就显得十分必要。或者说, 投机者就有了一个生存的空间。

有人说, 投机者是衍生产品交易市场的润滑剂, 这是不无道理的, 正是千千万万甘冒风险的投机者参与, 使衍生产品交易繁荣起来、发达起来。

不过。话又说回来, 衍生产品交易是一柄“双刃剑”, 对于投机者来说, 风险与利润是并存的, 过度的投机相伴相生的必然是高度的风险。真理再向前跨半步便是谬误, 投机过度无异于赌博, 投机过度的市场必然是一个危机四伏、动荡不定的市场。许多投资衍生产品招致

灭顶大祸的都与过份投机有关。霸菱的覆灭就是又一明证。

我们不赞成“金融衍生商品是全球金融灾难的罪魁祸首”的观点,但是,我们却要清醒的认识到衍生产品交易潜伏的高风险,因此,应加强对市场的管理,对交易者的监督。

7. 金融监管,余波犹未了

随著里森在德国法兰克福机场被逮捕和荷兰 ING 集团收购霸菱成功,喧嚣一时的“霸菱风波”虽尚未尘埃落定,但也可谓告一段落。然而,“霸菱风波”及近年来频频发生的因投资金融衍生产品招致惨重损失的恶性事件,给国际金融界,尤其是金融衍生产品领域,投下的沉重的阴影怕是难以一时消逝的。

经过一周(2.27—3.3)疯狂的波动,东京股市已消化了霸菱风波的影响,亚洲及全球股市也渐渐恢复正常。美国财长鲁宾在2月28日于众议院作证时表示,霸菱危机不会对美国乃至全球经济造成重大的冲击。事实也确是如此,由此说明,全球金融市场抗灾抗震能力的进一步加强。

前面已经说过,衍生产品的初衷是规避风险,然而随著世界经济的愈加繁荣和科技的更为发达,衍生产品交易迅速膨胀,各金融机构温无节制、数额庞大的投机活动,把国际金融市场压得喘不过气来。因此,问题的关键恐怕不在于衍生产品交易是否有存在的必要,而是如何地加强管理、防范风险。正如美国联邦储备委员会主席格林斯潘指出的,霸菱公司所遭遇的问题是任何金融管理单位所能事先预防的。

霸菱事件在全球掀起了一股加强监管、防范风险的旋风。

国际证券监管组织已决定近日在悉尼召开特别会议,讨论霸菱事件;国际清算银行(BIS)也表示,拟对全球金融衍生市场进行一次有史以来最全面的调查,目的是为了掌握世界衍生市场的规模及衍生产品作为一类金融工具在转移价格风险方面的作用。

在亚洲,正在计划积极发展衍生产品市场的马来西亚、韩国、印度等国政府都相继表示要严格立法,加紧防范。

尽管早在7个月前,美国的六大证券公司(CS 第一波士顿、高盛、所罗门兄弟、美林、雷曼兄弟和摩根士丹利)便与美国证券与交易委员会和商品期货交易委员会合作研究,制定自觉监控措施,包括加强风险控制系统的管理,然而,霸菱事件促使这一新措施地迅速出台。新措施的焦点是一家公司到底应该把多少资本投放于衍生市场去冒险,从事衍生产品的公司应该向监管当局提交多少资料,以及公司的管理阶层应该就这类交易制订些什么内部安全守则。

霸菱事件再次给世界金融界敲响了警钟。各国监管机构和各大金融机构的深刻的反省及迅速的行动,应该是一件好事,而国际组织的加入则更有意义。因为在国际金融市场日益一体化和电脑化的今天,任何一家大型金融机构出问题都可能“牵一发而动全身”;而金融衍生产品交易具有透明度低、流动性大、监管困难等特性,仅靠金融机构强化风险意识,加强内部管理怕难以奏效,尤其需要各国及国际组织相互合作,采取协调行动,制定更为严格、科学的监管规例、交易规则、从业人员准则和风险防范系统,以规范全球衍生产品交易。

三、1800 万美元是怎样输光的

1991 年 2 月 20 日晚,中央电视台在“新闻联播”节目中披露:中国出口商品基地建设总公司所属香港百孚公司,违反规定从事炒黄金和外汇买卖,给国家造成 1800 多万美元的巨额经济损失,最近被监察部查处,6 名责任人分别受到行政处分和移送司法机关追究刑事责任。同日,首都各大报纸也纷纷报道了这一消息。

“1800 多万美元,按官价折合人民币近 1 亿元啦!黑介就更海了去啦!”

“哪一分哪一厘不是人民的血汗钱啦?这帮败家子儿!”

消息传出,街谈巷议,纷纷纷纭。

1. 初尝禁果便失利

1985 年 3 月的一天,繁华的香港湾仔港湾道 26 号的一座大厦内,不时传出阵阵掌声、祝贺声和玻璃酒杯的碰撞声。由经贸部批准,中国进出口商品基地建设总公司所属香港百孚公司在这里开业了。基地总公司总经理谭庆丰出任董事长;58 岁的雷旭出任总经理。

“各位先生、各位女士、百孚公司开业大吉,感谢各位光临!”谭庆丰端着盛有红葡萄酒的高脚玻璃杯,风度翩翩地对着麦克风讲话:“我公司自今天起开始营业,任务很艰巨。我们开办这个公司的目的,旨在开展对国内的投资,发展出口商品生产,扶持国内生产企业进行技术改造,促进产品的升级换代,生产在国内外具有竞争能力的商品,积极开展进出口业务并开拓海外市场。因此,我公司愿与各界朋友精诚合作,请多多关照。”谭庆丰举起酒杯,同前来参加开业典礼的 100 多名香港各界名流碰杯。

经贸部不失先见之明,在批准成立百孚公司并明确其任务的同时,就明确地对百孚公司作了三不准规定:“不准做炒黄金、地皮和股票等投机生意。”

这个规定是有针对性的。当今国际金融市场瞬息万变,即便是做惯黄金、外汇投机生意的老手也难免赔本,就更不是仅有“兢兢业业、勤勤恳恳”精神的门外汉所能任意驰骋的疆场了。虽然,中国人正在走向世界,世界也正在向中国敞开,但这个领域对中国人来说,毕竟是太陌生了。

不允许在陌生路上冒险,这是对国家和人民的财产负责,也是对涉足海外的中国官员的一种爱护。但百孚公司的主人却另有一番盘算。公司成立后,除正常的进出口业务外,投资不能马上见效,但又有利润要求,开支又大,怎样使公司在经营中迅速发展起来呢?

“现在搞改革开放,公司也应该搞活经营嘛!”谭庆丰给百孚制定了这条指导性的经营方针。

于是,1986 年初,按照谭的意图,百孚公司开始通过银行做小额的外汇买卖。这项经营虽有风险,但因初踏险境慎之又慎,当年便盈利 30 多万美元,使百孚扭亏为盈。

大家的精神为之一振。有人看好了这种机运。

刚过“而立”之年的公司副总经理王珠江心高气盛,早在公司分创建初期,他便被委以财务部副经理的重任。他对财务工作懂得很少,却硬着头皮干,着实干出了点成绩,赢得了公司上下的好评。这使他对自已的经营能力颇为自信。他想在外汇买卖上露一手,让同仁看

看他这位年轻的副总经理的能量和魄力！

然而，在瞬息万变、错综复杂的海外金融市场，无论以其学识，还是以其经历，他都是难以在竞争中取胜的。1987年初，他壮着胆子在外汇买卖业务上走了一步棋，不想却抛出个臭子儿，使公司一下子损失30万美元。

有人劝他别再搞下去了，继续亏损不好办！

王珠江却暗自思忖：不继续做，岂不是白赔了吗？这样，我的“胆略”、才能，我的威信、前途，我的……不行，我得继续做下去，趁新任总经理到任之前，把这个损失补回来。

他采取更大的“补救”措施，又抛出一笔巨额美元，买进日元和瑞士法郎，希望美元跌价后尽收盈利。

美元却捉弄人般地一再升值。

王珠江傻眼了！现实与他的期望值形成了反比。当新任姚总经理5月份到港时，这笔损失不仅没有补回，反而猛增至80万美元！虽说这不是一场赌博，但王珠江这时候的心理却与赌徒无异：输了想翻本，赢了还想赚，完全把命运压在了那张连自己也弄不明白的小小纸牌上……

2. 指点迷津的张先生

1986年4月前后，正当百孚公司在金融市场“失意”之时，总公司贵州基地分公司为百孚引见出一位“能人”——美籍华人张先生。张先生自称是美国政府金融顾问，专门经营金银期货，此前曾与贵州基地分公司合作生意，赚了一笔大钱。

张先生的出现，似乎给百孚公司带来了一条新的发财渠道，因此，百孚对他立即表现出极大的兴趣。因为百孚急需高手指点迷津，而张先生则看中了百孚雄厚的经济实力，双方一拍即合。

获益心切，急功近利。外汇买卖虽然亏损不少，但先前盈余的那30万美元还刺激着一些人的胃口。当王珠江正在饮啜着“失算”的苦酒时，谭庆丰等人又决定另一种更具风险的尝试——炒黄金。

谭庆丰当然知道，这是经贸部明文规定不准涉足的领域，但他搞了个小小的变通：先搞个“试点”看看。

1987年2月底，百孚公司与张先生夫妇达成了一项口头协议：由百孚公司以J公司（百孚的独资公司）的名义，在D公司（专门做期货交易的公司）开立从事黄金期货、外汇买卖的帐户；并由百孚公司拿出200万美元作为本金，汇入该帐户，委托张夫妇为经济代表，具体办理黄金期货的买卖。

当时，谭庆丰等人也觉得好象还缺了点什么，双方是不是要签署个什么协议？他算计了一下：赚了钱，双方对半分；赔了钱由张负责补偿，这样百孚公司就可以旱涝保收了。

张先生沉吟道：“你们的上一级公司都没敢做黄金买卖，你们做，一旦让人知道了，恐怕影响不好吧。”张先生一脸推心置腹的样子，“依我看，此事不宜外传，既然大家互相信得过，就不需要签什么文字协议了，就算君子协议吧，赔了算我的。”

张先生不软不硬地将这一军，又拍胸脯担保，谭庆丰心里虽有苦衷，也只好默认了。

不过，雷加还是多了一个心眼——公司内部总得有个交待呀。于是，他又布置王珠江按

照双方商议的精神,写成了一份《备忘录》,谭、雷二人阅后,签了字。

他们太天真了,稍有点经济常识的人都知道,一份未经双方签名的备忘录是不具有任何法律效力的。在日常生活中,老百姓向公家或私人借款还知道立个借据,以防日后麻烦。而百孚公司做这样大的投机生意,仅订个口头协议就万事大吉,还搞一个自家签字的备忘录糊弄自己,此荒唐之举实在令人不可思议!

谭、雷等百孚要员对炒黄金一窍不通。王珠江不无谦卑地承认:“我这个副总经理只管记帐归档,每笔黄金该不该买,该不该卖,我也不知道”。这样,炒黄金就只能靠张先生,百孚的家底也就成了张先生无本万利地进行冒险投机的赌本,一切听人摆布。

百孚公司炒黄金就是在这样一种滑稽而荒唐的气氛中开始的。

百孚公司象一叶孤舟,从此被推进尔虞我诈的证券投机市场的漩涡之中……

3. 姚学聪上任丢巨款

1987年5月,马锡照就任中国出口商品基地建设总公司总经理。同时,姚学聪到香港百孚司接替雷旭任总经理兼董事长。5月7日,姚学聪风尘仆仆来到香港。对于将近“知天命”之年的他来说,这个职位,这片土地是他多年来梦寐以求的,不容易呵,熬到这把年纪才……。姚学聪踌躇满志,他要在这里大干一场。

小会议室里,百孚要员一一握手寒暄。一番烟来茶去之后,姚学聪便听在座的诸位介绍百孚这段短暂而又略带点刺激的历史……

翻开王珠江管理的帐单记录,姚学聪眼前是一个个令他欣慰的数字;从3月至5月,炒黄金有赔有赚,盈亏相抵,略有几万美元的盈余。

姚学聪顿时生出一种感觉:看来,干这种买卖并不像有人说的险不可攀,凭自己几十年搞经济工作的经验和一大把年纪的余力,兴许能登上顶峰呢。

干!

姚学聪决心沿着前任的路子干下去,并暗暗发誓:要比前任干得漂亮些,要干出百孚和自己辉煌的前程来!

一股股热浪涌来,海风无力驱散酷热,香港的夏季煞是令人难熬。

姚学聪万万没有想到,头一脚就没有踢好。这座喧闹繁华的岛城不仅没有以善良慈悲的宽宏大度迎接他这位来自大陆的客人,反而以冷酷和无情,让他坠入到极度的悲哀中。

到香港不久,姚学聪便从张先生那里得到一个信息:西方七国在巴黎的罗浮宫开会,内定美元对日元汇价掌握在1美元兑130—140日元,按日前的行市估计,美元迟早要下跌。

在姚学聪眼里,张先生是神通广大的金融界老手。因此,对这条信息,他深信不疑。

1987年6月,姚学聪责成王珠江在Z公司买入1000万美元的日元,又在D公司开个帐户,再买入1000万美元的日元,期望美元下跌时从中获利。事与愿违,这2000万美元的日元抛出后,美元却一再升值。

正逢这时,王珠江又来忙中添乱。原来,就在这同一个月,做外汇买卖的王珠江也买进了3000万美元的日元等外币,没料到美元升值。看来,一笔巨额损失在所难免了。

听罢王珠江的汇报,姚学聪如雷轰顶难以自持。

“推些日子吗”,姚学聪像是在劝慰王珠江,又像在安慰自己,“美元迟早会跌下来的。”

王珠江渐渐从恐慌中恢复了平静,他感激总经理原谅了他,决心与上司一起冲出这黎明前的黑暗。

在此后的十几天中,王又有些沉不住气了,他多次向姚建议,把已买入的日元等货币卖掉,趁现在美元升值赶紧买回美元,等日后在高位时抛回,补回亏损。

姚犹豫不定,没有采纳王的建议。

“再拖下去,我受不了啦!”一天,王珠江哭着哀求道。

姚抬眼一看王珠江,妈呀,那张脸象死人一样苍白,那双平时炯炯有神的眼睛,此时已失去了光泽,他……他别出事呀,霎那间,姚的心理奇异地发生了转变,他向面前的这位年轻人施予了一个领导和长者的关怀:“行,照你的意见办吧。”

王珠江喜出望外,立即行动,又买回了巨额美元。随后便分秒不离地坐在机屏前,焦急地等待着美元继续升值,茶不思,饭不想。

未料想,当日晚9时,美国政府公布:上月贸易逆差数字超过前月水平——美元应声下跌!

怎么回事?姚、王恨自己判断失误。仓惶中,他们又把刚买入的美元再抛出去,重新买回日元等货币。

他们的估计又错了,美元再次反弹上去!

买入,卖出;卖出,买入……,这几个回合仅在几个钟头里便成了定局:一笔300万美元的巨额外汇做游戏般地丢失了。

姚学聪捶胸顿足,心如刀割。上任才两个月,公司就赔进这么多美元,这是他做梦都没想到的。在后来的交待材料中,他写道:“……我这个人性格的弱点是心软,经不起磨,这次兑换外汇业务发生严重亏损,就是这种性格弱点造成的。”

后悔可能是真诚的,但他把赔本归罪于自己的“性格弱点”,未免过于牵强。试问:如果那钱是他自家的,问题还会这样简单吗?

4. 一浮一沉,又丢一笔

赔进300万美元的高昂代价,并没有换来姚学聪的醒悟。

1987年8月中旬的一个星期天下午,张夫妇和其幼儿应邀来到姚的宿舍,共商百孚起死回生之大计。

啜了几口冷饮,张先生慢吞吞地说道:“我们在美国联络了几个朋友,有的在商业部,有的在财政部,还有在大公司负责做期货买卖的,可由他们提供信息,我太太负责联络,我本人负责下单。只是……”张先生略作停顿,“只是姚总提供的资金要充足,以便机会好时做大些,这样翻本快。”

姚学聪连连点头表示同意。他不能不同意,因为他此刻正骑虎难下,期待救助。此外,他还有一个比自己的前任更应该相信对方的理由:张先生是自己的同乡!亲不亲,故乡人嘛。

于是,几经商议之后,双方达成如下协议:第一,在D公司开的A帐户200万美元,原是姚负责做外汇买卖的,此帐户增为500万美元,也由张做黄金买卖。第二,由张负责经营、下单。第三,盈利分配上,A帐户仍按原双方商定的各半分利;A帐户在盈利未超过500万美

元之前,百孚得 55%,张得 45%;盈利超过 500 万美元之后,各分得 50%。第四,因考虑到钱是国家的,故只能赚,不能赔,若赔了,张要负责赚回来。

这最后一点,仍然是个悬而未决的疑问。损失大了赚不回来怎么办?姚学聪当时并没有考虑到这个问题。

协议达成后不久,姚学聪也像他的前任一样,亲笔给张写了一封备忘录式的信,双方各持一份。姚本人倒是工工整整地在上边签上了自己的名字,而张先生还是没有签。碍于朋友加同乡的情面,姚也只好作罢。就这样,姚学聪与他的前任竟如出一辙地犯了同样愚蠢的错误。

这是姚学聪最后的挣扎,他几乎把全部精力都投入到黄金买卖中。这回老天总算有眼,买卖较顺利,到 1987 年底,赚了 300 多万美元。按照协议规定,百孚得 128 万美元,张分得 95 万美元,还有约 100 万美元盈利未分。

这半年来的一落一起,使姚学聪似乎也有一定的适应能力,同时更增进了对张先生的信赖。这时帐面上虽然还亏损着,但他没有想到“怕”字。他决心用百孚这几千万元外汇,滚出一个更大的雪球,为了百孚,也为了自己。

1988 年初,姚学聪在黄金价位每盎司 475~480 美元时,花血本买下了 11 万盎司的黄金期货,指望价格再上浮时抛出。未曾想,黄金价格未再上升,反而跃至 465 美元。

姚学聪又拿不定主意了。

“要坚持住!”张先生自信地对姚学聪道:“目前,美国的通货膨胀和财政贸易赤字难题很大,瞧这趋势,下半年的黄金价格有可能回升,不用担心,到时能赚大的。”

世界局势急聚变化着。中苏关系缓和;两伊战争在高潮中突然停火;美国联邦储备局提高利率,抽紧银根,基本控制住了通货膨胀;苏联基于对东西欧关系的调整及国内的经济形势,不断在欧洲市场抛出黄金……,在众多因素的影响下,国际市场的黄金之舟已渺无踪影。

5. 张先生见死不救,姚学聪逞能害己

正当姚学聪度日如年之时,一天夜里,他宿舍里电话铃突然响了……

姚学聪拿起电话:“喂!”

“是我,老 L。”一个孱弱的老者的声音。

姚学聪听出来了,是他的老朋友,内地所属海外某公司的总经理。

“这么晚了,有什么事吗?”

“我要见你,有件急事……”

“怎么好让您来见我呢,”姚学聪考虑到老 L 年纪比自己大,级别比自己高,“还是我去找您吧。”

姚来到 L 家。

一见到姚学聪,L 便滔滔不绝地诉起苦来:“1987 年,我拨了 200 万美元在 D 公司开了个帐户,委托张先生做黄金买卖,赚了一笔钱,最近上级来公司检查工作,这项业务本来有规定不让做,所以我不能对上级讲,我要把钱赶紧调回来,但张先生认为这是对他的不信任、弄得关系很僵。咳,为了这事,我吃不下饭,睡不着觉啊……,”L 痛苦地捶了捶布满皱纹的前额,绝望地望着姚学聪,“我调不回来,不仅我自身难保,还要连累妻子儿女,全家就完了。你

能不能替我向张先生解释一下,救我一命?’

同病相怜。

姚学聪找到了张先生,请求他给 L 留个面子。想不到,张先生却一口拒绝了:“金价下跌,我也面临不利局面,谁来替我解脱呢?’张先生直盯着姚,不做正面回答,却反问道:“你也财大气粗嘛,你不能帮他解脱一下吗?’

姚学聪一愣,没想到张先生竟会反过来将他一军。张打的什么主意,他当然不得而知。但一想起 L 那副可怜的样子,他的心就发软。好吧,我姚学聪就救他一命。

姚学聪狠了狠心,一咬牙,真的按 450 美元的价位买下了 L 的 3.5 万盎司的黄金期货,补上了 L 的帐面款。

至此,百孚的帐下已经有了 14.5 万盎司的黄金期货。

姚学聪敢于在自己境况不济时拉别人一把,把风险留给自己,当时何以能有此“义举”,连他自己琢磨不透。

一场灭顶之灾离百孚越来越近了。

6. 孤注一掷,终致牢狱之灾

由于买进的黄金期货远离现价,按照经纪行的规定,如果客户不及时补入资金,以防价差的加大,合同将被平仓。于是,姚学聪不得不频频向帐户调入按金,最多时增加到 1.5 亿美元。1988 年 12 月底,期货到期,只好平仓,帐面累计损失达 900 万美元。

此后,由于翻本心切,姚学聪又鬼使神差地买进了 10 万盎司的黄金期货和 5000 万美元的日元。因美元上涨,黄金价格下跌,再调整入 1800 万美元的按金……,后分两次抛出期货,结果又损失了几百万美元。

姚学聪孤注一掷了,他几乎把百孚的所有资金都压在了这场输赢难测,凶吉未卜的赌博中。

张先生不时给姚敲边鼓:“这些资金的调入,并不意味着赔,只要金价升上来,就可以赚回来的。”

姚学聪眼睛都红了,他死死地盯着金价的涨跌。那几天里,他像是完全变了个人。人们再也见不到他以前那种从容潇洒的风度和干脆果断的言谈,只是见他愁眉不展,匆匆而来,匆匆而去……

“姚总出什么事了?’人们私下议论着。

姚学聪内心的苦痛与恐慌,除了他自己,只有王珠江略知几分。

一天,王珠江因畏于巨额损失前来劝说他:“是否停止这些合同,等看准了再回头做。”

姚却反过来劝慰王:“张先生都那么大年纪了,他有经验,不会骗我们的。”

到 1989 年初,金价仍不见回升。这时百孚已无力继续调入资金来避免这场将要到来的灾祸。当全部的黄金期货、外汇买卖的合同平仓后,两个账户的本金仅剩余 180 多万美元。

最后,百孚公司炒黄金损失 1070.7 万美元,外汇买卖亏损 796.7 万美元,两方面共亏损 1866.92 万美元!

由于黄金买卖都是以期货的形式进行,没有买进任何真正的黄金,也没有任何黄金存货在手。乌乎哀哉,苦战煎熬了多少个昼夜,到头来,竟然落得两手空空!

这一回,姚学聪真的绝望了。

“我们去年对行情掌握不准,造成损失,实在对不起你呀。”张夫妇向姚表示了深深的歉意。

“最近我们重新调整了信息网络,吸收了一些能够提供可靠市场信息的成员,迟早会把损失补回来。”张夫妇继续给姚打气。

“我的按金只剩下 200 万美元,很难翻本了。”姚学聪沮丧地摇摇头,长叹一口气。

“星星之火,可以燎原嘛。”

张夫妇举出实例,说明从小做起,只要做顺了,资金可以越滚越多。

姚学聪睁大无神的眼睛,像祈望神灵一样祈望着张先生。

7. 抗命不归,必有大鬼

百孚公司成立时,注册资本不多,为何竟能拿出几千万元外汇作赌本?

原来,早在 1980 年,原外贸部拨给基地总公司 5000 万美元作为发展出口商品基地建设的专项外汇资金。后来,基地总公司将其中的 4000 万美元辗转拨给了百孚公司。

但是,这笔专项外汇资金拨给百孚后却被挪用作投机生意了。

不可思议的是,基地总公司交给百孚这笔外汇之后,就好像万事大吉了。香港那边,百孚公司炒黄金的买卖将这项巨款一笔笔占用、吞食;北京这边,基地总公司却不闻不问,全然不知,心安理得。

基地总公司总经理马锡照曾三次到过香港百孚公司检查工作,竟看不出任何破绽。他得出的印象是:老姚这人,不错。马总深信,他能以一种家长的姿态和威严牢牢地把握住方向,控制住局面。

没想到,有人却朝这平静的湖水里投进了一块石头。

有人说,基地总公司的资金太乱,家底不清,照这样下去,非出大问题。

有人建议,成立一个专门小组,把百孚的外汇清理一下,尽尽总公司的监督责任。

有人责问,百孚那儿占压着那么多资金吃利息,基地总公司这儿却没有资金,这公平吗?到底是谁管理谁?

……

面对这些议论,马总从来都是泰然处之,不作表态。他曾声言:“我就不喜欢有人在我面前说别人什么。”

1978 年,基地总公司对海外资产大检查,有人感到百孚公司占压资金太多,而且投资效益太差。于是决定,将 1000 万美元调回总公司。

自此,一个个催款调令以文字或口头的方式下达到百孚公司,但一次又一次都石沉大海,没有回声。

什么原因?姚学聪从来没有汇报过。

面对姚学聪的一再拖延,基地总公司的一些副总经理们忍无可忍了:这极不正常呵,身为二级公司的总经理,公司的各项投资经营状况都应及时向总公司汇报,可姚学聪不仅不及时汇报,反而对总公司的催款命令置之不理,这里面一定有问题!

对此,马总仍然保持沉默。

1989年4月30日,基地总公司计财部草拟了一份《关于应按期调回资金的通知》,严肃申明:“……上述款项是属于总公司的,你公司不执行总公司的调款通知是很不严肃的,希望你公司见文后10日内将应调回的资金全部调回。”原定将这个通知立即发出,谁曾想,马总看了通知草拟件后说道:“这个通知就不要发了吧,前两天,我跟老姚通了电话,已把文件中的意思转达给他了。况且,离调款日期还有10天嘛,先看看他们的行动再说。”

然而,10天过去了,100天过去了……仍然音信全无。

在一次基地总公司经理级别的会议上,有人终于点燃了导火索:“追款的事至今没有下落?!”

“现在总公司的管理太混乱,究竟调走了多少钱,那边上了些什么项目,财务上我都不清楚。”

“你主管总公司的财务,连百孚的资金都弄不清,这难道不是失职?”

“他姚学聪回来从不向我汇报,我当然不知道。再说,有些事,我说了不算。”

这时,大家的注意力自然转移到马总身上。

有人斗胆直言:“马总去过香港多次,总该知道百孚的事情吧?”

“这个……有些事情,老姚也是不跟我说的。”马总无可奈何地说。

有人毫不客气:“作为总公司一把手,百孚那边的事情,你应该知道!”

马总漫不经心地甩出一句:“最多说我是官僚主义吧!”

“你……你这是渎职!”

会议不欢而散。

百孚事发后,马总屡屡承认自己犯了官僚主义错误。官僚主义这顶帽子似乎太容易被当事人接受了。它何以变得这般廉价,以至于戴上这顶帽子时毫不介意?

有人曾为姚、王、谭、雷等人鸣冤叫屈,说他们辛苦工作并非为个人,动机是好的,受处分太冤枉。有人甚至认为:百孚的问题纯属经营业务上的问题,与贪污受贿等腐败行为不同,应区别对待。官僚主义和失职渎职本身就是一种腐败,长期以来,它造成的危害很大,却为人们熟视无睹。

为什么?

1989年7月,例行的财务大检查开始了,基地总公司三令五申要王珠江回京汇报工作。

临行前,王珠江找到姚学聪:“怎么办,回去如何交待?”

“说了这件事,会是什么结果?”姚学聪直盯着王珠江。

“肯定要受组织上的处分……”

“先不要向上级汇报吧,暂时掩盖一段时间,兴许我们还能赚回来呢……,如果实在拖不下去,就等年底我回京时亲自向马总交待。”

“可他们盘问起来,我……”王珠江一脸苦相。

“……”姚学聪语塞了片刻,“就说资金被占压,无法抽回。”

王珠江奉命进京了。

一日,基地总公司财务处的同志看罢王珠江填好的资金报表,不解地问:“你们百孚这么多资金,为什么我们多次催调款,却调不回来呢……?”

王珠江无法再遮掩下去,吞吞吐吐地说:“让……让黄金业务压着呢……”

至于“怎么压着”,基地总公司的同志没有继续问,王珠江侥幸地暂时过了这一关。一些不通此道的人产生了这样一种错觉:没有钱尚有黄金在!

殊不知,这时的百孚公司,早已是金钱两空了。

有人感到此事重大,建议总公司立即命令姚学聪回来亲自汇报工作。于是,一份经各位老总签了字的通知很快就用电传发至香港。

9月7日,姚学聪怀着对命运的担忧,惴惴不安地抵达北京。

8. 结局仍是悲剧

前门招待所一间普通的客房里,姚学聪在来回不安地踱步。对于身为百孚公司董事长兼总经理,见惯了大世面的他来说,眼下这间排不上星级的小屋,这个标志着他地位骤变的环境,这个跟犯人似的被审来审去的现实……,这一切的一切,都使得那个骇人的数字在他脑袋里迅速膨胀……

但此时此刻,他仍不失丰富的想象,仍怀着几分追回损失的侥幸,仍期望于他的老朋友张先生。他多次向组织苦苦地请求:“我工作上的失误,使我深深不安,受处分也好,负刑事责任也好,都由我负责。只是,我请求组织上给我一定的时间,让我去翻本,让张先生继续做。现在黄金又开始抬头了……”

晚了,一切都晚了。

这1800多万美元的一分一厘都是人民劳动的血汗,岂能允许他再去冒险蛮干?

悲忧终于有了结局:姚学聪和王珠江受到行政撤职处分,并被移送到司法机关依法追究刑事责任。谭庆丰受到行政撤职处分,雷旭和马锡照受到行政记大过处分,基地总公司主管财务工作的副经理常学德也受到行政记过处分。

厄运不是个人的。

第十章 期货价格分析与预测

在期货交易中,价格的高低变化直接影响到交易双方的切身利益。投资者能否在期货交易中取得成功,关键在于对期货商品市场价格变化方向、幅度、速度的判断和预测是否正确。因此,每一个期货交易者都应重视期货价格的形成及变化趋势的研究和分析。

第一节 商品期货价格的构成

商品期货价格构成是指组成商品期货价格的各种要素及其组成状况。

商品期货价格是指期货合约的交易价格。商品期货合约是关于何时、何地、买卖一定数量的何种商品的交易合同。它本质上是一种商品所有权证书,因而和市场上流通的其它有价证券一样,其本身并无价值,但它却有一个交易价格。该价格是商品期货进入流通过程后,在交易过程中形成的。由于到期期货合约可用实物交割,因此,商品价值就是商品期货价格形成的基础。由于期货商品具有和现货商品不同的流通形式,因而,商品期货价格与它所代表的实物商品的价值并不一致,有时甚至发生很大的背离。但这并不能改变商品期货价格以商品价值为基础的现实。因此,一般而言,商品期货价格是由商品生产成本、期货交易成本、期货商品流通过费用、预期利润等部分构成。

一、商品生产成本

商品生产成本是指生产该种进入期货市场交易的商品所耗费的物质资料价值和劳动者为补偿自己的劳动耗费所新创造的价值部分,加上产业资本年获利润,相当于 $C+V+P_1$ 。其中,C 为生产过程中所耗费的物质资料的价值,V 为补偿自己的劳动耗费所新创造的部分价值, P_1 为产业资本所获利润。因此,这里的商品生产成本并非工厂生产成本,而是工厂生产成本加生产环节应获利润。该利润假设为平均利润。则任何影响商品的工厂生产成本和平均利润的因素变动,都可能影响期货商品的价格。比如,自然灾害使今年的农产品减产,生产成本上升,它必然影响农产品期货价格。而石油输出国组织采取统一减少产量、提高价

格的办法来提高其平均利润,也同样地会影响到石油期货商品的价格。

二、期货交易成本

期货交易成本是指在商品期货交易过程中必须支付的有关交易费用,主要包括佣金和保证金利息。

1. 佣金和交易所管理费

佣金(Commission)是期货交易者支付给期货经纪公司和经纪人的报酬。在欧美国家,佣金一般为期货交易总额的0.25%。我国的经纪公司也有按交易手数计收佣金的。

交易所管理费是商品期货交易者通过其经纪人向商品交易所支付的交易手续费。我国商品交易所收取交易手续费的方式也有两种:一种是按交易总金额的1.7—2.0‰收取;另一种是按成交手数计算,每手缴手续费8—50元不等。不管期货交易是盈是亏,交易者都必须按照交易所和经纪公司的收费标准缴付佣金和手续费。因此,佣金和手续费必然作为期货交易成本成为期货价格的构成部分。

2. 保证金利息

交易者在进行商品期货交易时不必支付期货合约的全部价款,而只须向交易所缴付已成交合约总值5—10%的保证金,并随时准备足额缴付追加保证金,以确保每日有足够资金来弥补期货交易中可能出现的亏损。如上海金属交易所的初始保证金比率为5%,维持保证金比率为3.5%。大连商品交易所的初始保证金比率为6%,维持保证金比率为4.2%。而郑州商品交易所初始保证金比率为10%,维持保证金比率为7.5%。也有按每手多少元计算的。如上海粮油交易所,粳米每手初始保证金520元,维持保证金400元;大豆油初始保证金1950元,维持保证金1500元。

保证金是交易者进行期货交易所必要的经营性投资。保证金占用期间是要支付利息的。保证金利息是从开仓到平仓或实物交割期间为缴付保证金所占用资金的应付银行利息。不管是自有资金还是借贷资金,这种以银行利率和占用时间、占用金额计算的保证金利息,都是期货交易者进行期货交易的成本,因而,成为期货价格的构成要素。而保证金本身因在平仓或实物交割时是要退还客户的(或补交差额),其性质是交易押金或定金,因而不是期货价格的构成要素。

三、期货商品流通费用

期货交易可以进行实物交割。有实物交割就必然有商品流通费用发生。因此,期货商品流通费用就成为期货价格的一个构成要素。期货商品流通费用主要是商品运杂费和保管费。

1. 商品运杂费

商品交易所规定,进行实物交割的卖方必须在到期期货的交货日前将商品运抵交易所指定的交货仓库,以便买主如期接收实货。有商品的实体运动就会产生以运费、杂费和装卸

搬运费为主体的商品运杂费。该运杂费的高低将影响期货价格的高低。

2. 商品保管费

从商品期货交易开始到实物交割之间有一相当长的时间区间。在此期间,为保管商品,含发生仓储费、挑选整理费、检验管理费、商品损耗和保险费等一系列商品保管费用支出。这些费用支出也会在期货价格中得到反映和补偿。

从商品生产日到实物交割日之间的时间间隔越久,保管时间越长,其保管费用越多。因而,在其他条件相同的情况下,一般远期期货价格高于近期期货价格,近期期货价格高于现货价格,出现交货期越远,期货价格越高的所谓正向市场。如图 1.10.1 所示,粮食在

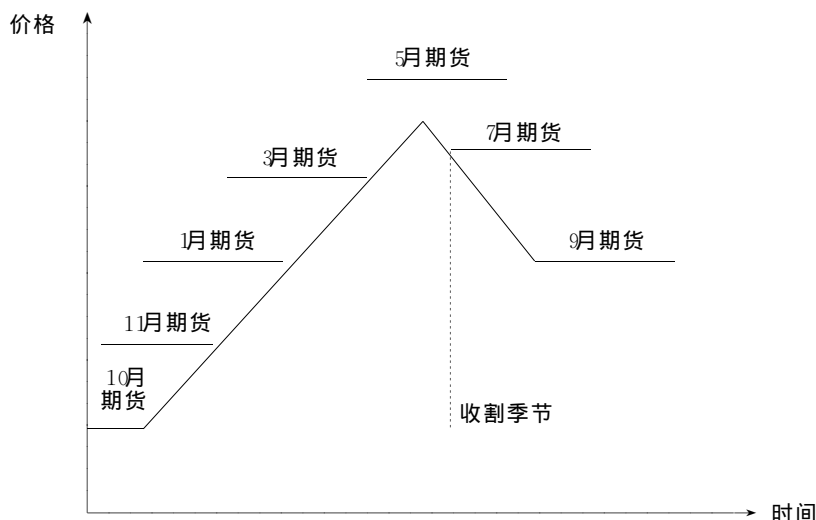


图 1.10.1 正向市场与反向市场

秋天收割,从收割季节向后,第二年的收割季节以前,不同交货期的期货价格逐步上升,呈现为一种正向市场。而随着第二个收割季节的到来,期货价格呈现下降趋势,这是所谓的反向市场。不管是正向市场还是反向市场,商品保管费对期货价格的影响都是存在的。正向市场通常出现在上一次收获季节到下一个收获季节之前的市场期间。因此,期货价格随上一收获季节生产商品保管时间的增长、保管费用的增加而上升。反向市场则出现在新的收获季节来临之前到该收获高峰期,期货价格一方面随其交易商品的保管费的减少而降低,另一方面也反映了收获季节前后市场供求状况对期货价格的影响。

四、预期利润

预期利润是期货交易者投资期货交易期望获得的平均报酬。由于期货交易是一种高风

险的投资,因此,它的预期利润通常高于社会资金平均报酬率,要在后者基础上加上一定的风险报酬。预期利润虽然是期货价格的组成部分,但它并不是均匀地分布于各种商品期货价格或不同日期的商品期货价格之中的。它因为受多种因素的影响而发生随机性转移。对于买空者来说,当期货平仓价格或实物交割时的现货价格高于开仓价格时,预期利润为正值,表明期货交易者从中盈利;当期货平仓价格或实物交割时的现货价格低于开仓价格时,预期利润为负值,表明交易者因此而亏损。对于卖空者来说,情况则正好相反。但从整个连续的交易过程来看,期货交易中的盈亏是可以互相抵补的,最终只能实现其正常合理的预期利润。

第二节 代表性的期货价格理论

从以上分析可知,期货价格是由众多的构成要素所决定的。但在现实期货市场中,这些要素是怎样决定期货价格的呢?由于人们观察问题的角度不同而形成了不同的期货价格理论。不同的期货价格理论为不同的期货价格分析方法提供了理论指导。因此,在学习各种期货价格分析方法之前,有必要对一些代表性的期货价格理论作一简要介绍。

一、随机漫步理论

随机漫步理论(Random Walk Theory)是由保罗库纳在1964年MIT出版的《股票市场价格的随机性质》一书中系统地提出的。该理论认为,股票和期货市场相连续的价格之间是独立而不相关的,价格变动是随机的,因而是不可预测的。一般而言,商品期货的长期价格是由价值规律和供求规律决定的。但在短期,商品的供给和需求状况不能提供令人满意的解释。解释商品期货的短期价格行为,多数是从随机性理论出发的。

随机性理论是以“有效性市场学说”(Efficient Market Theory)为前提的。有效性市场是指有许多具有相同市场信息、为获取最大利润而自由竞争的竞争者参与的市场。在此市场里,任何时间的价格变动都充分地反映了已有的市场信息以及那些预期在可见的未来会发生的事件的影响。在一个有效性的市场里,实际价格将接近于预期的或商品固有的实质价值。但在一个充满不确定性的现实社会中,商品的实质价值通常是很难推测的,以致会有各种不同的揣测。而各种不同的揣测所造成实际价格与实质价值之间的差异是随机性的。如果该市场是一个有效市场,商品的实际价格将与其实质价值相差不大,而于其附近波动。

然而,商品的实质价值会随其供求状况的变化而变化。如果一个交易者能在确定的长期供求状况变化反映于实际价格之前采取适当的买卖行为,他将永远是有利的。然而,由于竞争的结果,大多数有关实质价值的新信息的效果会很快反映于商品价格上。但其反映程度和反映效果是不确定的。正是这种新信息的随机效果,而不是商品供求的改变,使期货价格具有不规则变化的行为。这种价格调整所需时间及调整程度,是造成价格过度调整或调

整不够,超前调整、同步调整或滞后调整的随机参数。随着信息调整时,各相继价格间是独立的。这种市场就是所谓的随机性市场。股票和期货市场是典型的随机性市场。

在这种随机性市场里,交易者怎样对市场信息作出反应呢?假设在一个完全有效的理想市场里,当没有新的市场信息时,则不会有新的市况发生,价格则不会变动,市场处于均衡状态。在此状态下,交易者是不愿买进或卖出的。一旦新的市场信息发生,所有的交易者都会对它进行分析,并据以调整自己的立场,认为价格将上升,则买进;反之则卖出。最后,新的均衡再次形成。在此情况下,一个交易者只有在他的分析比其他交易者更加完善时才能获得成功,因为过去的均衡局面并未对未来的新信息提供任何指示。

但是,在现实中,这种完全有效的理想市场是不存在的。现实市场中,交易者对新信息的反映是有层次的。一般来说,交易者可分为内行人士与外行人士。内行人士是指那些训练有素或者能够很快获悉内幕消息的交易者;而外行人士则是指哪些在内行人士之后获得消息的一群人。当有新信息产生时,首先是内行人的反应,随后才是外行人的反应。内行人的反映迅速而明显。他们会迅速根据所获得的信息,建立新的交易部位或对原来持有的部位作平仓处理,从而推动市场价格的变化。

由于外行人获取新信息的时间和准确程度与内行人士不一样,其对价格走势分析判断也不一样。所作出的反应也不一样,因而其行为对期货市场价格的影响也不一样。当出现利多消息时,外行人可能对后市普遍看好,因而其对期货合约的需求可能超过内行人在较高价格上所愿提供的合约数量,进而推动期货价格的进一步上涨;如果外行人对后市看好居中,其对合约的需求正好等于内行人在较高价位上愿意出售的合约数量,期货价格将在高价位上趋于稳定;如果外行人对后市看好偏弱,其对合约的需求小于内行人在高价位上愿意卖出的数量,期货价格将会从高价位上回落。其中,只有第二种可能反映出市场最具有效性,因为内行人可能预测到了外行人的反应。但内行人并不一定能够完全预期外行人的反应。内行人可能高估,也可能低估外行人的反应。因此,在每一利多消息出现时,并非每个交易者都会买进;反之,也并非在利空消息时每个交易者都会卖出。这就是随机性市场的特性。

由于期货市场是随机性市场,过去价格变动并不能为未来价格变动提供可靠指示,因此,随机漫步论者认为期货价格变动是随机的,不可预测的,特别是利用历史价格资料进行技术分析是不可靠的。因而,随机漫步论受到技术分析专家的强烈批评。他们认为期货市场是连续的,价格变化是有趋势的,历史是会重演的,因而利用历史资料预测未来走势是可能的。

毫无疑问,一些随机因素或“噪音”确实存在于所有市场之中,特别是期货和股票市场之中,但据此就认为期货市场价格的所有变动都是随机性的则是不切实际的。因此,以期货市场随机性的存在而否定价格预测的可能性是不正确的。同样,否认期货市场的随机性,过份的夸大和依赖根据历史资料作出的技术分析预测结论也是不明智的。

二、期货价格决定理论

期货市场价格变动随机性理论的分析前提之一是有效性市场理论。从其定义可知,有

效市场就是经济学概念中的完全竞争市场。

所谓完全竞争市场是指不受任何阻碍和干扰的一种市场结构。其特点是:①市场上有许多买者和卖者,每一个交易者的购买量或销售量都只占有很小的市场份额,以致无法通过自己的买卖行为来影响市场价格。单个交易者只是市场价格的接受者而非价格的决定者。②产品是同质无差异的,供给者无法通过其产品特点来影响价格。③买者和卖者可以自由地进出该市场。④没有人为限制,买卖完全公开,买卖双方均可自由选择交易对方。具备以上四项条件的市场称为纯粹竞争的市场。因为它排除了任何的垄断。⑤买卖双方完全了解市场情况,信息渠道是畅通的。⑥商品和各种生产要素能够完全自由地在行业和企业间流动。具备以上六项条件的市场结构称为完全竞争的市场结构。

在一个组织健全而完善的期货市场里,买卖双方的数量均相当多;所买卖的是标准化的期货合约;各个交易者均可自由进出期货市场进行交易;买卖双方不能直接进行交易,而必须通过交易所间接进行,因而可以避免价格歧视;原则上每个交易者对于交易信息均有同样的获取机会;交易者可在各种期货品种之间自由地选择交易。因而,可以说期货市场是完全竞争的市场,其市场价格行为及价格决定可用完全竞争理论来解释。

期货市场中任何时期的价格都是由市场上众多的买者和卖者,根据自己所获信息,通过公开竞价的方式所决定的。交易者均可了解当前价格以及可能影响未来价格走势的一些影响因素。他们在进行买进或卖出决策之前,总要根据自己所获信息,利用一定的分析方法和自己的经验,对未来价格走势进行预测(预期)。预期价格将上涨,则买进作空头;预期价格将下跌,则卖出作多头。这种买进和卖出行为使期货市场供求不断发生变化,从而不断地调节市场价格。供过于求,价格下降;供不应求,价格上涨。价格变化是市场供求状况变化的结果,同时,它的变动又会影响交易者的价格预期,影响供求的变化。期货合约越接近到期日,影响人们价格预期的一切不确定因素越趋于明朗化,期货价格就越能反映现实的供给与需求。等到期货合约到期时,期货与现货的价格就会趋于一致。

由此可知,任何月份的期货和现货价格都在不同程度上体现着人们对未来供给与需求状况的预期。影响价格的任何一种新的因素的出现,都会对未来的价格产生影响。期货和现货价格的这种密切相关关系的存在,使期货价格通常被作为预期未来现货价格时参考。而这种对未来现货价格的预估能力,正是期货市场价格发现功能的重要体现。

三、持有成本理论

对于那些消费具有连续性,而生产却具有季节性的商品,如农产品,其期货价格与现货价格的关系可用持有成本理论加以说明。所谓持有成本,就是人们为了持有商品实物而支出的相应的保管费用等成本。

持有成本理论基于以下事实:

(1)商品的生产有季节性,可储存一段时间,其需求具有连续性,平均地分布于全年。商品收获后必须加以储存。

(2)为储存商品和保证其质量须支付一定的成本。

(3)持有期货合约所需成本较持有实物的成本小得多。

基于这三个事实,现货价格随储存期的延长而逐步上升,期货价格也同样上升。收获期的现货价格与随后的非收获期的期货价格的差额,大约等于这段时间的商品持有成本。该持有成本就是上一节期货价格构成中的商品保管费。商品保管期间越长,保管费用越高。因此,在新的收获季节到来之前,期货到期日离前一收获期越远,其持有现货成本越高,期货价格相应也越高,呈现为一种正向阶梯形上升。当新的收获季节到来时,期货价格与现货价格均再度下跌,以反映新的供求状况和持有成本。持有成本概念对于理解期货交易的基差概念和基差交易策略具有重要意义。

第三节 商品期货价格指数和行情解读

一、价格指数的涵义及其编制方法

价格指数是用来说明不同时期商品价格的相对变化趋势和程度的指标,是研究价格运动状态的重要工具。单项商品的价格指数为报告期商品价格,除以基期商品价格,乘以100。用公式表示为:

$$I_{tj} = \frac{P_{tj}}{P_{0j}} \times 100$$

式中: I_{tj} 为第 j 种商品 t 期价格指数;

P_{tj} 为第 j 种商品 t 期市场价格;

P_{0j} 为第 j 种商品基期市场价格。

如某种商品基期价格为 50 元, t 期价格为 60 元,则 t 期价格指数:

$$I_{ti} = \frac{60}{50} \times 100 = 120$$

价格指数大于 100,表明价格比基期上涨了。上涨幅度为价格指数 $I_{tj}-100$ 。如上例为 $120-100=20$ 。它表明 t 期价格比基期上涨了 20%。反之,价格指数小于 100,则表明价格比基期价格下跌了。下跌幅度也为价格指数与 100 之差。不同时期价格指数之比较,可以清晰地反映商品价格的变化趋势及变化幅度,因而是分析价格变化动态的重要工具。

目前,期货市场流行的多是综合价格指数,即以若干有代表性的商品期货价格加权计算,用以反映整个期货市场价格平均水平及变动幅度。其基本计算公式为:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^n K_j P_{tj}}{\sum_{j=1}^n K_j P_{0j}} \times 100$$

式中: I_t 为 t 期综合价格指数;

K_j 为 j 种商品期货价格的权重。

二、几种主要的商品期货价格指数

目前国内尚未编制系统的商品期货价格指数。国际上著名的期货价格指数有道琼斯商品价格指数、路透英国商品指数、金融时报商品价格指数和经济学人商品价格指数等。这里对它们的编制方法、所包括的商品及其权重作一简要介绍。

1. 道琼斯商品指数

这是由美国著名经纪商道琼斯公司(Dow Jones & Co.)编制的商品价格指数。它包括道琼斯商品期货指数和道琼斯商品现货指数。

道琼斯商品现货指数是以 1924 年到 1926 年的平均价格为基期价格,从 1933 年开始编制的每日商品期货价格指数。

道琼斯商品现货指数,是从 1950 年开始编制的每日商品现货价格指数,其基期与期货价格指数相同。

这两种道琼斯商品指数都是以在美国交易的 12 种商品的价格数据为基础编制的,以美元价格为标准,各商品采用不同的权重。它们分别为:棉花 23%,小麦 19%,砂糖 8.5%,玉米 8%,咖啡 7%,天然橡胶 6%,羊毛纱 5.5%,可可豆 5%,棉籽油 4.5%,皮革 4%,黑麦 4%等。权重合计为 100%。

道琼斯商品指数只包括农产品和少量畜产品,而忽略了目前对世界商品市场有极其重要影响的金属及石油等商品。因此,它只是美国农畜产品价格指数,而不能代表全美商品价格行情的波动情况。

2. 路透英国商品指数

路透英国商品指数由英国路透新闻社编制及发表的。它以 1931 年 9 月 18 日为基期,包括以下 17 种商品,其权重分别为:小麦 14%,棉花 13%,羊毛 11%,咖啡 11%,铜 9%,砂糖 7%,天然橡胶 7%,玉米 5%,大米 4%,牛肉 4%,大豆 3%,可可豆 3%,锡 2%,花生 2%,椰干 2%,铝 2%,铅 1%。

路透英国商品指数采用英国各商品交易所的收市价或英国商品进口的到岸价。由于它所含商品品种较道琼斯商品指数更为广泛,因而也比后者更能代表国际商品市场动向。

3. 金融时报商品价格指数

英国的金融时报也逐日编制商品价格指数。该指数以 1952 年 7 月 1 日为基期,包括小麦、玉米、咖啡、可可豆、棉花、棉籽油、羊毛、琼麻、天然橡胶、铜、锌、锡等 12 种商品。每种商

品具有相同的权重。它所涉及商品数目虽较小,但都具有很高的代表性,因此对商品价格波动的反映比前两个指数更为敏感,具有较大参考价值。

4. 经济学人商品价格指数

这是英国的经济学人学刊编制的每周商品价格指数,包括总指数、食品指数和工业指数。该指数共涉及商品 27 种,其权重依前一年工业国家平均进口额而逐年调整。为减少汇率波动的影响,该指数分别以美元和英镑计算。

三、期货市场行情解读

为了贯彻期货交易公开性和公平性原则,期货交易所必须在交易过程中通过期货行情显示系统及时显示每一时刻的交易行情及有关信息;同时,每日还须在报纸、电台、电视台等新闻媒介中公布其交易行情。

1. 交货月份代码和商品代码

在期货行情显示系统中,一般并不使用交货月份和商品的全称,而是使用其特定的代码。因此,阅读期货交易行情,首先必须熟悉这些代码。

(1) 交货月份代码。

交货月份是指期货合约到期进行实物交割的月份。交货月份代码分为当年交货月份代码和次年交货月份代码,如表 1.10.1 所示:

表 1.10.1 交货月份代码表

交货月份		当年代码	次年代码
一月份	January	F	A
二月份	February	G	B
三月份	March	H	C
四月份	April	J	D
五月份	May	K	E
六月份	June	M	I
七月份	July	N	L
八月份	August	Q	O
九月份	September	U	P
十月份	October	V	R
十一月份	November	X	S
十二月份	December	Z	T

(2) 商品代码。

主要的商品代码如表 1.10.2 所示:

表 1.10.2 主要商品代码

商品名称	代码	商品名称	代码
小 麦 Wheat	W	主要市场指数 Major MarketsIndex	MX
冻仔鸡 Iced Broilers	IB	原油 CrudeOil	CL
玉米 Corn	C	黄金 Gold	GC
黑麦 Oats	O	白银 Silver	SV
黄豆 Soybeans	S	白金 Platinum	PL
黄豆饼 SoybeanMeal	SM	铜 Copper	CP
黄豆油 Soybean Oil	SO	西部胶合板 Western Ply—wood	PW
活牛 LiveCattle	LC		
仔牛 Feeder Cattle	FC		
猪肚 PorkBellies	PB		
木材 Lumber	LB		
棉花 Cotton	COT		
糖 11# Sugar# 11	SUG		
可可 Coco	COC		
咖啡 Coffee“C”	COF		
橙汁 Orange Juice	OJ		

当期货交易行情显示系统上出现“WN”指当年 7 月交货的小麦(前面的 W 表示商品小麦,后面的 N 表示交货月份当年 7 月);“SF”指当年 1 月交货的黄豆;“LBU”为当年 9 月交货的木材。

2. 期货行情表

期货行情表通常包括:交易商品品种、交货月份、开盘价、收盘价、最高价、最低价、变动幅度、开始交易以来的最高价和最低价、未平仓合约数量及成交量等指标。下面以 1994 年 12 月 27 日文汇报所登载的上海金属交易所期货行情为例进行说明。

表 1.10.3 上海金属交易所 1994 年 12 月 26 日期货合约行情

品种	交割月	开盘价 元/吨	最高价	最低价	收盘价	结算价	涨跌	成交量
高基铝	95.01	18200	18200	18100	18170	18140	80	2850
	95.02	18000	18050	17950	18030	18000	40	1100
铜 1#	95.01	25900	25900	25500	25500	25640	-460	3900
	95.02	26050	26050	25660	25700	25780	-480	5950
镍 1#	95.01	0	0	0	0	63230	0	0
铅 1#	95.01	0	0	0	0	5850	0	0
锡 1#	94.12	0	0	0	0	49920	0	0
锌 1#	94.12	0	0	0	0	9430	0	0

表中第一栏为交易商品品种;第二栏为交割月份;第三栏为当日开盘价,以每吨多少元表示(后面几栏相同);第四栏为当日交易最高价;第五栏为当日交易最低价;第六栏为当日收盘价;第七栏为交易所结算价;第八栏为当日收盘价与前一日收盘价的差额(当日收盘价—前日收盘价),正值表示上升,负值表示下跌;第九栏为当日成交量,单位为合约手数。

表中后面 4 行中除了结算价栏外,其余各栏均为 0,表明当日这几个品种均未成交。

各个期货交易所公布的期货行情指标可能略有差别。如表 1.10.4 为文汇报 1994 年 12 月 27 日刊登的海南中商期货交易所 1994 年 12 月 26 日行情。其中没有结算价格栏。

表 1.10.4 中商期货交易所 1994 年 12 月 26 日行情

品种	交割期	开盘价 (元/吨)	最高/最低	收盘价	涨跌	成交量
棕榈油	95.02	9424	9424/9024	9024	+35	72330
棕榈油	95.04	9869	9869/9469	9500	+16	74750
棕榈油	95.06	9900	9900/9692	9692	+145	41730
棕榈油	95.08	9620	9620/9420	9620	+133	30
天然胶	95.01	0	0/0	0	0	0
天然胶	95.02	0	0/0	0	0	0
天然胶	95.03	15354	15707/15307	15704	-189	40

第四节 期货价格变动的基本因素分析

能否正确地分析和预测期货价格的变化趋势,是期货交易成败的关键。因此,每一个期货交易都必须十分重视期货价格变化趋势的分析和预测。分析和预测期货价格走势的方法很多,但基本上可划分为基本因素分析和技术分析两种。本节介绍基本因素分析法,下一章讨论技术分析法。

基本因素分析法是通过分析期货商品的供求状况及其影响因素,来解释和预测期货价格变化趋势的方法。

期货交易是以现货交易为基础的。期货价格与现货价格之间有着十分紧密的联系。商品供求状况及影响其供求的众多因素对现货市场商品价格产生重要影响,因而也必然会对期货价格产生重要影响。所以,通过分析商品供求状况及其影响因素的变化,可以帮助期货交易者预测和把握商品期货价格变化的基本趋势。在现实市场中,期货价格不仅受商品供求状况的影响,还受到其他许多非供求因素的影响。这些非供求因素包括:金融货币因素、政治因素、政策因素、投机因素、心理预期等。因此,期货价格走势基本因素分析需要综合地考虑这些因素的影响。

一、商品供求状况分析

商品供求状况对商品期货价格具有重要的影响。基本因素分析法主要分析的就是供求关系。商品供求状况的变化与价格的变动是互相影响、互相制约的。商品价格与供给成反比,供给增加,价格下降;供给减少,价格上升。商品价格与需求成正比,需求增加,价格上升;需求减少,价格下降。在其他因素不变的条件下,供给和需求的任何变化,都可能影响商品价格变化。一方面,商品价格的变化受供给和需求变动的影响;另一方面,商品价格的变化又反过来对供给和需求产生影响:价格上升,供给增加,需求减少;价格下降,供给减少,需求增加。这种供求与价格互相影响、互为因果的关系,使商品供求分析更加复杂化,即不仅要考虑供求变动对价格的影响,还要考虑价格变化对供求的反作用。

由于期货交易的成交到实物交割有较长的时间差距,加上期货交易可以采取买空卖空方式进行,因此,商品供求关系的变化对期货市场价格的影响会在很大程度上受交易者心理预期变化的左右,从而导致期货市场价格以反复的频繁波动来表现其上升或下降的总趋势。

1. 期货商品供给分析

期货商品供给分析主要考察本期商品供给量的构成及其变化。本期商品供给量主要由期初存量、本期产量和进口量三部分组成。

(1)期初存量。期初存量是指上年或上季积存下来可供社会继续消费的商品实物量。根据存货所有者身份的不同,可以分为生产供应者存货、经营商存货和政府存货。前两种存

货可根据价格变化随时上市供给,可视为市场商品可供量的实际组成部分。而政府存货的目的在于为全社会整体利益而进行保险储备,不会因一般的价格变动而轻易投放市场。但当市场供给出现严重短缺,价格猛涨时,政府可能动用它来平抑物价,则将对市场供给产生重要影响。

(2)本期产量。本期产量是指本年或本季的商品生产量。它是市场商品供给量的主体,其影响因素也甚为复杂。从短期看,它主要受生产能力制约,资源和自然条件、生产成本及政府政策的影响。不同商品生产量的影响因素可能相差很大,必须对具体商品生产量的影响因素进行具体的分析,以便能较为准确地把握其可能的变动。

(3)本期进口量。本期进口量是对国内生产量的补充,通常会随着国内市场供求平衡状况的变化而变化。同时,进口量还会受到国际国内市场价格差、汇率、国家进出口政策以及国际政治因素的影响而变化。

2. 期货商品需求分析

商品市场的需求量是指在一定时间、地点和价格条件下买方愿意购买并有能力购买的某种商品数量。它通常由国内消费量、出口量期末结存量和三部分组成。

(1)国内消费量。国内消费量主要受消费者的收入水平或购买能力、消费者人数、消费结构变化、商品新用途发现、替代品的价格及获取的方便程度等因素的影响。这些因素变化对期货商品需求及价格的影响往往大于对现货市场的影响。

(2)出口量。出口量是本国生产和加工的商品销往国外市场的数量,它是影响国内需求总量的重要因素之一。分析其变化应综合考虑影响出口的各种因素的变化情况,如国际、国内市场供求状况,内销和外销价格比,本国出口政策和进口国进口政策变化,关税和汇率变化等。

(3)期末结存量。期末结存量具有双重的作用,一方面,它是商品需求的组成部分,是正常的社会再生产的必要条件;另一方面,它又在一定程度上起着平衡短期供求的作用。当本期商品供不应求时,期末结存将会减少;反之则会增加。因此,分析本期期末存量的实际变动情况,即可从商品实物运动的角度看出本期商品的供求状况及其对下期商品供求状况和价格的影响。

基本因素分析法认为,为了更好地把握进行期货交易的有利时机,交易者在利用上述各项影响商品供给和需求因素对商品期货价格走势进行定性分析的同时,还应利用统计技术进行定量分析,提高预测的准确度,甚至还可以通过建立经济模型,系统地描述影响价格变动的各种供求因素之间相互制约、相互作用的关系。计算机的应用,使基本因素分析中的定量分析变得更加全面和精确。利用计量经济模型来分析各经济要素之间的制约关系,已成为基本因素分析法的重要预测手段之一。

二、经济波动周期

商品市场价格波动通常与经济波动周期紧密相关。期货价格也不例外。由于期货市场是与国际市场紧密相联的开放市场,因此,期货市场价格波动不仅受国内经济波动周期的影

响,而且还受世界经济的景气状况影响。

经济周期一般由复苏、繁荣、衰退和萧条四个阶段构成。复苏阶段开始时是前一周期的最低点,产出和价格均处于最低水平。随着经济的复苏,生产的恢复和需求的不断增长,价格也开始逐步回升。繁荣阶段是经济周期的高峰阶段,由于投资需求和消费需求的不断扩张超过了产出的增长,刺激价格迅速上涨到较高水平。衰退阶段出现在经济周期高峰过去后,经济开始滑坡,由于需求的萎缩,供给大大超过需求,价格迅速下跌。萧条阶段是经济周期的谷底,供给和需求均处于较低水平,价格停止下跌,处于低水平上。在整个经济周期演化过程中,价格波动略滞后于经济波动。这些是经济周期四个阶段的一般特征。不同国家、不同时期的经济周期可能具有自己不同的特点。比如,在本世纪 60 年代以前西方国家经济周期的特点是产出和价格同向大幅波动。而 70 年代初期,西方国家先后进入所谓的“滞胀”时期,经济大幅度衰退,价格却仍然猛烈上涨,经济的停滞与严重的通货膨胀并存。而 80—90 年代以来的经济波动幅度大大缩小,并且价格总水平只涨不跌,衰退和萧条期下降的只是价格上涨速度而非价格的绝对水平。当然,这种只涨不跌是指价格总水平而非所有的具体商品价格。具体商品价格仍然是有升有降。因此,认真观测和分析经济周期的阶段和特点,对于正确地把握期货市场价格走势具有重要意义。

经济周期阶段可由一些主要经济指标值的高低来判断,如 GNP 增长率、失业率、价格指数、汇率等。这些都是期货交易者应密切注意的。

三、金融货币因素

商品期货交易与金融货币市场有着紧密的联系。利率的高低、汇率的变动都直接影响商品期货价格变动。

1. 利率

对于投机性期货交易者来说,保证金利息是其交易的主要成本。因此,利率的高低变动将直接影响期货交易者的交易成本。如果利率提高,交易成本上升,投机者风险增大,就会减少期货投机交易,使交易量减少。如果利率降低,期货投机交易成本降低,交易量就会放大。因而利率调整也是政府紧缩或扩张经济的宏观调控手段。

如 1980 年初,美国为了抑制通货膨胀,大幅度提高利率水平,1 月份美国的优惠利率为 15%,美国商品交易所 1 月份黄金平均价每盎司为 673.4 美元,白银每盎司 36.3 美元,铜每磅 119.3 美分。4 月份,美国优惠利率升至 20% 的高峰。高额贷款利息极大地增加了期货投机风险,因而投机者纷纷退出期货市场,引起期货价格的普遍暴跌。4 月份黄金平均价降至 516 美元,比 1 月份下跌 23.4%;白银降至 14.8 美元,跌幅为 59.2%;铜价降到 89.6 美分,下降 25%。5 月后美国利率从高峰逐步回落,8、9 月份优惠利率降至 11% 左右。利息负担减轻,期货交易成本下降,投机者又涌入期货市场,投机交易活跃,期货价格上升,9 月份黄金平均价升至 670 美元,白银升至 20.2 美元,铜价升为 93.8 美分。后因美国通胀又趋严重,中央银行再次提高利率,12 月份优惠利率提高到 21% 的空前高位,投机者纷纷退场,致使期货价格第二次暴跌。12 月份黄金价格最低跌至 538 美元,比 9 月份下跌 20%;白银跌

至 13.5 美元,下跌 33.2%;铜价降至 77.8 美分,下降 17.1%。这是利率变化对期货市场价格影响的典型例子。

2. 汇率

期货市场是一种开放性市场,期货价格与国际市场商品价格紧密相联。国际市场商品价格比较必然涉及到各国货币的交换比值——汇率。汇率是本国货币与外国货币交换的比率。当本币贬值时,即使外国商品价格不变,但以本国货币表示的外国商品价格将上升,反之则下降。因此,汇率的高低变化必然影响相应的期货价格变化。据测算,美元对日元贬值 10%,日本粮食交易所的进口大豆价格会相应下降 10%左右。1967 年 11 月 18 日英镑被迫贬值 14.3%,伦敦商品交易所 3 月期羊毛期货价格由贬值前的 97 英镑上升到贬值后的 103 英镑,而纽约商品交易所该期货价格则由原来的 114 美元下跌到 112 美元。这充分说明了汇率变动对有关期货价格的影响。因此,期货交易必须密切注意自己所交易商品相关汇率的变动情况。

四、政治因素

期货市场价格对国际和国内政治气候的变化十分敏感。政治因素主要指国际国内政治局势、国际性政治事件的爆发及由此引起的国际关系格局的变化、各种国际性商品组织的建立及有关商品协议的达成、政府对经济干预所采取的各种政策和措施等。这些因素将会引起期货市场价格波动。例如 1980 年 1 月 4 日美国为警告前苏联入侵阿富汗,决定向前苏联禁运粮食 1700 万吨,引起芝加哥交易所闭市两天,到 9 日开市后又出现多次跌停板。又如 1980 年 1 月下旬,国际局势持续紧张,在智利铜矿工人罢工及秘鲁铜矿发生工潮的刺激下,铜价暴涨,伦敦金属交易所 3 月期铜由 1 月 9 日的每吨 1029 英镑涨至 30 日的 1316 英镑,三周内上涨 27.9%。

有些时候,各国政府为了自身利益和政治需要,而制定或采取一些临时性的措施,这也会对商品期货价格产生不同程度的影响。如美国和欧洲经济共同体国家都规定有对农产品生产的保护性措施。

在分析政治因素对期货价格影响时,应注意不同的商品所受影响程度是不同的。如国际局势紧张时,对战略性物资价格的影响就比其他商品的影响大。

国际、国内政治事件的发生通常是很难预料的,因而其对期货价格的影响也很难确切估计。在分析政治事件对期货市场的影响时,应特别注意分析投机大户的动向,谨防他们肆意夸大事件影响,故意兴风作浪,从中渔利。如散户盲目跟进则易被套牢,最后到期被迫平仓,损失惨重。如 1995 年 5 月 18 日早上,电台广播了中国证监会关于暂停国债期货试点的通知,对沪、深股市立即产生极大的影响。当日,沪股跳空 158 点开盘,收盘飙升 180 点,涨幅达 31%。次日再升 92 点,上涨 12%。周六、周日停盘后,周一又继续上冲最高到 916 点,与 5 月 17 日的最低价 527.14 点相比,三天净升 389 点,升幅达 73.8%。这种巨幅狂升带有极大的投机性,必然难以支撑。第三天下午股指则开始回跌;随后三天连续猛跌,最低至 672 点,累计下跌达 250 多点,几乎将前三天飙升的 2/3 跌尽。随后 20 多天股指均在 700

点左右盘整,使大量在高价位上跟风买进的散户、甚至一些大户也被套牢。这是一些炒股大户利用国家政策消息猛烈抬升股价,从中获利的一个典型例证。在期货市场中也不乏同样的例子。

五、国际经贸组织及其协定

为了协调贸易国之间的经济利益关系,许多贸易国之间建立了国际性的或区域性的经济或贸易组织。这些国际经贸组织经常采取一些共同的政策措施来影响商品供求关系和商品价格。国际大宗商品,如石油、铜、糖、小麦、可可、锡、茶叶、咖啡等商品的价格及供求均受有关国际经贸组织及协定的左右。因此,期货价格分析必须注意有关国际经贸组织的动向。

六、大户的操纵

期货市场虽是一种“完全竞争”的市场,但仍难免受一些势力雄厚的大户的操纵和控制,造成投机性的价格起伏。美国白银大王纳尔逊·亨特在1980年初炒白银不幸失手就是一个典型的范例。

1979年初,亨特兄弟以每盎司6—7美元的价格开始在纽约和芝加哥交易所大量购买白银。年底,已控制纽约商品交易所53%的存银和芝加哥商品交易所69%的存银,拥有1.2亿盎司的现货和0.5亿盎司的期货。在他们的控制下,白银价格不断上升。1980年1月17日白银价格涨至每盎司48.7美元,半年时间上涨了四倍。在黄金市场的刺激下,白银价格在1月21日达到50.35美元的历史最高峰,比一年前上涨八倍多。这种疯狂性的投机活动,造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节,市场价格严重地偏离其价值,最终必然会猛跌下来。此时,美国政府为了抑制通货膨胀,紧缩银根,利率大幅上调,期货投机者纷纷退场,致使银价暴跌。到3月底,跌至每盎司10.8美元,使白银市场几乎陷入崩溃的境地。亨特兄弟在这场投机风潮中损失达数亿美元。

七、价格预期和投机心理

投机者加入期货交易的目的是利用期货价格的上下波动来获利。因此,何时买进卖出,主要取决于他对期货价格走势的判断,即价格预期。他预期价格将上涨时买进,预期价格将下跌时卖出,预期价格将盘整时则观望。投机者的价格预期不仅受期货价格变动的各种信息的影响(基本因素分析),而且还受他们对当前和历史的价格走势判断的影响(技术分析)。因此,在利好因素的刺激下,人们预期价格将上涨而纷纷购进,从而推动价格上涨;而价格上涨的趋势信息又进一步加强了人们的价格上涨预期,人们进一步购进,从而推动价格进一步的上涨。反之,在价格下跌时,人们预期价格将进一步下跌,纷纷卖出,从而推动价格进一步下跌。可见,期货交易中的价格预期和投机心理对期货价格波动具有极强的推波助澜、加剧波动的作用。

1980年黄金市场出现的空前大风暴,明显地反映了投机心理和价格预期对期货价格的影响力。1979年11月金价仅每盎司400美元左右,1980年1月21日已暴涨至838美元的历史高峰。其暴涨原因是多方面的:经济方面是石油输出国组织宣布大幅度提高油价。政治因素是前苏联入侵阿富汗;伊朗劫持美国人质;美伊关系恶化,美冻结伊在美资产等。而一些大金商肆意渲染、哄抬金价所造成的投机心理更是金价暴涨的重要原因。当金价涨到最高峰时,又谣传美国政府将在1月份拍卖大量存金,使投机者心理突然逆转,竞相抛售黄金期货。1月22日当天金价下跌103美元,到3月份即跌到460美元。这次金价的大起大落,除了经济和政治因素的影响外,投机心理因素也起了巨大的推波助澜作用。而到5月份,黄金市场风浪基本平息,人心转趋看淡,金价疲软。尽管出现一些小的刺激金价上涨的因素,但仍未能改变人们的心理预期,而无法促使金价回升。因此,在预测价格走势时,必须结合各种因素分析大多数交易者的心理预期。

以上例举了影响期货价格的一些主要因素,实际中的影响因素要复杂得多。为了更好地预测期货价格走势,把握有利的交易时机,期货交易者必须注意及时而广泛地收集有关因素的准确而详尽的信息资料;综合地分析它们可能带来的影响,并注意与定量分析工具以及技术分析方法结合起来加以综合应用。

第五节 期货价格技术分析概述

一、概述

基本因素分析法能够为预测期货价格走势提供一些综合性的经济指标。但是,影响期货价格变化的,不仅有一般供求方面的因素,也有许多期货交易本身的因素,而且,影响期货价格变动的心理预期等因素又是极难正确度量的。因此,仅仅应用基本因素分析法是难以准确预测价格走势的,还需要运用价格、成交量、未平仓量等历史数据进行技术性分析来综合提高其预测精度。

期货价格技术分析法认为,期货价格的波动是期货合约供求双方相互作用的结果。当某一价位的需求大于供给时,价格上升;当供给大于需求时,价格下跌;供求相等时,价格稳定不变。而且某一时点的价格,既是过去成交数量和成交价格综合影响延续的结果,它本身又会对今后的交易及价格产生或多或少的影。因此,期货价格的上升和下降都有其趋势,且这些趋势具有持续性。不同的价格变动轨迹形成不同的趋势形态。不同的趋势形态又决定了随后的价格走势。价格趋势只能从价格本身的变化轨迹中寻找和把握。因此,技术分析法认为,必须集中分析期货市场的内在因素,即有关市场变化动态和各种变量:价格、成交量和未平仓量。通过采用图形、图表等方式对这三个指标进行时间序列分析,即可揭示期

货价格的变化态势,把握期货交易的有利时机。

由于技术分析法必须借助于图表对历史数据进行加工整理和分析预测,因此,技术分析又称作图表分析或时间序列分析。

运用技术分析法预测期货价格走势,必须收集精确的交易资料,包括每天甚至每一时刻期货交易的开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交量及未平仓量等指标。有幸的是,这些基本交易指标,商品交易所均在其电子行情显示系统中显示和在每日的报纸、电台、电视台节目中公布。特别是现代计算机网络信息系统的建立,为这些数据的收集、储存、查询和分析提供了准确、快速和便利的条件。同时,期货价格技术分析计算机软件系统的开发,更为人们有效地利用技术分析方法和数据进行价格走势预测及交易决策提供了有利条件。在正常情况下,当人们都利用同样的数据资料、同样的分析工具,进行价格分析预测,并遵循同样的交易策略来进行交易时,也就促使价格变化趋势按一定的价格形态来变化,使技术分析更加准确。但是,当意外事件发生时,价格变化轨迹可能超乎既定形态的发展趋势。因而,技术分析还应与基本分析相结合。

二、主要技术分析基础指标的涵义

期货价格技术分析的主要基础指标有开盘价、收盘价、最高价、最低价、成交量和未平仓合约量。

(1)开盘价(Open),为当日交易开始后的第一笔交易价格。

(2)收盘价(Close),一般为当日交易结束前3分钟内成交合约的算术平均价,如果最后三分钟没有成交,则前推至最后一笔成交价格。

(3)最高价(High),为当日的最高交易价格。

(4)最低价(Low),为当日的最低交易价格。

(5)成交量(Volume),为在一定的交易时间内某种商品期货在交易所成交的合约数量。由于每笔期货交易包括买入和卖出合约,为避免重复计算,仅计算买入或卖出量,而非两者的总和。

(6)未平仓合约量(Open Interest),指买入或卖出后尚未对冲及进行实物交割的某种商品期货合约的数量,也称在市合约量或空盘量。未平仓合约的买方和卖方是相等的,未平仓合约量只是买方或卖方合计,而不是两方的合计。如买卖双方均为新开仓,则未平仓合约量增加1个合约量;如其中一方为新开仓,另一方为平仓,则未平仓合约量不变;如买卖双方均为平仓,未平仓合约量减少1个合约量。当下次开仓数与平仓数相等时,未平仓合约量也不变。

由于未平仓合约量是从该种期货合约开始交易起,到计算该未平仓合约量止这段时间内尚未对冲结算的合约数量,未平仓合约量越大,该合约到期前平仓交易量和实物交割量的总和就越大,成交量也就越大。因此,分析未平仓合约量的变化可推测资金在期货市场的流向。未平仓合约量增加,表明资金流入期货市场;反之,则说明资金正流出期货市场。

三、成交量、未平仓合约量与价格的关系

成交量和未平仓合约量的变化会对期货价格产生影响,期货价格变化也会引起成交量和未平仓量的变化。因此,分析三者的变化,有利于正确预测期货价格走势。

1. 成交量、未平仓合约量增加,价格上升,表示新买方正大量收购,近期内价格还可能继续上涨。

2. 成交量、未平仓合约量减少,价格上升,表示卖空者大量补货平仓,价格短期内向上,但不久将可能回落。

3. 成交量增加,价格上升,但未平仓合约量减少,说明卖空者和买空者都在大量平仓,价格马上会下跌。

4. 成交量、未平仓量增加,价格下跌,表明卖空者大量出售合约,短期内价格还可能下跌,但如抛售过度,反可能使价格上升。

5. 成交量、未平仓量减少,价格下跌,表明大量买空者急于卖货平仓,短期内价格将继续下降。

6. 成交量增加、未平仓量和价格下跌,表明卖空者利用买空者卖货平仓导致价格下跌之际陆续补货平仓获利,价格可能转为回升。

从上分析可见,在一般情况下,如果成交量、未平仓量与价格同向小幅变化,则其价格趋势可继续维持一段时间;如两者与价格反向变化时,价格走势可能转向。当然,这还需结合不同的价格形态作进一步的具体分析。

四、图表分析工具

采用一定的方法将期货价格、成交量和未平仓合约量的时间序列数据描绘成图形,即可得到它们的变化轨迹。这些变化轨迹形成各种独具特色的图形形态,综合分析这些形态特点,即可对价格走势进行预测。因而这些图表就成为期货交易者分析与预测价格走势的重要工具。最常用的图表有直线图、点数图、K线图、移动平均线、逆时针量价图等。后面几节将对它们作详细的介绍。

第六节 直线图分析

直线图(Bar Chart)分析是期货价格走势技术分析的最常用方法之一。

一、直线图的涵义和绘制方法

直线图如图 1.10.2 所示,它以横轴表示交易时间,纵轴表示价格和成交量。交易时间可以每天、每周或每月、每小时为单位。图表上半部分的垂线代表每一交易时间单位内的期货价格波动状况,包括开盘价、收盘价、最低价和最高价。

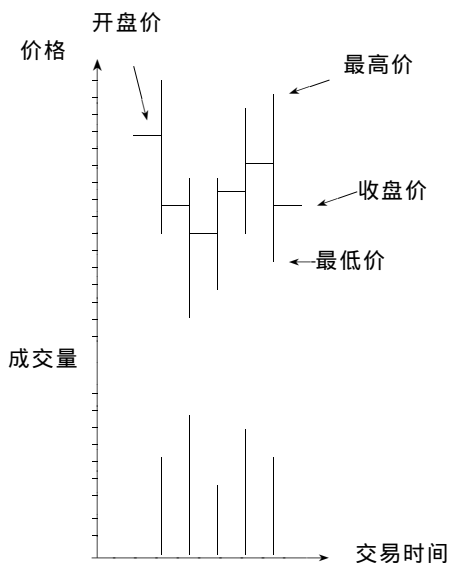


图 1.10.2 直线图

垂线的顶端表示最高价,底端为最低价。垂线左边的横线代表开盘价,右边的横线代表收盘价。习惯上通常省略左侧的开盘价,而仅以右侧的收盘价和垂线两端的最高价、最低价表示。

在直线图的下部以垂线的长短表示每一交易时间的成交量。

直线图形象地记录了期货价格和成交量在各个交易时间的变化动态。因此,通过对直线图图形分析并结合成交量分析,可预测期货价格的变化趋势,为期货交易决策提供必要信息。

二、直线图分析的基本概念和图形

直线图分析是借助于一些基本概念和图形来进行的。这些基本概念和图形包括:趋势、轨道、支持点和支撑线、阻力点和阻力线等。

1. 趋势

趋势(Trends),是期货市场价格的运动方向。进行期货价格走势分析,首先要判明的就是期货市场价格运动方向。根据期货价格运动方向的差别,可将趋势分为上升趋势、下降趋势和横行趋势。

(1)上升趋势线。当期货价格出现上升迹象时,如果将直线图中两条或更多的价格线条的下端(即最低价)连接起来划一直线,其他价格线的下端均在此直线的下方,则该直线为上升趋势线。它表示期货价格正处于上升趋势之中。如图 1.10.3,用直线连接两个最低价格点 a 和 b,形成一条上升线,以后虽连续出现小波动,价格有所下跌,但都只接近或触及此上升线,则表示价格仍处于上升趋势中。如有价格低于此线,特别是当收盘价低于此线时,则可认为是出现了上升趋势转移或消失的讯号,期货市场价格将会出现下跌。

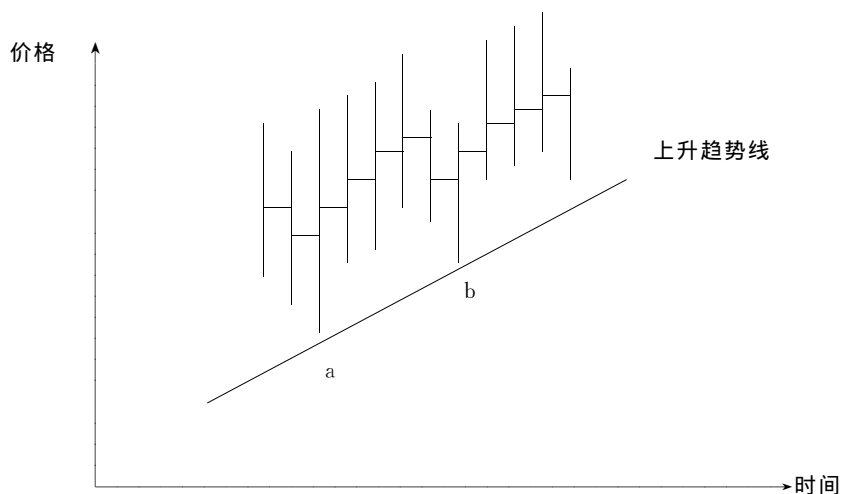


图 1.10.3 上升趋势线

(2)下降趋势线。当期货价格出现下降迹象时,如果将直线图中的两条或更多的价格线条上端(即最高价)连接为一条直线,其他价格线条的上端均保持在此直线的上方,则该直线为下降趋势线。它表明期货市场价格正处于下降趋势之中。如图 1.10.4,用直线连接两个最高价格点 a 和 b,形成一条下降趋势线。

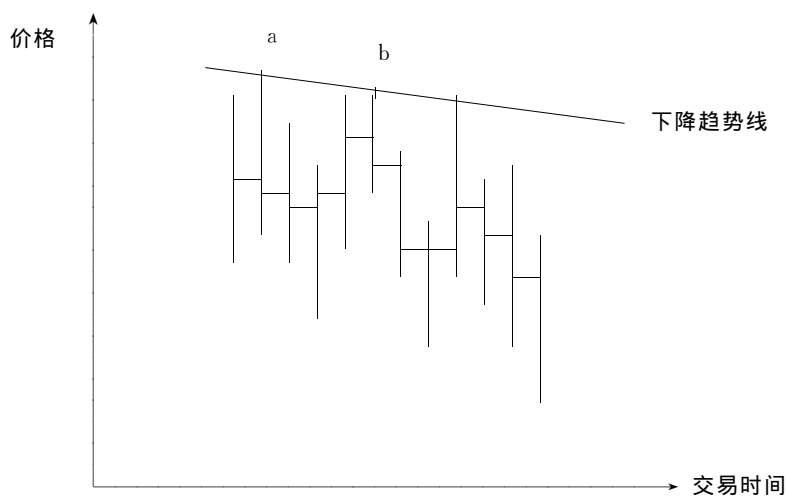


图 1.10.4 下降趋势线

(3) 横行趋势

横行趋势表明期货市场价格变动趋势基本上为横向移动,价格线的高点和低点差不多平行,如图 1.10.5 所示。

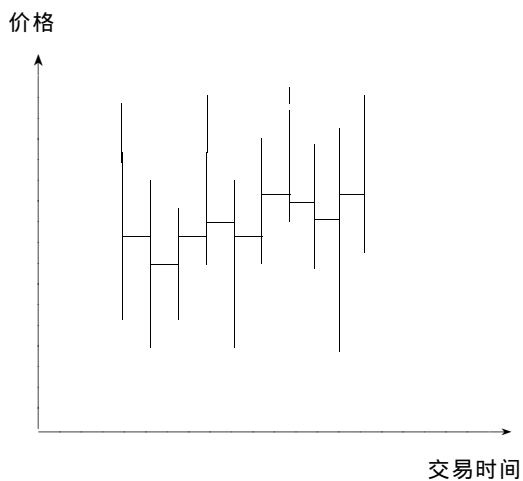


图 1.10.5 横行趋势

一般来说,在上升趋势中应该买入,下降趋势中应该卖出,遇到横行趋势则退场休息,静观其变。

2. 轨道

轨道(Channels)是期货价格波动的趋势区间,分为上升趋势轨道和下降趋势轨道。

(1)上升趋势轨道。在上升趋势线上方的短期价格最高点间划一条与上升趋势线平行的虚线,这两线之间就构成了一条上升趋势轨道,如图 1.10.6 所示,期货市场价格随平行趋势上升。短线操作时,价格涨到上升趋势轨道上界(虚线)附近时就是卖点,如图中 X 点为卖短点。当价格跌到上升趋势轨道下界(上升趋势线)附近时,则为买进时刻,如图中的 C 点就是回头补进处。

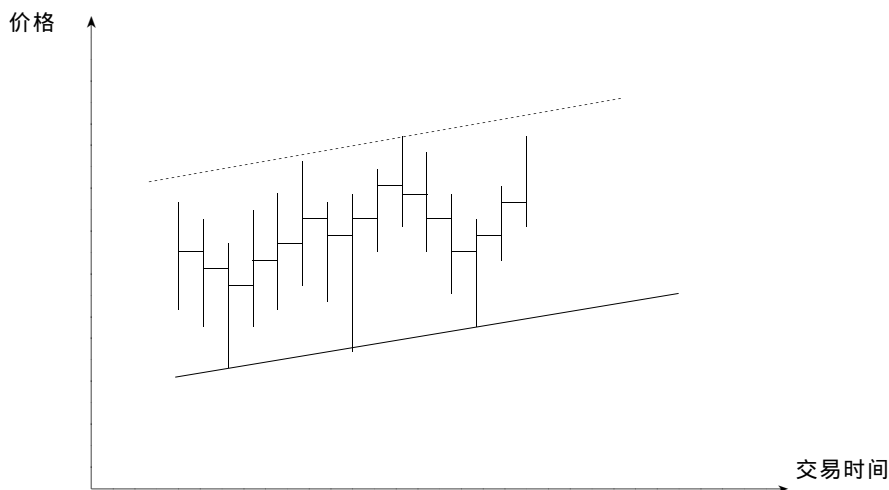


图 1.10.6 上升趋势轨道

(2)下降趋势轨道。在下降趋势线下方的短期价格最低点间划一条与下降趋势线平行的虚线,该两线之间构成一条下降趋势轨道,如图 1.10.7 所示,期货市场价格顺平行趋势下跌。短线操作时,价格涨至下降趋势轨道上界附近时是卖短时机,如图中 C 点;当价格跌至下降趋势轨道下界附近时是空头补回处,如图中 Y 点。

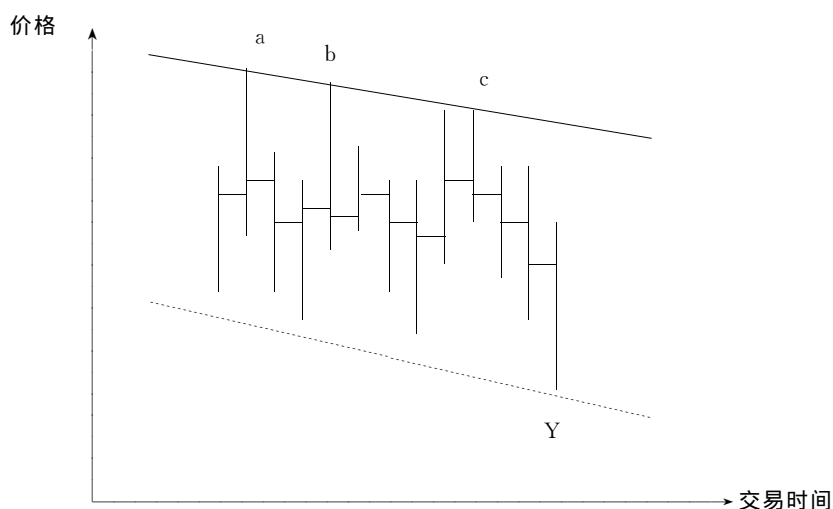


图 1.10.7 下降趋势轨道

3. 支持点与阻力点、支持线与阻力线

期货市场价格运动是在不断地上下波动中推进的。这种上下波动形成一系列的波峰和波谷,也就形成了价格上升的阻力点和下跌的支持点

(1)支持点与支持线。支持点是短期的价格低点,在此价格水平,买气能克服卖压,使价格在此点不再继续下跌,反而转向上升。如图 1.10.8 的 C 点和 D 点。将两个支持点连接成一条直线,即形成一条支持线。

(2)阻力点与阻力线。阻力点是短期的价格高点,在此价格水平,卖压阻止买气,使价格不再上涨并开始回落,如图 1.10.8 中的 A 点和 B 点,将两个阻力点连接成一条直线,即形成一条阻力线。

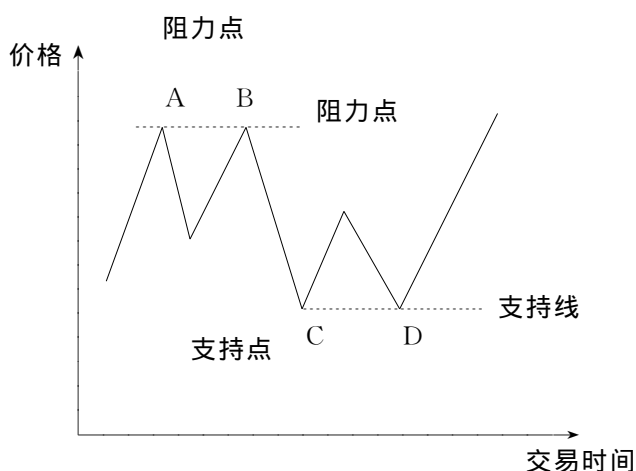


图 1.10.8 支持点与支持线、阻力点与阻力线

在上升趋势中阻力线表示上升趋势暂时停顿,一般会在日后某点突破。在下降趋势中,支持线能使跌势暂停,但无法永久抵挡。对支持和阻力的认识不足,就无法完全了解趋势的概念。要维持上升趋势,必须低挡(支持线)一波比一波高,高档(阻力线)一波比一波高。如果上升趋势中的修正低点跌得比市价波动的前一次低点还要低,这是上升趋势快要中止的警告,有可能成为横行盘整。如果支持线被跌破,趋势可能会由上而下倒转过来。如图 1.10.9 所示,下降趋势中被突破的支持线在后继反弹中变成阻力线,如果阻力线被突破,趋势则可能由下而上倒转过来。如图 1.10.10 所示,上升趋势中,阻力线被突破后成为支持线。

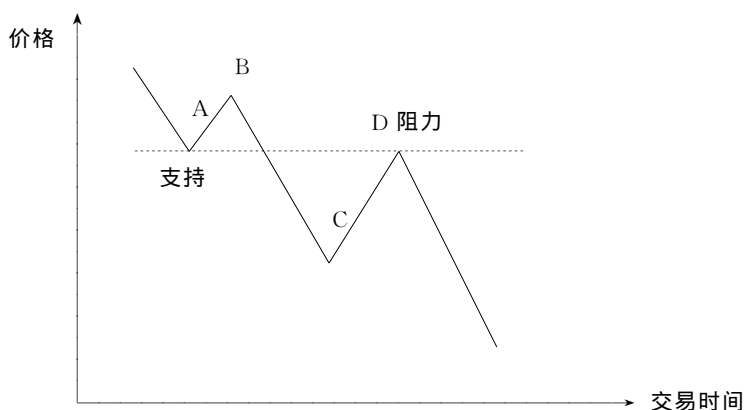


图 1.10.9 下降趋势中被突破的支持线在后继反弹中变成阻力线

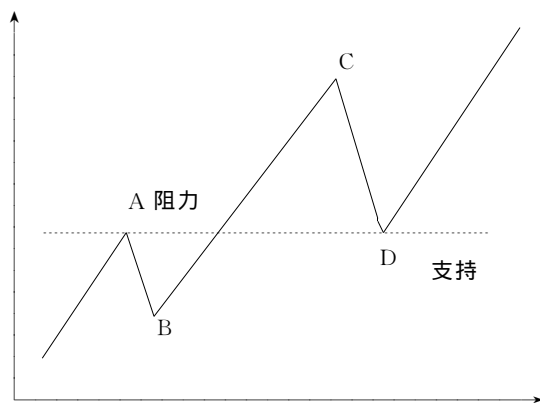


图 1.10.10 上升趋势中,阻力线被突破后成为支持线

在期货市场上,价格跌破上升趋势线或突破下降趋势线,并不表示趋势已经反转,但若连续突破三条趋势线,则大致可以确认趋势已经反转,此时交易者可考虑买进或卖出期货合约。

4. 扇形原则

扇形原则(The Fan Principle)是趋势线的另一种运用。

图 1.10.11 是扇形原则在上升趋势反转中的应用。价格首先在第一条趋势线上方运行。当该上升趋势线被跌破后,市价反弹到该趋势线前将再次下跌,该趋势线变为阻力线。

由于第二次上扬受挫,所以要划第三根趋势线。如果市价跌破这第三根趋势线,它将是价格趋势反转下跌的第一个指标。因而,图中 C 点是极好的卖空时机。

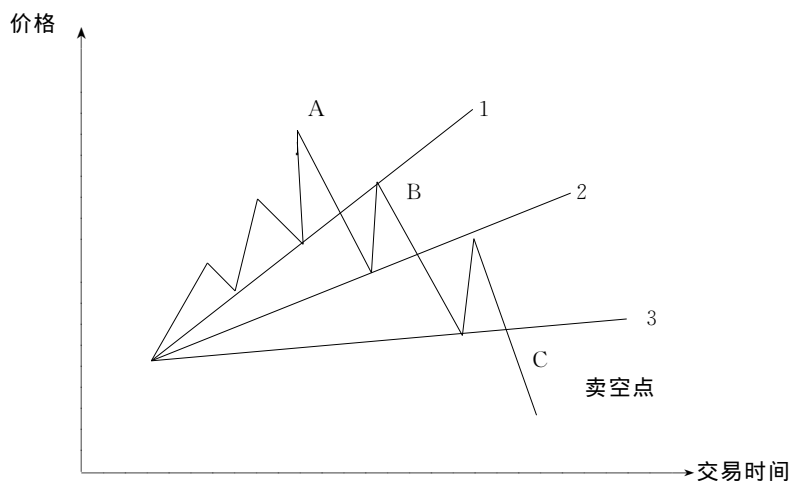


图 1.10.11 扇形原则图例:第 3 条趋势线被突破是上升趋势反转的信号

图 1.10.12 则是扇形原则在下跌趋势反转中的应用。价格首先在第一条下降趋势线下运行。当价格上涨突破该条下降趋势线后,将会有个回档,并以第一条下降趋势线(原阻力线)为新的支持线,价格继续上升,再回落,再上升,并最终突破第三条下降趋势线。这表明下降趋势已经反转,极好的买空时机得到确认,如图中的 C 点。

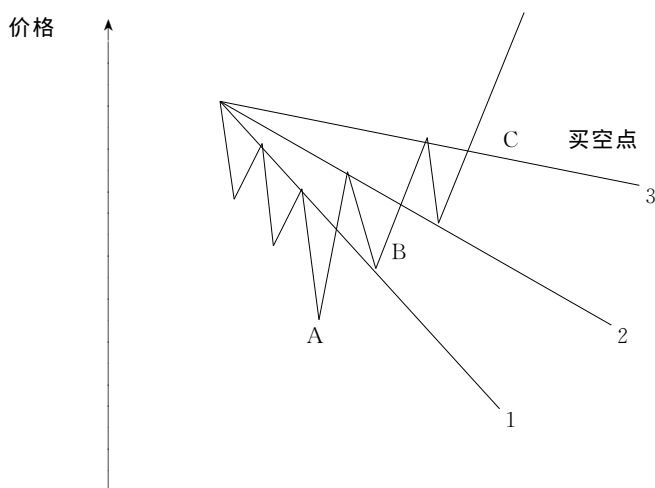


图 1.10.12 扇形原则图例:第 3 条趋势线被突破是下降趋势反转的信号

三、常见价格形态分析

价格形态是出现在直线图上的期货价格图形或构造,可分成不同类型,具有预测价格走势的功能。因此,价格形态分析在直线图分析中具有重要意义。价格形态主要可分为反转与整理两种类型:

1. 反转形态

反转形态(Reversal Patterns)是期货价格变动趋势将背离原有走势,出现重要反转时呈现的价格形态。它是判断价格走势反转信号的重要工具。

著名的期货价格技术分析专家 JohnJ·Murphy 在其所著《期货市场技术分析》一书中将反转形态的特性概括为以下六个方面:

(1)反转形态的形成在于先有一个主要趋势的存在。如无主要趋势在先,即使出现类似于反转形态的图形,也不一定是反转形态。

(2)趋势即将反转的第一个信号通常表示重要趋势线的突破,然而主要趋势线的突破并不一定表示趋势将反转,最多只表示趋势将有所改变。

(3)图形越大,价格移动越大。图形越大,说明价格起伏震荡越大,形成该图形所需要的时间越长,则该图形越重要,价格也越有移动的潜力。

(4)顶部图形形成所需时间通常比底部图形短,且其振荡起伏较大。

(5)底部图形的价格幅度较小,但形成所需时间较长。

(6)成交量应随着趋势的上升而增加。

主要的反转形态有以下几种：

2. 头肩反转形态

头肩反转形态(The Head and Shoulders Reversal Pattern)是可靠性最高的反转形态,其他反转形态大多是该形态的变化型。

头肩反转形态包括头肩顶和头肩底两种基本形态。

(1)头肩顶。头肩顶是期货价格在上升趋势末端出现的类似人的头顶和双肩相并的价格反转形态。典型的头肩顶形态如图 1.10.13 所示。最高价位 C 点为头顶,次高价位 A 点和 E 点为左肩和右肩,两肩与头顶之间的低价位 B 点和 D 点形成颈,连接 B、D 两点的直线为颈线。

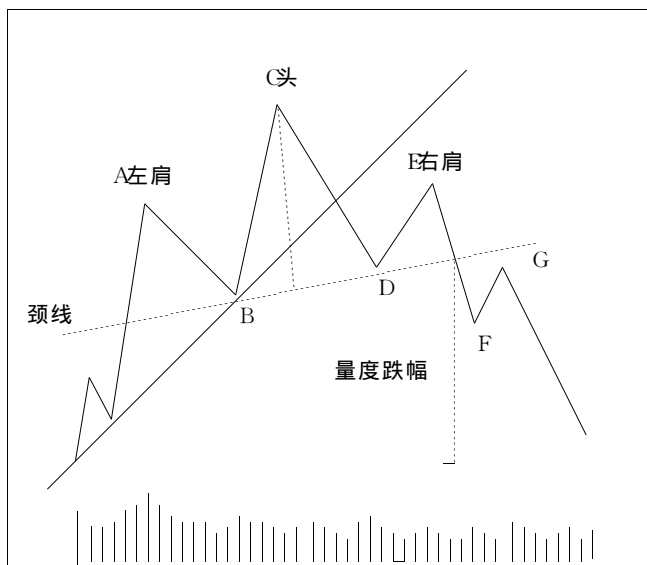


图 1.10.13 头肩顶反转形态

头肩顶形态具有以下特性：

A. 有一个已经存在的主要上升趋势。

B. 左肩(A 点)处成交量较大,由于获利回吐压力使价位降至 B 点,成交量逐渐减少,左肩形成。

C. 价格反弹至新高点 C,突破左肩顶点,但成交量未与之配合,反而缩小,这是第一个背驰警号。

D. 价格再次跌至接近前次低点 D 处,头部形成。

E. 价格第三次反弹至 E 点,成交量进一步萎缩,价位无法达到头顶高度(C 点)而下跌,

右肩形成。

F. 市价跌破由 B、D 点连接而成的颈线,头肩顶图形完成。

G. 暂时回升到颈线处(G 点),然后成为下跌趋势。当收盘价突破颈线幅度超过该市价 3% 以上时,更可确认这是标准的头肩顶形态。

头肩顶形成后,其价格下跌的目标幅度大致相当于头顶 C 点到颈线的距离。价格冲高幅度越大,价格下跌幅度也越大。

(2) 头肩底。头肩底是头肩顶的倒置形态,它出现在下跌趋势的底部。其特点是头部比两肩略低(如图 1.10.14),颈线的突破亦是完成图形的必要条件。头肩底形态的出现,标志着价格将由下跌趋势转向上升。

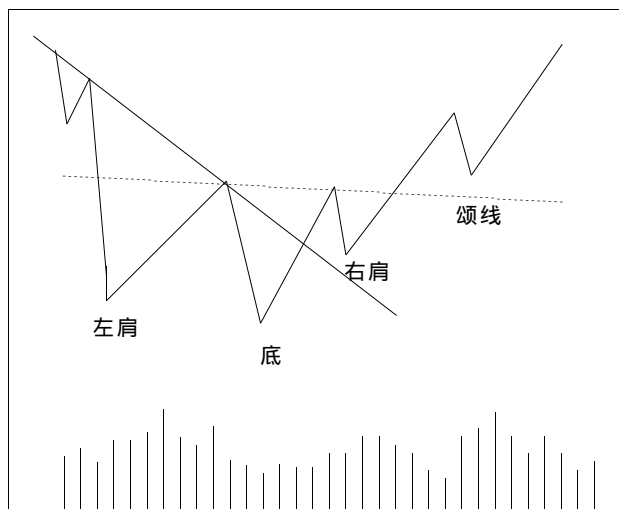


图 1.10.14 头肩底反转形态

头肩底与头肩顶的差别除了图形上的倒置外,最大的差别在于成交量方面。头肩顶形态的确认,通常在跌破颈线时即可确认,而无须研究其成交量的大小。而头肩底的上涨在突破颈线时,必须要有较大的成交量出现,才能支持其持续上涨,否则还会跌回底线。

(3) 复合头肩形态。头肩形态有时会出现一些变化,如图 1.10.15 所示,形成多肩、多头或头部不明显等复合头肩形态。这些图形并不常见,但同样具有预测作用。

运用头肩反转形态进行交易的基本决策包括卖空和买空两种情况。头肩顶是在上升趋势末端出现的反转形态,因此,其策略是头部出现后可考虑卖空,并以头顶(C)为止损点。当右肩形成后,应即刻进行卖空交易,并将止损点定于右肩(E 点)。当右肩价格突破颈线,头肩顶反转形态完全形成时,可增加卖空数量,将止损点定于颈线突破处,以策保险。一般来说,当头肩顶出现时不可做多头买进期货合约。反之,当头肩底出现时,则是做多头买进期货合约的时机,而不宜做空头。

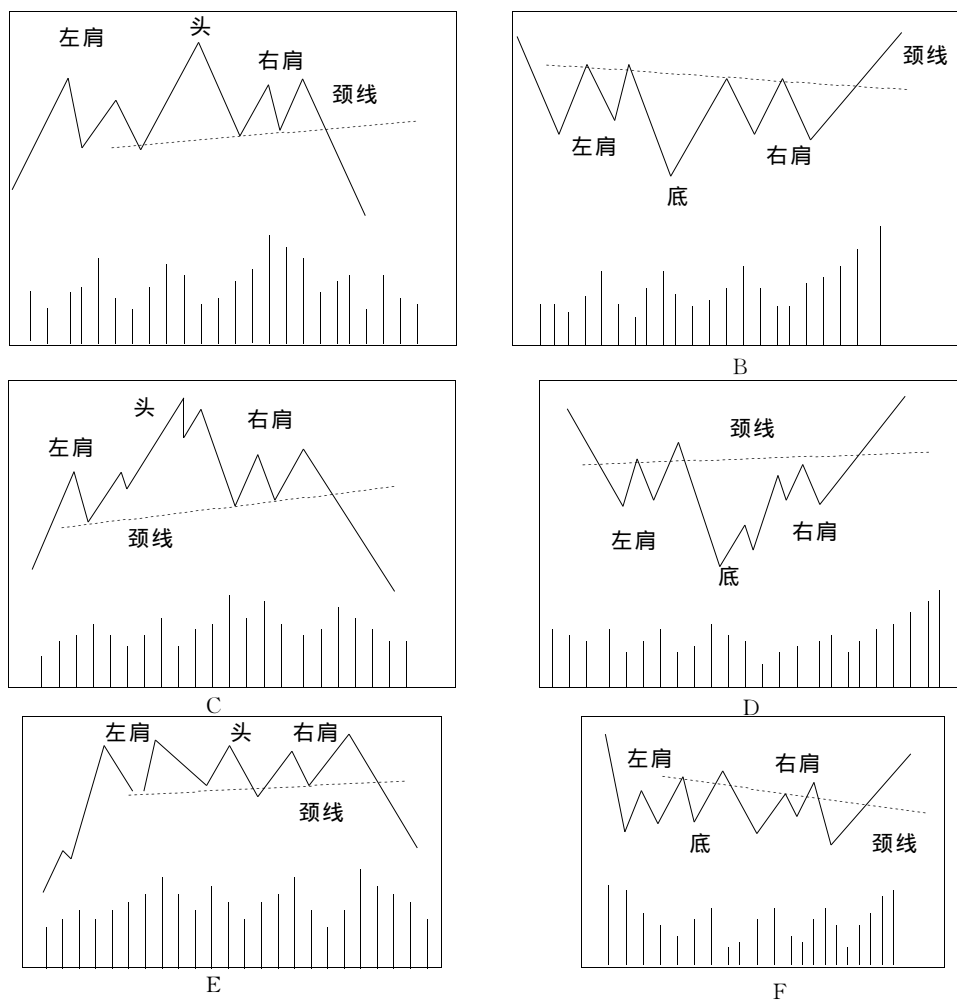


图 1.10.15 复合头肩形

(2)三重顶与三重底。三重顶(Triple Tops)和三重底(Triple Bottoms)是极少见的形态。它们和头肩形仅有很小的差别;其特征是三个峰顶或谷底的高低度几乎相等,如图 1.10.16,图 1.10.17 所示。分析人员经常无法分辨某个形态是头肩形还是三重顶(底)形。幸好两者所代表的意义是相同的,在此也就不多加讲述。

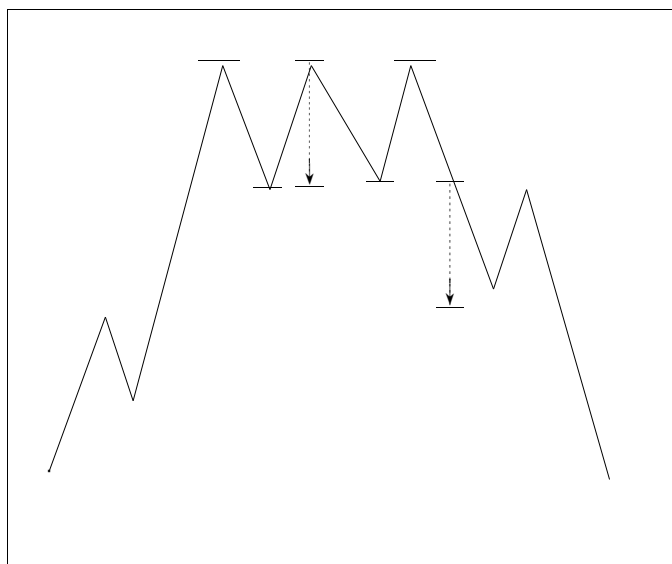


图 1.10.16 三重顶形

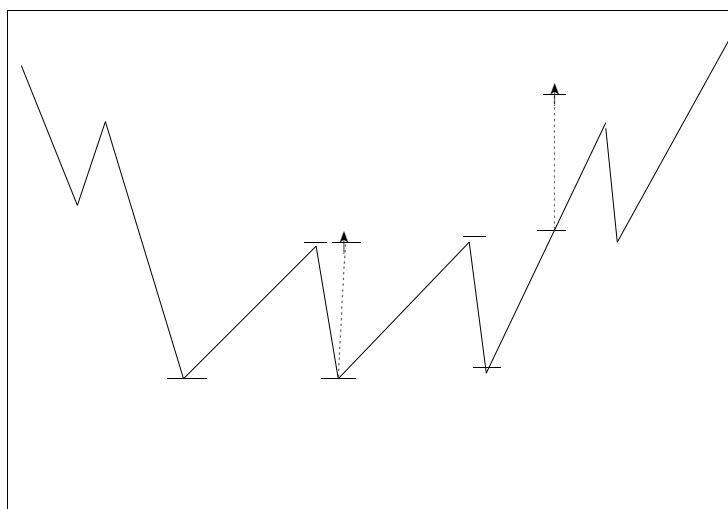


图 1.10.17 三重底形

(3) 双重顶与双重底。双重顶(Double Tops)和双重底(Double Bottoms)是仅次于头肩形的较为常见且易于辨认的反转形态。如图 1.10.18 所示,双重顶呈“M”形,而双重底是

“W”形。它们的一般特征同头肩形和三重顶,唯一的区别是它们只有两个顶点而非三个。它们的测量方法和应用意义与头肩形相同。

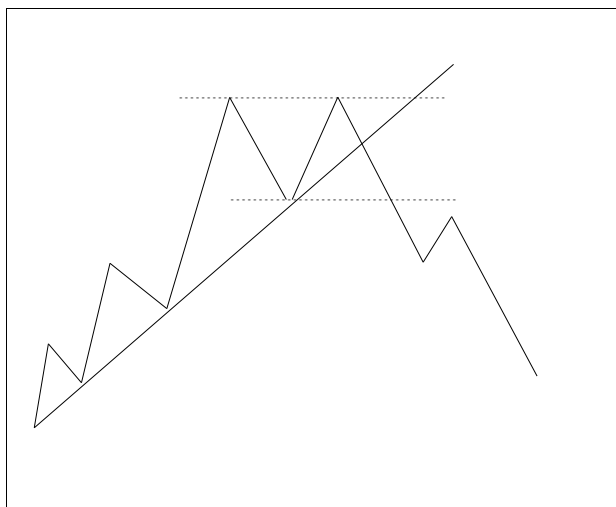


图 1.10.18 双重顶

4. V 形

V 形(V Formations)又称钉形(Spikes)是反转形态中最难辨认的形态。

V 形之所以难于辨认,是因为它不像其它的反转形态是趋势的逐渐改变而形成的,而是毫无预警的突然反转,迅速朝相反方向运动。由于事先无迹可循,所以又称它为非形态(Nonpattern)。

V 形分为 V 形顶和 V 形底。如图 1.10.19 和图 1.10.20 所示,V 形顶是在上升趋势的市场扩张太厉害时出现的突然反转趋势,通常伴随主要反转日或岛状反转。其先决条件是一个陡峭的上升趋势。有时配合反转的唯一有效趋势信号是陡直向上趋势线的突破。反转下跌的幅度通常在极短的时间内便达到先前趋势的 $1/3$ 或 $1/2$ 。其突然大幅反转的原因之一是先前趋势缺乏支撑及阻力线,且存在大量的缺口空隙。未平仓合约量不寻常的增加是 V 型反转的另一危险信号,尤其这种大量增加是发生在前次上涨的末期时。

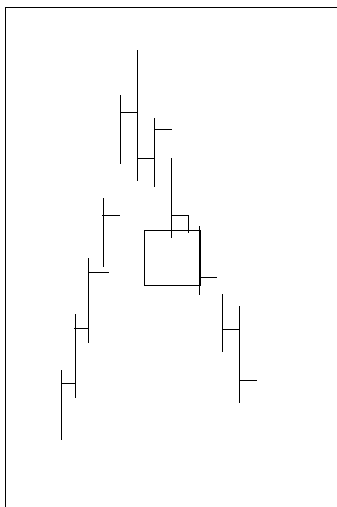


图 1.10.19 V 形顶

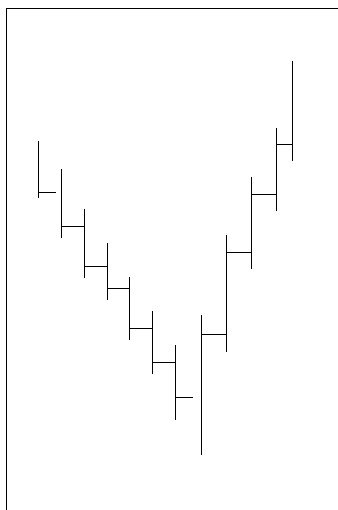


图 1.10.20 V 形底

2. 整理形态

整理形态(Continuation Pattern)通常表示价格的盘整动作,是当前趋势的暂时停止,接下来价格还会循原有趋势行进。整理形态形成所需时间较短,是短期或中期形态。整理形态主要有三角形、旗形、楔形和矩形等。

(1) 三角形

三角形分对称、上升和下降三种。每一种的形态略有不同,其预测作用也不一样。这里只讲下降三角形以及反转形态的扩张三角形。

①下降三角形。下降三角形(Descending Triangles)和上升三角形相反,它是下方趋势线平坦,上方趋势线下降(如图 1.10.21)。它表明卖压大于买气,因此呈现下降趋势。其度量方式同上升三角形。

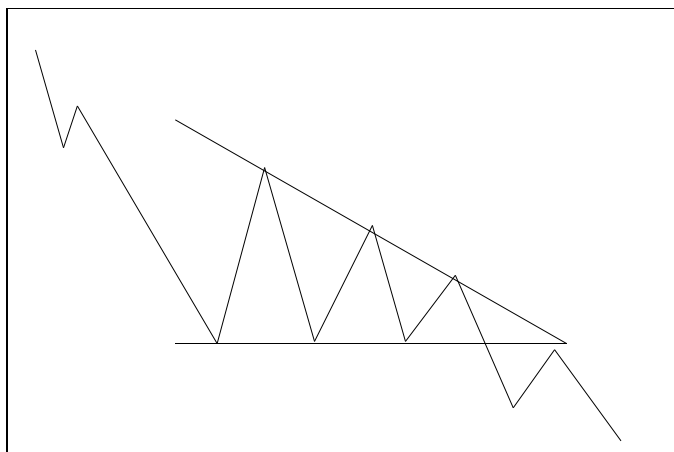


图 1.10.21 下降三角形

②扩张三角形。扩张三角形(Broadening Triangles)是一个倒转的三角形,与对称三角形刚好相反,其趋势线是向右方上下两边扩散的,说明价格波动有扩张趋势。标准的扩张三角形有 3 个顶点(如图 1.10.22 中 1、3、5 顶点)。一个比一个高;2 个底点,一个比一个低。当第三次下降突破下方趋势线时,可确定其为重要的反转信号。因此,扩张三角形不是整理形态,而是一种反转形态。

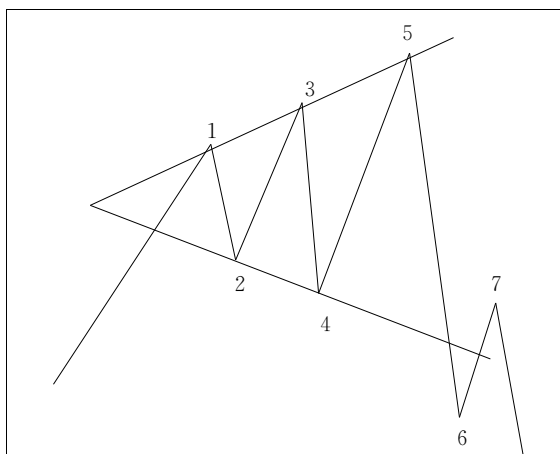


图 1.10.22 扩张三角形

(2) 旗形与尖旗形

旗形(Flags)和尖旗形(Pennants)是期货市场相当常见的整理形态。

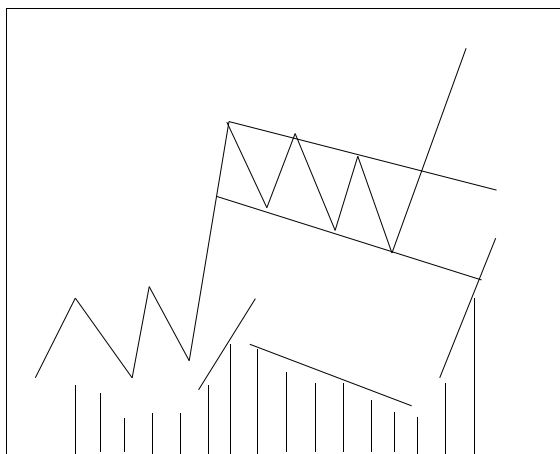


图 1.10.23 涨市旗形

如图 1.10.23 和图 1.10.24 所示,旗形和尖旗形都有一个长长的旗杆,旗杆顶部分别为

矩形的旗帜和三角形的旗帜。它们表示价格急剧变化中的短暂盘整休息,随后将继续原有方向前进。

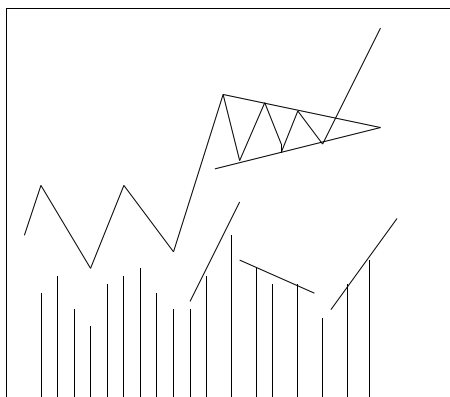


图 1.10.24 涨市尖旗形

因而,旗形和尖旗形都是非常可靠的整理形态,极少出现趋势反转的情形。

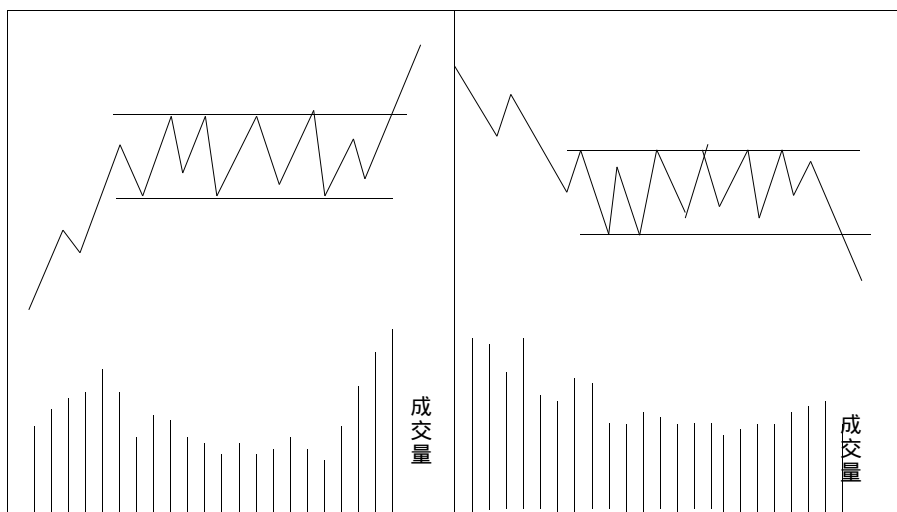


图 1.10.25 上升和下降中的矩形盘整

旗形和尖旗形旗杆形成时价格急剧上涨(或下降),成交量相应增加,而在旗形形成时,价格盘整,成交量萎缩。当成交量再次剧增时,价格趋势将重新开始。因此,两种形态都出现在市场走势的中点。因此,趋势重新开始后的价格变动幅度约相当于旗杆的长度。

(3)矩形。矩形(Rectangle Formation)是一种典型的整理形态。它的出现表明趋势暂停,价格在两条水平线间盘整(如图 1.10.25),盘整中成交量逐步减少。

当成交量增加时,价格将突破矩形上方阻力线而重新开始原有的上升趋势。而在价格突破矩形下方支持线继续下跌时,通常并不需要成交量的增加相伴。

第七节 点数图分析

点数图以点数为单位记录价格变化,是一种简单而有效的技术分析工具。

一、点数图的涵义和绘制方法

点数图(Point and Figure Chart)又叫 XO 图,它用 X 和 O 两种符号来表示和计算期货价格的变化。X 符号表示价格上升,O 符号表示价格下降。如图 1.10.26 所示。

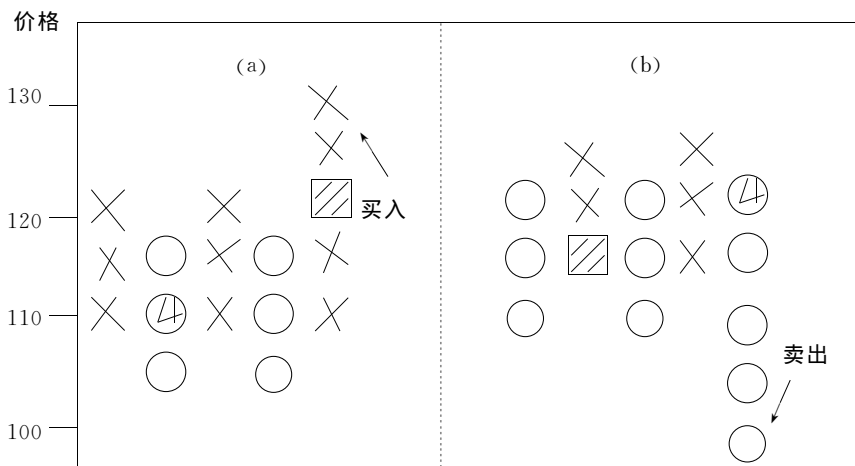


图 1.10.26 点数图

点数图的纵轴表示价格,每一小格代表一定的货币单位;横轴则不代表任何时间单位,

而仅以价格涨跌方向的变化来描图。当价格连续上升或下降时,就在同一纵列方格内按垂直方向加画 X 或 O 符号(上升画 X,下降画 O)。当价格变动出现相反趋势,才在其右边相邻的纵列中画上与前列相反的价格变动符号。如果一天内价格上下波动几次,则在点数图中画相应的几行 X 和 O。为观察方便,也常把当日的最后一格填黑,以表示当日收市价。

绘制点数图的程序和原则可归纳如图 1.10.27 所示。

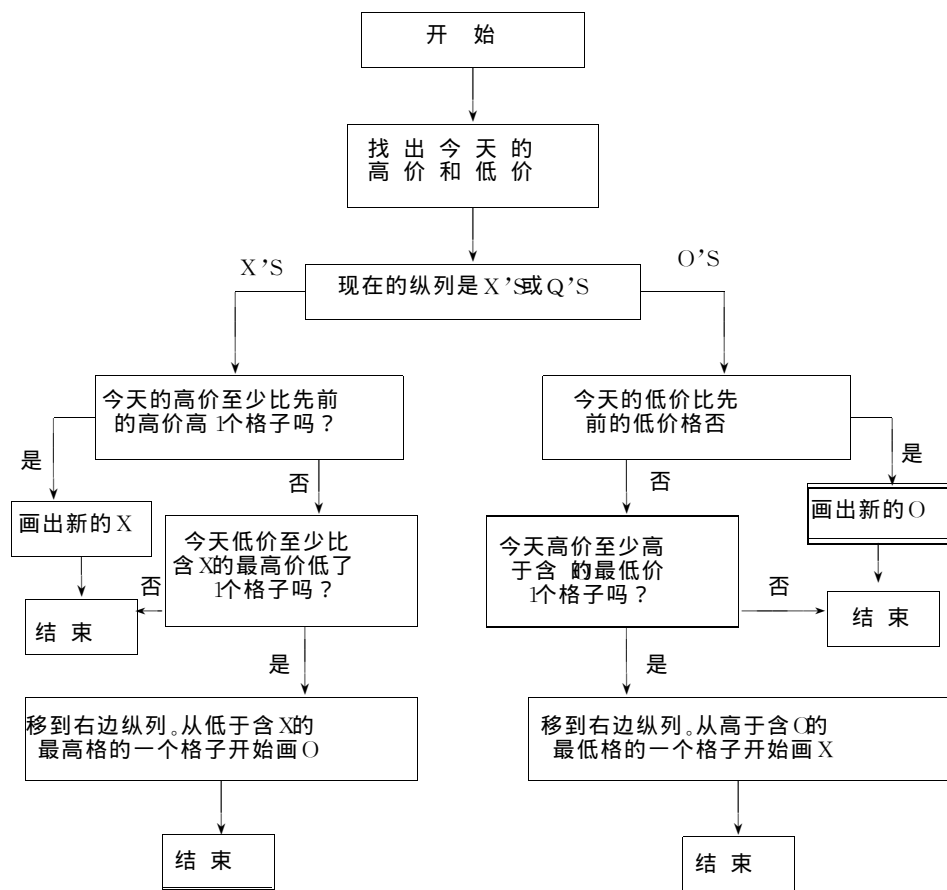


图 1.10.27 点数图的绘制程序和原则

二、点数图目标价格的估算

利用点数图可以预测价格变化的方向和幅度。利用点数图估算目标价格的方法有两种:即横轴列数目标价格估算法和纵轴目标价格估算法。这里只介绍前一种。

以横轴列数为标准估算目标价格的方法,中计算由于价格的徘徊波动而在点数图上横

向所占列数,据以估计价格上升或下降的幅度。其理论依据在于:期货价格在一段时期内在较小价格变动幅度中上下波动徘徊,会使潜在买卖压力逐渐积聚,徘徊期越长,积聚的压力就越大。当价格突破徘徊区时,这些压力将释放出来,从而引致价格相应幅度的上升或下降。通常认为,价格横向徘徊的宽度与将来价格纵向上升或下降的幅度,是1:1的关系。

如图1.10.28所示,价格在较大幅下降后进入徘徊盘整,价格小幅上下波动4次,横向移动8列。当价格升破徘徊区后,价格上涨的程度将是价格徘徊的宽度。即8行。同理,当价格在上升一定幅度后进入盘整的宽度也是将来价格下跌的幅度。

如图10—28所示。价格上升一定幅度后的盘整徘徊宽度为8列。当价格突破徘徊区开始下降后,下降幅度为8行。

以横轴列数估算目标价格也可用以下公式进行:

上升目标价格: $P_{UH} = P_H + W \cdot V_r$

下降目标价格: $P_{DH} = P_L - W \cdot V_r$

式中: P_{UH} 为以横轴计算的上升目标价格,

P_{DH} 为以横轴计算的下降目标价格,

P_L 为当期最低价,

P_H 为当期最高价,

W 为当期价格徘徊宽度(列数), V_r 为每一格代表的价格差额。

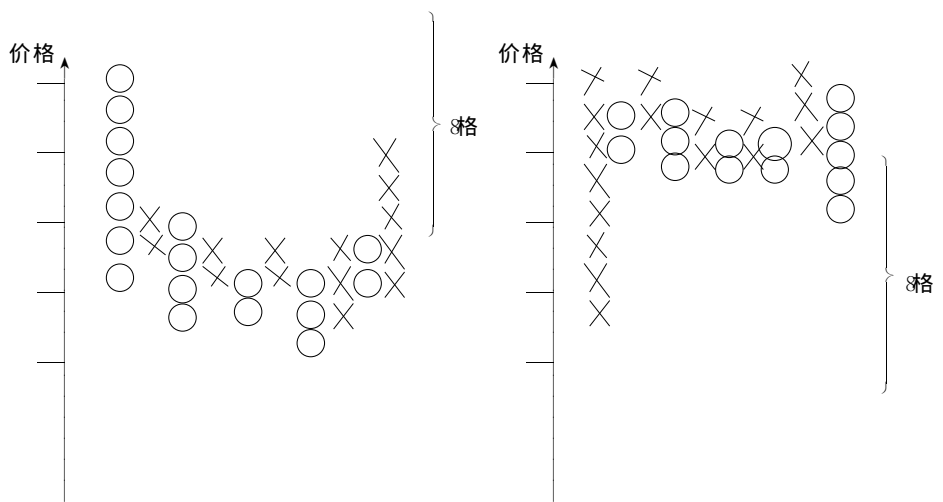


图 1.10.28 横轴列数目标价格估算法

第八节 K 线图分析

一、K 线图的涵义及其绘制方法

1. K 线图的涵义

K 线图(KLine CHart)又称蜡烛线或阴阳线,是以形似蜡烛的图线来记录和分析股票、期货市场价格走势的一种重要的技术分析工具。它起源于日本的德川幕府时代,大阪的米市商人用以记录一天(或一周、一月)当中价格行情的波动变化。它是本间宗久 40 多年米市行情研究的结晶,比西方古老的道·琼斯理论还早 100 年,距今已有 200 多年的历史。目前在世界各国的股票、期货市场价格走势分析中获得广泛应用。

2. K 线图的构造及其绘制方法

K 线图如图 1.10.29 所示,其基本构造包括上影线,下影线和中间的实体部分,分别用来表示当天的开盘价、最高价、最低价和收盘价。图中 A 因收盘价高于开盘价,中间实体部分以白色方框标示,或用红色标示,表示当天“收红盘”。图中 B 因收盘价低于开盘价,中间实体部分则以黑色标示,表示当天“收黑盘”。上影线的最高点与下影线的最低点,分别表示当天行情所达到的最高价与最低价。

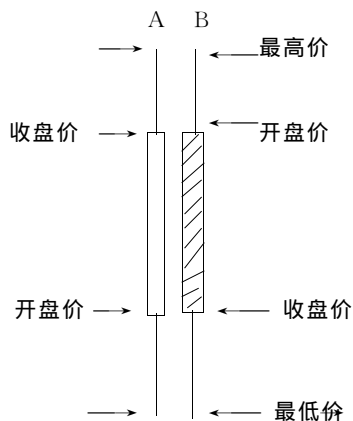


图 1.10.29 K 线图的绘制法

由于 K 线形状类似于蜡烛,所以又称之为蜡烛线,其中,红色烛线称之为阳线,黑色烛线称之为阴线。因而,K 线又称阴阳线或阴阳烛。对于阴阳烛,人们一眼就可看出该日市况是“高开低收”还是“低开高收”,形象鲜明。

二、单日 K 线判别分析

K 线分析的基本原理,在于以阴线和阳线来区别空头力量与多头力量的强弱程度,并通过各种 K 线形态的判别和分析来预测期货价格走势。单日 K 线判别分析是 K 线形态分析的基础。

1. 阳线

收盘价高于开盘价为阳线,如图 1.10.30 所示,它表示多方经过一日(或一周一月)的努力,以极强的买气将价格拉至较高价格收盘,说明多头力量较强。分析者还可根据阳线实体的长短来判别多空双方势力的强弱。实体特长,且无上影线的阳线,说明有超强的涨势。而有较长上影线,则说明涨势较虚。

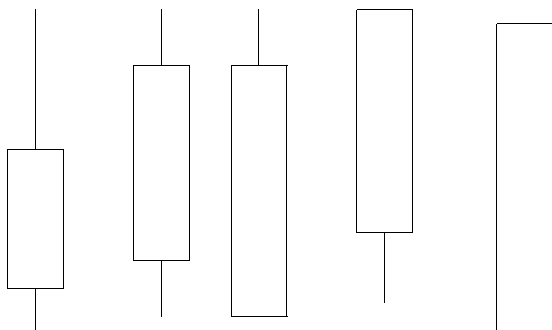


图 1.10.30 阳线类型

2. 阴线

收盘价低于开盘价为阴线,如图 1.10.31 所示,它表示空头卖压较强,将价格打压至较低的价格收盘,说明空头力量较强。分析者同样可根据阴线实体的长短来判别其空方力量的强弱。实体物长没有下影线的阴线,说明有超强的跌势。而有较长的下影线,则说明跌势较弱。

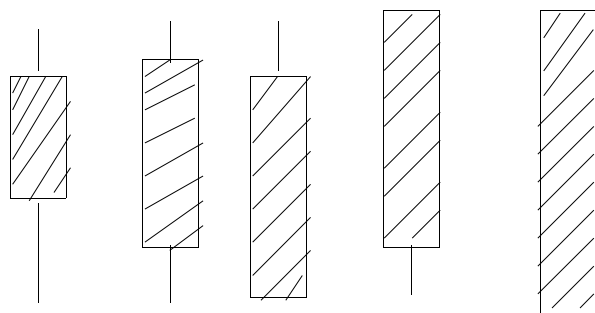


图 1.10.31 阴线类型

3. 十字线、T 字线和一字线

开盘价与收盘价一样高, K 线实体部分缩为一根横线, 与上下影线相交则形成十字线, (如图 1.10.32) 表明多空双方几乎是势均力敌, 旗鼓相当。上影线越长, 表明卖压越重; 反之, 下影线越长, 表明买气旺盛。上下影线相当的十字线为转机线, 视其位于高价圈或低价圈, 可用来判别行情转折与否。

当最高价或最低价与开盘价、收盘价重合时, 十字线变为 T 字线(如图 1.10.32)。正 T 字线表明买气旺盛, 倒 T 字线表明卖压甚重。

当最高价、最低价、开盘价和收盘价四个价格均为同一价位时, K 线呈现为一字线, (如图 1.10.32 中 C), 通常出现在跳空涨停或跳空跌停的价位上, 表明价格出现了极端的涨势或跌势。

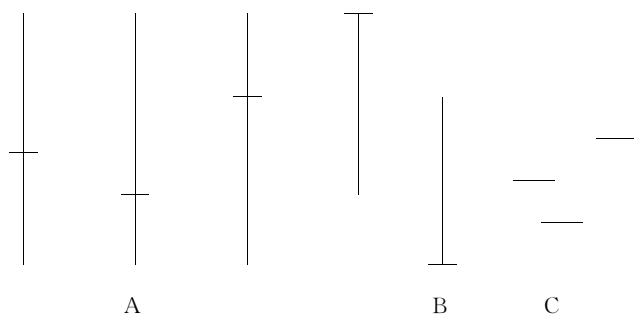


图 1.10.32 十字线、T 字线和一字线

K 线虽然直观,比直线图等表达的意义更为丰富和形象,但也具有其缺陷。这就是它对一个绘图时间单位内的价格依时间而变化的动态反映不清。而这种动态变化有时对第二天或第二周的价格行情有着重要的影响。

三、双日 K 线判别分析

双日 K 线判别分析是将连续两日的 K 线进行比较分析,目的在于弥补单日 K 线分析的不足,克服单日 K 线可能受大户操纵而出现的虚假现象。双日 K 线有以下十多种主要形态:

1. 覆盖线

如图 1.10.33 所示,前一日为大阳线,后一日却为大阴线所覆盖(A);或前一日为大阴线,后一日却为大阳线所覆盖(B)。这表明短期有反转的可能性。

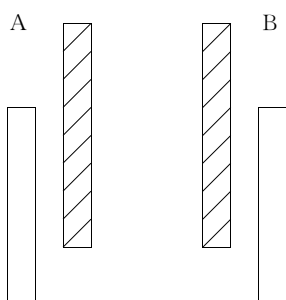


图 1.10.33 覆盖线

2. 迫切线

如图 1.10.34 所示,前一日为大阳线,后一日为小阴线(A),说明涨势受到阻碍;相反,前一日为大阴线,后一日却为小阳线(B),则说明跌势受阻。

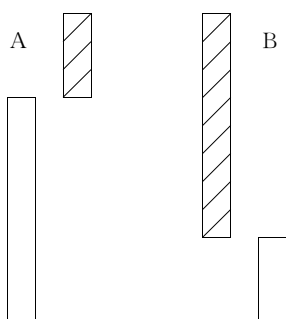


图 1.10.34 迫切线

3. 迫入线

如图 1.10.35 所示,前一日为大阳线,后一日为小阴线,且收盘价低于前一日(A),说明其涨势受阻,有回挡下跌的可能。相反,前一日为大阴线,后一日为小阳线,其收盘高于前一日,说明跌势受阻,有反转回升的可能(B)。

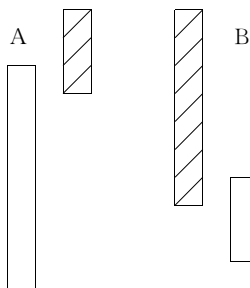


图 1.10.35 迫入线

4. 切入线

如图 1.10.36 所示前一日为大阳线,后一日却出现大阴线,且其收盘价比前一日大阳线的一半还低(A),这表明买方力道已尽,价格近日内可能跌至大阳线底部以下。反之,前一日为大阴线,后一日为大阳线,且收盘价比前一日大阴线的一半还高(B),这表明卖压已尽,价格近日内可能升至大阴线的顶部以上。

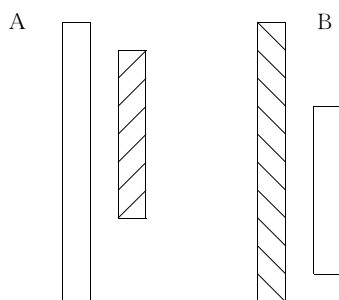


图 1.10.36 切入线

5. 包入线

后一日的大阴线或大阳线完全吃掉了前一日的大阳线或大阴线(如图 1.10.37 所示),亦表示反转情况的出现。A 表明价格将转升为降,B 表明价格将转降为升。

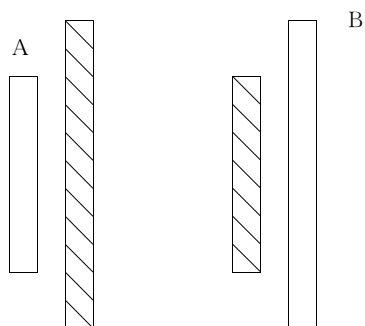


图 1.10.37 包入线

6. 怀包线

如图 1.10.38 所示,后一日的 K 线,开、收盘价的变动范围均缩入前一日的大阳线(A)或大阴线(B)中,亦是价格反转信号的出现。

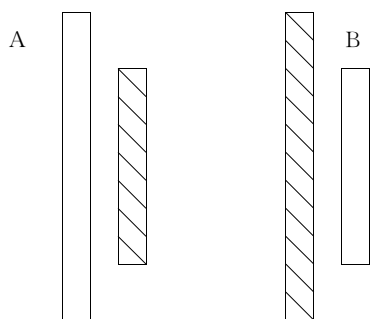


图 1.10.38 怀包线

7. 回转线

如图 1.10.39 所示,后一日的开盘价在前一日的阳线(A)或阴线(B)范围之内,但价格走势却与前一日相反,反转现象极明显,A 表明将反升为降,B 表明价格将反降为升。

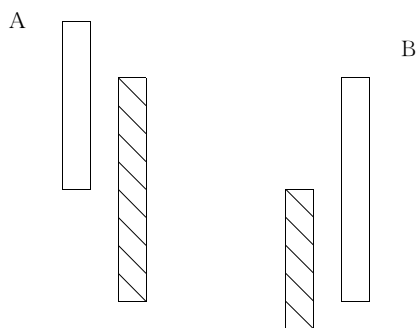


图 1.10.39 回转线

8. 星线

如图 1.10.40 所示,太阳线后的出货现象(A),跳空高开后一路走低收盘,次日如果不再跳空往上冲,则将形成大回档。大阴线后跳空低开但一路走高收盘(B),如第二日不再跳空下行,则将形成较大的反弹。

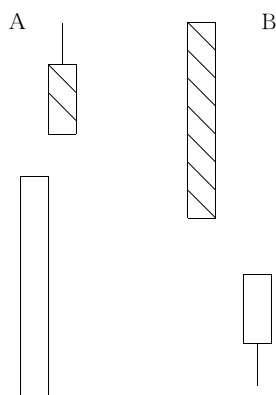


图 1.10.40 星线

9. 相逢线

如图 1.10.41 所示,后一日的走势与前一日相反,一个低开高收,一个高开低收,但两天的收盘价格极为接近,是短线主力来回操作的特有现象。

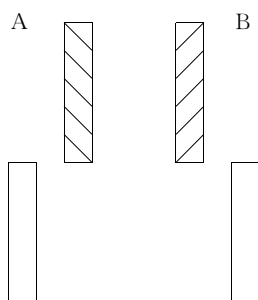


图 1.10.41 相逢线

10. 相反线

如图 1.10.42 所示,前后两日的开盘价相近,但走势相反,因而分别以最低价或最高价收盘。这也是短线主力来回操作的特有现象。

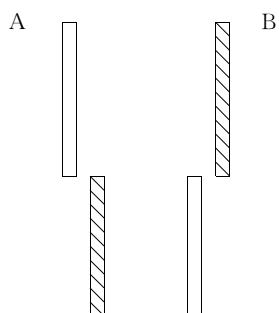


图 1.10.42 相反线

11. 平行线

如图 1.10.43 所示,后一日的阳线延续前一日的阳线(A),或后一日的阴线延续前一日的阴线(B),表明价格走势的延续。

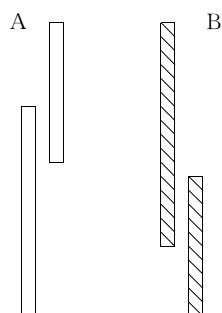


图 1.10.43 平行线

四、多日 K 线判别分析

期货市场价格走势是连续的,后期受前期的影响。显然,仅靠单日和双日 K 线分析来预测期货价格走势是不够的。因此,应该将多日 K 线形态连接起来进行分析,以便更为准确地把握期货市场价位走势。多日 K 线形态很多。如早晨之星、黄昏之星、阳烛三枝形、阴

烛三枝形、下跌整理形、上升整理形等等。受篇幅限制这里仅能介绍一些最基本的多日 K 线形态。

1. 阳烛三枝形

阳烛三枝形为连续三枝阳烛向上,是上升行情中最基本的形态。三枝阳烛的出现,表明买气甚足,整个行情呈上升趋势。但三枝阳烛的长短排列不同,对后市的影响也就不一样。如图 1.10.44 所示:

(1)三枝同长型:如图中 A 所示,连续三日的涨幅大致相同,出现的机率较少。若连续三日的中红或长红,表明涨幅已大,会有获利回吐的浮额出现,可考虑暂时卖出观望。但也并非绝对,如有环境的配合,仍有拉出 5—6 枝大长红阳线的可能。

(2)前长后短型:如图中 B 所示,第一日行情大涨,随后出现涨势减弱的局面,表明跟进力量减少,不宜进高。

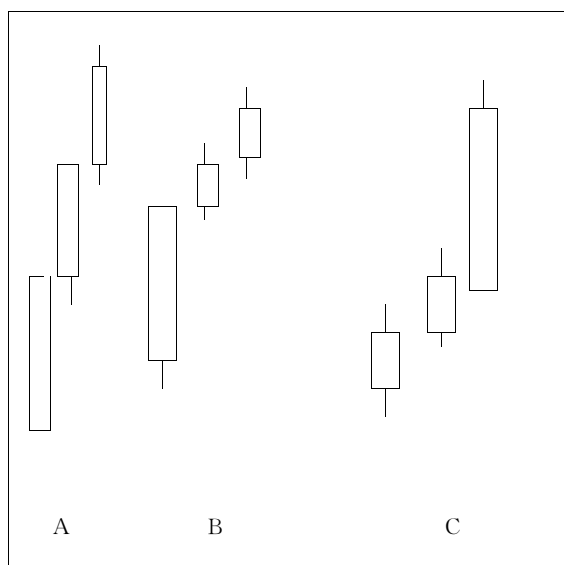


图 1.10.44 阳烛三枝形

(3)前短后长型:如图中 C 所示,前两日小幅上升,第三日大幅上涨,为空头回补、买气大涨的结果。

2. 阴烛三枝形

阴烛三枝形,如图 1.10.45 所示,为连续三枝阴烛,是下跌整行情的基本形态。

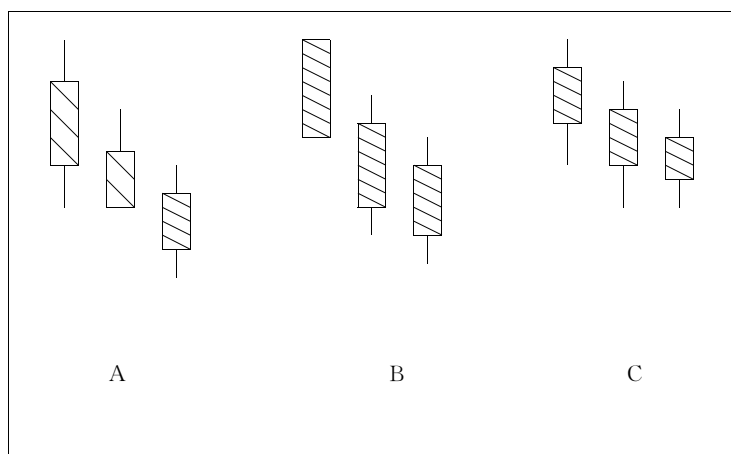


图 1.10.45 阴烛三枝形

(1)三枝同长形:如图中 A 所示,连续出现三枝长度相当的阴烛,表明后市将下跌。

(2)大阴领先形:如图中 B 所示,一枝大阴烛领先,后跟两枝相对较小的阴烛。如果出现在高价圈,表明大市可能下跌,买方无力挽回败势。

(3)阴烛跛脚形:如图中 C 所示,第三枝阴烛收盘价比前一枝收盘价高,表明卖压已尽,下跌态势已被阻止,价格可能回升。

3. 上升整理形和下跌整理形

上升整理形和下跌整理形如图 1.10.46 所示,是在主要的价格趋势中间出现的徘徊局面,经过短期的整理后,价格将继续原有大势行进。

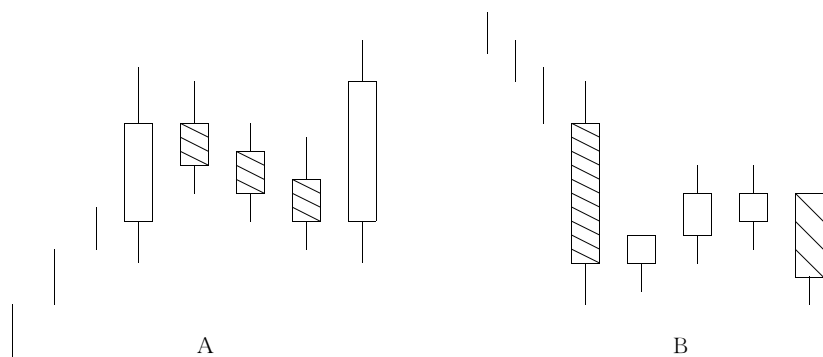


图 1.10.46 上升整理形和下跌整理形

上升整理形(图中 A)的特征为:首先出现一组长阳烛,随后出现三枝左右细小的阴烛,收盘价格轻微下跌,但不低于第一组长阳烛的开盘价。最后出现一枝强劲的阴烛,收盘价超越第一日的收盘价。这表明经过整理后的上升趋势再度开始。

下跌整理形(图中 B)的特征与之相似,首先出现一组长阴烛,随后出现几枝细小阳腊,其波动幅度不超过第一组长阴烛,最后出现一枝强有力的阴烛,跌破第一日收盘价而打破徘徊局面。

4. 早晨之星

早晨之星是重要的转向 K 线形态。晨星,表示黑夜即将过去,白天即将来临,前途一片光明,后市自然看好。

如图 1.10.47 所示,早晨之星由三个交易日的 K 线构成:

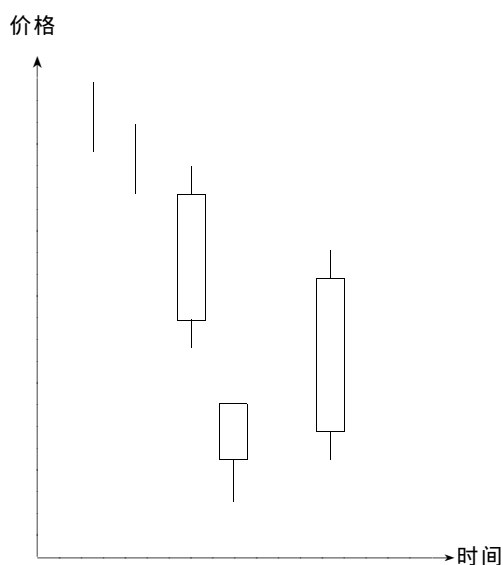


图 1.10.47 早晨之星

第一日,在跌势中出现一支长阴烛。

第二日,跳空下跌,蜡烛身体长度缩短,形成星的主体。该蜡烛既可是阴烛,也可是阳烛。

第三日,出现一枝阳烛回升至第一枝蜡烛的范围内。

上述三枝蜡烛的组合,代表市势可能见底回升。

5. 黄昏之星

夕阳无限好,只是近黄昏。黄昏之星(如图 1.10.48 所示)出现后,太阳便会落山。因此,黄昏之星预示市势可能见顶回落,是上升趋势末期一个重要的反转形态。其形态构成

为:

第一日,在持续上升的市势中出现一长阳烛。

第二日,波幅缩小,可以是阴烛或阳烛,构成星的主体。

第三日,出现长阴烛,并下跌至第一支阳烛区域内。

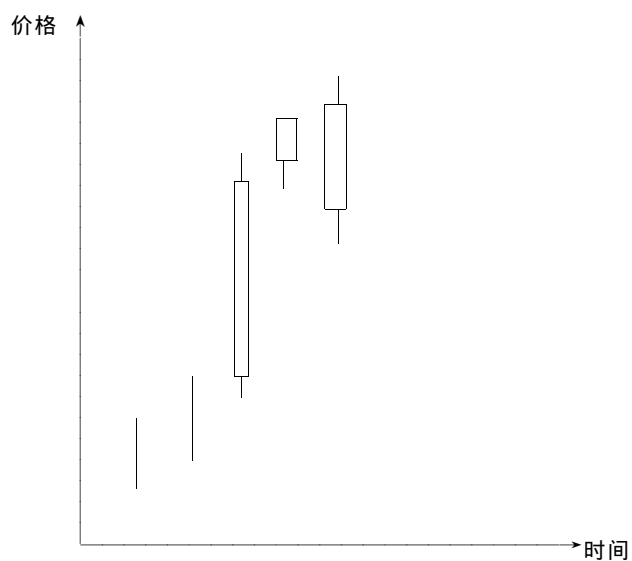


图 1.10.48 黄昏之星

6. 窗口

K 线图分析中的窗口(Window)相当于直线图分析中的缺口(Gap)。出现窗口的原因与出现缺口的原因相同:前后两日价格高低之间不相衔接。如图 1.10.49 所示。

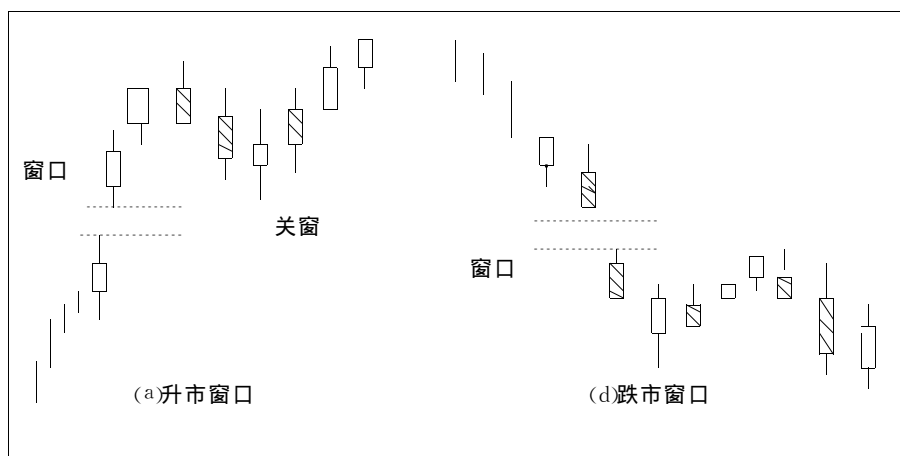


图 1.10.49 窗口

K 线窗口的出现,通常意示着原有趋势会继续下去,升的继续升,降的继续降。升市窗口可能成为日后的支持区域,跌市窗口可能成为日后的阻力范围。如图 10—52 所示,当升市窗口因获利回吐,在关窗口后停止下跌,即为买入机会。如关窗以后持续下跌,则表明原来的升势已尽,大势反转,可以反手卖空。

第九节 移动平均分析

一、移动平均分析原理

移动平均分析是期货价格走势技术分析的重要方法之一。基本原理是通过计算不同移动平均周期的期货收盘价格移动平均数,绘制成相应的移动平均线,再根据不同的移动平均线的动态特性,分析和预测期货市场价格走势,选择和确定有利的买卖时机。

利用收盘价格计算移动平均价格,相当于获得了该移动平均周期内的均衡价格。当行情价格在此均衡价格之上时,意示着市场买力(需求)较大;反之,如行情价格在此均衡价格之下,则意味着供过于求,卖压(供给)较大。因此,通过分析行情价格线与不同周期的移动平均线的变化动态,即可确定有利的买进和卖出时机。

二、移动平均数的种类与计算方法

移动平均线是根据移动平均数绘制的。根据计算移动平均数所采用的方法和移动平均周期的长短,可将移动平均数分为不同的类型。按计算方法,可分为简单移动平均数、加权移动平均数和指数平滑移动平均数。按移动平均周期长短,可分为短期移动平均数、中期移动平均数和长期移动平均数。

1. 简单移动平均数

简单移动平均数又称算术移动平均数,它是以平均周期内的数据之和除以数据个数而得,并在新的周期加入新的数据的同时去掉原周期的第一个数据,再计算新周期的平均数,从而形成一个移动平均数序列。其计算方法可用公式表示为:

$$SMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^t P_i}{N}$$

式中: SMA_t 为 t 期算术平均数;

P_i 为 i 期收盘价格;

N 为移动平均周期长度。

表 1.10.5 是以 5 天为移动平均周期计算的某期货商品收盘价格简单移动平均数序列。

表 1.10.5

日期	收盘价	算术移动平均数	日期	收盘价	算术移动平均数
1	385.10		10	382.40	383.60
2	384.60		11	380.00	383.08
3	384.60		12	379.80	382.16
4	383.80		13	377.50	381.08
5	383.40	384.30	14	373.90	378.72
6	382.40	383.80	15	369.90	376.22
7	384.40	383.76	16	366.70	373.56
8	382.90	383.42	17	367.20	371.04
9	385.70	383.80	18	367.40	369.02

在简单移动平均法中,将周期内每一日的价格同等对待,忽略了近期价格对未来价格的影响比远期价格对未来价格影响更大的特性,因而是未尽合理的。为弥补这一缺陷,人们采用加权移动平均法来计算移动平均数。

2. 加权移动平均数

加权移动平均数充分考虑了近期价格对未来价格影响力较大的特性,而对近期价格赋予更大的权重来计算平均数。加权方式可分为:线性加权(Linear Weighted)、阶梯式加权(Step Weighted)和平方系数加权(Square Factor Weighted)。

(1)线性加权移动平均数。线性加权是以移动平均周期的第1日开始,每日递增一固定差额为权重。如第一日权重为1,第二日则为2,第三日为3,余者类推。线性加权移动平均公式为:

$$LWMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^t T \cdot D \cdot P_i}{\sum_{i=t-N+1}^t T \cdot D} \quad \begin{matrix} D > 0 \\ T = i - (t - N) \end{matrix}$$

式中: $LWMA_t$ 为 t 期线性加权移动平均数;

D 为权重差;

T 为移动平均周期内的第几天。

(2)阶梯式加权移动平均数。阶梯式加权移动平均数是以邻近的两日或三日收盘价的代数和作为阶梯加权计算的移动平均数。计算公式为:

$$SWMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^{t-1} T \cdot D \cdot (P_{i-1} + P_i)}{2 \cdot \sum_{i=t-N+1}^t T \cdot D} \quad \begin{matrix} T = i - (t - N) \\ D > 0 \end{matrix}$$

式中: $SWMA_t$ 为 t 其阶梯式加权移动平均数。

(3)平方系数加权移动平均数

这为线性加权移动平均数的变化式,权重为原线性权重的平方。其计算公式为:

$$SFMA_t = \frac{\sum_{i=t-N+1}^t (T \cdot D)^2 \cdot P_i}{\sum_{i=t-N+1}^t (T \cdot D)^2} \quad \begin{matrix} T = i - (t - N) \\ D > 0 \end{matrix}$$

式中: $SFMA_t$ 为 t 期平方系数加权移动平均数。

3. 指数平滑移动平均数

在绘制简单移动平均线和加权移动平均线时,需以大量历史数据为基础,因而需以大量的计算机储存空间来保存这些数据。特别是当移动平均的天数较长时,不仅所需储存数据太多,而且计算量也太大。而指数平滑移动平均法则可克服以上两种方法的这一缺陷。它只需要有连续二日的数据即可计算。其计算公式为:

$$ESMA_t = P_t \cdot \alpha + (1 - \alpha)ESMA_{t-1}$$

式中: $ESMA_t$ 为 t 日指数平滑移动平均数;

α 为平滑因子,取值为 $0.1 - 0.9$ 。取值越大,对当日收盘价的加权越大,其平滑线较为灵敏地反映其价格波动。反之, α 取值越少,则平滑线较为圆滑,越能消去短期杂讯干扰。

以5日为移动平均周期,用上述几种方法计算的移动平均数序列如表1.10.6所示:

表 1.10.6

日期	收盘价	简单移动平均数	线性加权移动平均数	阶梯加权移动平均数	平方系数加权移动平均数	指数平滑移动平均数 $\alpha=0/7$
1	385.10					
2	384.60					384.75
3	384.60					384.65
4	383.80					384.05
5	383.40	384.30	384.02	384.11	383.83	383.60
6	382.60	383.80	383.45	383.58	383.21	382.90
7	384.40	383.76	383.65	383.44	383.67	383.95
8	382.90	383.42	383.37	383.47	383.34	383.21
9	385.70	383.80	384.13	384.82	384.41	384.95
10	382.40	383.60	383.66	383.99	383.59	383.17
11	380.00	383.08	382.46	382.92	381.92	380.95
12	379.80	382.16	381.37	381.56	380.77	380.14
13	377.50	381.08	379.81	379.08	379.08	378.29
14	373.90	378.72	377.42	377.98	376.51	375.22

4. 短期、中期和长期移动平均线

根据移动平均周期的长短可将移动平均线划分为短期、中期和长期移动平均线。一般而言,短期移动平均线为周期在 10 天以下的移动平均线;中期移动平均线为周期在 10—20 天的移动平均线;长期移动平均线则是周期在 20 天以上的移动平均线。不同周期的移动平均线在技术分析中具有不同的作用。

短期移动平均线反应期货行情变化较为灵敏,因而称为“快速移动平均线”,通常配合行情线用于短线投资分析。长期移动平均线对价格行情变化缺乏敏感性,因而不能用于短线投资依据,而只能为长线投资提供参考。中期移动平均线则居于两者之间。

三、移动平均线的优缺点

1. 移动平均线的优点

一般认为,移动平均线有下述几个优点:

(1)运用移动平均线理论进行买卖可以自动确定风险水平,将亏损可能性降至最低。

(2)在上升或下降行情中,移动平均线将自动发出买进或卖出的信号及持续的趋势,利润可观。

(3)移动平均线可以透出价格的真正趋向。

2. 移动平均线的缺点

但是,在考虑到移动平均线分析的上述优点的同时,也不可忽视其所存在的缺陷:

(1)在无趋势的牛皮期间,移动平均线与价格行情线交织在一起,买卖信号频繁,使投资者疲于奔命,且左右挨巴掌。

(2)移动平均线的最佳日数难以正确判断确定。

(3)移动平均线反映价格变动具有一定的时间滞后,因而不能以它作为短线操作指标。

(4)单凭移动平均线的买卖信号,无法给予投资者充足的信心,通常须靠其它技术指标的配合。

第十节 逆时针量价图分析

一、逆时针量价图分析原理

逆时针量价图,是在以横轴表示期货成交量,纵轴表示期货成交价格的座标图上,同时记录各交易时间的成交量和成交价格,以反映价格与成交量的相互关系及其变化动态的曲线图。其基本图形如图 1.10.51 所示,因实际量价曲线成逆时针旋转而得名。

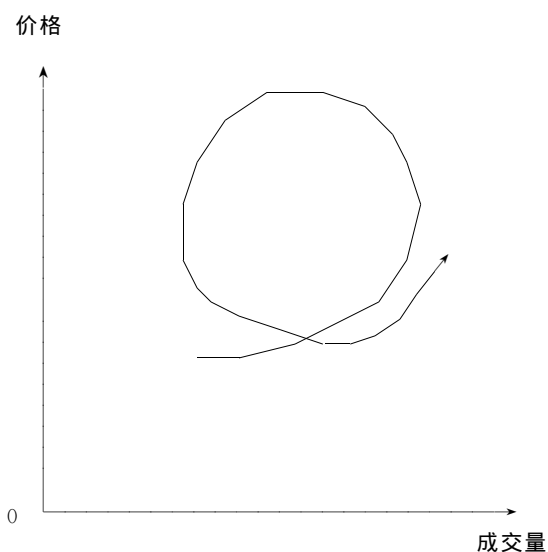


图 1.10.51 逆时针量价图

逆时针量价曲线将价格与其紧密相关的成交量综合反映在一根曲线里,直观形象地反映了价格变化动态、成交量变化动态以及两者相互关系的变化动态,这对于投资者正确地分析供求力量,把握价格走势,确定最佳购买与出售时机具有重要意义,因而是期货价格走势分析的重要工具之一。

逆时针量价图分析的基本原理,在于任何商品的市场价格,主要都是由当时市场供求双方力量竞争决定的,特别是期货、股票、债券等“有效率”的市场(或充分竞争的市场)更是如此。如图 1.10.52 所示,市场成交价格是由供给曲线(S)和需求曲线(D)之交点(E)所决定的所谓均衡价格(P_E),成交量即由 E 点所决定的 Q_E 。

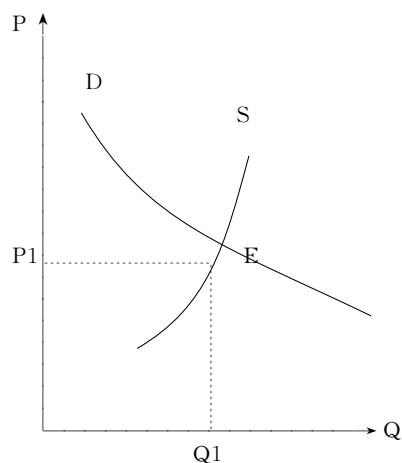


图 1.10.52 供求曲线交点决定成交价格和成交量

现实市场的供求力量不是固定不变的,而是随着各种影响因素的变化而变化的。供给和需求力量的变化必然对成交量和价格产生重要影响。如图 1.10.53 所示,当需求从 D_1 扩大到 D_2 时,供求平衡点由 E_0 上升到 E_1 ,成交量由 Q_0 增加到 Q_1 ,价格也从 P_0 上升到 P_1 。价格与成交量之间呈现一种同步上升的趋势,两者成正相关。反之,当需求由 D_2 缩减为 D_1 时,供求均衡点将由 E_1 降到 E_0 ,成交量相应由 Q_1 减少到的 Q_0 ,价格也相应由 P_1 减为 P_0 ,两者同步下降,也成正相关。这种量增价升,量减价跌的正相关关系,反映了期货市场价格走势初期和中期价格与成交量的正常关系。

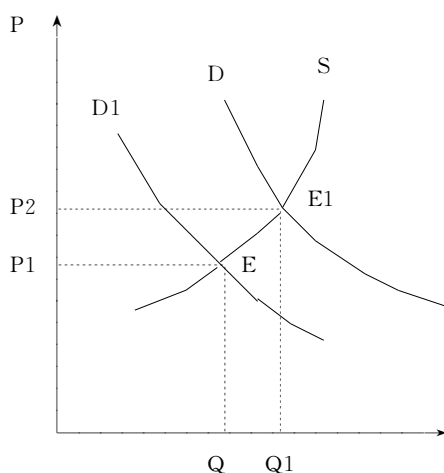


图 1.10.53 需求变动对成交量和价格的影响

图 1.10.54 则反映了供给变动对期货市场价格和成交量的影响。当由于非价格因素使供给曲线从 S_0 扩大到 S_1 时,供求均衡点由 E_0 移动到 E_1 ,成交量因而从 Q_0 增加到 Q_1 ,但价格却从 P_0 降到 P_1 ,两者背道而驰,成负相关变动。反之,当供给曲线从 S_1 移动到 S_0 时,供求均衡点由 E_1 移动到 E_0 ,成交量从 Q_1 减少到 Q_0 ,价格却从 P_1 上升到 P_0 ,两者仍呈负相关变动。价格与成交量的这种负相关通常反映了供给变动的影响,也是价格走势将出现反转前的重要信号。

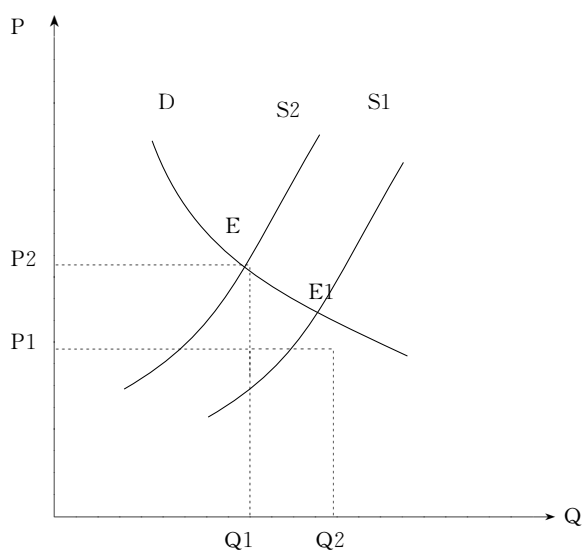


图 1.10.54 供给变动对成交量和价格的影响

二、逆时针量价图的分析运用

如前所述,量价曲线的变化动态反映了供求双方力量对比的变化,并预示着随后的价格变动趋势。因此,对期货商品的逆时针量价曲线形态进行分析,有利于投资者弄清多空双方力量对比变化,预测价格变化趋势,把握有利的买卖时机。逆时针量价图分析运用应遵循以下八阶段原则:

所谓逆时针量价曲线八阶段运用原则,是根据逆时针量价曲线一个循环周期中各个阶段成交量与价格变动关系的差异而提出的。

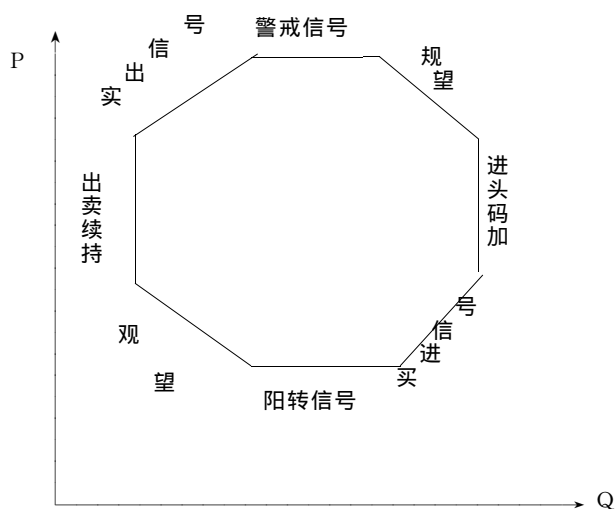


图 1.10.55 逆时针量价曲线八阶段运用原则

1. 阳转信号

市价经过一段时间的下落后,下跌幅度逐步缩小,甚至止跌转稳,在低价位盘旋,成交量明显的由前期的萎缩转而递增,表明在低价位上抛盘和接盘的数量均有所增加,且力量相当。如图 1.10.56 所示,在低价位上,一些终于忍受不住的多方转而作空,使供给曲线由 S_1 右移到 S_2 。另一此在高价位上作空的投资者趁机在低价位转而作多,使需求曲线从 D_1 扩张到 D_2 。供求均衡点由 E_1 右移到 E_2 ,由于供给曲线和需求曲线右移幅度相当,因而呈现出成交量递增,价格却基本稳定的局面。这是价格走势即将走出低迷转而上升的前兆。

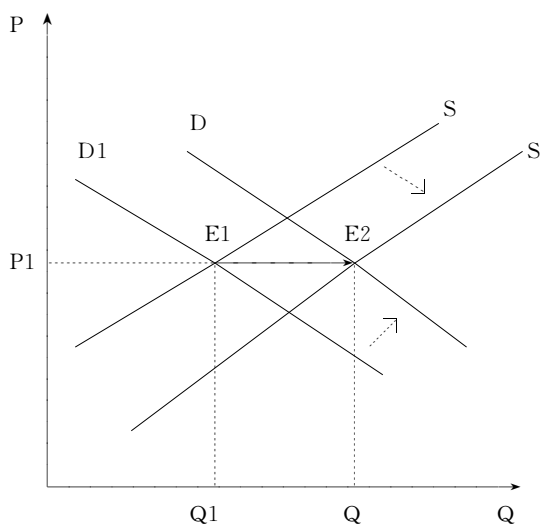


图 1.10.56 阳转信号与多空力量对比

2. 买进信号

成交量在前一阶段增加的基础上进一步持续增加,市场价格迅速走出低迷转而上升,量价同步走高,表明市场进入多头位置,是最佳的买入时机。如图 1.10.57 所示,需求大幅度增长,由 D_2 右移到 D_3 ,成交量迅速增加,价格也随之上涨。在价格上涨的刺激下,空方已不愿以低价卖出,转而希望以较高价格卖出,供给曲线转而从 S_2 左移动到 S_3 ,但移动幅度小于需求曲线右移幅度,均衡点由 E_2 移到 E_3 ,呈现最价同升局面。这是价格将进一步大幅上涨的信号,因而是最佳购买时机。

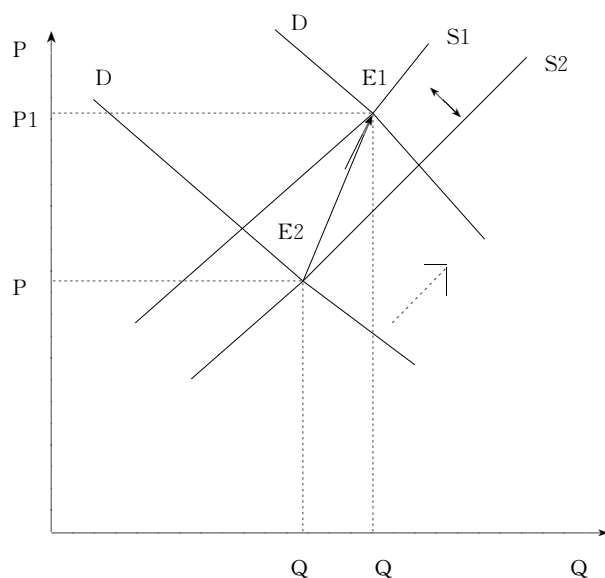


图 1.10.57 买进信号与多空力量对比

3. 加码买进

成交量扩增至高水准后,即维持于该较高水平而不再急剧增加,但价位仍继续上涨,说明多空双方竞争激烈,但多方力量仍居优势,价格将进一步上涨,投资者可趁上涨大势中的小幅回档之机加码买进。如图 1.10.58 所示,由于价格持续上涨,后市看好,需求进一步扩张,需求曲线由 D_3 右移到 D_4 ,买气持续上升;但空方由于进货成本上升,因而希望以更高价位卖出,使供给曲线由 S_3 左移到 S_4 ,均衡点由 E_3 上移到 E_4 ,价格由 P_3 上升到 P_4 ,成交量维持不变。这是价格仍将继续上涨的信号,因此投资者可趁小幅回档之机适当加码买进。

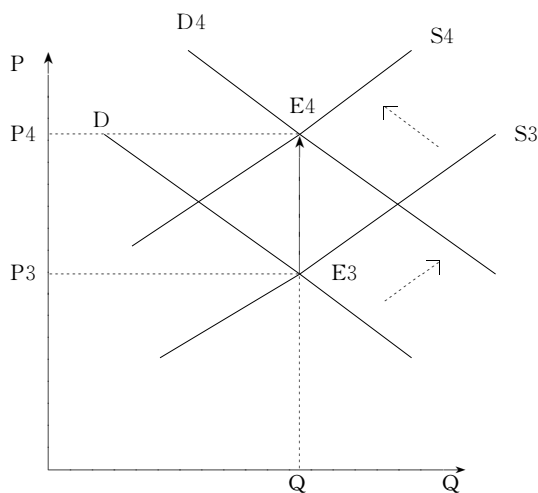


图 1.10.58 加码买进信号与多空力量对比

4. 观望

市价继续上涨,但涨势趋缓,且成交量开始减退,出现了价量逆向而动(负相关)的局面。如图 1.10.59 所示,在高价位上,由于前市价格持续上涨获利的诱惑,使一些投机者和散户继续跟进,需求继续扩张,但因后市变化不太明朗,跟进者减少,需求增长幅度减弱,需求曲线从 D_4 小幅右移到 D_5 。供给方因进货成本增加,而希望以更高价格卖出,使供给曲线由 S_4 继续左移到 S_5 。由于供给曲线左移幅度超过需求曲线右移幅度,因而价格虽然被推向了更高水平,由 P_4 进一步上升到 P_5 ,但成交量开始萎缩,由 Q_4 减少到 Q_5 。这是多空力量对比可能发生实质性变化的前兆,价格未来走势难以确定,投资者不应盲目追风跟进,而宜观望。

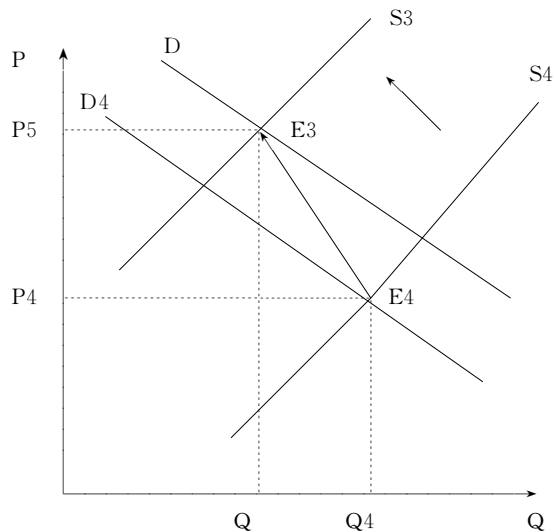


图 1.10.59 观望与多空力量对比

5. 警戒信号

价格在高价区盘旋,已难再创新高,成交量则进一步的减少,这是大势即将反转的警戒信号。如图 1.10.60 所示。其原因在于,供给方虽然仍对后市看好,在高成本购进的情况下希望以高价售出,供给曲线由 S_5 继续左移到 S_6 。但需求方已对后市看淡,纷纷持币观望,需求开始萎缩,需求曲线由前面连续四个阶段的持续右移转而向左移动。供求均衡点由 E_5 左移到 E_6 ,成交量由 Q_5 减少到 Q_6 ,价格则维持在 P_5 ,在高价位上盘整。需求曲线的带头转向,意味着供给曲线也将转向,供求曲线均转向时,价格大势将反转,因而向投资者发出了警戒信号。多头投资者应做好卖单平仓准备,空头投资者也可做好作空准备。

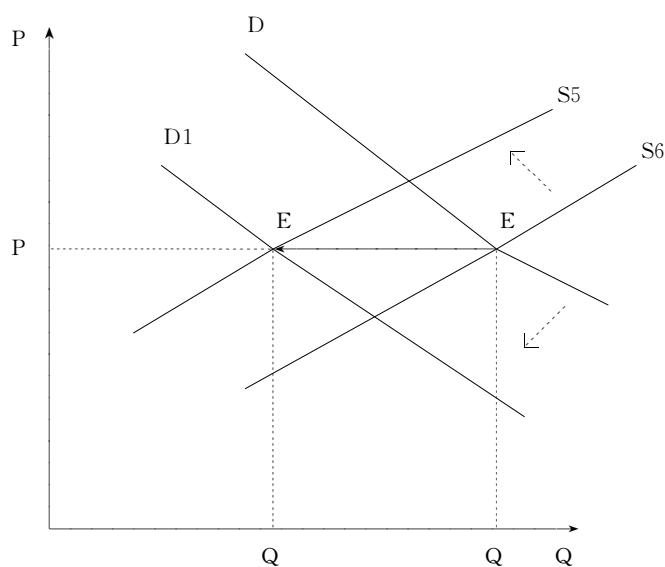


图 1.10.60 警戒信号与多空力量对比

6. 卖出信号

成交量进一步减少,价格终于从高价盘旋中调头向下,呈现量价同降的局面。如图 1.10.61 所示,由于多方对后市缺乏信心,需求从 D_6 大幅下降到 D_7 ,使价格开始下降,获利的部分空方不再企望以更高价格卖出,纷纷抛盘,使供给增加,供给曲线由 S_6 转向右移到 S_7 ,供求均衡点由 E_6 下降到 E_7 ,成交量进一步萎缩,价格下降趋势启动,是极好的卖空时机。

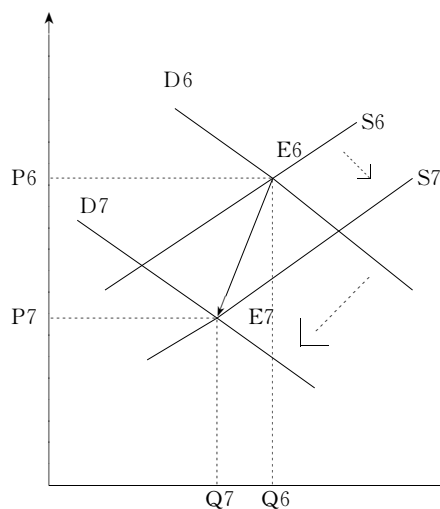


图 1.10.61 卖出信号与多空力量对比

7. 持续卖出

成交量萎缩至低水平后,不再继续萎缩,价格却急速下跌。如图 1.10.62 所示,在价格急剧下降的情况下,需求进一步萎缩,需求曲线由 D_7 左移到 D_8 ;空方因担心价格进一步大幅下降,纷纷降价抛空,供给曲线进一步由 S_7 右移到 S_8 ,供给曲线右移幅度大致与需求曲线左移幅度相当,供求均衡点由 E_7 垂直下降到 E_8 ,价格相应从 P_7 进一步降到 P_8 ,成交量则维持在较低水平不变。这通常表明价格下跌趋势仍将继续,因此,投资者应在价位小幅反弹中卖空平仓或加码放空。

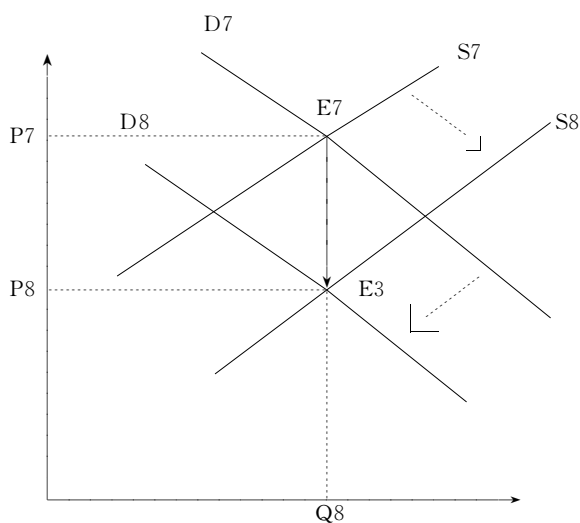


图 1.10.62 持续卖出与多空力量对比

8. 观望

特征是价格仍继续下降,但成交量开始缓慢增加,再次出现量价反向变动(负相关)局面,如图 1.10.63 所示,需求继续萎缩,由 D_8 进一步减少到 D_9 ;供给方在价格持续下跌的压力下,被迫大幅降价抛空,使供给曲线由 S_8 继续右移到 S_9 ,供求均衡点由 E_8 下降到 E_9 ,价格由 P_8 下降到 P_9 ,成交量则由 Q_8 缓慢增长到 Q_9 。这种量价反向变动说明多空力量对比可能发生实质性变化,投资者宜观望而不宜跟进放空打压。

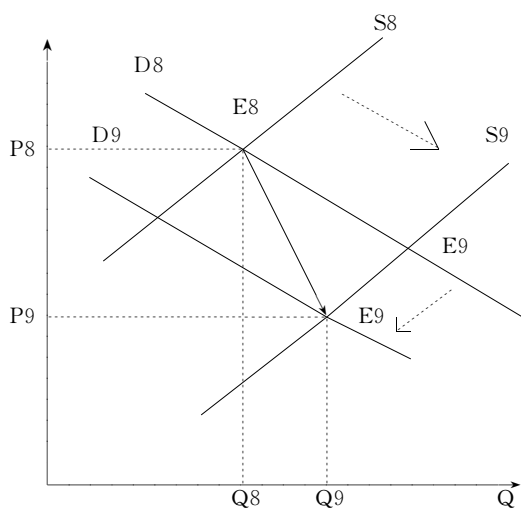


图 1.10.63 观望阶段多空力量对比

以上八个阶段前后相连,形成一个完整的循环周期。根据期货商品量价曲线的实际变化轨迹形态,即可确定其所处阶段,并预测其未来走势,以帮助投资者把握最佳买卖时机。

逆时针量价曲线是采用移动平均价格和移动平均成交量绘制的,由于移动平均线具有时间滞后特性,因而逆时针量价曲线所提供的转向信号也具有滞后性,故不能仅凭逆时针量价曲线确定买卖时机,而应将其与另外的指标相结合,才能充分发挥逆时针量价图的作用。

第十一章 期货交易的风险管理

20 世纪 90 年代,随着科学技术突飞猛进的发展,金融和商业生活的发展与融合,极大地提高了人类生活的经济效率。人们在为此而欣喜的同时,却不时会被如下的报道所怔忡:巨额交易损失一举抹掉了巴林银行这家英国投资银行的 9 亿美元资本,导致银行破产。美国加利福尼亚州奥兰治县在一项期货衍生品投资战略中损失 15 亿美元,导致该县财政宣布破产。衍生品交易损失最烈的例子当属德国工业巨头德国金属公司在 1993 年底的一项衍生品交易中损失近 20 亿美元,使该公司濒于倒闭的境地。据统计,自 1993 年初以来,被披露的期货衍生品交易实际亏损共计 140 多亿美元。在传媒连篇累牍的报道下,公众对期货及衍生品产生了不良印象,对期货及衍生品的风险带来的后果更是心有余悸。

其实,如同人类生活的其他事物一样,期货交易在近代市场经济体系中,作为商业生活与金融方面相结合的衍生经济行为,必然存在着可能导致资产损失等不可预测事件发生的可能性即风险。风险是伴随着人类经济、经营活动而长期存在的客观现象,并非期货交易所独有。风险不仅仅会带来损失,往往也蕴藏着某种机遇。

期货交易并不总能实现交易者的预期目标,有时会出问题,受到意外的干扰或由于错误的判断和决策,从而引发亏损的风险,但这并不足为怪。就如同人类不能因飞机一旦失事造成一次性死伤人数的众多来断言,飞机作为人类的三大交通工具是最危险、最担风险的。人们应以“平常心”对待期货及衍生工具的风险。事物总存在着正反两方面,期货交易的高效率、高收益是其得以形成、生存、发展,并广泛而深入地介入人类经济和金融生活的正面积极原因。期货交易的高风险作为负面影响尽管耸人听闻,但从事物的整体看,实在用不着大惊小怪。尽管如此,人们的确必须面对现实,正视期货交易风险给经济、金融生活带来的严重后果。在战略上藐视、在战术上重视的哲学思想对处理风险是不无裨益的。

第一节 期货交易风险的基本特点

期货交易风险是指由于期货价格的变化而使市场的参与者(直接或间接)遭受损失或失去所期待利益的可能性。比如,在期货铜市上,某交易者看好 3 个月期铜价格,以每吨

30000 元的价格开仓建立一个期铜多头部位。然而,实际市场行情却出现反转,价格下跌,至该交易者对冲平仓合约时,结算价为每吨 29500 元,故该交易者因价格下挫而使期待的利益荡然无存,并实际遭受每吨 500 元的损失。若价格依交易者的期待而上扬的话,则损失的可能性就不会发生。

风险的基本特点是风险本质及其发生规律的外在表现。与现货市场密切的内在关系及与金融活动的结合使期货交易成为一种既有实物交换关系,又有金融工具交换关系的交易形态;存在于由期货交易全过程的价格波动所引发的风险表现了期货交易风险的基本特点。

一、期货交易风险的客观性

风险是由于不确定因素的存在而使人们遭受不幸或灾难的可能性,而这种不确定性的存在是客观事物变化过程中的特性。市场经济中,商品价格随供需而变化,在受诸多不确定因素的影响下,基于现货商品价格的期货价格就随之而变化是客观存在的。期货交易者的利益和风险伴随着价格的变动也就客观上存在,并且具有不确定性,因此,期货交易风险是无时不在的,是客观存在的,不以人的意志为转移。同时,它是现货市场风险的转入和反映。例如,尽管铜在 1995 年上半年的供需存在着不小缺口,作为反映供需情况“指示器”的伦敦金属交易所的库存又急速下滑至 20 多万吨,但由于受预期及国际投资基金的投机行为左右,伦敦金属交易所的铜价还是从每吨 2900 美元以上连续跌破 2900、2800 的关键支撑位,最终跌至 2712 美元的低点。这说明,期货市场价格随着诸多因素频繁波动是供需变化过程的特性,是客观存在的,因此,价格变化带来的风险也是客观存在的。

二、期货交易风险的复杂性

风险的复杂性表现在生存、影响、制约风险因素的多样性。这些因素之间有着内在横向和纵向的密切联系。期货交易风险作为由期货交易全过程中价格波动引发的风险,同样也具有复杂性。从横向关系来看,合约交易单位的大小、竞价最小变动价位的定值、保证金的定额比例、交易头寸的最大允许值、价格波动幅度的限制额等因素的变化对于风险的程度及变化有着明显的影响制约作用。从纵向关系来看,期货交易是一个连续的运动过程,是交易前、交易中、交易后等一系列业务环节的连结,在一个相对的交易阶段中,前一业务环节的风险状况可能给后一业务环节造成影响,不言而喻,前一交易阶段的风险状况必然会在后一交易阶段发挥作用,而市场外部环境与内部环境各种条件的变化,也将会与这种纵横向关系的变化相互作用,使风险在其运动规律上显得相当复杂。

三、期货交易风险的不确定性

由于客观条件的不断变化所导致的风险发生的原因、形式、时间、地点、损失程度的不确定性是风险本质的重要体现。若期市中的投资基金行为尚可被认为是人为的主观因素的

话,那么地震给采矿业造成的破坏,继而给冶炼、加工业等造成的供需影响却是人们无法预知,从而成为难以避免的不确定的客观因素。

四、期货交易风险的规避性

期货交易的两大功能之一是规避风险,它是资本市场中其他形式所没有的。1994年,美国联邦储备委员会现任主席格林斯潘在向美国众议院能源和商业委员会的金融小组作证时指出:“本委员会认为这几年发展起来的一批衍生品提高了经济效率。这些合约的经济功能是使以前被绑在一起的风险分解成不同部分,而把每一部分风险转移给那些最愿意承担和管理这些风险的人。”格氏的证言非常准确地描述了期货及衍生品风险的规避性,即期货交易的风险是可以规避和分散的,但不能消除。

期货交易的风险所以不能被消除,根源就在于它的客观性和不确定性。价格波动是客观存在的,而影响这种波动的因素又是不确定的,因此,交易者的利益期待既是不确定的,又是客观存在的。风险在这种既不确定,又客观存在中不可能被正确判断,从而被消除。例如,自然灾害给农作物造成的欠收,影响着供需变化,导致农产品价格的大波动。就目前人类的自身能力而言,是无法准确预告,或者根本无法准确预知灾害的发生,因此,只能期望采取积极的预防措施来接受那些既客观存在,而又不确定“时空”突然降临的风险。期货交易行为的全过程就是将风险规避和分散,以免给经济活动链中的个别环节造成巨大损失。

五、期货交易风险的可测性

虽然期货交易风险不可确定,但还是可以依据以前发生的一系列类似事件的统计资料,通过对风险运动阶段性、周期性及规律性等的科学分析,对某种风险发生的频率及其所造成的损失程度作出定量主观判断,从面对可能发生的风险进行预测与衡量、评估,以最大程度地把握它的变化规律。例如,常用的基本分析法就是通过对影响商品价格种种基本因素的分析,把握价格的脉搏,以防范期待利益损失的可能性发生。期货市场上广为流行的各种技术分析,同样是以图表为主要手段对市场行为进行研究,预测市场价格变化的趋势。

随着近代科学技术的发展,数学工具被广泛地运用于各学科、各领域。当数学方法、计算程序和分析系统渗入到期货交易领域后,期货交易风险的预测、衡量和评估从单纯的定性分析全面地转向了注重利用数学模型、数学工具来定量分析的阶段。这对于更直观、更具体、更深刻地探讨和研究期货交易的风险,扬长避短地规范和发展期货市场具有深远的意义。

1983年,K. D. 伽贝德和 W. L. 锡尔勃在《经济学及统计评论》上发表了题为《期货、现货市场中的价格运动及价格发现》一文,提出了著名的 G—S 数学模型。随后,不少学者利用 G—S 模型对商品期货交易的价格、投机行为等作了定量的分析研究。较有影响的是詹姆斯 T·威萨萨波恩于 1993 年在《期货市场杂志》上发表的《期货市场价格发现如何影响现货市场价格》一文。该文通过对 G—S 模型的推导演算,得出了几个重要的变量,通过观察

其中的一个变量,可动态地、及时地了解期货市场上参与某一商品的某一合约交易的投机程度,当此变量大于一常数时,可认定投机是非理性的,将碍于期市功能的正常发挥;而小于或等于此常数时,投机对于交易是理性和需要的。同样,通过对另一变量的观察,能直观地看到期货交易保证金水平对期货交易风险管理的必要性,并根据量化的结果来动态地调整保证金水平,以达到及时的风险防范。

尽管由数学模型得到的量化结果,让我们对期货交易行为的认识比定性分析来得更直观、更具体、更深刻,但要得到这种量化的结果确并非易事。期货交易风险决定因素的客观性、复杂性、不确定性,使得数学模型的建立、计算分析要远比定性分析来得困难。

六、期货交易风险的放大性

这一放大性实际上体现了期货交易的高风险。期货交易价格的小幅变动,会造成数倍保证金的损失。例如,期货交易实行保证金制度作为交易行为的财力担保,在保证金额为成交合约价值的 5% 时,若某一交易者以每吨 2800 美元买入一张 1 号铜期货合约(每张合约约为 25 吨),则须交纳保证金每吨 140 美元。假如期货价格下跌 1%,即每吨损失 28 美元,则该交易者将损失每吨 28 美元,一张合约要损失保证金 700 美元,占整个保证金的 20%。这就是说,期货价格朝不利于他的方向每变化一个百分点,将造成其保证金 20 个百分点的损失。显然,损失风险随价格的波动成倍增加。

七、期货交易风险的相关性

一方面,承受风险的主体不同,时空条件各异,则风险涵义也不尽相同。比如,利率对股票而言,算是一种主要的风险,但对于铜合约的购买者,却算不上是一种风险,充其量只是有些间接影响。

另一方面,风险与其行为者的决策有着密切关联。同一风险事件对不同的行为者会产生不同的风险,而同一行为者由于决策、措施的不同,会面临不同的风险结果。

第二节 影响期货交易风险变化的主要因素

期货交易风险的复杂性、相关性决定了影响期货交易的风险是多元化、多层次的。尽管影响期货交易风险的因素错综复杂、相互交错,但通过对期货交易风险生成的原因、运动规律的系统考察,我们还是能去粗取精,去伪存真地把握影响期货交易风险的主要因素。

从风险的形成和影响风险运动的空间位置角度看,影响风险的两个核心因素是:期货价格的波动和期货市场的参与者,而期货市场的参与者又分为四个层次,即期货交易所、结算所、经纪公司和客户。每个层次又分为交易前、交易中和交易后三个环节。

一、期货价格波动的因素

期货价格波动因素是期货交易风险的核心。价格的波动使投资者的期待利益可能受损,造成投资风险,因此,波动的价格是期货交易风险的最直接、最具表现的因素。自然,影响期货交易价格的因素众多。以往分析期价波动,都围绕基本面和技术面两大因素展开。现在利用系统论的方法对期价波动原因进行分析,会更清晰。

假定期货市场是一个系统,那么,影响期价走势的因素,一类来自系统以外,另一类则来自系统内。

系统外的因素分为政策性因素和非政策性因素两类。政策性因素也称“市场风险因素”,是指由于市场环境变化而产生的风险。例如,国家的宏观调控和财政政策变化、央行的金融政策变化等可能引发的市场预期和收益变化的风险。但政府的行政干预只能在宏观调控和法律、法规的范畴内实行。非政策性因素是指国内外政治、经济、自然和人为因素。这些因素是在微观的层次上对期货价格产生影响的主要因素。1994年,期、现货市场上大米价格的大幅上扬,其宏观背景是国家粮价的放开,微观上则是不少县市因比较效率下降造成大面积抛荒,而从经济、自然因素上对价格产生了影响。同样,1996年6、7月间,国内外铜价的暴跌,直接原因是不测的人为因素——住友事件所造成的。

系统内的因素主要是指,针对市场情况,对合约制定的交易、交割、结算规则可能存在的缺陷和疏忽对市场价格产生的影响。我国的期货市场尚处于试点阶段,尽管国际上100多年期货业发展的很多成功经验值得借鉴,但不同的国情和文化,又使得我们缺少适合国情的成熟经验,对市场运作的认识还处在探索阶段。例如,交易所在制定交易规则时,不作持仓总量限制;在交割方面,限制进货入库,导致交割仓库容量与持仓总量之间的矛盾;在结算制度上,不合理的超总量持仓进入交割月的结算价制定等等,都将造成市场的不公平。

二、期货市场参与者的因素

期货市场参与者包括交易所、清算所、经纪公司和客户。他们在期货交易中的行为,形成在四个不同层次上对风险产生影响的因素。

1. 期货交易所对风险产生影响的主要因素

这个因素从风险产生的时间顺序看,有三个环节:

一是期货交易前影响风险的因素。

(1)交易所自身履约能力的因素。这是交易所面临的首要风险因素。一旦发生紧急情况,交易所能否直接从公积金或风险基金中划拨亏损金额,以承担履约责任,是交易所这一层面整体抗风险能力的前提。

1995年10月16日,新加坡国际金融交易所(SIMEX)宣布对原英国巴林银行新加坡期货公司罚款500万美元,罚款将从该公司存于SIMEX的公积金中扣除。显然,新加坡国际金融交易所的自身履约能力是完善的,否则,若不能履约的话,交易所就有可能面临清产、

倒闭的可能。

(2) 市场规则制定因素。交易所按照公正原则,以适合市场运行的方式制定的交易、交割、结算规则可能会出现意想不到的缺陷,不理智的投资者可能会利用这一市场漏洞,发动行情,而造成市场无“章”可依或者失衡的波动。

(3) 期货合约标的因素。期货合约的设计、内容条款、法律责任必须科学合理、准确具体,否则,易造成非理性的投机风险。例如,某品种的合约交易单位、价格单位被设计得较小时,或不设价格涨跌停板时,则容易被强势庄家操纵、恶炒。

(4) 交易所会员的因素。具有良好职业道德和商业、金融信誉的会员能使交易正常和合理的运行,会员的非理性投机和不良商业、金融信誉将给期货交易带来巨大风险,使交易所信誉受损“三一九”国债事件的主要责任者:“辽国发”即属此例。

(5) 交易所的软、硬件因素。先进的硬件设施和实用的配套软件可为交易创造一个安全可靠、操作快速和便捷、信息流畅的环境。否则,就会因撮合误率、信息不畅而使期货交易违背“公开、公平、公正”的三公原则,使交易所承受管理的风险。

二是期货交易中影响风险的因素。

(1) 交易中监控的因素。它是影响期货交易中风险的核心因素,包括两个方面:

一方面是通过保证金制度对风险进行监控的因素。例如,确定按合约面值的百分率交纳履约保证金,以作为买卖双方交易成交后确保履约的财力担保。这种财力担保的多少对交易的履约是至关重要的,一旦成交出现负亏,则保证金就得补偿亏损,若无保证金或保证金由于规定得较低而不足以补偿亏损的话,交易所就会面临连带清偿的风险。

另一方面是在交易中动态、即时的对风险进行实时监控的因素。例如,对每个交易日价位的变化、资本金的变化、空盘量的变化、特别是持仓量的监控。某一会员若在某一合约上拥有较大持仓量,就可能对市场进行操纵,这不利于交易的正常开展和期货市场作用的正常发挥。

“三二七”国债事件堪称典型一例。保证金过低,而且在交易中不实施对价格的涨跌停板和最大持仓限制,结果导致非理性投机者“合法”利用合约标的恶炒,最终酿成风险事件的发生。

(2) 交易临控的行为因素。交易所的监管条例、措施是风险控制的必要条件,但不是决定因素。影响风险发生的关键却是交易所对监管的行为因素,即执行力度,能不能有交、及时地执行有关监管措施,做到及时发现问题,及时处理是应引起交易所重视的大问题,巴林事件使我们对此有一个惊醒。

回顾一下 SIMEX 在巴林事件中的风险管理表现无疑是有益的。原英国巴林银行新加坡期货公司经理尼克·利森从 1994 年 12 月起开始在 SIMEX 对日经 225 指数期货及其选择权进行造市,并且逐渐加大持仓量达 2 万张。若日经指数每下跌 1000 点,巴林所持期指的未平仓合约就将损失 160 亿日元,仅在 2 月 24 日巴林即欠下 SIMEX 100 亿日元的保证金。1995 年 2 月底,持仓合约临近到期,而日经指数却一跌再跌。在这之前, SIMEX 已经对利森的帐户发出了追加保证金要求。但利森的追加保证金却迟迟未能到位。在这种情况下, SIMEX 理应及早尽快对利森所持巨额亏损头寸强制平仓。但实际上,直至 3 月 2 日,

SIMEX 才将利森所持头寸基本完全平仓,动作似乎迟缓了些。SIMEX 的管理系统堪称严密,可危机还是爆发了。从交易所管理角度分析,问题的关键恐怕还是出在执行力度的不严。SIMEX 在利森帐户的追加保证金未到位时,并未及时按逐日盯市制采取果断的措施,却还让利森透支作了交易,这一管理执行上的漏洞,最终成为导致这一举世震惊金融案的一个重要原因。

(3)突发性因素。比如,突然的停电,造成交易所计算机信息系统数据破坏,以及火灾等意外灾害所造成的数据损失等。

三是期货交易后的影响因素。

(1)结算的因素。期货交易中风险被层层分散,责任是一级向一级负责的,交易所向会员单位负责,如果交易中,某一会员单位由于某些原因无法结算,则交易所必须承担结算责任。

(2)交割的因素。交割是期货交易的延续,交易所为会员的实物交割负连带责任。如果交割出现违约,交易所必须督促违约方,按交割违约、违规处理办法负责赔偿。否则,交易所必须承担连带赔偿。

2. 结算所以对风险产生影响的主要因素

结算所除了撮合成交订单与处理未平仓合约的帐户登记外,主要的功能是为会员迟延履行提供财力保障。由此,很容易看到结算所以对风险产生影响的两个主要因素。

(1)结算所会员的资格因素。这种资格来自两方面,即财力和信誉方面。因为,若有结算会员违约或倒闭,除了结算所之外,所有其他的结算会员都负有连带责任。他们必须有责任、有义务共同承担风险赔偿。一旦结算会员的财力和信誉不佳,结算所就会面临财力和信誉的危机。

(2)结算所的自身履约因素。这是结算所面临的首要风险因素。结算所设立共同基金,即保证基金,是以备不时之需。若基金不足以补偿违约或倒闭的连带责任,则结算所为建立“安全且有效率”的期货市场之作用就将失去。

3. 经纪公司对风险产生影响的主要因素

经纪公司作为期货交易的直接参与者和交易的中介,对期货交易风险的影响处于核心地位,因为交易所的风险是当期货公司穿透后出现的风险,客户漏底既是客户的风险,也是期货公司的风险。这种影响的主要因素,根据风险产生的时间顺序,也可有三个环节:

一是期货交易前影响风险的因素。

(1)管理的因素。主要指经纪公司管理不当可能造成的损失因素。比如,经纪公司在客户未办理委托的情况下,就为客户交易或在客户开户后资金未到位便开始作交易等,均会造成风险,引起亏损。

(2)人员的因素。由于期货从业人员素质不高,自我约束力差,功利主义等非理性思维可能引发风险。1995 年 9 月揭露的日本大和银行事件是颇耐人寻味的。

前日本大和银行纽约分行交易员井口俊英,1995 年 10 月 19 日向纽约地方检查官表示服罪,承认在过去 11 年间篡改记录,以掩盖在未经授权的交易中出现的 11 亿美元损失的罪行。井口在过去的 11 年中,以大和银行和客户的户头抛出证券,然后假造记录,使其交易看

起来是经过授权的。在交易出现大亏损后,其又先后伪造了3万份交易单及其他文件、记录,以掩盖其造成巨额亏损的责任。

从大和银行事件看,经纪从业人员的修养和素质关系到交易的正常运行。实际上,岂止大和银行事件,其他诸如巴林、德国金属公司等衍生产品交易中的巨额亏损事件,从某一管理角度看,都是因为有了一个导致灾难的交易员。因此,提高经纪从业人员的素质,规范和监督他们的行为,是防范由非理性人为因素造成风险的关键。

二是期货交易中影响风险的因素。

(1)错单的因素。期货交易过程中,经纪人填单或交易员订单在价格及买卖方向上出现差错,就可能造成经纪公司的损失风险,有时这种损失额是巨大的。

(2)交易运作规范的因素。这个因素是经纪公司对期货交易风险产生影响的两个核心因素之一。经纪公司在交易过程中,为了逐利,采用联手交易,大户的垄断操纵,违规守法和利用物流不畅等各种因素进行逼仓,都会扰乱交易的正常进行,给交易带来巨大风险。

通过对期货市场的历史回顾,可以看出,在试图控制市场方面,参与者已从个体或群体发展成公司或联合集团,这种发展给期货市场带来的损害几乎是毁灭性的。1985年10月,国际锡理事会因不顾市场的变化而欲垄断市场,导致国际锡理事会缓冲库存经理P. K. 考宁通过电话向交易所发布消息,锡理事会的钱已用尽,并欠债9亿英镑。几分钟内,受惊的商人们马上被告知锡市暂停交易。3个月后,锡价跌到8140英镑/吨,低于锡理事会想要求维持的8500英镑/吨。这一结局使伦敦金属交易所几乎笼罩在锡市场的财政危机中。它波及到全世界的金属商人、采矿和冶炼公司、银行和政府。交易所当时面临9亿英镑的违约,因而决定暂停锡交易。6个月后的状况表明,欲使伦敦金属交易所更早地达到复苏是不可能的。交易所要从锡危机影响中恢复起来,需要一个较长时间。这一由垄断操纵引发的,几乎导致伦敦金属交易所倒闭的“锡事件”成为伦敦金属交易所历史上的分水岭,给交易所和价格机制带来了深刻的影响。

(3)交易运作监控的因素。是指经纪公司在整个交易过程中的内部监控管理因素,它是经纪公司对期货交易风险产生影响的另一核心因素。内部监控管理的不力会导致交易的巨大亏损。

1995年10月17日,新加坡财政部发表对巴林事件的调查报告显示,内部管理中的严重缺陷是导致巴林银行垮台的主要原因。巴林集团内部的组织结构和报告制度存在严重缺陷,公司高级执行人员,包括直接负责期货业务的经理,都对期货交易缺乏了解。报告认为,在问题发展到不可收拾之前,早已有一些先兆出现,但巴林内部监控机制似乎失灵。1992年初,尼克·利森被派到新加坡时,他的任务只是负责巴林新加坡期货公司的结算工作。然而,从巴林新加坡期货公司的交易业务一开始,利森就在新加坡国际金融交易所作为巴林的场内交易员进行交易。巴林集团让利森同时负责交易,又掌管结算,这种安排根本上违反了正常内部监控的基本原则。

三是期货交易后影响风险的因素。

(1)清算因素。会员单位对客户进行管理,同时对客户负责,如客户无法清算,会员必须代为清算。

(2)交割因素。期货交割时,由于各种原因,会员不能在交割的准点前将仓单交由交易所清算,就将面临违约、违规风险。

(3)连锁因素。由于交易所众多,各交易所管理,会员素质的不同,当本会员单位的客户在一个交易所出现清算困难时,可能产生对会员单位的连动影响,甚至对该会员单位在别的交易所的交易活动产生连动影响。

4. 客户对风险产生影响的主要因素

客户是期货交易的间接参与者,但他却是利益的主体,是利益的直接承受者,因此,客户对风险产生影响的因素是绝对不能忽略和轻视的。按照风险产生的时间性,可以从交易进行前、中、后这三个环节考察客户对风险产生影响的主要因素。

一是交易前的信用因素。客户开户的经纪公司必须是正规的经纪公司,经纪公司的好坏关系到客户盈亏的外部环境。在中国期货业初始阶段,发生不良经纪公司诈骗客户资金的事件,给我们的教训是深刻的。

二是交易中的自身因素。作为期货交易利益的直接承受者,其自身的素质、知识水平、进行期货投资的经验和操作水平,都是影响风险的因素。

三是交易后的交割因素。由于运输、入关、产品技术标准等原因,交割时客户不能将仓单交由交易所清算,就会引起违约。

需要指出的是,以上诸因素只是就期货交易的一般性而论的。而不同地域国情、不同人文环境对期货交易的形成和发展的影响具有特殊性,也是值得引起关注的。

在我国,随着市场经济的发展,金融市场的建立,期货市场应运而生。就我国目前的体制环境和国情而言,风险产生的深层原因还有以下几个主要方面:

(1)从整个社会来讲,对期货市场还缺乏足够的认识,尽管旧中国(主要是旧上海)的期货市场已有一定发展,但新中国成立之后销声匿迹近半个世纪的期货市场重新登台亮相,对社会上大多数人来讲是陌生的、新奇的,对于期货市场究竟如何运作、发展,其内在规律、运行方式等更是知之甚少,因而更谈不上对期市风险的认识,也即没有形成一种市场正常运作所应有的文化氛围。与此相关联,期货业内人员同样存在着对期市认识不足的问题。这主要表现在投资者对期市的投机心理过重,对风险来临时的心理准备欠佳,总以为入期市就是为了赚钱,赢得起而输不起,一俟市场动荡、风险陡起,便不知所措或铤而走险、违规操作。如上海商品交易所 9505 事件的超量下单,9511 事件的一户多码以及借仓、超仓、公款私炒、自营代理不分等,都是由于期货从业人员的素质不高、法制意识淡薄所致。另一方面,个别市场的组织服务者——交易所,或因缺少成熟经验,或因受利益趋动,没有处理好监管和扩容之间的矛盾,盲目攀比交易量,甚至不惜放松风险控制来追求交易量,缺少对交易、交割、结算规则的系统、科学、合理的制定。例如,在没有持仓总量限制时,造成相对无限的资金与相对有限的现货量之间矛盾的不可协调,使逼仓行情屡屡发生,如国债“三二七”事件、胶合板 9507 合经逼空等。在制定持仓总量之后,对小品种,依然存在持仓限额过大的问题。如苏州红小豆合约,在持仓总量达 120 万吨时,实际可用于交割的远不足 60 万吨,以致造成“红小豆”事件,价格狂涨,风险倍增,导致最后被暂停交易。在交割方面,对交割总量进行限制,使先开仓并进入交割总量持仓一方可交割,这使后开仓空头无所适从,像海南中商咖啡

F605 上的空头惨败即是一例。1996 年 8、9 月份的天津红涨势如潮,空方节节败退,又与其实行的地名货优先交割的不合理制度有关。在结算制度上,对咖啡超交割总量持仓以进入交割月的结算价平仓,使强者恒强,弱者续弱。因此,对期市的认识不足、人员素质低下、交易所市场规则制定的缺陷和漏洞是中国期货市场产生风险的必然原因。

(2)国内对期货市场的法律制约不到位,行业的法律、法规滞后,致使市场交易行为缺少法律的约束。这使得一些蓄意违规的单位肆无忌惮,为所欲为,利用法律法规的不健全、不配套等破坏市场、牟取暴利,而事发之后,最多是给予一定的经济惩罚,却无法上升到经济犯罪及定罪量刑的高度,这客观上纵容了一些会员单位和客户的违规行为。法律的不到位和法规体系的不稳定、不规范、不健全,是中国期货市场风险产生的诱致原因。

(3)与其他要素市场相比较而言,期货市场生长发育和自我发展、自我约束所需的外部环境还未完全配套。这主要表现在:

第一,现货市场不发达。资本主义社会的期货市场是在市场经济体制发展到一定阶段,市场环境和市场体系都相对成熟的时期才自然而然地形成和发展的,水到渠成,因而市场的适应性和可容性较强。我国市场经济体制建立才不过数年,现货市场的运行机制尚未完全确立,现货市场的价格尚不能真实反映市场本身的变化,因此,作为对现货市场的一种补充手段——期货市场的发育是先天不足的。

第二,金融体制和法规的不健全,导致进入期市炒作的资金结构极不合理,保证金中的负债资金比率太高,负了国有银行的,负了拆借的,负了借贷的,反正基本上是负了国家的债在入市,一旦出事,往往是负债惊人,进而也有了“输了是国家的,赢了是自己的”这一颇具中国特点的期市怪圈。它导致了我国期货业连续几场大风波。这也是中国金融法规不健全的结果。

第三,政策性因素引起的市场运行不稳定,不连续。可以说,外部环境的不配套是期货市场产生风险的重要原因。

第三节 期货交易风险管理的基本任务

期货交易,从严格意义上说,并不以实物为目的。套期保值者希望减少现货买卖的价格损失,投机者希望在承担价格风险的同时,赚取价差而获利。一部分人在期货市场上的盈利所得必然来自于另一部分人的亏损,这就反映了期货交易的风险性。了解这种风险的基本特点,认清影响风险的主要因素就是在明确期货交易风险管理的两大基本任务。

一、保障期货市场机制的正常运行

期货业是高风险行业,但这并不意味着风险是期货市场的主宰。期货市场的运行动力中有风险变化的因素,也并不意味着可以让风险盲目运动,任意支配市场的运行。期货市场

的运行需要有风险的适度活动,风险程度的变化和风险位置的转换,它可以推动市场的运行,但这种风险程度必须是适度的,其变化及位置转换应当是有序的。

控制风险就是通过监控来调整风险对市场的压力分布,减少风险产生的损失,从而保证市场的正常运行,这既是风险监控的出发点,也是风险监控的归宿。期货风险本身不可规避,不可消除,但可以想办法,把风险分散,使得被分散以后的风险所可能产生的损失累计效应,低于或远小于集中风险所可能产生损失的效应。这就是要控制风险的目的实质。要清醒地认识到,风险本身不能削弱或消除,能够削弱或消除的只是风险可能产生的结果。

期货市场要正常地运行,必须具备各种条件,比如合约的完整,财务的完好,以及交易机制的各构成因素之间关系的协调等,而要实现这个目标,离开风险监控这一主题便无从谈起。

从风险监控所要达到的目的而言,有了交易者资格条件的审核把关,就可以保证交易操作的高水准和高效率。有了严格的保证金要求,就基本保证了履约的信誉。有了相对合理的头寸限额约束,就可以基本避免垄断操纵倾向的发生。有了价格波动幅度的限制,就可以抑制价格短时间内大幅度跳动,保持相对的连续性、稳定性。有了逐日盯市的结算制度,就可以将市场风险的变化控制在相对最小的时间单位,将交易风险的分布控制在相对最小的经济单位,使违约成为不可能和毫无意义。这些条件的形成为交易品种的开发和市场的运行提供了安全的保证,可靠的基础,公平的环境和协调的关系。

二、有利于期货交易功能作用的发挥

期货市场之所以得以存在、发展,最根本的一点在于其有其他的市场所无法或难以替代的功能和作用。如果说,能否充分发挥其特有的功能作用,关系到期货市场的成败及存亡,那么,风险监控所达到的水平和收到的成效在其中具有标志性的意义。市场运行的规范有序是功能作用得以发挥显露的前提和基础,而风险监控的成功,一方面通过保障市场机制正常运行,从而间接地保障功能作用的发挥,另一方面,则是直接为功能作用发挥提供保证。

成功的风险监控通过自己所具有的制约作用力在保证功能作用发挥方面,显示了积极的效应。

其一,在于抑制了非理性投机。风险监控机制可以通过调整保证金要求来调整交易规模,减缓逼仓压力,鼓励套期保值业务的介入,从而避免人为炒作因素造成价格的不规则大幅度波动,保证了未来价格信号的真实性,使期货价格不是投机者制造的情绪或对赌的产物,而是未来供求关系变化趋势的预告。

其二,在于遏制了垄断操纵。风险监控机制可以通过帐户审计、头寸允许值限制、大户申报及交割保证等一系列制度的实施及必要的调整来维护市场的公平和公正,改变由某种特殊原因造成的多空大户对峙局面,保证市场必要的流动性,为转移和分散风险创造更多的机会和条件。

其三,在于树立了信用的形象。风险监控机制在帐户头寸的管理方面,通过逐日盯市及分层次的风险监管职责的落实,保证了全部头寸的合法性履约的可靠性,成功的风险监控极

大地提高了交易的安全度,也确保了市场的信誉度,从而极大地增加了市场的吸引力,市场容量因此得到扩大,这对交易中心、信息中心的形成,合理的资源配置,促进生产、流通、消费的良性循环,无疑起到了重要的作用。

第四节 期货市场风险管理的体系

风险管理是对潜在的意外损失进行识别、衡量,并通过有目的、有意识和有计划的管理活动,使风险层层分散,层层保证期货市场的健全运行,它具有系统性和全过程性。针对期货交易风险的基本特点,影响各层次、各环节上风险的主要因素所提出的相应的风险管理措施、对策,构筑了整个期货交易风险管理的体系。

宏观上,期货交易风险管理是:政府或受权机构集中统一管理;经纪公司行业管理;交易所自律管理的三层管理模式。其目标是:保护市场的竞争性、高效性、流通性和安全性。

微观上,交易所、结算所,经纪公司和客户,这四个期货市场的参与者,在四个层次上各自形成风险管理的单元;同时,又层层监督、制约管理,即政府相关职能部门的监督;交易所对会员和结算会员的监督,并承受会员或结算会员的风险管理;会员经纪公司承受顾客的风险管理。这样一环扣一环,将四个层次上各自形成的风险管理单元连成一管理链,构成一市场的风险管理体系。

一、交易所的风险管理

交易所的风险管理目标是:通过健全的组织执行机构、严密的管理规则、安全可靠的风险防范体系,确保期货交易的公平、公正、公开,维护市场参与者的权益。

针对影响期货交易所风险的主要因素,交易所通常采取的一些主要风险监控措施都具有共性。

1. 实行会员制,严格吸收会员的标准

期货交易必须通过会员在交易所统一、集中地进行,会员资产和信誉的程度直接关系到风险管理的效能。严格的会员标准,从开始就可将会员违约的风险降低。

企业和公司能否成为交易所的会员,取决于一系列条件:具有企业、公司的法人资格;具有良好的商业信誉,无犯罪经历。对经纪公司特别要求:须经国家行业管理机构批准注册登记,在经营上必须把公司资本和顾客的保证金户头完全分开。只有符合了上述一系列条件,才能成为交易所会员。

2. 统一结算制度和保证金及逐日盯市制度

统一结算制度。在期货市场上成交的每一张合约必须通过交易所的结算机构或清算所统一进行结算。资金的流动必须经过这样的过程:客户—会员—交易所—会员—客户;期货部位的持有必须是:客户—会员—交易所。这样便形成了一个统一、完整的结算体系,保证

了期货市场的整体性。

保证金及逐日盯市制度。保证金分为交易保证金和变化保证金。会员为持有期货合约,必须在交易所的保证金帐户中存入相当于总持仓合约(多头+空头)价值5%的资金(会员对客户的要求不得低于5%)。它是会员(或客户)良好信誉的保证,并保证他们与合约相关义务在未来一日内能得到严格履行。而通过逐日盯市方法计算出的损失,则由以现金形成的变化保证金来补偿,并必须于第二交易日开市前30分钟到位,严格做到交易者每日无负债。

举例:某一会员某一交易日持有一张30000元/吨的1号铜多头期货合约,价值30000元 $\times$ 25=750000元(每张合约25吨),则他必须在其交易所保证金帐户内存有750000元 $\times$ 5%=37500元保证金。如果当日价格下跌,结算价为每吨29400元,根据逐日盯市方法计算:损失(30000元-29400元) $\times$ 25=15000元。同时为继续持有该部位,需保证金29400元 $\times$ 25 $\times$ 5%=36750元。所以需要追加变化保证金为(所需保证金+损失)-保证金帐户内已有的资金=(36750元+15000元)-37500元=14250元,这样,保证金仍为合约价值的5%,价格变化造成的损失也及时得到了补偿。

为了配合这一制度的有效实施,交易所还实行价格涨跌停板及强制平仓制度。通常情况下,某一期货合约涨跌停板为前一日结算价的3%。若某一会员违约,交易所立即执行强制平仓,平仓损失由保证金补偿。

再举例:某一会员持有一张1号铜期货多头部位,以上一交易日结算价30000元/吨计,其价值为750000元,需保证金375000元,并已存入保证金帐户。如果当日结算价为29400元/吨,需追加变化保证金14250元(计算见上例)。但该会员未能按要求在次交易日开市前30分钟解款到位,构成违约,开市后,交易所即将其头寸平仓,假设以接近跌停板的价格28000元/吨平仓,则平仓损失为(30000元-28800元) $\times$ 25=30000元,这一损失由其已存入的37500元保证金来补偿后,尚余7500元,防止了损失的进一步扩大,有效地控制住了风险。

3. 最大持仓限制和大户申报制度

针对期货行业特有的那部分风险,即非系统风险,交易所还普遍地采用设置最大持仓量来作为期货交易运行中风险控制的一种手段。最大持仓量的确定是根据会员资本额来限制会员持有未平仓合约的数量。实行交易的最大持仓量限定制是为了防止某些会员单位和客户脱离自有资金的承受能力而作超量交易,在价格大起大落时出现巨额亏损,从而造成难以弥补的损失风险;也是为了防止垄断和操纵市场的不正当交易行为。交易所对会员单位核定的最大持仓量是依据其资金实力(主要是可用资金)、交易信誉和管理好坏的程度。与此同时,针对国内期货业的现状,交易所对核定最大持仓量遵循持仓管理到客户、资金管理到会员的原则,同时做到最大持仓量的动态管理。

另外,在期货市场上,并不是说只要有资金实力,能满足任何保证金要求,就可无限制地一次性开出大量仓位和持有不合理的大量期货部位。不然的话,会出现大户“挤市”,人为抬、压价格,操纵市场造成期货价格严重背离现货价格,使期货市场的“价格发现机制”遭到破坏,保值功能无法实现,同时增加其他期货交易者的可能性,人为造成风险。上海国

债期货市场上的“三二七”事件就是一个很好的例证。因此,交易所一般在采用最大持仓量限制的同时,都还采取大户申报制度,规定某一交易者所能一次性开出的和持有的某一交易品种合约均分别不得超过一定的限额,当该交易者持仓数量达到持仓限额的一定百分比时,有关会员必须向交易所及时报告,以便交易所跟踪其交易行为。

4. 风险基金的设立

交易所虽然采取了一系列严密的风险管理措施,但是由于会员或交易所本身的某些原因,如会员破产、倒闭、会员或交易所遇不可抗拒的原因而无法履约的可能性还是存在的,因此,必须建立风险基金以应付这类事件的发生。

5. 公开市场信息

充分、完备、及时的信息披露是投资市场理性运作的前提;是期货市场贯彻“公开、公平、公正”原则的保障;是期货交易主体理性行为的基础。

6. 技术系统的保障

随着计算机技术的发展,电脑自动化管理系统被广泛地采用于期货交易的各个环节。电脑自动化管理系统保障了各项管理措施的严格而有效地执行,消除了人为管理颇具弹性这一致命弱点。

二、结算所的风险管理

我们已经知道,期货结算体系是指由交易处理部门、财务部门、交割部门、风险管理部门等组成,用以结算交易帐户、清算交易、核收履约保证金、监督实物交割、报告交易数据等工作。结算体系的风险管理是期货交易风险管理体系的核心,是期货交易规范运作的保证。世界上的期货结算机构大致可分为两大类,一类是期货交易所内设分支机构。比如,中国的期货交易所都是内设结算部或结算中心。另一类是独立于交易所之外的单独结算机构。如英国国际商品结算所(The International Commodity CleringHouse, ICCH),负责结算大部分英国期货交易所的业务,若清算内设于交易所,风险管理就应包括在交易所的风险管理之中。

结算所的风险管理目标是:对期货交易的资金结算、实物交割、期货合约的担保以及保证金风险基金的严格管理,以确保市场在财务上的健全性和统一性,维护所有结算会员及其客户,避免因某一市场参与者未能履行其财务责任而蒙受损失。通常结算机构都采取如下一些主要的风险管理措施。

1. 实行会员制,严格对结算会员的要求

和交易所一样,结算所的会员通常都是附属于交易所的会员,结算会员要经过严格的审查,除了握有交易所的一般会员席位外(往往还要求必须握有数席),还要通过比一般会员更严格的财力标准的规定。例如,美国商品期货交易委员会就规定,结算会员的净资本额必须占客户资金的4%以上。不仅如此,芝加哥商业交易所还规定了自己结算会员的最低法定资本额为200万美元。香港期货交易所要求结算会员的最低资产净值必须相等于其客户存款总额的4%,而债务与股份权益之比不得超过二比一。而草拟中的中华人民共和国期货

法规定,结算所或结算机构的净资产额,不得低于其所收交易保证金、权力金额的6%。会员经纪公司必须不断向结算所报告财务状况。

2. 严格分开管理结算会员和客户的资金及仓位

这是结算所严格管理的防范风险的基础,它维护了结算会员和客户的权益。同时,结算所通常规定,结算会员的帐户只允许在指定银行流转,结算所有权在必要的情况下将结算会员的银行帐户存款取出,而不需要经会员批准。当然,若银行拒付,结算所就可认定会员违约,从而施以更重的处罚,甚至将违约会员所作交易全部强行平仓。需要注意的是,这种情况只特指结算会员或其客户的违约和承担连带责任时这两种情况。

3. 风险基金的设立与管理

设立风险基金以应付当会员无力偿还债务所带来的问题是必需的,但不能用作日常交易的保证金和日常的盈亏结算。当会员申请会籍时须缴纳一笔指定数目的保证金,以备会员无法偿还欠债时使用。另外,交易商在结算所进行清算时,手续费中的一部分也被用作专项设立的赔偿或风险基金。比如,香港期货交易所规定,投资者买卖期交所合约时,每单边需付港币五角的赔偿费。如果遇有会员无法清算欠下客户保证金或利润,赔偿基金便会用来赔偿客户的损失。草拟中的中华人民共和国期货法规定,结算所或结算机构设立的风险基金应从结算费用中提取。

结算会员在期货交易中违约的,结算所或结算机构应先运用该结算会员的交易保证金帐户内的财产补偿对方损失;上述财产不足补偿的,应运用风险和储备基金,最后运用结算所或结算机构的自有资金予以补偿。但是,最为重要的是无论在何种情况下,结算所绝对不能运用其他会员或客户除了风险基金之外的基金存款,去填补某一会员无力偿付的债项。风险基金使结算会员之间在财务的清偿上负有连带责任。

为了实施有效的风险管理,结算所除了规定结算会员的帐户只允许在指定银行划转外,并要求结算会员必须接受在必需时结算所可以无条件地将结算会员的银行帐户存款提出的条件。同时,由于各项基金是以现金方式支付,而银行保证金也是以现金形式借出的,因此,在问题发生时,结算所可以即时以现金形式将资金注入市场,从而除去了缺乏弹性的固定资产所带来的阻碍。

4. 每日对帐

核对每日各交易者确认的交易是结算所的主要功能,也是风险控制的重要一环。要是买方与卖方的结算会员所传送给结算所撮合的成交内容全部契合,则确认此笔交易结算清楚,若不能,则该笔交易被视为错帐,其间的差异必须待交易双方的经纪人彼此协商解决后,再重新由结算所结算。一旦结算无误,结算所就取代双方交易人而分别成为买方和卖方的相对人,如果一方结算会员或客户违约的话,结算所就必须承担连带责任,负责向另一方赔偿违约损失。

5. 逐日盯市

结算所为了保证会员履约和控制风险,一般在交易双方每日市场收盘后定出各合约的结算价格,根据市场调整保证金帐户,清算结算会员帐户中各种商品的未平仓合约,即将盈余划入帐户贷方,将亏损记入借方。每一交易客户的帐户内必须存有足以维持最低保证金

水平的款项,即根据每一未平仓合约所计算出的维持保证金水平。如客户亏损,帐户中的保证金余额低于规定的维持保证金水平,经纪人就会要求客户增加存款,使保证金达到初始保证金水平。结算所负责对盈家支付盈利,对亏者追讨债务。整个结算过程一般都在下一个交易日开市之前完成。这就保证了交易者债务结算的及时性,减少了违约、毁约事件的发生,排除了因亏损累积造成重大损失的各种可能性。

尽管结算所执行了逐日盯市,但其整个结算过程是在下一个交易日开市前才能完成,这一过程进行中的风险控制是颇为值得注意的。例如,交易者可不论资金多少,只要有规定数额的结算准备金就可开仓,而透支金额可在下一个交易日前补足,超仓部位也可在实施强制平仓前自行了结。这就为风险控制带来了隐患,一旦行情突变或出现连续涨跌停板,交易者资金就可能无法到位,透支、超仓部位会平不了仓,强制平仓会得不到有效实施,风险的产生就是必然的了。因此,为了解决这个问题,美国的一些交易所已开始采用每日多次的全日动态结算方法,而且正在逐步向即时控制方向发展。最新资料显示,芝加哥商业交易所已准备在每日七次循环结算的基础上改为“时时处理制”,即以小时为计算单位,24小时不停。做到在交易所闭市后,仍照样能把信息送交银行和客户。

6. 技术系统的保障

为了做好合约风险的分析工作,各交易所都有一套庞大的计算机系统来提供支持。比如,芝加哥商业交易所 1988 年开发的标准组合风险系统(Standard portfolio Analysis of Risk,简称“SPAN 系统”)是目前比较先进的系统之一,已被世界上许多交易所采用,用以计算所需的保证金存款。而 SPAN 系统是根据组合的整体风险来决定保证金水平的。这个系统主要用以下两类数据来评估组合所涉及的风险:①期货合约所代表的现货及期货合约本身的价值;②现货及期货价格的波幅。利用这些变数,SPAN 会制造不同的假设市场现象来估计可引致的不同程度亏损,而最大的亏损便会成为保证金的标准水平。SPAN 系统也会将 30 日、60 日及 720 日的成交价及整个市场的情况纳入假设市场现象之中,使得制造出来的市场现象更符合实际情形。而香港期货交易所采用的,是经过改良后的美国期权结算所(OCC)“市场内交收结算系统”。该系统提供了即时以市价计算价值和价格的报告功能,因而使结算所可以更有效地进行风险管理,同时,所有交易时间内的价格变动及其他有关买卖资料可更准确地被记录下来。

另外,香港期货交易所技术上的其他保障,为避免突发性事件的发生而导致的风险,起到了值得借鉴的作用。香港期货交易所拥有两个 IBMAS/400 数据处理器,一个用作日常操作,另一个留作后备之用。当结算系统发生故障时,结算所便会立即使用此后备数据处理器以确保运作如常。同时这套系统会将所有输入的资料即时抄入后备的磁盘,使可影响这个系统运作的因素减至最低。此外,一旦遇上电力中断,交易所备有 10 分钟的“免受骚扰电力来源”(Uninterrupted power Source,简称 UPS)。当发现电源中断而又未能立即驳上其他的后备电源时,UPS 便可暂时提供电源以免操作受干扰。如果遇上严重电源短缺的情况,UPS 也可令交易所有充裕的时间有条不紊地关掉整个系统,避免出现混乱情形。

三、期货经纪公司的风险管理

期货经纪公司作为代理期货业务的法人主体,其期货经营中的风险管理牵涉到它的兴衰成败。其风险管理的目标是:为客户提供安全可靠的投资市场,维护其市场参与的权益。通常采用的风险监管措施主要有:

1. 慎重地选择进行交易的期货市场

此点至关重要,若是盲目进入管理不善的交易所,其风险可想而知。

2. 开发客户,严格委托手续

经纪公司在发展新客户时,首先要向客户讲明进行期货交易要承担的风险,使客户在开户前,详细地阅读风险揭示书,并且要在一份已阅读而且完全理解的声明文件上签字。风险揭示声明书的内容大致分5个方面:第一,为在商品期货市场建立或维持某一交易头寸,有可能失去存在经纪公司的保证金,如果经纪人要求追加保证金,则必须照办;第二,在某些市场情况下,可能很难或无法将一个交易部位对冲;第三,当下达应变指令时,该指令不一定将损失限制在预期的水平之内,这主要是因为某些市场条件下可能无法执行指令;第四,“套期图利”的风险也不一定少于“多头”或“空头”期货部位;第五,进行期货交易获利的机会与亏损的机会相同。

开发客户必须注重客户的商业和金融信誉,因为经纪公司对客户有无限责任。一旦客户违约或赖帐与交易所是无关的,全部损失均要由经纪公司承担。无论该经纪公司有多少客户,结算所内就只有一个户头,交易所只同经纪公司一家清算。

3. 严格经营管理

在经营的管理上采取与交易所相似的风险管理方式,例如设立保证金制、风险基金,公开市场信息等;在结算上采取同结算所相似的风险管理模式,例如严格区分和管理自营和代理客户的资金、仓位,风险基金的设立、逐日盯市结算等。

4. 加强自我监督

对交易运作的监督,必须及时公开市场信息、数据,理性地参与市场。严禁为了私利而采用违规手法,扰乱正常交易;对财务的监督,必须坚持财务、结算的真实性,坚持对客户和自身在期货交易全过程的资金运行进行全面的监督;从业人员上岗前必须经过严格的培训,上岗中必须树立风险意识,严格约束自身行为。

四、客户的风险管理

客户作为期货市场利益期待的主体,其风险管理的目标是:维持自身投资的权益,保障自身财务的安全。客户常可采取如下一些防范措施。

1. 充分了解和认识期货交易的基本特点

客户投资期货市场事先必须对期货交易有足够的了解和认识,必须掌握如何识别交易中的欺诈行为,以维护自身的权益。

2. 慎重地选择进行交易的期货市场

对交易品种、交易合约标的、影响交易品种价格的各种因素、交易风险等有充分的了解,以避免盲目投资而造成利益的损失。

3. 谨慎地选择所委托的经纪公司

客户在寻求、选择经纪公司时,应向其索取有关资料,并仔细研究,看其是否具有进行期货经纪业务的资格,其资信如何,从事期货交易的业绩怎样,是否严格按照交易所规则办事等等。国内期货市场刚刚兴起的1992、1993年,许多客户盲目选择那些根本无资格进行期货交易的所谓期货经纪公司,将自己的资金存入其中,导致大量资金被席卷而走,客户损失惨重而状告无门。

五、期货市场的层层监管

期货市场上层层制约的风险管理将四个层次上各自的风险管理环节连成一体,形成一个有机的市场监控体系。

1. 政府对期货从业资格的认定

政府的相关职能机构必须严格审查交易所和期货经纪公司的资格,业经批准的各项章程、规则等不得随意改变,必须严格执行。

2. 政府对交易行为过程的监督

政府对期货业的监管是通过其授权的机构,运用法律手段进行管理,规范其运行,以发挥期货交易对经济的积极作用。对于交易所、经纪公司和客户在交易中的各种不良行为,主管职能机构有权依法作出处理,并同时有针对性地制订或修订有关规则。据1994年12月21日的《亚洲华尔街日报》报道,美国商品期货交易委员会(CFTC)对设在芝加哥的Refco公司作出了罚款130万美元的处罚,因为该公司运用客户资金以本公司下属单位的名义支付货款,违反了美国《商品交易法》的有关客户和公司的资金必须分开管理的规定。

3. 市场的准入制度

为严格规范入市者的市场行为,净化市场的运行氛围,交易所应建立市场准入制度。就目前我国期货业的现状,国内各交易所都相应地建立了市场禁止进入制度。其主要内容大致为:有发现下列行为者,交易所可宣布其为市场禁入者,而且这种禁入对全行业有效。

(1)利用银行贷款及拆借资金进行投机交易者;

(2)违反国家有关法规及各交易所规章制度,被政府主管机构通报警告一次或被交易所警告两次者,三年内不能进入证券或期货市场;

(3)严重违反国家有关金融、证券的法律法规,受到政府主管部门处罚未满三年者;

(4)被主管机构或交易所认定有企图操纵市场,蓄意扭曲价格,牟取暴利以及其他涉及行业的欺诈行为者。

4. 交易所和结算机构与会员的相互监督

交易所作为会员组织,是为会员服务的,其运营受监事会的监督。而交易所对会员的实际运作和财务状况必须实行即时监督,做到尽早发现问题,解决问题,会员必须不断地向结

算机构报告其财务状况,接受结算机构的审核与监查。交易所和结算机构对会员和客户的行为监管同时还通过诸如逐日盯市、最大限仓、大户申报等等制度来实现。

5. 期货经纪公司对客户资信的审定

期货经纪公司对客户的资信要作不断的调查和审定,决不能搞“终身制”。经纪公司有依据客户资本状况决定其从事交易数量的权力。在遇突发事件时,经纪公司有责任在最快时间内将其合约平仓,清偿其债务。

高质量的、有效监管下的期货市场能够降低市场投资者在任何市场中面临的系统风险,使人们在对市场经济体制的不断理解和认同的基础上,更加充分地发挥每个人的能动性和创造性。对期货市场的运行质量而言,市场的风险监管是最重要的,也是唯一的保证。它创造着期货市场的声誉,如同创立商品的牌子;它给投资者以信心,并获得资本使用者和提供者的尊重;它能减少市场的系统风险,降低资金的运营成本,促进资源合理而优化的配制。尽管投资者偏好高流动性和大容量的市场,但市场的监管并未使市场变得狭小。事实上,一个市场并不会因为注入本不属于它的资金而具有高流动性和大容量。一个市场的规模取决于它的质量、它的声誉,而不是使其成为投机泛滥的场所。

尽管期货市场的风险管理本身并不能消除风险,但它是公众相信这一投资市场的唯一理由。风险监管是民主规则过程在经济方面的延伸。它强调投资过程所存在着的必须遵守的规则,无论是大投资者还是小投资者,都必须遵守。如果规则保护所有的投资者,破坏它将受到处罚,那么它就能增加人们对市场经济体制的信心。

建立高质量的市场监管体系并非是一件轻而易举的事。从技术角度上讲,它需要一整套投资者所要求的市场信息报告制度,当出现了违反公开、公平和公正原则的行为时,要求监管者迅速做出判断。从管理角度上讲,它需要一套专门的、统一的、高效率的、低成本的风险控制和管理程序。当然,出色的市场监管需要监管者有出色的判断能力,要有献身的精神和开拓的能力。

第十二章 期货市场监管

第一节 期货市场监管的含义

一、政府对期货市场的监管

政府监管的任务是通过制定相应的法规和政策,对期货市场的主体,包括期货交易所、期货经营机构和期货从业人员等的资格和行为进行审核和监督,以维护期货市场的正常秩序,保证期货交易按照诚实信用和公平、公正、公开的原则进行。

为了实现监管任务,许多国家和地区都设立专门机构来负责管理期货交易。如美国成立了商品期货交易委员会;英国设立证券与投资管理委员会;日本则由农林水产省、通产省和大藏省分别对口管理农副产品期货市场、工业品期货市场和金融期货市场;香港地区则设有证券及期货事务监察委员会。

政府专门机构对期货市场的监管,主要是通过以下几个方面进行的:

1. 立法管理

政府的立法管理主要是为期货市场创造一个有法可依、有规可守、有章可循的法律环境。同时,对期货交易所、期货经纪公司和非期货经纪公司会员及期货从业人员等期货市场内的微观主体行为明确规范要求。立法管理同时也对行政管理的机构、职能、管理人员的任命等都有一定的要求和限制。各期货交易所、期货经营机构和期货行业协会则遵循政府对期货市场的立法规定,制定具体的交易管理规则,确保政府立法的贯彻和期货交易活动的顺利进行。

政府立法管理的主要内容,体现在以下几个方面:

- (1)确定期货市场的宗旨和目的,确立期货业的法律地位。
- (2)明确政府对期货市场管理机构的管理主体地位及其职能;制定期货交易所的设立、

变更、终止及其组织机构的设立办法和交易所的章程,规定交易的规则;提出对期货经纪机构、投资咨询机构、期货投资基金管理机构等经营活动的管理要求;制定期货投资者以及期货从业人员的投资活动及从业活动的规定等。

(3)制定期货交易活动规则与管理的规定,主要包括合约上市的主要条件,期货交易有关禁止行为,期货交易结算程序等。

2. 执法管理

政府的执法管理是政府通过其职能部门行使以下职责使整个期货市场置于政府的全面监管控制下:

(1)审核批准可进入期货市场交易的商品种类和品种,审理和决定期货交易所可经营何种期货合约的买卖,从而使期货市场的客体对象——期货合约,处于政府的控制之中。

(2)拥有对期货交易所开办以及对期货交易所的会员的批准权,批准和确认各期货交易所的章程、规则和业务行为规范标准细则的法律有效性,并拥有检查督促权。有权时期货交易所及其会员的业务状况和财产情况进行检查,有权随时查阅有关商品期货交易的一切帐目、文件和资料。被检查者必须服从,对查实的违法违章者,有权依法处置。对期货经纪机构实行年度检查制度,对不合格者可采取取消或暂停其经纪资格、不予登记注册或暂缓登记注册的措施,通过上述各项措施,使期货交易的中介——期货交易所和期货经纪机构、期货从业人员置于政府的严格监督之下,依法开展经营活动。

(3)分析检查市场交易状况,防止垄断、操纵市场行为出现,维护市场交易秩序。法规明确规定,期货交易所必须保存有关交易的记录,以供政府监管部门查阅。如某人或某公司所持的期货合约过多,占市场交易的比重过大时,政府监管部门可以与之联系,了解其目的,并劝说其减少市场份额;如劝说无效,有权强迫他们结束一部分期货交易,以防止垄断市场行为的出现。对那种采用欺诈手段以期达到操纵期货市场价格的行为,政府监管部门可以依法进行调查,如果认定其行为为哄抬价格、联手操纵、传播和扩散虚假信息等违法行为,可依法加以制裁,从而使期货市场的主体——期货交易者的买卖活动也处于政府的监督中。

二、期货行业协会对期货市场的监管

期货行业协会是期货交易所、期货结算机构、期货经营机构依法设立的自律组织,上述各类组织都是期货行业协会的会员。期货行业协会对期货市场的监管主要表现为:

1. 负责会员的资格审查和会员的登记工作

期货行业协会一般设有会员资格管理机构,专门处理有关会员资格申请。协会对会员资格申请的内容是多方面的,如会员公司的期货从业人员是否具有必要的专业技能,会员公司是否有可靠的信用能力等。

2. 监管已注册登记会员的经营情况

期货行业协会的主要目标是保护客户利益,因而对会员的财务经营情况实行严格的监管制度,以防止由于某个会员公司营私舞弊或会员资金不足而损害客户的利益。

期货行业协会的财务监管内容繁多,小到会员为客户执行的每笔与期货交易有关的业

务活动,大到制定财务管理的规章总则。期货行业协会的财务监管是协会最重要的管理职能,但同时也负责除财务检查外的会员其他方面的检查。如:会员是否公正地处理客户的交易指令,从业人员在交易过程中是否有不诚实的交易行为等。

3. 调解纠纷、协调会员关系

当协会会员与客户、会员与会员或会员同交易所之间发生纠纷要求协会出面调解时,协会按照协会章程及有关规定进行调解。这种调解纠纷的方法简单方便,纠纷双方各派代表参加,协会也派出代表,坐在一起,各自谈出自己的想法,按照“以事实为根据,合情、合理”的原则解决纠纷,这样做可以节省各方的时间和费用。当然,必要时,协会还应当派员调解纠纷的事实情况。

如果期货行业协会调解无效,则由纠纷双方确定一种仲裁方式,由协会提供统一的仲裁程序,按照仲裁程序规则处理纠纷。

4. 普及宣传期货知识和培训从业人员

协会通过普及宣传期货、期权交易的基础知识,包括如何识别在交易中的欺诈行为,如何通过合法的程序解决有关交易纠纷等,提高整个期货业的整体素质水平和职业道德水平,使期货业得以在高层次中有序地运行。协会还要对从业人员进行教育,主要内容包括职业道德教育。

第二节 期货市场监管的组织体制

期货市场监管的组织体制是与世界期货市场同步发展、完善起来的。由于世界各地期货市场历史发展过程各有不同,期货市场管理体制也就具有不同的特点。

一、美国期货市场监管的组织体制

美国期货市场监管可分为政府管理(商品期货交易委员会(CFTC))、行业监管(期货行业协会(NFA))和期货交易所的监管三个层次。期货交易所是基层管理机构。

1. 美国期货市场的政府管理

(1)美国政府对期货的专门监管机构——商品期货交易委员会的组织结构。

商品期货交易委员会(CFTC)是美国独立的、统一的全国期货市场的最高管理机构。它是1974年商品交易法修正案被议会通过时成立的,代替以前农业部直属的商品交易局,对期货行业实行全面的管理。该委员会直接向国会负责报告,受美国众议院的农业委员会及参议院的农业、营养、森林委员会的直接监督。

CFTC由5名委员组成,包括美国总统提名并由议会通过的1名委员长,委员任期5年,可交叉任期。CFTC总部设在华盛顿,共有500多名工作人员,除总部外在全国5个地区设有办公室。整个CFTC系统约有1000名工作人员。

CFTC 分三个部门:交易与市场部、经济分析部、法规施行部。另外设有综合咨询处、首席理事办公室等。各部门主任由委员长指定。交易与市场部负责监管美国所有的期货交易所,使交易所承担起对会员交易行为监督的责任;经济分析部负责持续监督期货市场,防止操纵价格或价格扭曲及其他违法交易行为,保证自由竞争的市场交易,审核期货合约条款,保证其合理性和可行性;法规施行部负责通过行政或司法程序执行商品交易法以及商品期货交易委员会的管理规则,对违反法规的行为予以处分。

(2) 商品期货交易委员会的主要职能。

组织实施有关期货交易的法律、法规,制定有关规章制度;对交易所进行具体的调控、指导和审批;负责管理期货市场的各种商业组织、金融机构和个人投资者所进行的全部交易活动;监督、检查、处理和制裁违反期货交易法规和国家有关法律的各种交易行为,可以进行强制处罚或追究民事、刑事责任;仲裁期货交易纠纷,可以对交易所作出的处罚做出认定、修改、否定等决定。

为实现上述的职能,CFTC 被赋予了相应权力,包括有权决定期货交易所交易的商品种类和品种;拥有全权审查期货交易所开办的经营资格,审定交易所制定、修改重要规则和业务行为规范标准细则的法律有效性;有权对交易所及其会员的业务状况和财务状况进行检查,对违法者有权依法处置;对市场交易秩序进行监控,防止价格垄断或操纵价格行为,避免价格暴跌暴涨引起交易秩序的混乱,从而使整个期货交易活动置于政府的全面监控之中。

2. 美国期货市场的行业管理

(1) 美国期货行业协会的产生。

美国期货行业协会是在期货交易所管理的基础上形成和发展起来的。1982 年 10 月 1 日全国期货行业协会正式成立。商品期货交易委员会规定自 1983 年 8 月 8 日起,只要是向 CFTC 注册为期货经纪商的,都必须是期货行业协会的会员;协会章程也规定其会员不得接受应注册而未注册的交易者的订单。1984 年期货交易法又规定,商品期货交易委员会有权委托全国期货行业协会受理期货经纪商、中间经纪商、商品期货交易顾问、期货基金经理人、交易场内经纪人以及经纪业务关系人等六大人员的注册登记。全国期货行业协会的办公经费主要来自交易所期货交易的管理费。每一笔合约买卖双方需交 0.28 美元给全国期货行业协会,另外期权的权单的买卖双方也必须交 0.16 美元给全国期货行业协会。

(2) 全国期货行业协会的组织机构。

全国期货行业协会的组织、运行要受到商品期货交易委员会的监督和管理。全国期货行业协会的管理机构是理事会和执行委员会。理事会是全国期货行业协会的管理核心和最高权力机构,由 42 名理事组成,其中 23 位来自期货经纪商和中间经纪商,10 位来自社会公正人士。理事任期 3 年。执行委员会负责处理协会的日常工作,执行委员会由 10 名理事组成,成员包括总裁、理事会主席及 8 位其他理事,8 位理事中 3 位代表期货经纪商、2 位代表交易所、2 位代表其他期货行业人士、1 位代表是社会公正人士。会员大会于每年 2 月份召开。

全国期货行业协会设立了注册处、稽核部、仲裁部、教育部 4 个职能部门,以负责注册、稽核、仲裁及教育 4 项工作。

(3) 全国期货行业协会的主要职能。

宣传国家期货监管机关的政策、法规,为国家监管机关提供各个商品期货交易所的运行情况;制订规章制度并强制性实施有关行业道德标准、客户保护的规定和条例,维护期货市场秩序、保护投资者利益,落实审计、监督手段,制止、查处操纵市场价格、欺诈和非法交易等行为;审查会员资格,协助商品期货交易委员会进行注册;审计、监督专业期货经纪商的资金帐户、财务以及一般规则的执行情况,对期货交易中的违法行为有权给予停止 24 小时交易或 10 万美元以下罚款以及开除会员资格,取缔牌照等处罚;仲裁、调解期货交易纠纷;在客户和会员中传播信息;宣传期货交易知识,宣传全国期货行业协会在期货交易中的职能及作用,组织各种教育培训,主管期货从业资格注册考试。

二、英国期货市场监管的组织体制

英国期货市场的组织体制是复合制专职职能型。由于期货市场与证券市场在交易场所、会员制、结算制、下达指令等方面比较相似,所以英国对二者实行统一管理,作为监督管理体制组成部分的法律规章、行政管理机构、行业协会都是根据两大市场的共同特征而制订或设置的。这与美国只限于期货市场监督管理领域的法规、管理机构、行业协会不同。

1. 英国期货市场的政府管理

(1) 证券投资委员会的组织结构。

证券投资委员会是英国证券期货市场的主管机构。它是 1985 年 6 月根据担保书以有限公司形式成立的自负盈亏的机构。1987 年发布的《金融服务法》授予证券投资委员会法定权力,作为指定机构履行监督管理包括期货市场、证券市场在内的投资行业的职能,发展和完善英国投资行业的监督管理体制,建立并保持金融服务行业的严格标准,维护投资者的利益。证券投资委员会对财政部负责。

英国证券投资委员会的组织包括董事会、常设委员会和职能部门。董事会是证券投资委员会的最高权力机构,董事长是董事会的最高行政负责人,由财政部提名,经议会批准。董事会任期 4 年,成员大多是从事金融服务工作或与金融服务工作有关的投资领域的代表。证券投资委员会下设 5 个常设委员会,负责日常专门业务的重大决策的制定和协调,它们是:执行委员会,注册、审批和证书委员会,共同投资计划注册和指定委员会,财务委员会、赔偿委员会。证券投资委员会在业务部门总裁下设置 4 个业务职能局和 3 个行政局:资本市场局、零售市场局、纪律与实施局、法律局以及行政财务局、人事局、秘书局。职能部门具体履行证券投资委员会的各项监督管理职能。证券投资委员会有职员近 200 人,由来自投资行业的专家和具备实践经验者共同组成。

证券投资委员会是非政府性质的组织,成立时由英格兰银行以预付款形式提供开办费,政府不提供财政拨款,委员会也不能申请公共基金。证券投资委员会的经费主要来自对要求注册、指定或审批者收取的申请费和对已注册、指定或审批者收取的定期费用。

(2) 证券投资委员会的职能。

制定监督管理期货市场的规章和原则;发展和完善英国投资行业的监督管理体制;资格

管理;诉讼处理和赔偿;行业培训。

2. 英国期货市场的行业管理

(1) 证券期货协会组织。

证券期货协会是英国期货行业的民间团体,于1991年4月由期货经纪商协会和交易商协会合并而成,属于指定的自律性组织,资金源于协会会员。合并后的证券期货协会对期货、证券两大市场进行统一管理。证券期货协会对证券投资委员会负责。

(2) 证券期货协会的职能。

对已注册的公司进行管理,使其保持正常的注册经营资格,持续达到注册要求的标准,杜绝已注册公司滥用职权,减少风险,并为制订、修改规章提供依据;通过干预、调查、处罚等手段,加强对已注册公司经营活动的管理。

三、日本期货市场监管的组织体制

日本的期货市场监管也是分三个层次,但每一层次的作用却与欧美国家有所不同。

1. 日本期货市场的政府管理

日本对期货市场的管理是分部门管理。日本期货从农产品开始,逐步扩大到工业品和金融,对期货市场的政府管理形成了三足鼎立之势。农林水产省主管农产品期货,通商产业省分管工业品期货,大藏省则专管金融期货。这些主管部门依据相关交易法规对期货市场行使监督管理职能。

2. 日本期货市场的行业管理

日本期货行业管理机构有两个:一是全国商品交易所联合会,另一个是日本商品交易员协会。全国商品交易所联合会成立于1952年4月,全国16个商品交易所都是该联合会的会员,从1976年6月开始,改为社会法人。商品交易所联合会以相互联络为目的。其主要业务有:研究商品期货交易制度;调查和宣传商品期货交易;做商品交易所的年度报告、联合会报告以及发行行业性的专门刊物;商品交易所对商品经纪人进行指导、监督;关于外务员(是商品经纪公司的负责干部或雇员,有权在总公司或营业所以外的场所,接受商品市场中交易的委托,或进行委托建议)的登记事务;接受商品交易所的委任和调停商品交易所的纠纷事件。

日本商品交易员协会也称“期货经纪商同业公会”,它是依据1990年6月正式通过的“期货交易所法部分修改法律”,经通商产业省大臣和农林水产省大臣批准于1991年5月正式成立。团体的构成是全国144家商品经纪商作为会员,组成公益法人。其主要业务是:指导、劝告协会会员进行委托业务时遵守法令;为保护委托人,对协会会员的委托业务进行指导、劝告;解决委托人对协会会员受托业务所提出的不满;向委托人提供情报;协助主管大臣。日本商品交易员协会还作为商品经纪商与商品交易所沟通的桥梁和窗口,负责联络和对话,解决纠纷;也举办商品经纪商的负责人和雇员的进修班;并进行登记外务员的资格考试;还向委托人、社会发行刊物、宣传手册等,宣传期货交易知识。

第三节 期货市场监管法规的主要内容

建立健全期货市场,必须要有健全的法规的保障。期货市场与期货市场法规是同步发展的。期货市场在高度发达的国家都形成了一套比较完善的法规体系。

一、美国期货市场监管法规的主要内容

美国期货市场监管法规,赋予三级监管体系以权力和明确三级监管体系各自的管理范围。除了对三级监管体系进行法律上的界定和规范外,期货交易法规还更多地直接地作用于期货市场和期货交易活动。

1. 美国期货市场监管基本法律的主要内容

(1)美国第一部期货交易条例及修订案。

1921年8月24日,美国政府通过了第一个期货交易条例,主要内容是:一是期货交易所必须是有组织的,并且应制定反垄断价格方案作为其营业的先决条件;二是联邦政府有收集有关期货交易资料的权力和调查价格垄断行为的义务。条例规定期货交易必须在有营业执照的商品交易所内通过交易所会员来进行。交易所所有反对价格垄断的义务,如果违反的话,必须交纳一项禁止交易税。该条例后因有悖宪法,滥用联邦政府的征税权,被美国联邦最高法院取消。

(2)1922年的美国谷物期货交易法。

1922年美国在修改第一部期货交易条例的基础上,重新颁布美国谷物期货法案。该法为期货市场下了定义并明确赋予了期货交易所在法律上的地位。该法的主要内容是:期货交易必须依法进行,具体商品的期货交易活动只能在经联邦注册的交易所内进行;期货交易必须在交易所内由会员进行,并必须在有期货交易所会员资格的经纪人那里设立专门帐户;期货交易所若违法经营,且未能采取切实有效的措施来监督市场交易行为,联邦政府可以吊销该期货交易所的营业执照;在美国农业部内设立谷物期货管理局,并赋予监督、取得市场交易资料及检查交易会员记录、财务簿证等权力。

(3)1936年的美国商品交易所法。

1936年美国商品交易所法的主要内容是:加强了联邦政府对期货交易的直接监管,允许政府设定客户投机头寸的最高值,并且可以收集个人交易者头寸信息,同时,把垄断行为定为刑事犯罪;扩大期货交易所经营范围,使交易所对商品管理范围从谷物、亚麻籽扩大到棉花及其他农业商品;加重期货交易所责任,交易所负有禁止垄断价格行为和诸如预定交易、虚卖、融通交易等非竞争交易形式的责任;把期货经纪人定义为经纪商,经纪商必须登记挂牌,场内经纪人须登记领取许可证,并规定客户资金必须另立帐户;成立由农业部长、商业部长和司法部长或由其指定的代表组成的美国商品交易所委员会,负责发放期货交易所许

可证,制定期货经纪商佣金和场内经纪人注册程序,规定投机最大合约持有数量与日交易停板额,防止和惩罚操纵价格、散布不真实市场信息及非法交易;组织实施 1936 年法律和处罚违法行为等。该委员会后于 1947 年被商品交易局所取代。1968 年,该法曾作较大修改,增加了罚款规定,并为防止期货经纪商破产,规定其必须具备的最低资本额。

(4)1974 年美国商品期货交易委员会法。

1974 年 10 月 23 日,在修改 1936 年商品交易所法的基础上,美国国会正式通过了美国商品期货交易委员会法。该法成立了美国商品期货交易委员会,即 CFTC,取代了商品交易局;并赋予该委员会承担商品交易局的所有职能以及监管期货交易的管理权。该法正式承认了美国期货行业协会与期货交易所为自我监督组织。

(5)1978 年期货交易法及 1982 年夏德——约翰逊法案。

1978 年期货交易法重新确认了 1938 年、1968 年美国期货交易法的某些条款,如期货代理商最低资本限制额等。同时,该法正式赋予商品期货交易委员会对所有期货合约有交易监管的特权,并于 1981 年起,将金融期货的期权交易、农产品期权交易列为其管理范围。

1982 年美国国会正式确认通过了期货交易委员会主席约翰逊和证券交易委员会主席夏德提出的夏德——约翰逊协议法案,作为 1978 年法律的补充。该法案规定,商品期货交易委员会和证券交易委员会对股票指数期货拥有管辖权,从而使美国商品期货交易委员会拥有股票指数期货和期权合约的管理权限。

(6)1982 年、1986 年的期货交易法案。

在这两个法案中,仍确保商品期货交易委员会对期货行业的唯一管辖权。1982 年期货交易法案规定,保持 1974 年期货交易法关于美国国会保留对期货交易委员会每隔 4 年重新授权的权利,1986 年法案则改为 3 年。

2. 关于期货经纪商监管的主要法律规定

美国期货交易法律明文规定:每一项期货交易必须通过交易所会员在交易所内买卖,只有会员才有资格进行期货合约的买卖,代替客户从事期货交易。因此,期货市场就存在专门接受委托、代客做期货交易并以此收取一定佣金的期货交易经纪商

(1)登记注册制度。美国法律规定,期货经纪商可以为个人,也可以为一个组织,但任何代客进行期货交易的个人必须通过国家商品期货经纪资格考试,同时还必须通过国家证券自营商协会组织的期货系列考试,经纪人必须在期货交易委员会以及证券自营商协会中登记注册。法律规定,经纪人必须优先考虑客户的期货买卖。

(2)财务管理制度。一是会员向客户征收的每张合约的保证金不得低于其给交易结算所的保证金,并应按规定提供履约保证金和制定每日损益值,以此来保证期货合约财务制度的完整性;二是帐户分立制度。客户资金应单独设立帐户;不许挪用或擅自动用某客户资金为其他客户交付保证金;三是维持一部分额外基金,防止可能出现的非故意违反财务制度的行为;四是经纪代理商自身帐户上的流动资产额必须保持在全部资产总额的 51% 以上;五是期货经纪商必须填制经期货交易委员会规定和许可的统一格式的财务报表,并向期货自律监督组织呈报等。

(3)有关保存记录的规定。期货经纪代理商应在办公地点和期货交易所内填制每一位

客户关于期货或期权交易的指令和时间,并作为业务记录加以保存,以便凭此入帐,还必须在总帐之中填制每一位客户每一笔交易的收入与支出情况。同时,所有与期货交易有关的记录凭证、帐本以及附带说明的文件和电话录音带须妥善保存 5 年,在保存的头两年之内必须随要随取。

3. 关于期货交易所的法律规定

(1)期货交易所必须在期货交易委员会正式批准下才可以筹建设立,并应遵循严格的程序。同时,期货交易所设立具有一定的存续年限,但须视其运行绩效,由期货交易委员会核准是否继续设立。

(2)期货交易所所有权收取交易手续费和会员会费,建立有效完备的自我管理体系,有权禁止合约的场外交易,制订交易所章程、业务规则及其他管理制度,对违反章程、规则及制度的会员单位或个人,有权对之作出处罚,直至除名。

(3)期货交易所所有权对期货商品规定保证金的最低收取额,并对不履行期货合约买卖者,将其保证金用作损害赔偿之用;期货交易所对于期货买卖违约所产生的损害负有赔偿之责,然后再向期货违约者要求偿还其所赔偿的金额与违法产生的一切费用等。

(4)期货交易委员会有权修改期货交易所的章程或者停止、禁止、取消其决议案或处分;有权派员检查期货交易所业务、簿据、财产或其他物件等。

对期货交易所的处罚可分为两大类:一是对期货交易所的处罚,二是对期货交易所内部经纪人、会员、工作人员的处罚。

当期货交易所的行为违犯法律法规、妨害公益、扰乱市场时,期货交易委员会有权解散交易所;停止交易所部分或全部营业;责令交易所工作人员辞职;停止经纪人或会员的营业资格或予以除名;对交易所予以罚款。

当交易所经纪人、会员、工作人员发生不合法行为时予以如下处罚:罚金;取消其交易所内的资格;予以终生除名;追究刑事责任(判刑);其他符合法律法规及交易所制度的必要处分等。

二、英国期货市场监管法规的主要内容

1987 年,英国在吸收 1985 年《投资者保护法》内容的基础上,发布了《金融服务法》,对投资行业监管做出了全面、系统、严格的规定。该法涉及复杂多样的市场、市场参与者、市场交易标的品种等内容。

《金融服务法》分为 10 个部分 212 节,其中第一部分可分为 14 章,另外还有 17 个同样具有法律效力的程序表。这 10 大部分涉及的内容是:①投资行业法规;②保险行业;③赞助团体;④证券上市管理,包括上市申请的批准、暂停和取消程序,对失误或误导的赔偿,发行者义务、公告、费用等;⑤非上市证券的发售,包括招股书的形式、内容、披露责任、失误或误导的赔偿、违法等;⑥接管发行;⑦内幕交易,包括从官方正式渠道获取的信息,价格稳定化,对内幕交易的调查,对拒绝配合调查的处罚等;⑧对公开信息的限制;⑨关于金融行业可交换的工具等;⑩其他规定,如资料保护、短期债券发行,对已取得的信息加以保密等。

《金融服务法》的主要作用是:

(1)依法授予证券投资委员会管理期货市场的权力,使其有权制订各种规章,组织实施《金融服务法》,帮助自律管理组织健全自律机制。

(2)严格依法管理市场。扩大了禁止内幕交易的法律管理范围,限制可公开获取的资料,禁止操纵市场价格,禁止编制欺骗性说明书以及未经批准进行投资公告。

(3)要求投资人通过适当方式进行注册,保持适当资本,规定其资产必须委托给经批准的受委托管理人,禁止转让资产,以加强对投资人的直接管理。

(4)保护投资者利益。从业者必须遵守职业道德,合理管理客户资金,不得进行误导和对赌交易,有义务对损失进行赔偿。依法建立投资者保护体制,金融服务领域管理单位要建立正常程序和仲裁制度。

对投资业务人违法造成的损失,投资者可以向金融服务法庭提起诉讼,请求赔偿。证券投资委员会有权取消不愿支付赔偿公司的经营资格。

(5)为监督提供法律依据。国务大臣有权任命监察员调查内幕交易情况,在证券投资委员会直接管理的公司必须设置审计师,审计师可以不受任何法律限制与有关监督机构进行联系。

三、日本期货市场监管法规的主要内容

日本期货市场管理法规体系包括国家级法律、部门法规以及地方法规。有关期货交易所的直接专门法律有:

(1)1893年颁布的《交易所法》,规定了可以开展以谷物为主,包括棉纱、棉花、蚕丝、砂糖等商品在内的农产品期货交易。

(2)1950年重新修改了《交易所法》,将有关证券部分从《交易所法》中分离出来,正式颁布了《商品交易所法》。该法经过12次修订,共分17章166条,内容包括:总则、设立、会员、商品交易所、机构、财会、买卖交易、买卖交易的委托、解散和清算、监督、商品交易所审议会,各种细节和罚款等。

(3)内阁颁布的《商品交易所法施行令》,1950年颁布,已修改了22次。

(4)《交易所税法施行细则》。

(5)《交易所法》。

(6)由农林水产省和通商产业省发布的《商品交易所法施行规则》,1950年公布以来已修改了12次共10条。

(7)由农林水产省和通商产业省发布的《商品交易员委托业务保证金规则》,1968年发布以来修改了3次,共21条。

(8)《农林省主管大臣对有关商品限价率规定的通告》。

(9)《通产省对有关商品限价率确定的规定的通知》。

(10)各交易所制定的本所条例,涉及交易所内部的组织、交易、结算、监督、检查、处罚、管理等各方面。交易所的条例经主管大臣确认后生效。

日本期货市场管理法规对主管大臣的地位和作用也有明确的规定,主管大臣对交易所及其会员的业务状况和财产情况有检查的权力和责任。受检查者应提交真实的材料。监督检查对象为涉嫌违法或违反交易所条例的行为、帐簿、文件及有关材料。

主管大臣依法拥有对交易所开办、会员和交易所资格的批准权,对交易所职员任职审批权,对清偿机构的指定权,对上市品种的决定权等,在必要时还可以对交易所行为进行直接的行政干预。法律还规定,政府设有“商品交易所审议会”作为主管大臣的咨询机构。

第四节 我国期货市场监管的法规和政策

期货市场是市场的高级形式,其高风险、高利润和高度竞争的特点,对法律、法规的要求特别高。换言之,没有高度完备的法律、法规,就不可能有健康规范的期货市场。然而,就目前来说,我国还没有全国性的期货法规,更没有期货法。因此,对期货市场的监管,主要是依据国家期货市场监管部门发布的行政规章和政策性规定。

一、我国期货市场试点原则和监管组织的规定

国务院下发的国发(1993)77号文件《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》要求:在期货市场试点工作中,必须坚持“规范起步,加强立法,一切经过试验和严格控制”的原则。为了加强对期货市场的宏观管理,实行统一指导和监管,国务院决定,对期货市场试点工作的指导、规划和协调、监管工作由国务院证券委员会负责,具体工作由中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)执行。各有关部门要在证券委的统一指导下,与证监会密切配合,共同做好期货市场试点工作。

二、关于试点期货交易所的基本规范要求

1. 交易所的性质

期货交易所是实行自律性管理的非营利性会员制法人。会员制的内涵是,会员占有交易所的资产股份,参与交易所重大问题的决策和管理。交易所必须坚持公开、公平、公正的原则,坚持集中交易竞价制度,坚持统一结算制度,为交易当事人提供优质服务。

2. 设立交易所的程序

期货交易所的设立必须经证监会审核,报国务院批准,在国家工商行政管理局登记注册。交易所不得设立分支机构。

3. 交易所的业务范围

交易所的业务范围包括:为期货合约的集中竞价交易提供场所和设施;组织管理期货交易活动;监管会员的期货业务活动;办理期货交易结算和交割;处罚会员违规违约行为。同

时,交易所自身不能从事期货交易,也不得以营利为目的从事与交易所职能无关的其他商业活动。

4. 交易所的组织结构

交易所的权力机构是会员大会,会员大会选举产生理事会和监事会。

理事会是交易所的管理决策机构,理事长是交易所的法人代表。

交易所的日常工作由总裁负责,总裁必须在理事会领导下开展工作。

5. 交易所的收费

交易所的年会费不得高于5万元;向会员收取席位费,并存入银行的专用帐户;向会员收取的手续费不得高于交易金额的5%,手续费的20%必须提作为风险基金,存入银行专用帐户,专款专用。

6. 交易品种的推出

交易所推出新的品种或关停品种或被关停的品种重新上市均须证监会批准。

7. 交易的规范管理

(1)套期保值头寸与投机头寸区别对待。交易所必须指定专门部门对会员申报头寸的性质进行判别。套期保值头寸采取报告制度,但必须出示有效证明文件,如生产计划、购货订单等。套期保值头寸不得炒作,只能进行实物交割或一次性平仓。未向交易所报告头寸性质的,一律视为投机头寸。

(2)对投机头寸要严格实行绝对量限仓。对每个上市品种、每个客户的投机头寸可按自然人和法人定标准,自然人客户持仓限量要低于法人持仓限量。

(3)建立大户报告制度。客户投机头寸达到限仓量的80%时,会员必须代客户向交易所申报客户的资金情况和头寸情况。

(4)对交割月及交割月前一个月的持仓进行严格限制。

(5)所有品种交易保证金不得低于交易金额的5%;进入交割月份,保证金必须提高到20%以上。交易所不得接受金融机构保函作保证金。

(6)统一结算价的确定方式:各品种每日结算价按该品种全天交易加权平均价计算。

(7)期货交易所不得自行制订、公布现货采集价,不得使用现金交割或变相现金交割等非实物交割方式。

(8)建立订单报价价幅限制制度。任何订单的报价如超过前一成交价(最新价格)为基准的上下一定幅度,由计算机程序自动控制,在限价价位停留一段时间,然后逐步移动价位。

(9)交易所不得使用不正当手段诱导会员或客户过量下单。

(10)禁止交易所发布市场预测信息。同时,严格防止泄密和禁止内幕交易。交易所工作人员及其直系亲属,不得参与本交易所的期货交易;交易所工作人员不得利用工作之便向任何人私自透露交易情况、交易信息、客户资金状况等;建立保密制度,对会员成交、持仓情况等信息的查询设立严格的程序。

8. 对定点交割仓库的管理

(1)要对定点交割仓库的管理情况进行认真检查,制定和完善交割仓库管理规定。

(2)指定专人负责交割仓库的管理,定期检查制度的落实情况。严格监督和验证定点交

割仓库出具的仓单,从严审批仓单抵押,防止虚假仓单流入市场。

(3)严禁定点交割仓库直接或间接参与期货交易,严禁交割仓库向市场泄露仓储情况。

(4)对出具虚假仓单的交割仓库和使用假仓单进行期货交易的会员或客户,一经查实,要严肃处理。构成犯罪的,移交司法机关追究刑事责任。

(5)对由于交易所对定点交割仓库管理不严,产生严重后果的,证监会将根据有关规定对交易所进行处罚,并追究有关责任人员的责任。

三、关于期货交易所会员的规范要求

1. 对期货交易所会员的基本规范要求

(1)期货交易所会员是期货交易所根据期货交易有关法律、行政法规和期货交易所章程审查批准,在期货交易所进行期货交易的法人。

(2)会员应是具备相应的资金实力、良好的商业信誉和职业道德,并在中华人民共和国境内登记注册的法人。

(3)有严重违法行为记录的法人或者曾被期货交易所除名的法人自处罚之日或开除之日起3年内不得成为会员。

(4)会员资格可以转让,会员退出交易所,应提前30个工作日向交易所提交退出报告,并经期货交易所审查同意。

(5)兼并会员的法人和与会员合并后新设立的法人要继承会员的资格,必须向期货交易所提出申请,经期货交易所批准后方能实现。兼并会员的法人和与会员合并后新设立的法人有优先获得会员资格的权利。

2. 对期货经纪公司的基本规范要求

(1)申请设立期货经纪公司,必须符合国家的有关规定,并向当地主管部门提出申请,经审核同意后报证监会审批;获批准的,应向国家工商行政管理局办理登记注册手续。

(2)期货经纪公司申请设立,应提交下列文件:公司章程、业务规则、内部管理规则;管理人员和业务人员简历和学历证书;经营场地的所有权或使用权证明;租用国内外通信设施合同或意向书;风险揭示书和客户委托书样本;交易所会员证明;法定验资机构出具的验资证明及资本金入帐的原始凭证;出资人的营业执照及经法定审计部门审计的最近一年的财务报告;公司主要负责人的无犯罪记录证明。

(3)期货经纪公司需注册资本金1000万元人民币以上;与经营业务相适应的从业人员不得少于20人。

(4)期货经纪公司的业务范围包括国内期货经纪业务,期货投资、信息咨询服务业务,期货从业人员培训业务。

(5)期货经纪公司变更法人代表、经营范围,以及停业或者破产,应向监管部门提出申请,经批准后方可办理有关手续。

(6)期货经纪公司可以成为一个交易所的会员,也可以成为若干个交易所的会员。

(7)非交易所会员的期货经纪公司必须在有经纪业务资格的会员处开立帐户,办妥有关

手续后方可从事期货交易代理业务。

(8)期货经纪公司的实际自有流动资金不得低于其客户资金(保证金)的5%。低于该比例的,应停止接受新的代理委托,并按规定期限补充资金。逾期仍未达到规定比例的,交易所有权停止其代理活动。

(9)期货经纪公司从事委托代理业务时,只能接受具体的委托指令,不得接受全权委托。

(10)期货经纪公司不得有下列行为:制造和提供虚假信息,强制或诱导客户做一个方面的交易;通过合谋,集中资金优势,联手买卖,操纵价格;在市场内进行自我配对交易;为客户进行透支交易。

3. 对期货经纪公司营业部的基本规范要求

(1)期货经纪公司设立期货营业部,须经中国证监会审核批准。该营业部属《公司法》第十三条第一款规定的分公司,不具有企业法人资格,其民事责任由期货经纪公司承担。经中国证监会审核批准的期货营业部,可以按照中国证监会核准的期货业务范围,从事国内期货经纪、期货咨询服务和期货培训的部分或者全部业务,但不得从事期货自营业务。

(2)期货经纪公司设立期货营业部,必须具备的条件是:①持有中国证监会颁发的《期货经纪业务许可证》及国家工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》;②上一年度为盈利企业;③注册资本金在人民币1000万元以上,同时是4家以上期货交易所会员的,可申请设立一个期货营业部;注册资本金在人民币2000万元以上,同时是8家以上期货交易所会员的,可申请设立两个期货营业部;注册资本金在人民币3000万元以上,同时是12家以上期货交易所会员的,可申请设立3个期货营业部。一家期货经纪公司最多只能设立3个期货营业部;④期货营业部具有专用通讯设施和设备;⑤期货营业部持有证监会或其授权机构颁发的《期货从业人员资格证书》的从业人员不得少于10名。

(3)申请设立营业部的期货经纪公司须将申报材料报送期货营业部拟设立地的省、自治区、直辖市或计划单列市期货监管部门进行初审。初审通过后,由地方期货监管部门将初审意见及审核材料一并上报中国证监会进行复审。期货经纪公司持中国证监会的批复文件和《期货经纪业务许可证》,到国家工商行政管理局申请办理营业登记。

(4)期货经纪公司设立期货营业部,需申报的材料是:填写清楚的中国证监会制作的《期货经纪公司营业部登记表》;《期货经纪业务许可证》和《企业法人营业执照》的复印件;期货营业部管理人员(副经理以上)简历及资格证书复印件和无犯罪记录证明(由户口所在地公安、街道或上级主管单位人事部门出具);国内期货交易所会员证明;期货营业部经营场所所有权或使用权证明;租用通讯设施合同;期货经纪公司上一年度经法定审计机构审计的财务报告。

(5)经审核批准的期货营业部名称,一律用“××期货经纪有限(责任)公司××营业部”字样,不得使用其他名称。

4. 对非期货经纪公司从事期货经纪业务的基本规范要求

(1)非期货经纪公司会员申请从事期货经纪业务,必须符合的条件是:注册资本金不得低于人民币3000万元;从事期货业务(不含期货代理)一年以上,无严重违规行为;由所在期货交易所推荐;在公司内部设立期货经纪业务部;开设专门帐户;与公司财务分开;有完善的

组织机构、期货交易规则和从业人员管理规则;有固定的经营场所;能提供合格的交易、结算、通讯、信息服务和录音设施;持有证监会或其授权机构颁发的《期货从业人员资格证书》的从业人员不得低于 10 名。

(2)申请审核程序是:非期货经纪公司会员向期货交易所提出从事该交易所期货经纪业务的申请;期货交易所根据上述条件和会员申请,填写中国证监会统一制定的《期货交易所推荐意见表》,同时提出推荐意见,报会员单位所在省、自治区、直辖市或计划单列市期货监管部门并抄报证监会;非期货经纪公司会员将申报材料报送地方期货监管部门初审通过后,由地方期货监管部门统一将初审意见及申报材料一起上报中国证监会进行复审;获准从事期货经纪业务的非期货经纪公司会员,持中国证监会的批复文件和《期货经纪业务许可证》,到该公司登记机关申请办理变更经营范围的登记手续。

(3)非期货经纪公司会员申请从事期货经纪业务,应向地方期货监管部门申报的材料是:填写清楚的中国证监会制作的《会员经纪业务申请登记表》;期货交易所填写的《推荐意见表》;公司《企业法人营业执照》复印件;最近一年来从事期货业务的情况报告;主管部门或公司董事会出具的同意从事期货经纪业务的文件;经法定审计机构审计的非期货经纪公司会员最近两年的财务报告;期货业务部门负责人(副经理以上)简历、资格证书和无犯罪记录证明;经营场地的所有权或使用权证明和租用国内外通讯设施合同;期货业务部门的交易规则、从业人员管理规则、风险说明书和客户委托合同书样本。

(4)获准从事期货经纪业务的非期货经纪公司会员,只能从事具有期货经纪业务资格的国内期货交易所的期货经纪业务。非期货经纪公司会员不得从事期货交易所的二级代理业务,不得以任何名义设立从事期货经纪业务的分支机构。

四、关于期货交易风险控制,严格禁止违规行为的有关规定

这些规定主要有:

(1)试点期货交易所要严格按照交易规则进行运作,严禁透支交易、借仓交易、联手交易。一旦发现上述违规行为,要从严从快查处,取消会员资格。

(2)交易所要加强对持仓大户的监控和管理,严格执行大户申报制度、每日结算制度、保证金制度和强制平仓制度。同时,密切注视市场动向,发现异常情况及时处理,并向证监会报告。

(3)各期货交易所必须严格控制市场持仓总量。交易所应制定交易活跃品种的市场持仓总量控制线,报证监会批准后公布实行。对超过市场持仓总量控制线的新开仓部分,必须追加收取成交金额 50% 以上的交易保证金。

(4)禁止 T+0 结算,即期货交易所不得允许会员单位用当日平仓后清退的保证金和平仓盈利于同一交易日开新仓。同时,也不允许会员利用未平仓合约的浮动盈利开新仓,不得允许会员提取未平仓合约的浮动盈利。

(5)禁止用银行贷款或拆借资金参与期货交易。

(6)从新推出的合约月份起,除确需进行实物交割的套期保值头寸外,各交易所一律不

得允许会员单位利用仓单抵押代为支付交易保证金。

(7)各交易所在每月5日前应将上月交易情况汇总上报证监会,每季度最后交易日后5日内将该季度交易情况汇总上报证监会。

(8)除中国证监会批准的期货经纪公司外,任何其他机构一律不得从事期货二级代理业务,对违反者按照超范围经营,根据有关法规给予严厉处罚。凡接受此类机构二级代理业务的交易所会员,证监会将按有关规定进行处罚,责令交易所取消其试点资格,并吊销其从事期货经纪业务的许可证,并对主要负责人给予纪律处分。

(9)交易所要严肃查处超量持仓、垄断市场和联手操纵市场的行为。对于涉及此类行为的交易所会员,中国证监会按有关规定没收其非法所得,进行罚款,责令交易所取消其会员资格,并吊销其从事期货经纪业务的许可证。对涉及此类行为的客户,证监会没收其非法所得,给予罚款,通报各交易所和会员单位禁止其进入期货市场。

(10)对监管不力、不能有效防范操纵市场行为并造成恶劣影响的交易所,证监会将追究交易所理事长和总裁的领导责任,责令交易所停业整顿,情节严重的报国务院批准取消其试点资格。

(11)交易所要按照中国证监会制定颁布的各项措施和制度进行认真的自查工作,不符合规定或者没有达到要求的,要立即进行改正。凡不改正的,一经核实,证监会将责令其停业整顿,并追究交易所理事长和总裁的领导责任。停业整顿后仍达不到要求的,报国务院批准取消其试点资格。

五、对期货从业人员的规范要求

对期货从业人员的规范要求,国务院证券委员会下发的《期货经营机构从业人员管理暂行办法》已有明确的规定。

所谓期货从业人员:一类是指期货经营机构的管理人员;一类是指期货经营机构的业务人员,包括从事期货交易的劝诱、开户、受托、执行、保证金收付、结算及交易业务的人员和从事期货交易投资分析、咨询或期货经营机构内部财务、业务稽核及其他相关业务的人员。

1. 期货业务人员应当具备的基本条件

①具有中国国籍;②年满18周岁,具有完全民事行为能力;③品行良好,正直诚实,具有良好的职业道德;④未受过刑事处罚,并在申请从事期货业务前连续三年内无经济违法记录;⑤接受过专门培训,并通过证监会授权统一组织的从业人员资格考试,获得证监会授权统一颁发的从业人员资格证书。

2. 期货管理人员应当具备的基本条件

期货管理人员除应具备上述5项条件外,还需具备以下条件之一:

①在证券或金融机构工作3年以上,并曾担任证券或金融机构部门经理以上或同等职务;②在证券或金融机构工作5年以上,并曾担任证券或金融机构部门副经理以上或同等职务;③从事与期货交易上市品种相同商品的经营工作3年以上,并曾担任部门经理以上或同等职务;④在期货、证券、金融行政管理部门工作5年以上,并曾任科长以上或同等职务;⑤

有充分事实证明其具备期货专业知识或期货经营经验,并能有效经营期货业务。

3. 对期货从业人员禁止的行为

期货从业人员不可以有下列行为:

①不如实向客户说明期货交易的风险,或者对客户作获利保证;②不按照规定把代理业务与自营业务分开;③擅自挪用客户保证金或套用不同帐户资金;④与客户私下约定分享赢利或者共担风险损失;⑤利用客户帐户或者名义为自己从事交易;⑥用假名进行交易;⑦伪造、涂改、买卖各种审批文件和各种业务凭证;⑧故意制造和提供虚假信息;⑨为未开办开户手续的当事人从事交易;⑩泄露客户的委托事项或者与之有关的信息;⑪私下对冲;⑫不按客户的委托事项进行交易;⑬国家法律、法规禁止的其他行为。

4. 期货从业人员的从业规则

①必须取得资格证书;②同一从业人员在同一聘期内,只能受聘为一家期货经营机构服务;③在从事期货经纪活动时,应当代表其所属的期货经营机构与客户签订书面委托协议。双方当事人应当在书面委托协议中就各自的权利义务作出明确规定;④不得接受客户的期货交易全权委托。

从业人员受到中止资格处罚的,处罚期间任何期货经营机构不得录用其从事期货业务;凡被注销从业人员资格者,期货经营机构必须予以除名,任何期货经营机构不得再以任何形式予以录用。

六、对参与期货交易客户的规范要求

参与期货交易的客户分为自然人客户和法人客户两类。自然人客户参与期货交易的基本要求,各期货交易所都有所规定。对法人客户的要求在国办发〔1994〕69号文件、国办发〔1994〕92号文件、证监发字〔1994〕190号文件和国发〔1996〕10号文件都有明确的要求:

“对国有企业、事业单位参与期货交易要进行严格控制,因业务需要参与期货交易的要以套期保值为主,并只能从事与本单位生产经营有关的期货品种。亏损单位不得从事期货买卖。盈利单位参与期货交易须经主管部门批准或由公司董事会做出决定。主管部门和公司董事会要在财务上对用于期货交易的资金总额、资金来源、资金运用、帐务处理等方面做出明确规定。”

在交易所中持仓量前10位的国有企业、事业单位会员和客户有义务向交易所提交其营运资金(流动资金减流动负债)状况报告。持仓额超过其营运资金5倍的国有企事业单位客户,要向交易所提交其主管部门或公司董事会的批准文件。无上述文件的,交易所所有权责令其停止下新单、限期平仓。

七、境外期货和金融期货业务的政策规定

按照国务院1993年77号文件规定,“未经中国人民银行和国家外汇管理部门批准,一律不得从事金融期货业务和进行外汇期货交易。”

国办发〔1994〕69号文件规定,“根据中国人民银行《关于严格控制开办金融期货业务的紧急通知》(银发〔1993〕321号),对开办金融期货业务要严格控制;一律不得开展国内股票指数和其他各类指数的期货业务;从事人民币对外币的汇率期货业务的管理办法,由国家外汇管理局商证监会另行规定,规定下发前,任何机构不得开办该项业务。”经批准,“少数交易所可开展国债期货交易试点”。

“各期货经纪公司均不得从事境外期货业务。”

“已设有期货经营机构的全国性公司,经证监会重新审核批准,可为本系统在境外期货市场进行套期保值业务,但必须在证监会指定的境外期货交易所进行交易,交易品种须经证监会认可。委托境外期货经纪公司代理交易,受托方必须是证监会认定的交易所的结算会员”,“发生实物交割时,要按外经贸部进出口管理办法办理。”

“外汇指定银行和国家外汇管理局批准经营外汇业务的非银行金融机构,经国家外汇管理局和证监会审核批准,可利用境外外汇期货业务进行套期保值,但要接受国家外汇管理局和证监会的监督管理。”

“外汇期货交易除了在广州、深圳两个城市按规定进行试点外,增加上海市为试点城市,其他省、市一律不得开办该项业务。”

“从事境外期货业务必须取得证监会颁发的境外期货业务许可证。”

第十三章 期货市场战略战术

期货市场是一个输赢很大的战场,几乎所有的交易者,都将会尝到人世间的酸甜苦辣,它所以吸引人的地方就在于永远存在着成功的可能。但期货交易,绝不是单凭高深的学术基础,或是广博的技术分析经验,就能杀进杀出,获取厚利的。

期货交易的基本策略是一门博大精深的艺术,是一汪让人看不到底的深潭,投资期货的赚钱之道,生钱之法便从此汨汨而出。大凡从期货交易中赚得巨额利润的成功者,都能够列举出投资期货的一系列的“头头道道”,而这些“头头道道”便是投资的学问,投资的艺术——一句话,投资的战略战术、原则策略。这些策略是从反反复复期货交易实践中提炼出来的真知灼见。

当然,作为一个初入期货市场的新手,成功在于实践。这里就向广大期货投资者介绍一些期货投资家数十年来积累起来的一些成功经验,如果你能吸收、且身体力行,相信你一定能大大提高买卖成功的机率。当然,想熟知这些期货交易战略战术并非难事,花不了太大功夫,您甚至可以完全背诵这些条款。而一旦实际运作起来,顾此失彼。尽管如此,在瞬息万变的期货市场上左右逢源、博取利益,仍必须洞悉期货交易的战略战术,这对于保持头脑清醒大有好处。

第一节 期货交易应坚守的原则

一、期货交易恪守的一般原则

1. 凡事要有计划

良好的计划是成功的先导,期货交易风险性大、投机性高、涉猎面广,必须制定良好的投资计划。作为一个成功的期货交易者,在交易时,都要预先拟定期货投资计划,逐步调整设定的利润和损失点。操作计划犹如大海航行中的“罗盘”,没有计划的买卖当然也有机会获

利,但其一旦在波动中迷失方向就难逃厄运。而作好了计划,一旦在退却中都可以做到“游刃有余”。有明确的买卖点、获利目标和损失额度,再辅以详细的基本与技术分析,就会使交易有板有眼。

其一,按计划操作。最重要的是要设定交易计划的获利目标。市场上的基本规律,从一般的情况来说,就是潜在的风险与利润成正比例。高的报酬所需承担的风险就相对较高,高报酬低风险的交易是不存在的。所以,作为一个投资者,在市场不确定的情况下,要想赚取高额报酬,就要承担高风险,为了能保持风险对报酬的因素相对平衡状态,在投资者进入期货市场进行交易时必须首先明白其所要达到的目标利润。

其二,确定目标利润。通常情况下,在理想的情况下,就是要设定,一年(或半年内,即6个月或12个月)内的投资报酬率水平。例如,一个投资者设定其每年交易的投资报酬率为20%,为了能够达到此利润目标,他可能会愿意承担交易资金10%的风险,但在个别的期货交易上要拟定出风险百分比的限制就较困难,因为有许多要考虑的因素牵扯其中。但这并不否定设定一个目标利润以及每笔交易的风险程度的必要性。

交易计划中的获利目标的确定,是整个交易计划的重点,因为它提出一个明确的目标,使投资者朝此目标前进。在实际操作中,万一交易计划的利润目标无法顺利实现,还应有变通的计划以便能够抽身退出期货市场。假如目标利润能够顺利达成的话,就采取浮动停止交易定单或其它另外的方法来保持交易利润成功,及时退出市场。

同样地,损失额度也和获利目标一样作为交易计划的一个方面,这是一项防守的计划,当交易出现意外而发生亏损时,可以及时利用停止损失交易订单这项交易工具,从而帮助投资者限制风险,及时退出市场。目标利润和损失额度的确定也就确定了期货交易的买点与卖点。从而,按照全面的交易计划操作,从总体上说,可使投资者立于不败之地。

2. 坚持自信心,不受外界所左右

期货交易应保持强烈的自信心,坚持自己对期货市场的分析预测,不要听信小道消息、谣言,不要被一些投机大户的假象所迷惑。

期货市场的小道消息、谣言常会使自己的分析判断失误,使自己的交易方向产生偏差。期货交易者应坚持自己的分析,不为谣言所煽动,此时成功已在望了。当然,你应有一套技术分析的工具可资利用,阻绝掉任何流言,坚持自己的交易习惯。虽没有一种方法能够确保你万无一失,但有一点是明确的:准确度、正确性达到百分之八十以上的分析预测方法,比毫无根据的谣言总要强过甚多。

交易者的自信应建立在充分掌握情况的基础上,利用技术分析法通过对期货市场的各种特征因素进行准确的判断,确定市场价格走势,从而坚持自己的分析,阻塞流言,按照自己的交易方法继续进行。否则,盲目的乐观会导致期货交易失败,这是被血的教训所证明了的。

往往刚踏入期货市场的交易者,甚至一些老手都有这样的坏习惯:每天都握着合约不放。他们考虑到自己的交易帐户没有交易记录或成绩不佳,就随便搪塞一项商品期货合约,然后就握着不放,熟不知这是一种潜在成本非常高的不良习性,是非常不明智的行动。

3. 挑选有正确可靠信息的期货商品进行交易

任何行动之前都必须慎加考虑,不打无把握之仗。除非你所选交易的期货,经过你深思熟虑,正确评价可望其未来的利润将是风险的好几倍,否则不要总是持有其合约。如果市场条件以及你所交易商品种类的特性允许,你当然也可以长达半年之久地握有合约或是退出期货市场几个月再伺机而动,但必须对自己的期货交易的各个方面了然于心。

二、套期保值应恪守的原则

1. 切勿做同方向的对冲交易

所谓的对冲交易就是在期货市场与现货市场同时采取反方向的交易行为。但有些时候对冲交易者在商品价格上涨时心存投机的想法,本身在现货市场已持有现货,却又在期货市场中对同一种商品期货采取买空策略。假如市场价格真的上涨这当然是一种好的交易,但这并不算是对冲交易。如果价格的走向与所预测的相反,那么在期货市场里的损失及现货市场里的亏损合起来,就将是原来损失的两倍。在国际期货市场上,虽然有些成功的企业是以此方法起家的,但是,对于一个对冲交易者来说,不应该在其商品价格水准上作投机性交易行为。因为,对于对冲交易而言,期货市场的最大作用,就是将风险由对冲交易者身上转移到投机交易者身上,若是一个对冲交易者除了生产商品及制造加工程序的内在风险之外,又去承受额外的风险,那将是自找麻烦。

2. 千万注意基差变动

作为一个期货投资者,应该经常地将有关价格的资料记录下来以追踪每日或每周的基准差价。基差通常比价格的水准具有预测性,当发现基差的改变对整个对冲交易策略有重要的决定性时,就应该建立一笔对冲交易。

对于一个期货交易者,假如有一个合乎标准的对冲交易情况下,不管它对基差了解多少,进行对冲交易总是比不采用对冲交易更有利。但是,如果能对自己的基差有所了解,就可帮助自己对给定的期货价格“地方化”,也就是说,它能告诉人们,在你的地区范围内交割的期货商品在期货市场上的市价是多少,这个价格就是期货商品价格减去基差。比如,在五月份,当年七月小麦期货价格为\$3.45/蒲式耳,从现在开始两个月后你就可以将市场价格转成地区性价格,如果你知道在七月份你的地区性基价是\$0.15,这样就可马上计算出来期货市场可以提供你在七月份进行小麦商品期货交割的价格约\$3.30/蒲式耳(\$3.45—\$0.15)。

对于对冲交易者,时常注意基差的变化,以基差来确定交割的价格,最重要的是基差能够告诉你何时该买、何时该卖。这种基差的运用可说是每个对冲交易者最有价值的主要市场交易方法。

3. 试着对冲全部交易筹码

对于一项对冲交易计划,如果不是属于稳健安全的一方,那么就是具有失败危险的可能,不可能有中间的局面。如果现在你手中持有10,000蒲式耳的小麦,你若作对冲交易,就不要先尝试着以5,000蒲式耳作对冲交易,而留下5,000蒲式耳看看行情变化如何,再决定如何处置。这种计划是错误的。期货交易者常犯这类错误。如果小麦价格下跌,所产生的

损失就无法充分地以部份对冲交易来抵消。

对冲交易者在考虑一笔对冲交易时,大部份人无法正确衡量出他们的风险有多大,这是一个错误观念,风险的大小是自己决定的,在自己的设定风险下,选择一个适当的价格进行对冲交易,这是交易成功的途径,是通向稳定的企业利润的途径。如果你失去了一个好的作对冲交易的机会,那将会事与愿违。在对冲交易操作中,每个交易者必须抓住适当的有利时机进行,不要观望犹豫不决,否则只好自认倒霉,吃亏受损。

三、期货投机、套期图利应恪守的原则

期货投机,套期图利都是一种短期投资行为,必须牢记的是:当你踏进进行此类交易时,你正处于一种交易状态,为了换取交易的安全性,降低风险,就必须放弃一些潜在的利润。因为期货市场是一个充满风险的市场,如果你的方法有错或者漫不经心的操作,你将会输得丢盔卸甲,认赔了结,只好灰溜溜地退出期货市场。

1. 要清楚表明交易订单

在进行交易时,首先应该在你的投机交易订单上清楚地表明你的意愿,特别是当两个不同月份的期货合约在价格方面十分接近时,须清晰地指明那个月份是加码的月份,在下达交易订单时切不可马虎出错。

比如你将在甲、乙两个交易所进行跨市交易,交易的商品期货是五月小麦期货,你可能会说:“买进甲五月小麦期货合约,卖出乙五月小麦期货合约,乙合约比甲合约高五分买卖”。你把这个指令给你的经纪商之后,他并不是以绝对的价格水准来代你套利交易,过不久之后,你所收到的成交订单可能是以蒲式耳 2.85 元买空甲五月小麦合约,而以每蒲式耳 2.90 元卖空乙五月小麦合约。成交这笔交易之后,一旦价格朝有利于你的方向波动,你就可获取盈利。现在你若希望乙的小麦期货合约在比甲的小麦期货合约低 3 分的价格时候清算套利交易,可挂进一张订单,上面记着“以乙的小麦期货合约低于甲小麦期货合约清算套利交易”。在比例中,乙的小麦期货合约从原来的高于甲小麦期货合约的五分交易转换成抵于甲小麦期货合约自三分清算盘价,清算后的价差为 11 分,除了佣金费不算外,利润为 400 元。而在你挂进订单时,不能含糊的说:“买进甲五月小麦期货合约,卖出乙五月小麦期货合约”,必须指出你想要的及你所了解的价格。

还应注意的是,在使用限价订单来交易期货合约时,不要用市价订单进行交易。如果使用市价订单,也就是告诉你的经纪人不管是套利交易的买空与卖空,在当时市场以能成交为原则,至于价格高低则不予考虑。这样,交易的结果可能会不合你意。所以在套利交易中,欲使按照自己的意思来交易时的订单,以限制价格的限价订单作为交易订单,这样才能确定建立套利交易的价格差额是你所预定的价格差额。

2. 在清算盘面价格时,应同时结清买空与卖空双方交易

在进行套利交易时,特别是跨月套利交易,通常是买进和卖出同时操作。但要抽身退出市场的时候,许多套利交易者常有“玩弄市场”的倾向,只是了解有利的一方,而无利的一方却顽固持手。比如说,你建立了一笔套利交易买卖,在市场行情下跌的时候。本应同时结清

买盘与卖盘,但你先将卖空的合约结清获利了结,而却抱着观望的态度,希望你所买空的期货合约能够逆势上升而获取更大的利益。也就是说,买空卖空的两只脚,你只结算了一只,让买空的另一只脚踏脚而行,如果价格真能翻转上升,你当然能获取高利,但这种情况实为少见。可是假如通常是继续向下游走,这时没有另一只卖空的脚保护你的盘面,买空的这只跛脚将会招来损失,逐渐地把卖空的获利吞食,若知迷不悟,结果是由盈转亏,留下一片遗憾。

因此,套利交易中,绝不可有这种做法,否则,原本是套利交易,也就不成为套利交易了,原本能够获利却弄成损失极大的普通单盘交易。

3. 切勿在即将期满的合约操作投机交易

投机交易者,在万不得已的情况下应少交易或不交易即将期满的商品期货合约。其原因是万一成交后不久收受“交割通知”,到时徒增处理上的麻烦。通常一般的交易者认为,交割月份代表着就是“麻烦”,除了预期会收到一张交割通知外,还必须与缺乏风险限制高度变化莫测的期货市场相竞技,所费的心思太多,却还不一定会赢。

4. 切勿使用此类交易保护已亏的单盘交易

期货交易是风险极高的投机事业,有输有赢,有赔有赚。作为期货投机者,就要有服输的态度。不肯服输的人通常有种倾向,就是参与风险更高大的操作,以希望奇迹的出现来分散交易上的损失。比如你买空一项期货合约,结果市场价格却节节下跌,而这时你应承认损失,抽身退出市场,不可持乐观态度,希望市场反弹,这样,它不但会跌得更深,你的损失也会更大。也不可为了避免追加保证金或更坏的情况发生而要求你的经纪人卖空同一种商品期货的另一份合约,以形成投机交易的操作方式。你之所以这样做,是想通过卖空的这份合约的盈利来补偿你最初买空合约的一部分损失,事实可能会达到你的要求,但这样做你只是锁住了损失不让其扩大,而并没有消除已有的损失,迟早有种帐面的损失终将有实现的时候,只是时间上早晚的问题。以套利交易来补偿已有的单盘交易的亏损,这种操作除了多费心思之外,对实际的盈亏是于事无补的。

5. 不可自认为套期图利与投机风险更低

套期图利交易的最大功能是降低风险性,但不可就以此为必然的具备条件。有时套利交易的整体风险性比期货投机风险还要大得多。尤其是在不可保存的商品期货市场中,如蛋、肉类、西瓜等三类的商品期货,更是具备了高度的风险。诺如此类的生活必需品期货变化的速度往往出乎意料之外,你可能会遇到买空商品期货合约后价格一路下滑,卖空商品期货合约却一直上涨的情形,这样,清算盘面后就成为净的亏损。所以说并非所有的套利交易都是低风险的交易。当然这并不否认套利交易的好处,只是提醒套利交易者应有思想上的认识。

第二节 期货交易八大重要策略

一、期货投资必须分散化、多元化

股市上有句名谚叫做：“不要把鸡蛋都放到一个篮子里”，运用在期货市场上更为恰到好处，它说明期货投资必须分散化、多元化，否则巨额亏损可能把您压垮、因为期货市场上处处都有风险，风险与机会同在，但人们是总是在险中求稳，以便于获取成功，为你分散风险提供一个可取之策。

期货交易者对价格的预测由于主客观条件的限制，未必能准确地预测价格走势，而且价格波动的幅度也难以预料。因此此时应采取较为稳妥的办法作“试探性的分开投资”，即在进行大笔交易之前，作试探性的交易，在一价格水平上投入一部分资金，如果证明价格走势的确和预测的吻合，则再增加筹码。

比如小麦的期货交易，在每蒲式耳 345 美分时，根据期货市场的各种特征预测价格走势趋升，如果此时贸然入市（除非你十分把握），把一笔资金一次购进小麦期货，则万一价格走势趋跌，那么将会遭受突然下跌而带来的巨大损失。此时，可在 345 美分时购买部分合约，静待以日，如果价格确如你所预测，在 348 美分再购进部分合约，再以 350 美分、352 美分、355 美分相继买入，从而可以免除风险，稳获利润。

在作“试探性分开投资”交易中，有一个特别引人注目的交易策略——构筑神奇的金字塔。这种金字塔的制作包括一个交易基底，以某种递减的增加方式往上构筑。下图是一个金字塔的大致模型，其中“○”代表一个交易合约：

第四次增加数量：1	○
第三次增加数量：3	○○○
第二次增加数量：5	○○○○○
第一次增加数量：7	○○○○○○○
最初买入的数量：9	○○○○○○○○○

这种金字塔称为“正常的金字塔”，它的特点是以较大的最初买盘量为基底，而以越来越少的增加量向上增补。当然，每次的买入量不一定是那么规则，可以视具体的情况而定。

采取这种“金字塔”式的交易方式可以降低风险，安全性较高。

比如，某期货交易交易者欲购买玉米期货，在玉米期货为 2.50 美元/英斗时，买入 7 手即 35000 英斗，在玉米期货价格上升到 2.52 美元/英斗时，再买入 5 手即 25000 英斗，然后分别在 2.56 美元/英斗，2.60 美元/英斗分别再购进 3 手，1 手即 15000 英斗，5000 英斗，这便构成了一个“正金字塔”。

$$\text{每英斗平均成本} = \frac{\text{投资总额}}{\text{买进的玉米期货数}} = \frac{201900}{80000} \approx 2.524 \text{ 美元/英斗}$$

但其平均市价是：

$$\text{每英斗平均市价} = \frac{\text{每次买进价之和}}{\text{投资次数}}$$

二、精通商品期货交易的特殊性 ,提高成功率

把全部的注意力专注于二、三种商品的期货交易中,经过一段时间,将会发展出自己一套独特的敏锐感觉,培养出一套独特的交易习惯,形成完善的交易观念,从而对于价格的波动或多或少能够觉察到,以便得心应手地控制处理。

讲究集中精力于二、三种商品的期货交易,并非是要要求交易者保持始终如一的专注感。聪明的交易者往往专注于二、三种商品的期货交易的同时,根据情况的变化,适时地调整自己的交易范围,抓住身边更多的机会。

过分的专注感往往会错过身边只须举手之劳便可稳获大额利润的好机会,这当然是十分可惜的事。有时也可以适当调节自己的交易兴趣,对一项商品的兴趣大减的时候,不妨转向其它类的商品期货,时常保持自己的专注精神和新鲜感。只有这样,才能激起自己的兴趣,找到自己的兴奋点,给自己经常注射必要的兴奋剂。

期货交易者通常对自己所从事的某种商品期货有很强的依恋感,不愿去接触陌生的商品期货。当某种商品期货对你来说真是十分陌生的话,不妨就保持距离。如果你自我陶醉于在金属期货诸多成功的喜悦中,认为转向股票期货交易仍然能够得心应手,盲目乐观,等待你的可能是惨重的失败。

三、稳健 ,不要贪得无厌、死守阵地

期货市场中有句格言:作空者赚钱,作多者赚钱,唯有贪得无厌者赔钱。贪婪是期货交易成功的大敌。

在期货交易中,为了保障你的交易资金,获取利润,一定要量力而行。首先必须制定一个适合于你的投资计划。这个计划包括:可以动用的风险资金数额、所能冒的风险大小以及准备承受的亏损额的限度等。

在个人的期货投资计划中,一般应规定交易的风险是资金的百分之几,超过规定数,应及时收敛。这即是规定一个准备承受的亏损额的最大限度。一般来说,每次交易的最大亏损额度应限于可动用风险资金的 10%,当然,这个比例可以因个人的能力而有所不同。

期货投机不同于赌博,它有其自身的一套规则。规定一个百分之几的限额,超过此数额马上收手,就可以避免过分的投机和孤注一掷的赌博心理所带来的巨大损失。

比如你手上有 10 万元的风险交易资金,规定自己每笔交易的风险为 8%,就是说你本身的规定的最高亏损额是 8000 元,其中还没有包含佣金等费用在内。一旦亏损超过此数

额,立即收手,这样可以避免更惨重的损失。

因此,期货交易中的一个重要策略就是稳健,切勿头脑发热,贪得无厌,免遭意外的损失。

期货交易中常常会出现一些期货交易者顽固不化、死守阵地。常常是在亏损的情形下,头脑被浓厚的失败阴影所笼罩,做出错误的决定。抛开技术分析法所显示的市场信号,钻牛角尖。象一个赌博中的赌徒,在先输一着的情况下,头脑发热,盲目加码,总是想“我就不相信……”、“我非要……”,强烈的把损失弥补回来的欲望霸占了理性思考的空间。但期货市场是个无情的地方,它不会想着你的损失,不会调整它的步调适应你,帮助你找回损失。所以这种以再交易的念头来补偿损失的做法常常会致使你承受一连串的损失和打击。

一个顽强、灵活的期货交易者应该及时忘却过去的损失,潇洒地对待失败,专注于现在的市场动态,专心研究市场行情走势,东山再起。

四、坚持量力而行

俗谚说:“看菜吃饭”,“到什么山上唱什么歌”。讲的意思是根据内在外在条件,把握自己,采取有效行动。而这期货市场有时会象一个赌场,有些投资者常常会失去理智,倾其全部资产投资于期货,因为他自认为以把握好了时机。其实,他错了,因为他忘了盈利是和风险成正比例的,忘记了期货市场是一个具有风险的市场。要克服人性的赌注心理,就是要坚持量力而行。也就是说,每笔商品期货交易都必须在事先决定的资金数额下限制购入或抛出的合约数。不管是直觉察到或是真正的停止交易定单均能防止其损失如脱疆之马失去控制。最好的方法也就是将全部的交易的资金设定一个百分比,然后根据此算出你的投资金额,根据您的实际承受能力,迅速采取相应行动。特别须注意的是您的承受能力有多大,自己“能吃几碗干饭”要有个数。一味盆大求满,一入“期货陷阱”,只能自取灭亡。因此,对一个新手而言,最好的起头就是先从小额的投资做起,等到对期货市场逐渐了解再逐渐地投入,直至完全的投入。书本、杂志、报刊等上的知识必须运用到真正的交易中才能得以验证、发挥。要想在期货市场上能够挥洒自如,就必须在市场上学到第一手经济才会有充实感。

五、准确把握买卖时机,当机立断

期货交易,无论是对冲,套利或是投机,都只有通过买和卖来时间,总的来说符合“贱买贵卖”这一普遍原则,但何时是低价,何时是高价很难制定,也就是何时是买点、何时是卖点,很难确定,这里只从原则上简单说明。这个精确的时点并不是不存在的,把握准这个点需要相当高的素质。

确定买卖的时机要首先在用基本分析方法判定大势走向的基础上,再根据技术分析的结果,找出买点和卖点,及时抓住买卖的时机。有时候,投资者通过分析后,制定了行情走势的高峰和低谷,但并没有抓住买卖的时机,主要原因是存在贪心和侥幸心理,当行情上涨时期望继续上涨,当行情下跌时期望还要下跌,结果行情变化转向,事与原违,错过了买卖时

机。在交易时如何克服这种心理呢?最好的方法就是设定价格目标、盈利目标和亏损额度。从价格目标来说,也就是在交易前先设定一个买进或卖出的目标价格,市场价格和目标价格相近时便及时地买进或卖出,这样进入市场后,就再设定一个卖出或买入的目标价格,当价格趋势的变化达到所设定的目标价格时,无论行情怎样朝有利于自己的方向变化,都不要过分贪心,应及时抓住机会卖出或买进,以实现自己的交易计划,从而保持利润。从盈利目标和亏损额度来说,当进入市场后,若行情按预期的分析朝有利于自己的方向发展,从计算出自己的盈利来说,若达到盈利目标后,无论行情再怎样朝有利于自己的方向发展,还不要过分留恋,应及时了结,以实现目标利润。相反,若进入市场后,行情与预测的方向背道而驰,也不要期待着有日反弹,当行情变化到一定程度,其损失达到自己所设定的额度时,就及时了结,退出期货市场。经纪人往往会要求追加保证金以弥补帐户的亏损,此时应该理智,可在补交保证金后,静静观望行情,过一段时间后再重整操作。

进行期货交易,选择入市时机也同样是非常重要的,国外一些投资行家已总结出了一些经验,现介绍如下。

在多头市场上,若价格已上涨到相当高的水平,虽然仍在上涨,但此时不要入市,因为此时下跌的风险却很大。

在空头市场上,价格连续大幅度下跌,并且在低水平阶段持续的时间很长,估计再继续下跌的可能性和幅度小于上涨的可能性,此时不宜再做空头(抛空出售合约),而可考虑做多头,及时购进期货合约。

当市场走势与预期情况相反或市场出现新的变化时,应静观变化,待趋势明朗后再择机入市。

当某些影响期货行情的消息传出,但对期货市场价格影响较弱且又短暂时,不宜入市。当影响期货价格变动的消息发布前价格已出现预期性的变化,消息公布后,价格则无力再继续进一步同向变化,此时也不宜入市。

期货交易是一项风险性很高的交易行为,具有以小博大的杠杆原理,因此价格稍稍波动,它的放大倍数往往会十分惊人。比如你所交的保证金,幅度变动5%也许是个小数字,但在商品价格上,5%的波动却是代表着百分之百的震荡,也就是你的整个保证金。因此,每个期货交易者都必须十分谨慎小心。在期货市场上,绝没有让人重新再来的机会,它也不会同情你的巨大损失,唯有一点:慎重。

期货交易往往时间极为紧迫,有时价格的连续变化会逼得你甚至喘不过气来“等一等、看一看”,犹豫不决,往往会丧失许多机会。短短的几秒钟,从盈利转向亏损,或从损失急转为巨额利润,这就是常有的事。因此,必须充分掌握“买进点”以及“卖出点”。

六、跟着大势走,没有必要与市场,行情作对

跟着大势走,不和市场作对这又是期货交易应遵循的。

基本策略。在进行期货交易时,市场行情虽然变幻莫测,但在一定时期是有一定的趋势的。如果要坚持跟着大势走,就应首先制定出市场的趋势、这就靠个人的判断分析,且不可

被一些市场假象所迷惑,在期货市场上进行期货交易,要千万记住,跟着市场大势走,绝对不要和行情作对。同大盘大势抗争,其后果将不堪设想。市场行情升涨,买进期货合约,做多头;市场行情下跌,抛售期货合约,做空头。

这种理论听起来似乎很简单,也很容易理解,但真正做起来却异常困难。很多交易者常常把市场的信号忘却,直到行情急转直下时才醒悟过来。

强调跟着大势走,并非要你盲目地随波逐流。正象江河中行船,你不仅要随大势,而且更主要地是如何操纵自己的速度、方向,还要确定什么时候靠岸。有些大户联合操纵市场行情,也会使价格大涨大跌,还必须对此有清醒的认识及相应的对策。

另外,跟着大势走,还要避免追涨杀低的错误。在市场行情过度热络时,仍然拼命买进合约,相反,在市场行情疲软不堪时继续抛售合约,结果往往造成惨重的损失。

如果趋势已明朗,千万要记准绝对不可以和大势作对,应该按大盘走势进行买卖。若行情向上直冲,就作多头,买进商品期货合约;若趋势向下游走,就作空头,抛出商品期货合约。这种高调听起来似乎很简单,但事实上真正做起来却十分难。交易者常常忽略市场征兆所市,直到大势翻转才恍然大悟,但为时已晚矣!所以,许多交易者总是在市场行情过度活热的情况下,仍站在买方,拚命买进;反之亦然。

从一些技术分析图形中很明显地可以看出最高价及最低价所处的位置,但实际上进行真正的期货交易,绝对最高价及绝对最低价是无法事前真正地预测出来,只有从各种趋势线中勾略出一个大致的范围,结合自己的综合分析判断,在接近于最高价时售出期货合约,获取利润,在接近于最低价时购进期货合约,等待市场的反弹。

跟着大势走,还需依据技术分析的各种图形、图表,确定市场的一波行情到底能维持多长时间。往往这个时间的确定因商品种类、情势变化等的不同而有所不同。也许是几个月才出现反转型态,也许是几周、几天甚至是几小时。而且往往市场下跌的速度比上涨的速度快几倍。有人把上涨比如人爬楼梯,而下跌就象坐电梯,这个比喻不无道理。期货市场上的巨额利润或巨额亏损,大都是发生在市场行情剧烈下跌的阶段。

七、灵活运用基本因素分析法和 technical 分析法,不墨守成规

商品期货价格的分析预测有基本分析预测法和 technical 分析预测法两大类,因此期货交易者主要分为两大派,基本分析和技术分析派。

虽然两种方法存在很多方面的对立,但并不会因为一理论的许多优点而使得另一理论变得毫无用处。这两种理论往往可以相互补充、结合使用。无论哪种方法都不能完全取代对方,因为它们都容有其适用的条件。

基本分析方法和 technical 分析方法的差异点就在于时间。基本分析的人允许有充足的时间仔细地分析预测市场走向,但如果要验证市场的价格走向和自己的分析判断是否吻合,也需要较长的时间。technical 分析者借助于对价格行为本身的分析,通过各种图表、图形,能够清晰地看出价格未来的走势,而且它还具有高度的弹性,依个人判断而异。这种方法时间上要求短,有时需要在很短的时间内便要作出某项重大预测,确定行动。所以,在分析预测期

货价格时,基本分析人员常常有一种比技术分析人员慢一步的感觉,结果往往是这两派在期货市场上同一时间内采取的交易行动大相径庭。

在分析预测商品期货价格短期走势上往往有比基本分析更突出的优点,因此它被大多数期货交易参与者所偏爱。

技术分析法往往能够借助于价格行为本身的图形、图表法帮助你认清市场是强势的多头市场还是弱势的空头市场,它可以告诉你买进或卖出最佳的信号,但必须小心在意:过分相信技术分析法所预示的信号,和众多的交易者一起不加选择地一哄而上,其结果很可能会违逆你的初衷。这是明显的事实,太多的人挤在一条船上,船必将倾翻。因此,在期货市场上应该保持清醒的头脑,切莫盲目地随波逐流。

初次接触期货交易参与者或是已有经历的交易者,往往会丧失理性,把理性置析的分之一旁。特别是在市场大起大落,投机大户从中兴风作浪,推波助澜时,众多的期货交易参与者便盲目跟随,随波逐流,结果成为牺牲品。

但是,在期货市场上,很多人都会发出这样的感慨:大行情只有大胆的新手才能赚大钱。这与前述并不矛盾,新手的最大优势是不墨守成规、在期货市场上打转时日较久而且经过大风大浪的交易者,由于见过的场面较多,且饱尝“风险”的滋味,所以大都变得十分谨慎小心,而且这些资深的交易者见惯了传统的交易,对于“不合常规”的行情走势通常觉得转不过来。一旦大行情来临,他们往往不知所措,眼巴巴地望着行情一路往上涨,就是缺乏往上接的勇气。而那些大胆的新手,往往“初生牛犊不畏虎”,大行情来临,挺身而出,大赚其钱。

资深的期货投资者往往认为:期货行情涨了一段,必定有回档;回档之后,再结合各种因素的变化,才再涨一段。然而当价格一路扶摇直上,这种回档就不起作用了。资深的投资者愈是弄得两手空空等回档下来,价格却硬是不肯下来,只有看着新手赚钱。

有时交易者在有小利润获取时,不仔细分析预测期货价格的延续趋势,就盲目退出多头市场而以获取少许利润沾沾自喜,但价格在交易者退出后却直往上攀升,交易者于是再加码买进重返市场,但此时期货价格急转而下,不得已大赔其钱,充当“轿夫”,而那些大胆的交易者(往往是新手)即坐享“坐轿”之乐,狠赚了一笔。

因此,具有丰富的投资经济,懂得很多期货价格走势模式,即便是您精通了基本因素分析法还是技术分析法,如果不能灵活地适应情况,墨守陈规,往往也会在期货交易失败。所以,从事期货交易操作,贵在灵活运用,而不是一成不变地墨守老套套,才不致于从失良机。因此,投资期货必须“因时而异”,即此理。

从期货交易的成功与失败的许许多多的例证中可以看出,成功发迹者往往是那些头脑聪明灵活,具有极好的观察能力、分析判断能力、综合归纳演绎能力,具有充沛的精力,处理事情大胆果断而又不失谨慎的人。他们往往敢于打破旧框框,不为传统所羁,立志开拓,大胆创新,因此他们在期货市场上取得了非凡的成功。

八、要有大将风度,输得起,赢得起

胜败乃兵家常事,谁也不是常胜将军。期货市场上,价格起伏波动、大涨大跌,是天经地

义的事,所以在期货市场上应能做到输得起,赢得起。

初涉期货交易,就应该有充分的思想准备,要做好输的准备。进行交易之前,认真分析你将要从事的商品期货交易的各种特征因素,有利可图时,看准时机,及时交易;如果势头不对,不要过于计较得失,输一点就输一点,赶快平仓离场,神态自如。过分计较得失,亏一点便感到不服气,一头栽进去,搞不好会越陷越深。所以应及早回头,当机立断,不要吊死在一棵树上。退下来,再重另谋高招。

如果做期货交易,正逢行情不景气,心情恶劣,以至于精神高度紧张,患得患失,那么投身于期货交易,迟早要失败。所以,进入期货交易一定要把输赢置之度外,培养自己的大将风度。对盈亏患得患失,或是以往的损失总占据你的思想,也很容易导致以后交易的不成功。

保持大将风度,还应该做到心胸宽广,既不为表面的现象所迷惑,又能抓住稍纵即逝的时机。从而出奇制胜。

在期货交易中,象以下几种心理都是不可取的:

(1)赌博心理。这类交易者,总想一夜发迹。交易中获利时,利令智昏,恨不得把所有资金都押上去;反之,亏损时,又会输红了眼,孤注一掷。

(2)盲目跟风。看到别的交易者纷纷购进,自己也唯恐落后,匆匆跟进购入;看到他人纷纷抛售合约,自己也不问原因,急忙把手中的合约抛出。

(3)贪得无厌。当期货价格上升时,一心想追求更高的利润,迟迟不肯把合约抛出;当价格下跌时,一心想着价格还会继续下跌,迟迟不肯买入合约。结果往往落空,错过了有利的时机。

(4)犹豫不决。该买进合约时不买进,该卖出合约时又迟迟不肯抛出,犹犹豫豫,往往招致亏损。

(5)嫌贵贪低。在期货价格处在高价位时,买进合约,往往给投资期货的人带来恶运,但一心想在低价位买进,也未必会有好结果;一心只想买价格便宜的期货就不会去买那些价格大幅度上升的期货,认为风险太大,但便宜没好货,也不见得有什么利润可捞。

(6)勿信小道消息

市场小道消息,谣言常会使自己的交易方向产生偏差。自己若能坚持己见,不为谣言所动,那么就会豪无疑问地增加利润。自己若有一套技术分析的方法,就可在交易中把握住方向,步步成功,却使没有任何方法保证判断正确,也比豪无根据的小道消息强过几倍。所以在交易中,应坚持自己的分析,切不可动摇自己的信心。

第三节 期货交易格言

(1)顺时空买了再卖,获利了结。

(2)逆时买进,逢高卖出。

- (3)错了方向可立刻以相反方向做以反方向对冲,如此距离愈接近愈是能救。
- (4)当已知买的机会未能取得理想价位而有被套牢之时,可以相反的方向做一对冲,可能下跌也无妨碍,锁住了就封住损失。
- (5)高价买入合约在低价一齐作损失清单且图转空仓时,积极买入。
- (6)低价抛售合约在低价一齐作损失清单且图买上时,积极抛售。
- (7)实需界抛售,一般投资者买入的市况不会急剧上升反弹,抛售有利。
- (8)实需界在市场作总抛售时,而市况反升达需要补发展幅度以上时,应以买入为方针。
- (9)实需界在市场作总买入时,而市况反挫达需要补得发展幅度以上时,应以抛售为方针。
- (10)成交量增加,未平仓合约急速减少而出现把手巾式走势时,应把获利而未平仓合约清单。
- (11)未平仓合约的减少后趋稳定时,市场行情一旦有止跌回扬迹象,切不可抛售,只能积极买入。
- (12)高价低价水准出现大量交投时,市况走势转变可能性很高,获利合约应清单。
- (13)大量现货交收对市况影响通常是利谈。
- (14)少量现货低价交收时,是市况恶劣的表现,短期间走势不会有大作为,转头看淡。
- (15)成交量创记录时,市况通常起变化,走势转变可能性高,有利合约应清单。
- (16)顺价差上市后,转为同价差及逆价差时抛售。
- (17)逆价差上市后,转为同价差及顺价差时买入。
- (18)远期大幅上扬、升停板之后,通常有回落调整,买入未平仓合约应获利清单。
- (19)远期大幅下跌、跌停板之后,通常有回升调整,空仓客合约应获利清单。
- (20)近期价格大幅上升,升停板时走势有转向可能性,途转抛售。
- (21)近期价格大幅下降,跌停板时走势有转向可能性,途转买入。
- (22)下跌走势中的逆价差市场,应一直看淡抛售,直至变为顺价差为止。
- (23)上升走势中的顺价差市场,应一直看好买入,直至变为同价差或逆价差为止。
- (24)现货价格较期货市场低,而调整追随期市浮动时应买入。
- (25)现货价格较期货市场高,而调整追随期市浮动时应抛售。
- (26)下势向下的暴跌市况,除由高峰崩溃之后反复市况外,取中下旬高价积极抛售。
- (27)大势向上的暴涨市况,除非市场达狂热程度,应取上、中旬低价积极买入。
- (28)上升或下跌五个月市场,有利可图合约应清单。
- (29)走势高低价的循环周期,通常数年一次,获利合约应择时开清单。
- (30)中市况维持三月以上,如走势活跃有变,应以近期月份买入。
- (31)细心观察大户在各交易所买卖情形,然后决定买卖方针。
- (32)在跌势中,若大户顺势抛售,应于大户获利买入合行情上市之际,即作抛售。
- (33)买家大户因市场变化,而变为卖家大户时,反弹价格抛售。
- (34)开市价格大幅腾高时,应观察收市再定战略。
- (35)开市价格大幅下跌时,应观察收市再定战略。

- (36) 开市出现新低价而收市上升时, 买入。
- (37) 开市出现新高价而收市下跌时, 抛售。
- (38) 市况脱离中市范围, 连续出现阳线时, 买入。
- (39) 市况脱离中市范围, 连续出现阴线时, 抛售。
- (40) 强有力大阳线暗示上升, 积极买入。
- (41) 强有力大阴线暗示下跌, 积极抛出。
- (42) 无气力大阳线, 显示走势相反, 应积极取高价抛售。
- (43) 无气力大阴线, 显示走势相反, 应采取急挫价格买入。
- (44) 用你所应输得起的钱去买卖。
- (45) 从小额开始做起。
- (46) 交易期间不要形成新的意见。
- (47) 当你不能确定时, 站在一旁静观。
- (48) 不要把全部鸡蛋放在一个篮子里。
- (49) 在合约期满之前应先平仓。
- (50) 不要跟随群众盲目买进卖出。

第十四章 期货交易试点的运行

第一节 我国期货交易的发展和重要意义

期货是商品经济和市场发育的产物,在世界已有 150 多年的历史。然而,期货市场在我国
的生长发育却经历了一番极为曲折的过程。

一、我国期货市场的发展及现状

1. 我国期货市场的出现和初步发展

早在上世纪末本世纪初,期货交易这一现代市场经济的“宠儿”就已在半殖民地半封建
的中国出现。1892 年,外国人在上海成立了中国历史上有文字记载的最早的交易所——上
海股份公所。1906 年,外国人又设立了上海众业公所,从事证券和物品的投机交易。1914
年,上海股票商业公会成立,这是一个行业间自发形成的民间组织,但也有了一些交易的规
则和制度、程序、是中国期货市场的雏形。1916 年,北平证券交易所成立,以经营股票、债券
为主,并出现了公债、证券的期货交易。这是由中国人自己设立的最早交易所。但是,由于
早期期货交易产生的过程是伴随着帝国主义列强对中华民族的入侵、蹂躏和国内军阀斯杀
争夺、鱼肉人民的惨淡背景进行的。新中国成立后,实行高度集中的计划经济体制,因而包
括期货市场在内的市场组织先后被取消,期货市场和期货交易在中国大陆绝迹了近 40 年。

80 年代初,随着改革、开放的逐步深入,市场机制在国民经济运行中发挥越来越大的作
用,经济发展的情况同建国初期相比已发生了巨大变化。在国际贸易方面,随着我国改革开
放政策的实施,对外贸易额日益增大。相应地,在国际贸易中要承担的国际市场价格波动风
险也在迅速增长。由于没有采用国际上通行的期货交易方式对进出口商品进行保值,致使
我们屡次蒙受因国际市场上剧烈的价格波动造成的巨额损失。特别是在来料加工贸易中,
由于在加工过程中原材料和制成品的国际市场价格时有下跌,再加上汇率变动等因素,往往
出现收取的加工费偿还不了成本的情况。在国内,随着经济规模的日益扩大和复杂化,市场

条块分割,效率低下;企业交易行为不规范,市场履约率低,三角债丛生;农产品和生产资料价格不稳定,大起大落等弊端正越来越严重地影响着国民经济的正常发展,迫切需要探索一种新的市场组织形式来克服流通领域内这些令人头痛的问题。因此,引进期货市场等现代市场经济的先进机制,使之适合我国国内经济形势和对外经济活动发展的需要,提上了议程。党的十一届三中全会以来,我国改革开放的总设计师邓小平同志一贯倡导的“解放思想、实事求是”的思想路线已深入人心,大家逐渐认识到,在建设有中国特色社会主义的过程中,必须大力引进和吸收世界各国包括发达资本主义国家所创造的一切优秀文明成果。正是在这一特定的历史条件下,1988年国务院有关领导同志批文“中国要研究国外期货市场并结合中国实际制定试点方案”。随之,国务院发展研究中心和国家体改委等部门联合成立了期货研究工作小组,由此拉开了在中国试点期货市场的帷幕。

伴随着思想认识上的解放,实践上的探索也不失时机迈开了步伐。1990年10月12日,国内第一家“具有期货交易色彩”的农产品交易中心——郑州粮食批发市场正式开业,从事未收获小麦的远期合同合同。1992年5月,我国首家国家级期货市场——上海金属交易所宣告成立。它以高起点引进国际通行的期货运行机制,运转近5年,已初步显示出期货市场对特有的市场聚合效应、价格预期效应和交易行为规范效应,形成了大市场、大流通的格局。此后,一大批金属、石油、粮油等专业交易所在上海、南京、郑州、北京、深圳等地相继开业,各种期货经纪和咨询机构也如雨后春笋般涌现,我国期货市场出现了以商品期货为主、国债期货紧随其后,拥有数十家交易所和数百家期货经纪公司的局面。

但是,这种快速发展也有相当的盲目性。在短短的一两年时间里,一些地方和部门竞相争办期货交易所或以发展期货交易为目标的批发市场,据不完全统计,到1994年为止,冠以“商品交易所”、“期货交易所”字样的交易场所全国已达51家,其中开业的有30家。自1992年以来,各地批准成立的经纪公司近300家,其中中外合资经纪公司50多家,如果再加上未在工商部门登记注册的地下经纪公司,总数超过500家。上市交易品种有石油、农产品、有色金属、黑色金属、农资、建材、化工、国债等八大类50多个品种。这些交易所和经纪公司,少数较为规范,符合国际惯例,但也有一些布局不够合理,上市品种、交易规则都不够规范。在法律、法规不健全、专业人员缺乏的情况下,盲目发展会导致很大的浪费和损失。

总之,在初步发展阶段我国期货市场存在的问题主要体现在:一是期货交易所数量过多,交易品种重复;二是部分交易所和期货经纪公司运作不够规范;三是盲目开展境外期货交易;四是地下交易盛行。期货市场盲目发展和其自身不规范的问题,不仅影响了期货市场功能和作用的发挥,而且某些交易所和经纪公司不规范的交易行为还影响国家宏观调控政策的落实,存在很大的隐患。因此,对我国期货市场进行一次全面的规范整顿,成为保证我国期货市场试点工作健康发展的迫切需要。

2. 我国期货市场的现状

针对期货市场在发展过程中暴露出的问题,中国证监会同中央和地方有关部门从1994年开始对整个期货行业进行了整顿和清理,改变了我国期货市场发展初期所存在的交易所数量过多、交易品种重复、期货经纪公司运作不规范、盲目开展境外期货交易以及地下交易盛行等情况,促使年轻的中国期货业沿着规范化的轨道健康发展。

1994年开始的清理整顿工作包括五个方面的内容,一是把盲目发展的51家交易所经清理整调整为15家,并对其章程和交易规则进行了规范。这15家列为试点的交易所是:北京商品交易所、上海金属交易所、上海粮油商品交易所、沈阳商品交易所、大连商品交易所、苏州商品交易所、郑州商品交易所、广东联合期货商品交易所、深圳有色金属期货联合交易所、海南中商期货交易所、重庆商品交易所、天津联合期货交易所、成都联合商品交易所、长春商品交易所和上海商品交易所。长春商品交易所由于管理不善于1996年被关闭。批准上市的标准合约品种包括:电解铜、重熔用铝锭、绿豆、大豆、红小豆、玉米、棕榈油、天然橡胶和普通胶合板等。二是对300家期货经纪公司按标准进行了备案和审核,凡符合条件的重新登记,达不到标准的予以淘汰。三是对某些交易条件还不成熟,冲击市场,对物价影响较大的期货商品如钢材、白糖、煤炭、粳米等期货品种停止了交易。四是坚决停止了各期货经纪公司、非银行金融机构开展的外汇期货和外汇按金交易。五是加强与海外同行的交流与合作,1995年5月初同香港期货监管部门签订了《有关技术协作、培训及交换工作人员的意向书》。

尽管在过去的发展中,期货行业取得了不少成就,但应清醒地看到,我国的期货市场仍处于试点阶段,存在不少亟待解决的问题:①法规不健全,有法不依,执法不严的现象时有发生;②监管体制不顺,政出多门,权责不清,互相扯皮的现象比较突出,降低了监管效率;③期货交易所一线监管力度不够,操纵市场,欺诈客户等行为屡禁不绝;④过度投机现象较为突出;⑤部分期货公司经营行为不规范,少数从业人员素质不高。

这些问题不仅影响到期货市场的健康发展,而且影响到国家改革开放与经济发展的大局。但是,期货市场在我国的出现,仍具有其重要的意义。

二、我国发展期货市场的重要意义

期货市场在历史上是从现货市场中发育出来的,期货市场的基本作用,传统上概括为套期保值、规避风险和发现价格。实际上,从根本上说,期货市场是针对现货市场内在的、无法自我克服的缺陷而产生和存在的,是对这种缺陷的矫正与补充,有了期货市场,现货市场才得以完善起来。

我国经济体制改革的目标模式是建立社会主义市场经济体制及其运行机制。我国社会主义市场经济的发展需要建立完整、有弹性的价格调控机制的现货市场体系。所谓现货市场,即普通意义上各种商品、劳务自由交换的场所。经过18年持续不断、逐步深入的改革努力,我国的现货市场体系初步形成,即绝大多数商品和劳务的经营和价格已经放开,市场供求与价格相互联系又相互影响的机制已初步形成。但是,与西方发达的市场经济相比,中国现货市场的发育还仅是雏形,还存在市场结构不完善、价格调节不灵、管理不力,有时出现混乱等种种问题。完善市场体系,规范市场价格的一个重要途径和步骤就是建立和发展期货市场作为现货市场有益的、不可或缺的补充。

期货有商品期货和金融期货之分。对我国来说,商品期货是一种较基本的形式。而金融期货的产生和发展,则与金融体制改革、金融市场的一定规模相联系。两种期货市场的出

现,对我国经济都有着重要作用。

1. 商品期货市场的意义

在商品现货市场上,存在着千万种商品和劳务,在供求与价格机制的作用下,每种商品和劳务分别对应着其社会需求。对于绝大多数商品来说,供求的平衡是在价格波动不大的情况下完成的。但是,在市场上,有一部分极为重要的商品,某些大宗的原材料,如粮食、棉花、有色金属、石油产品、贵金属等,由于其生产、流通的特性不同于其他产品,不同季节之间、年度之间的价格波动很大,由此引起的生产、库存波动也很大。这种剧烈的价格波动、供求波动的反复出现,成为影响经济系统中资源优化配置的重要障碍。具体说来,就是供求双方承担的价格风险极大,潜在的价格波动甚至可对预期利润产生强烈影响,威胁着供求双方正确的生产经营决策。

历史经验证明,单纯地依靠现货市场本身的价格调节,无法使这种波动收敛到社会可以接受的限度内。现货市场的这种缺陷,只有通过外在的条件加以矫正和改善。在期货市场上,通过期货交易能够先期进行未来的确定价格数量的商品交易,并且把这种交易建立在最终履约的基础上。因此,在时间上扩展了交易过程,将全部生产周期内影响价格与供求的因素揭示出来,从根本上改善了现货市场的调节和信息机制,将未知变成已知,减缓了价格的过度波动。供求双方这时在进行自己的生产经营决策时,可以将价格波动的风险降至最低。

在我国市场经济发展过程中,许多大宗商品的价格放开导致价格大幅度波动,进而引发了各种“大战”,严重损害了生产者、消费者以至国家的经济利益。这种情况下,发展期货市场是一种聪明和理智的选择。期货市场辅助现货市场调节规范价格的功能,就包含了转移风险和发现价格两种作用。商品期货市场的两种基本功能,在我国经济体制向完善的市场导向转轨的过程中可转为重要的推进改革进程的动力。

除此之外,由于经济建设中的特殊国情以及发展有中国特色的社会主义市场经济的独特目标模式,期货市场还有适合中国经济状况的特殊功能,表现为以下几个方面。

(1)有利于治理市场混乱和无序现象。商品流通的市场之所以会产生混乱和无序现象,原因有三:一是市场功能不适合市场经济要求,供求脱节;二是市场透明度低,交易分散化,形不成权威的市场价格;三是市场组织管理、交易法规不具备或不健全,合同履约率低。而建立期货市场则可以在一定程度上改善上述三方面的状况,即远期标准合约交易可以满足生产交换在时空上的对接;集中公开交易有助于限制不正当的勾结交易;交易法规也保护了市场权威形象与合同履约,所以期货市场的建立有助于正常的市场流通新秩序的形成。

(2)有助于社会主义统一市场体系的形成。从有计划的商品经济向社会主义市场经济转换,如何实现微观搞活、宏观调控的有机结合,是一个崭新的课题。目前存在的问题是在国家直接管理经济职能减弱的同时,市场未充分发挥作用,市场发育度低,而且相互封锁,这就制约了全国整体市场运行水平的提高。期货市场本身就要求排除经济封锁,可以使现货市场由封闭走向开放,使区域性市场逐步发展为同类商品的全国性大市场。期货市场与现货市场交错运行,相互沟通,取长补短,连接成为统一的社会主义市场体系。

(3)提高市场效率。期货市场中商流与物流的分离,使商品流通更加符合时间节约规律,市场效率因而提高。在期货市场中,商品实体不再随着每一次所有权的转移而转移,这

显然降低了物耗。直至期货合约最终转让兑现时,商品才按照最佳路线送到消费者手里。此外,期货市场中的投机、通过期货合约的转让,企业间的经济关系转向大量的契约化,这就使市场富有弹性,更有效率。

(4)有利于生产厂商找到安全畅通的销售采购渠道。商品期货交易使某些商品在产出前就能进行买卖活动,吸引众多交易者参与期货交易活动。而参与者越多,商品交易所聚集的经济信息就越多,市场的透明度也就越高,就越能在更广泛的范围内实现期货供需的最佳结合。期货价格代表了所有市场参与者对于未来价格的预期,是一个综合反映众多买家和卖家供求意愿的价格。这种价格通过大众传播媒介迅速扩散到各地,商品生产经营者就可以此作为生产经营决策的参考,从而合理地调整生产经营规模,制订经营计划。生产厂商通过预先买卖期货合约,预期未来收益,锁住投入成本,提早安排产销。这就可以变期货价格滞后调节为事前控制,并使产品找到合适的流通渠道,增强市场流通力。

(5)建立与国际期货市场接轨的期货市场,可以协调国内市场价格与国际市场价格,使企业在参与国际竞争的过程中做到心中有数,并可以依据价格趋势衡量国际供求状况,确定自己的国际竞争策略。这对我国企业真正成为独立、自主、自我完善、自我发展的国际竞争者有推动作用。

2. 金属期货市场的作用

在我国发展社会主义市场经济的过程中,政府要从“大政府”的管家状态中解脱出来,主要通过某些经济参数间接调节市场的运行。金属、货币的运行和调控将在整个国民经济的运行和调控中成为主要方面,这就需要金属期货市场发挥应有的作用。具体表现在以下几个方面:

(1)期货市场应为逐步发展的金属市场提供避险功能,成为金融市场体系中重要组成部分。我国自1979年以来,逐步建立了包括银行同业拆借、外汇调剂和证券市场在内的金属市场,在交易规模日益扩大的同时,市场风险也越来越大,就需要为回避金融市场上剧烈价格波动风险提供工具,期货市场能适应这种需要。

(2)为我国企业的经营、投资活动提供回避风险的工具。金融体制改革后,我国金融企业将成为独立自主、自负盈亏的经营主体,这意味着它们将独立承担所面临的资金价格波动的风险。适时推出金融期货,可以为这些企业的经营、投资活动提供套期保值、规避风险的途径。同时,期货市场的发展,也为这些企业拓展自己的经营范围、经营方式提供了机会。

(3)可以为国家宏观调控提供必要的参考数据。我国进一步改革的重点之一是改革金融体制,建立有效的宏观调控机制,利用市场手段调节货币供应量,进而调节经济。这就需要及时掌握市场资金流动、供求变化和变化趋势。而金融期货分别通过利率期货、汇率期货和股指期货提供未来的货币资金、资本资金和国际货币的供求变化趋势,为宏观调控决策提供有用的经济参考数据。

(4)为投机资本提供投资场所。改革以来,我国社会闲散资金增长较快,这批资金大都希望投向回报率、回收快的行业。目前由于我国缺乏足够的投资场所,致使大量资金流向境外,并缺乏有效的监管,使损害交易者利益的事屡屡发生。境内开展金融期货交易,将有助于把这部分资金吸引到国内来。

(5)我国对外贸易发展的趋势需要金融期货。随着我国对外开放政策的逐步完善,我国和世界上其他国家的经济往来越来越多,对外贸易额不断扩大。作为恢复“关贸总协定”缔约国地位的一项重要步骤,我国从1993年1月1日起双重汇率并轨,迈出了汇率市场化的步伐。这样,对外贸易的汇率风险不断增加,金融期货市场的存在和发展为对外贸易企业规避汇率风险提供了重要场所。

总之,作为发达的市场体系一部分的期货市场,是我国市场经济改革过程中必须发展的内容。它对社会主义市场经济的建立、完善和发展都有不可替代的作用。

第二节 我国试点期货交易所的管理

几年来,我国试点期货交易所运行中已摸索出一套较为全面的组织制度和管理体系。

一、试点期货交易所组织结构及其管理体系

试点期货交易所由政府有关部门实施管理和监督。交易所一般设立会员大会、理事会、监事会和专业委员会。

会员大会是交易所的权力机构。其职责是:选择和罢免理事、监事、专业委员会委员;审议通过交易所章程和会员管理办法;审议批准理事会、监事会、专业委员会、总裁的工作报告以及交易所的财务预、决算报告;决定交易所的变更、终止、清算等重大事项。

理事会是交易所的管理决策机构,直接向会员大会负责,是会员大会的常设机构。理事会的职责主要是召集会员大会,向会员大会报告工作;组织实施会员大会决议;提出修订章程方案,制定、修订交易所业务规则和管理制度;审定总裁、专业委员会提出的工作计划和工作报告,以及总裁提出的财务预、决算方案等。理事长是交易所的法人代表。

监事会是交易所的管理监督机构,直接向会员大会负责。监事会的主要职责是依照国家法律、法规和交易所的规章制度,对交易所的活动进行监督检查;监察理事会、总裁执行会员大会和理事会决议的情况;监察理事、总裁、副总裁及其他工作人员执行法律、法规、规章及交易所规章制度的情况;提议召开会员大会、理事会等。

日常管理实行理事会领导下的总裁负责制。总裁的职责主要是主持交易所日常工作;组织实施交易所规章制度;执行理事会决议,并向理事会报告工作;拟定并实施交易所的发展规划、年度工作计划和财务预、决算方案等。

同时,为了加强民主管理,交易所还设立会员资格审查委员会、价格委员会、规则委员会、纠纷调解委员会等专业委员会,以协助理事会开展工作。

交易所还设立内部职能部门。设置交易、交割、结算、信息、研究发展部。为强化市场管理和市场监督,有些交易所还设立交易行为监审、监察部等专职机构。

总之,我国试点期货交易所的组织结构和管理体系是呈会员大会最高决策,理事会统一

领导,总裁负责,各职能、行政机构同时并存,各司其职、各尽其能的一个完整框架。

二、试点期货交易所的规则

试点期货交易所规则主要由交易所章程、交易规则和会员管理办法等基本规则组成。交易所章程、交易规则是依据国家有关期货管理法律、法规、政策制定的,经交易所会员大会通过后,报经中国证监会批准后生效。会员管理办法需经交易所会员大会批准后生效。同时,交易所为进一步规范管理,在章程、交易规则等基本规则的指导下,制定了理事会、监事会和各专业委员会工作条例以及一系列关于交割、结算、信息、财务等具体交易业务的管理办法,并制定了相关的处罚办法、调解规则,从而使交易所交易规则成为一个完整的体系,为确保交易的正常进行奠定了规范的基础。

1. 试点期货交易所章程的主要内容

试点期货交易所章程是期货交易所最基本的规则,其他规则的制定都来源于章程,期货交易所的规则体系也是在章程统率下建立起来的,因此,章程在期货交易所管理过程中占有最重要的地位。

我国试点期货交易所章程一般载明以下几个事项:名称和住所;设立目的和方式;业务范围;会员的资格、权利和义务;会员大会的权力、职责;费用的收取、管理和使用;机构的设置、职权和议事规定;财务管理;会计、审计的规定;营业期限;解散的条件及程序;处罚与争议的处理;章程、规则的修订;风险基金的管理规定;其他需要在章程中载明的事项。

(1)名称和住所。交易所住所是指主要办事机构所在地,住所只能有一个。若住所同交易场所不一致,则章程中必须加以明确。交易所名称和住所的变更要报中国证监会批准,然后到国家工商管理局办理相关手续。

(2)设立目的和方式。章程应规定交易所设立目的的基本内容,如促进期货市场的健康发展,发展社会主义市场经济以及保护期货交易当事人的合法权益和社会公众利益。期货交易所是实行自律性管理的非营利性会员制法人;交易所的设立应当经中国证监会审核,报国务院批准,在国家工商行政管理局登记注册。

(3)业务范围。章程规定交易所基本业务范围是为期货合约的集中竞价交易提供场所、设施并履行相关职责,同时,交易所不得从事与其职能无关的其他营利性商业活动。

(4)会员的资格及其权利和义务。期货交易所会员是期货交易所根据期货交易有关法律、法规和期货交易所章程、会员管理办法审查批准,在期货交易所进行期货交易的法人。期货交易所对其会员制发会员证书,并将会员名单予以公布。

要取得期货交易所会员资格,必须是具有相应的资金实力、良好的商业信誉和职业道德,并在中华人民共和国境内登记注册的法人。对于有严重违法行为记录的法人或者曾被期货交易所除名的法人自处罚之日或开除之日起3年内不能成为会员。

期货交易所会员享有一定的权利并履行相应的义务。其可享有的权利主要有:参加会员大会并行使表决权;在交易场内进行期货交易的自营或经纪业务;参加期货交易所的专业委员会,获得期货交易所有关期货交易的信息等。而履行的义务主要是:遵守国家有关期货

交易的法律法规;遵守期货交易所的期货交易规则;接受期货交易所的管理和国家监管机关的监管;按照规定交纳会费及其他费用;定期向期货交易所提供企业经营情况和财务报表等。

会员资格可以按照期货交易所规定程序转让,但是转让方必须向期货交易所提交有关报告,同时接收方应当向期货交易所提出申请并提交相关文件,经期货交易所审查同意后方可履行转让手续。

会员退出期货交易所,应提前 30 个工作日向期货交易所提交退出报告,并按期货交易所规定清理持仓合约、财务及其他承诺事项,经期货交易所同意后方可退出。

兼并会员的法人和与会员合并后新设立的法人要承继会员的资格,必须向期货交易所提出申请,经期货交易所批准后方可实现;兼并会员的法人和与会员合并后新设立的法人有优先获得会员资格的权利。

期货交易所接纳会员必须报中国证监会备案,会员发生变动也应通报证监会。

(5)会员大会的权力和职责。期货交易所的权力机构是会员大会。会员大会选举产生理事会、监事会和专业委员会。会员大会一般每年举行一次,须有三分之二以上的会员出席,其决议须经与会会员半数以上表决通过生效。每个会员的表决权相同。

会员大会的主要职权:制订、修改本章程;审议、通过交易规则;选举、通过和罢免、建议撤换理事、监事、各专业委员会委员;审议、批准理事会、监事会、各专业委员会和总裁的工作报告以及其他会员大会认为需由其决定的事项。

会员大会应建立专业委员会,以协助理事会管理期货交易所有关事务。

(6)费用的收取、管理和使用。期货交易所经费来源主要是会员缴纳的年会费、收取的交易手续费及其他合法收入。年会费不高于人民币 5 万元。交易所的经费收入主要用于交易所日常各项开支,安排风险基金、交易所的基本建设和发展投资。

期货交易所可向会员收取席位费,并将其存入银行的专用帐户。同时,会员向交易所交纳的手续费不高于交易金额的万分之五。

(7)交易所机构的设置、职权及议事规定。交易所理事会是会员大会的常设机构。会员理事由会员大会选举产生;非会员理事人选由政府有关部门提名,会员大会通过产生。理事会设理事长一名,副理事长若干名。理事长是交易所的法定代表人,由政府有关部门提名,理事会选举产生。理事会会议由理事长召集,理事会会议一般须有理事会全体组成人员过半数出席才能举行;理事会决议须经理事会全体组成人员半数以上通过方为有效。理事会的工作职责主要是批准接收新会员及决定对会员的处罚;聘任或解聘交易所高级管理人员;听取交易所总裁工作报告;审定交易所发展规划等。

监事会由会员大会产生,理事不得兼任监事。监事会主要是依照国家法律、法规和交易所的规章制度,对交易所的活动进行监督,并向会员大会报告工作,列席理事会会议。

交易监督、会员管理、纠纷调解、价格管理等专门委员会,由会员大会直接选举产生,协助理事会工作。

期货交易所所在理事会领导下设立总裁负责日常工作。理事长不得兼任总裁。中国证监会对期货交易所的总裁人选持有否决权。

(8)财务管理及会计、审计规定。期货交易所于每一财政年度结束之日起 90 天内,将业务情况和经会计师事务所审查验证的财务会计报告及其有关资料,报送中国证监会。

(9)交易所解散的条件及程序。交易所解散一般有下列情形:会员大会决议、交易所破产、政府宣布决定。交易所的解散应经中国证监会审核、报国务院批准,在国家工商行政管理局办理相应手续。

(10)处罚与争议处理。交易所对违规、违约的会员及其期货从业人员有处罚权,可根据情节轻重和造成损失的大小,给予经济处罚、警告、通报、停止入场交易、中止或取消会员资格等处罚。会员之间或会员同客户之间因期货交易发生争议,双方协商无效的,可提请交易所处理或依法提请仲裁、诉讼。

(11)章程的修订。交易所章程的修订,应报中国证监会批准后生效。

(12)风险基金的管理规定。交易所在收取手续费的同时,收取相当于手续费收入 20% 以上的资金,建立风险基金。风险基金存入银行专用帐户,专款专用。

(13)章程规定的其他事项。章程应由会员大会通过,并经中国证监会批准后生效。

2. 试点期货交易所交易规则的主要内容

试点期货交易所交易规则的主要内容包括总则、交易地点和时间、上市品种、交易业务、交割、保证金、结算、信息、风险基金等方面的规定。

(1)上市品种的规定。

交易所的上市品种,限于经中国证监会批准的合约。合约的内容一般为合约名称、交易单位、最小变动价位、每交易日价格最大波动限制、合约月份、最后交易日、交割等级和交割地点等。具体规定均在合约及其附件中注明,合约的附件是合约不可分割的部分,与合约具有同等的法律效力。同时,上市品种的交易计量单位为“张”或“手”或“口”。交易的数量必须是交易所规定的“张”或“手”或“口”的整倍数。

(2)交易业务管理规定。

①交易业务管理的一般规定。交易方式为计算机终端输入、自由报价、公开集中竞价;按价格优先,时间优先的成交原则,由计算机自动撮合配对成交。

交易指令以定单方式表示,会员按交易所的规定管理定单。

交易程序一般由交易所主持人宣布交易开始,出市代表在计算机终端按指令先后,依次输入交易意向,在成交前随时更改或撤销;交易结束后,成交双方出市代表向交易部签字领取由计算机复制的成交合约清单;未成交的交易意向,于当日交易结束后清场时予以取消。

②经纪业务的管理规定。经纪业务是指交易所会员接受客户的委托,用会员自己的名义进行期货买卖的行为。具有法人资格的和具有完全民事行为能力的公民,可以客户名义委托会员代理其进行交易。客户委托会员代理其交易,须在会员处开立交易帐户,签署风险揭示声明书,并与会员订立委托代理期货买卖协议书或合同书。

会员在接受委托时,必须要求客户填写交易指令单。交易指令成交与否,会员均应在当天将结果通知客户。如果在委托期限内未能成交,该交易指令则自行失效。

会员的代理业务和自营业务必须分开,两者的帐户必须分设,实行代理业务优先于自营业务的原则。客户的资金为该客户交易专用,不得挪作他用。会员及其从业人员负有其

客户保守交易秘密的责任。

会员在代理过程中,可参照交易所的有关规定向客户收取保证金和手续费。

③实行套期保值头寸与投机头寸分开。交易所会员要代表客户向交易所申报头寸的性质。若是套期保值头寸,采用报告制度,但必须出示有效证明文件如生产计划、购货订单等,套期保值头寸不得炒作,只能进行实物交割或一次性平仓;未向交易所报告头寸性质的,一律视为投机头寸。交易所指定专门部门对会员申报头寸的性质进行判别。

④对投机头寸实行绝对量限仓。对每个上市品种、每个客户的投机头寸实行绝对量限仓。原则上对投机头寸严格限制。会员有义务代客户向交易所提供客户持仓情况。持仓限额按自然人和法人定标准,自然人客户持仓限量要低于法人持仓限量,具体数额由交易所报中国证监会批准。

⑤建立大户报告制度。客户投机头寸达到投机头寸限仓量 80% 时,会员必须代客户向交易所申报其资金情况、头寸情况。

⑥实行价幅限制制度。交易所对每一订单报价实行价幅限制制度,任何订单的报价不得超过最新价格的一定幅度,由计算机程序自动控制,在限价价位上停留一段时间,逐步移动价位。

⑦实行强制平仓制度。凡交易者超仓的、透支的,交易所对其超仓、透支部分的持仓进行强制平仓,由此产生的损失和费用由该交易者承担;如产生盈利,则转入风险基金等。

(3)交割业务管理规定。

最后交易日闭市后,持有合约的买、卖方必须以交割实货平仓,由交易所为买卖双方统一配对。

交割采用票据交换方式,合约卖方须提交栈单和含增值税销货发票;合约买方须提交货款。

同时,对进入交割月份及最后交易日的持仓,按品种分会员对交割月持仓实行严格限制,具体数额由交易所报中国证监会批准。

(4)保证金的规定。

交易所实行保证金制度。保证金一般分为基础保证金和交易保证金。交易保证金不得低于交易额的 5%。进入交割月份,保证金则提高到 20% 以上。

(5)风险基金的规定。

风险基金的提取比例不低于交易所手续费收入的 20%;风险基金只能用于为维护期货市场正常运转提供财务担保和弥补因交易所不可预见风险所带来的结算亏损。风险基金的使用由理事会决定。

(6)结算的规定。

会员在交易所的交易必须通过交易所结算部门统一结算。交易所实行逐日盯市、每日无负债结算制度。客户的盈亏和保证金由会员负责结算。

对于各个上市品种每日结算价按该品种全天交易加权平均价计算。

(7)防止泄密或内幕交易的规定。

交易所工作人员及其直系亲属,不得参与本交易所的期货交易;交易所工作人员不得利

用工作之便向任何人私自透露交易情况、交易信息、客户资金状况等;交易所建立保密制度,对会员成交、持仓情况等信息的查询设立严格的程序。

3. 试点期货交易所会员管理办法的主要内容

试点期货交易所对会员管理作出了专门的规定,主要包括:申请成为会员的条件和申请程序;会籍的获得、审查、放弃、注销;对会员业务开展的具体规定及对从业人员的交易行为的规定,对会员与从业人员的奖惩规定等。

由于会员是客户与交易所之间的“纽带”和媒介,同时,会员在委托进行交易过程中也可为自己进行期货交易。因此,为保护客户的正当权益,交易所会员管理办法在对禁止会员的不当交易行为方面,都作出了较详细的规范。如:禁止会员在交易活动中违犯交易所有关规则或条例、或不遵守与交易所签定的协议;违约或进行欺诈经营;从事虚假交易;搅乱市场秩序,参与使价格不能真正反映出市场供求状况的买卖活动,如为买卖期货合约而开出的报价过高或过低、抬高价格来卖出或压低价格来买进;向交易所提交假报告,或不如实填写会员资格申请表等弄虚作假行为;散布谣言以图操纵市场和影响价格;当交易所有关部门要求查帐时,未能及时或拒交帐簿及有关票据,在执行客户指令前,按与客户指令规定的相同价格条件,先为自己买卖期货合约;为了某种目的,如方便某一客户,擅自扣留往一客户指令或指令的一部分,不在交易市场上执行或拖延执行;自己与自己进行交易;泄露客户指令或通过客户的关系与另一客户串通交易;不执行或拖延交易所的有关裁决等。

第三节 试点期货交易所主要上市品种

一、试点期货交易所主要上市品种及其特点

目前,我国 14 家试点交易所,交易的商品主要为:

- (1) 谷物:小麦、玉米、高粱、粳米、啤酒大麦等;
- (2) 油料作物:大豆、绿豆、红小豆、豆粕、花生仁、芝麻、棕榈油等;
- (3) 饮料原料:咖啡、可可等;
- (4) 林业产品:胶合板等;
- (5) 纤维:棉纱等;
- (6) 金属:铜、铝、铅、锌、镍等;
- (7) 化工原料及产品:天然橡胶、聚氯乙烯、聚丙烯等。

上述这些品种之所以能成为期货交易的上市品种,主要是因为这些品种具有以下几个特点:

(1) 商品的质量、规格、等级容易划分确定。由于期货合约在未到期前往往要经过多次转手买卖过程,商品才由最初的供货者交货,被最后的购买者接收。因此,为保证到期合约

在交割时的商品确实符合合约规定的质量等级标准,就要求进入期货交易的商品质量等级是容易划分的,商品的质量标准和等级区别,即使由各种不同的行家进行检验分析,也能得出相同的结果,而不能是那些技术性能千差万别、规格品种复杂、专业性很强的商品。

(2)交易量大、价格容易波动。期货市场的主要功能之一是分散和避免市场价格风险,因此,只有价格波动才有价格风险,这就决定了价格固定的商品不会进入期货市场。同时,上市品种要求必须是能大量生产上市的、有着广泛需求的、交易相当频繁的、价格容易引起波动的商品。那些供应量小、用途狭窄单一的商品,因交易量也很小,其供求调节相对较难,并且供求变化波动对整个市场经济的影响也较少,因而不宜进入期货市场。

(3)拥有众多的买者和卖者。在期货交易所内,期货合约的买卖是买者和卖者通过分开平等的竞争取得公正的价格后成交的,因此,进入期货市场的商品应拥有数目众多的买者和卖者,否则很难形成公正的价格。买卖双方中的任何一方的垄断,都会使期货市场价格受到操纵,使期货市场的功能作用受到损害。所以,受买方或卖方垄断的商品,都不适宜于进行期货交易。

(4)具有相当长的仓储期并且运输方便。期货交易短则一个月,长则可达两年以上,因此,进入期货交易的商品必须能长期保存、质量不易变质,并且还要求运输方便、损耗小。所以对于一些鲜活易腐烂变质的商品,如水果、蔬菜等不宜进入期货市场交易。

二、谷物及油料作物

1. 大豆

大豆是我国主要的粮油兼用作物,在我国,它既是七大粮食作物之一,又是五大油料作物之一。大豆含有丰富的蛋白质,在我国被广泛地用于豆腐、豆浆等豆制品及豆芽、豆腐乳等副食品生产,另外大豆还用于生产大豆油、豆粕等。

大豆原产中国,目前我国大豆主产区主要集中在东北平原和黄淮平原,其中黑龙江是最大的产区。大豆通常在每年3、4月份播种,10月份收获,11月份开始进入流通渠道,我国每年大豆产量在1500万吨左右,市场流通量在300至400万吨。

在国际上,有70多个国家和地区种植大豆,其中美国是世界上生产和销售大豆最多的国家,巴西、中国、阿根廷的大豆产量和出口量也居世界前列。

大豆价格波动较大,影响大豆价格波动的主要因素有国家政策、天气变化、库存、收成、进出口数量、相关商品的价格变化等。

2. 玉米

玉米是我国主要的饲料作物,也是我国三大粮食作物之一。玉米含有丰富的淀粉、蛋白质、糖份、脂肪和维生素。它的用途十分广泛,除了可以直接食用之外,还是很好的精饲料,此外,通过对玉米的加工还可以制造出淀粉、酒精、葡萄糖等轻工产品。

我国玉米产区主要集中在东北三省、黄淮平原一带,其中吉林、山东是最重要的两个生产省份。玉米通常在春季3、4月份播种,约在秋季10月底收获。我国每年玉米产量在9000万吨左右,流通量在两三千万吨。

在国际上,玉米主要有三大产区,一是北美洲,主要是美国和加拿大,有占全球产量近一半的玉米带,特别是美国,作为全球最大的玉米生产国和出口国,年产量占世界总产量的40%;其次是我国,年产量占世界总产量的20%;再次是欧洲。

玉米价格波动较大,从1980年的350元/吨左右已涨至目前的1700元/吨左右,影响价格的主要因素有国家政策、消费和需求的变化、天气变化、库存和收成情况、畜牧业发展情况、进出口数量等。

3. 绿豆

绿豆是我国小杂粮之一。由于绿豆含有丰富的蛋白质、脂肪、碳水化合物等,长期以来是人们喜爱的食品。它还可以用来保健、消暑,也可以用来加工绿豆芽、绿豆糕等,另外还可以用来酿酒、制药。

我国绿豆主产区在河南、东北一带,其中河南是产量最大的省份。绿豆通常在5月份播种,9月份收获,我国绿豆年平均产量在60万吨左右。

世界绿豆产区主要在亚洲,中国绿豆种植面积最大,其次是印度、伊朗、菲律宾、马来西亚等国。

绿豆是完全受市场调节的品种,价格波动较大,影响绿豆价格的主要因素有气候变化、供求情况、进出口情况等。

4. 籼米

籼米即籼谷加工而成的大米,籼米是人们生活的一种主要粮食,特别在亚洲,籼米是人们日常生活中的主要营养来源,除此之外,籼米还可以用来酿酒和加工副食品。

我国籼米产区主要分布在长江以南一带,其中以广东、江西、湖北、安徽、浙江、湖南等省产量为多。早籼一般在5月中下旬种植,7月底8月初收割。晚籼一般在7月中下旬种植,10月底11月初收割。我国是世界上大米的主要生产国,每年产量平均在1.2亿吨以上,其中籼米占大多数,进入市场流通的大米在3000万吨左右。

国际上籼米生产主要分布在中国、南亚、东南亚及美国南部一带,主要出口国为泰国和美国,每年总贸易量达到1000万吨以上。

籼米价格波动较大,以1994年为例,籼米价格从年初的1500元/吨升至年末的2500元/吨。影响籼米价格的因素有气候条件的变化、水稻播种面积、宏观政策、进出口及国际市场行情。

5. 啤酒大麦

啤酒大麦是用于制造啤酒的主要原料。近年来我国啤酒酿造业飞速发展,啤酒大麦需求量剧增。由于环境等种植条件的限制,国产大麦质量较差,因此我国啤酒大麦进口数量较大。据统计,我国每年啤酒大麦需求量为200万吨以上,其中100万吨需要进口。啤酒大麦主要出口国家为澳大利亚、加拿大、法国等。

由于啤酒大麦需求量扩大加上澳大利亚近年大麦减产,进口啤酒大麦价格上涨较快。目前进口澳大利亚啤酒大麦价格已涨至2400元/吨左右。影响啤酒大麦价格的因素很多,主要有种植区的气候条件,啤酒生产与消费趋势,国际市场啤酒大麦价格,啤酒大麦生产和消费国的进出口政策,人民币汇率等。

三、饮料原料

1. 咖啡

咖啡生产主要集中于热带和亚热带地区,是主要国际交易商品之一。咖啡种类可分为两种,一种生长于炎热潮湿气候接近赤道地带,主要是非洲及印尼。这类地区生产的咖啡被认为是低质咖啡,称为 Robusta。此种咖啡主要用于速溶咖啡,其味道较浓。另一种生长在远离赤道或高纬度气候较冷地带,主要为巴西、哥伦比亚和其他中南美洲国家,此种咖啡是一种柔和型咖啡,品质优良,被称为 Arabica。在传统上,Robusta 咖啡种植单位产量比 Arabica 高。

影响咖啡供给最主要因素有生长地区的气候、咖啡生长情况、国际间咖啡贸易协定。

2. 可可

可可豆是一种热带植物,产于赤道以北和以南 20° 内的炎热而又潮湿的气候地带。可可豆成熟期可从 10 月份一直持续到来年的 8 月份,每年可收获两次,第一茬收获期从 10 月份至来年 3 月份,此季产量约占世界总产量的 80% 左右,第二茬收获季节为 5 月份至 8 月份。

可可最主要生产地是非洲,早期主要产量集中于巴西、加纳、象牙海岸、阿尔及利亚及喀麦隆等五国。近年来,可可产量激增的地区主要是东南亚的印度尼西亚和马来西亚。可可消费集中于高收入国家,德国是全世界可可豆加工量最大的国家。1980 年 11 月,国际可可组织订立可可协定。依照该协定设立了缓冲库存来维持目标价格,并设计了最高及最低干预价格标准。由于主要生产可可的国家象牙海岸及主要消费国美国都没有加入该协定,因此,实施效果并不理想。

四、胶合板

胶合板系指以三层或多层(一般为奇数)的旋切单板按纵横交错方向胶合而成的一种木质人造板。胶合板的规格很多,国际上一般采用英尺来表示,如 $3' \times 3'$ 、 $3' \times 6'$ 、 $4' \times 6'$ 、 $4' \times 8'$ ……。目前国内使用最多的是 $4' \times 8'$ 的胶合板,用法定计量单位来表示即为 $1220\text{mm} \times 2440\text{mm}$,也就是国内期货标准合约规定的幅面尺寸。厚度规格也很多,相同层数的胶合板厚度也可以有多种尺寸,厚度有 3.0、3.6、4.5、6.0……mm,因此在销售胶合板时必须同时注明层数和厚度。国内常用的期货标准合约规定的厚度 3mm。

胶合板标准在国际贸易中比较普遍采用的有三种,即英国(BS 标准)、美国(IHPA 标准)和日本(JPIC 标准),我国从印尼、马来西亚进口的胶合板,一般采用日本 JPIC 标准签约成交。

影响胶合板价格波动的因素有世界环保组织对热带雨林资源的保护和木材产量的变化,主要出口国的出口政策变化;人民币汇率变化及美元币值的变化,我国国内基本建设的规模和民用装修的需求;国内木材加工状况和国产胶合板的价格水平;我国的宏观经济政策

和进口政策的变化;其他相关产品替代状况和库存量的变化。

五、金属产品

1. 铜

国际精炼铜生产主要集中在十几个国家与地区,其中以美国的产量最大,其次是智利,日本虽然产量也较大,但矿石主要靠进口。从消费情况看,美国是世界上最大的铜消费国,日本的消费量仅次于美国。近年来我国的铜的消费量增长迅速。1992年全国铜材产量为61.6万吨,比上年增长29.82%;铜盘条产量为16.38万吨,比1991年有所下降。1992年生产电解铜65万吨,比上年增长14.3%;铜生产企业完成工业总产值111.48亿元,完成工业销售产值111.34亿元。1992年底,电解铜生产能力达到76.9万吨。至1994年8月,在国际市场需求增长和国内资源相对较紧的双重因素的影响下,有色金属价格总水平继续上涨,与7月份相比上升4.9%,与1993年同期相比上升17.3%,其中,铜的全国平均价格为每吨2.2万元,比上月上升4.3%,比上年同期上升11.3%,据统计,1995年我国铜产量为108万吨,消费119万吨;1996年生产预计为95万吨,消费为125万吨。

2. 铝

世界上原铝的生产量分布在40多个国家,其中,以美国产量最大,1993年为369.45万吨,但由于世界总产量的增加,占世界总产量的比重由1960年的46%下降到19.1%。目前,全世界每年再生铝的产量为500多万吨,主要来自发达国家。从消费情况看,美国是世界上最大的铝消费国,日本次之。

我国铝工业经过40多年的发展,已具有一定规模,形成了以十大铝企业为骨干的、包括50多个中小铝厂、392家铝加工厂的独立完整的工业体系。1985年我国已拥有年生产能力氧化铝119万吨,电解铝为58万吨,铝材45万吨。至第七个五年计划完成后的1990年,我国铝工业年生产能力发展到:氧化铝172万吨,电解铝124万吨,铝材115万吨。我国目前的铝消费无论从消费数量上看还是从消费结构上来看都处于初级阶段。从消费结构上看,我国铝主要用于电力工业、轻工业、机械制造,此外,建筑行业用铝发展很快,这些部门的用铝量约占铝消费量的80%。

六、天然橡胶

天然橡胶是由人工栽培的三叶橡胶树分泌的乳汁,经凝固、加工而取得,其主要成分为聚异戊二烯,含量在90%以上,此外还含有少量的蛋白质、脂肪酸、糖分及灰分等。天然橡胶按制造工艺和外形的不同,分为烟片胶、颗粒胶、绉片胶和乳胶等。

据统计,全世界目前天然橡胶年产量约为550多万吨,产地主要集中在泰国、马来西亚、印尼等国家。我国产地则主要分布于海南、云南、广西等地区。

世界用胶行业最重要的大户当属汽车工业。其中轮胎主要原料即是橡胶。与此相对应,世界用胶大国主要集中在日本、韩国、美国及欧洲一些汽车工业大国如德国等。我国消费量的70%以上也用于轮胎制造业。

第十五章 期货市场有关法规

第一节 期货市场有关工商行政管理法律法规

期货市场是市场体系的一个组成部分。作为期货市场,它不仅受期货市场专门法律法规的调整规范,还受市场总体法律法规的调整规范。工商行政管理法律法规有相当一部分是属于市场总法律、法规。

一、工商行政管理机关的性质和主要职责

我国的国家机关设立工商行政管理局,其性质是国家主管市场监督管理和行政执法职能部门,主要职责是:

(1)研究制订工商行政管理的方针、政策和有关法律、法规(草案),制定、发布工商行政管理的规章、制度。

(2)主管工商企业和从事生产经营活动的事业单位、社会团体、公民个人的登记注册工作,核发有关证明,依法确认其企业法人资格或合法经营地位;依法监督检查登记注册单位的登记注册行为;依法核定登记注册单位的名称。

(3)依法监督检查市场主体的交易活动,查处垄断、不正当竞争、侵犯消费者权益和其他市场交易违法违章案件。依法组织开展市场监督与行政执法活动。

(4)依法监督管理经济合同。

(5)依法对国内外商标申请实行统一注册和管理,认定驰名商标,查处商标侵权行为,保护注册商标专用权,认可商标代理机构并指导其工作。依法对商标评审申请作出终局裁定。

(6)监督管理消费品市场、生产资料市场,参与监督管理金融、劳动力、房地产、技术、信息、产权等生产要素市场和期货市场。参与市场体系的培育、发展,参与论证、规划全国市场布局。开展各类交易市场登记及统计工作。

(7)依法监督管理个体工商户、个人合伙和私营企业,规范其经营行为,引导个体、私营

经济健康发展。

(8)依法监督管理广告发布与广告经营活动,指导广告业发展。

以上主要职责中,制订政策法规、企业登记注册管理、广告监督管理、市场监督管理和违法违章交易行为的查处与期货市场关系密切。具体表现在以下五个方面:

(1)在国务院证券委员会的指导下,配合证监会及有关部门参与对期货市场的规划以及方针、政策、法规的制定。如参与《期货交易法》的制定,会同证监会下发《发于审核非期货经纪公司会员从事期货经纪业务的通知》等。

(2)统一对经国务院批准设立的期货交易所在国家工商局登记注册。

(3)统一对证监会审核同意的期货经纪公司(含营业部)在国家工商局登记注册;对证监会审核同意的非期货经纪公司会员从事期货经纪业务,办理变更经营范围的登记手续。

(4)依法对期货交易所、期货经纪公司和从事经纪业务的会员单位违反工商行政管理法规的行为进行查处。

(5)依法取缔非法期货经纪机构。

二、与期货市场有关的工商行政管理主要法规

工商行政管理机关参与期货市场监督管理的内容,涉及市场进入、市场竞争和市场交易秩序三个方面。改革开放以来,全国人大常委会、国务院、国家工商行政管理局和上海市人民政府颁布的与期货市场有关的法律、法规和规章主要有:

1.《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国公司登记管理条例》

《公司法》是中华人民共和国第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议于1993年12月29日通过,并以中华人民共和国第16号主席令公布,自1994年7月1日起施行。《公司登记管理条例》是国务院第156号令于1994年6月24日发布,自1994年7月1日起施行。《公司法》和《公司登记管理条例》的制订和施行,一是建立现代企业制度的需要。现代企业制度的基本特征是“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”。企业实行公司制,能有效地实现出资者所有权与企业法人财产权的分离,有利于政企分开,转换经营机制,企业摆脱对行政机关的依赖,国家能解除对企业承担的无限责任,也有利于筹集资金,分散风险。二是规范公司的组织和行为的需要。改革开放以来,公司剧增,到1994年底,全国公司已达136.54万户,上海1988年公司仅4842户,到1994年底达50789户。公司的发展对促进经济发挥了积极的作用,但因缺乏法律上的规范,也出现了一些问题,如有的公司注册资金虚假,有的公司名不副实、有的公司超范围从事经营活动等等。三是保护公司股东和债权人合法权益的需要。四是维护社会经济秩序,促进社会主义市场经济发展的需要。

《公司法》共11章230条,《公司登记管理条例》共12章76条。《公司登记管理条例》是《公司法》在公司登记管理方面的具体化。其中明确规定:“工商行政管理机关是公司登记机关”。期货从业人员学习上述法律和行政法规重点要掌握三个方面:

一是有限责任公司的概念和设立条件。

有限责任公司是指由一定人数的股东组成的、股东只以其出资额为限对公司承担责任,

公司只以其全部资产对公司债务承担责任的公司。它的设立条件是:

(1)股东符合法定人数(2个以上,50个以下);

(2)股东出资达到法定资本最低限额(以生产经营为主的公司人民币50万元,以商品批发为主的公司人民币50万元,以商业零售为主的公司人民币30万元,科技开发、咨询,服务性公司人民币10万元);

(3)股东共同制定公司章程;

(4)有公司名称,建立符合有限责任公司要求的组织机构;

(5)有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

二是股份有限公司的概念和设立条件。

股份有限公司是指由一定人数以上股东组成,公司全部资本分为等额股份、股东以其所认股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任的公司。它的设立条件是:

(1)发起人符合法定人数(5人以上,其中须有过半数的发起人在中国境内有住所);

(2)发起人认缴和社会公开募集的股本达到法定资本最低限额(人民币1000万元);

(3)股份发行和筹办事项符合法律规定;

(4)发起人制订公司章程,并经创立大会通过;

(5)有公司名称,建立符合股份有限公司要求的组织机构;

(6)有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

三是有关法律责任。

(1)对办理公司登记时虚报注册资本,取得公司登记的;公司发起人虚假出资,或抽逃出资的,由公司登记机关责令改正,处以虚报注册资本金额,虚假出资金额或抽逃出资金额5%以上、10%以下的罚款。

对办理公司登记时提交虚假证明文件或者采取其他欺诈手段取得公司登记的,由公司登记机关责令改正,处以1万元以上10万元以下的罚款。

(2)对公司变更登记事项,未按照规定办理有关变更登记的,由公司登记机关责令限期办理,逾期未办理的,处以1万元以上10万元以下的罚款。

(3)对公司不按照规定接受年度检验的,由公司登记机关处以1万元以上10万元以下的罚款,并限期接受年度检验;逾期仍不接受年度检验的,吊销营业执照。年度检验中隐瞒真实情况,弄虚作假的,由公司登记机关处以1万元以上5万元以下罚款,并限期改正;情节严重的,吊销营业执照。

(4)伪造、涂改、出租、出借、转让营业执照的,由公司登记机关处以1万元以上10万元以下的罚款;情节严重的,吊销营业执照。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

(5)公司超出核准登记的经营范围内从事经营活动的,由公司登记机关责令改正,并可处以1万元以上10万元以下的罚款;情节严重的吊销营业执照。

为了维护社会经济秩序,保护公司的合法权益,惩治违反公司法的犯罪行为,1995年2月28日第八届全国人民代表大会常务委员会议第十二次会议通过了《全国人民代表大会常务委员会关于惩治违反公司法的犯罪的决定》,并同时以中华人民共和国主席第41号令予以

公布。《决定》对刑法作了 12 条补充规定。其中第一条规定:申请公司登记的人使用假证明文件或者采取其他欺诈手段虚报注册资本,欺骗公司登记主管部门、取得公司登记、虚报注册资本数额巨大,后果严重,或者有其他严重情节的,处以 3 年以下有期徒刑或者拘役,可以并处虚报注册资本金额 10% 以下罚金。申请公司登记的单位犯前款罪的,对单位判处虚报注册资本金额 10% 以下罚金,并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,依照前款的规定,处以 3 年以下有期徒刑或者拘役。第二条规定:公司发起人、股东违反公司法的规定未交付货币、实物或者未转移财产权,虚假出资,或者在公司成立后又抽逃其出资,数额巨大,后果严重或者有其他严重情节的,处 5 年以下有期徒刑或者拘役,可以并处虚假出资金额或者抽逃出资金额 10% 以下罚金。单位犯前款罪的,对单位判处虚假出资金额或者抽逃出资金额 10% 以下罚金,并对直接负责的主管人员和其他直接责任人员,依照前款的规定,处 5 年以下有期徒刑或者拘役。《决定》的公布,使惩治违反公司法的犯罪行为,有法可依、增强了打击力度,有利于维护社会经济秩序。

2. 《中华人民共和国企业法人登记管理条例》和《中华人民共和国企业法人登记管理条例施行细则》

《企业法人登记管理条例》是 1988 年 6 月 3 日国务院第 1 号令发布的,自 1988 年 7 月 1 日起施行。《企业法人登记管理条例施行细则》是 1988 年 11 月 3 日,国家工商行政管理局第 1 号令发布的,自 1988 年 12 月 1 日起施行。1996 年 12 月 25 日,国家工商局以 66 号令修改发布了《企业法人登记管理条例施行细则》,自公布之日起施行。《企业法人登记管理条例》是我国第一部明确关于企业法人登记管理的法规。在此之前,国务院曾在 1980 年 7 月 26 日发布《中外合资经营企业登记管理办法》;1982 年 8 月 9 日发布《工商企业登记管理条例》。其中都未明确企业法人登记。企业法人是指有符合国家规定的资金数额,有组织章程、组织机构和场所,能独立承担民事责任,经主管机关核准登记的全民所有制企业和集体所有制企业。《企业法人登记管理条例》明确:企业法人登记主管机关是国家工商行政管理局和地方各级工商行政管理局。作为期货从业人员学习《企业法人登记管理条例》及《企业法人登记管理条例施行细则》应重点掌握三个方面:

一是企业法人登记的条件。

(1) 有符合规定的名称和章程;

(2) 有企业可经营管理的财产,并能够以其财产独立承担民事责任;

(3) 有与生产经营规模相适应的经营管理机构、财务核算机构、劳动组织以及法律或者章程规定必须建立的其他机构;

(4) 有必要的与经营范围相适应的经营场所和设施;

(5) 有与生产经营规模和业务相适应的从业人员,其中专职人员不得少于 8 人;

(6) 有健全的财务制度,能够实行独立核算,自负盈亏,独立编制资产负债表;

(7) 有符合规定数额并与经营范围相适应的注册资金。生产性公司不得少于 30 万元,以批发为主的商业性公司不得少于 50 万元,以零售业务为主的商业性公司不得少于 30 万元;咨询服务性公司不得少于 10 万元,其他企业不得少于 3 万元;

(8) 有符合国家法律、法规和政策规定的经营范围;

(9)法律、法规规定的其他条件。

企业法人如要申请从事期货经纪业务的,除符合上述条件外,还必须具备两个条件:第一必须是期货交易所的会员;第二必须符合中国证监会和国家工商行政管理局 1995 年 10 月 27 日下发的《关于审核非期货经纪公司会员从事期货经纪业务的通知》规定的条件和程序,到登记主管机关申请办理变更经营范围的登记手续。其条件是:①注册资金不得低于 3000 万元。②从事期货(不含期货代理)业务一年以上,无严重违规行为。③由所在期货交易所推荐。④在公司内部设立期货经纪业务部,开设专门帐户,与公司财务分开,有完善的组织机构、期货交易规则和从业人员管理规则。⑤有固定的经营场所,能提供合格的交易、结算、通讯、信息服务和录音设施。⑥持有证监会或其授权机构颁发的《期货从业人员资格证书》的从业人员不能低于 10 名。《通知》还规定:“获准从事期货经纪业务的非期货经纪公司会员,只能从事其具有经纪会员资格的国内期货交易所的期货经纪业务。……不得从事期货交易所的二级代理业务,不得以任何名义设立从事期货经纪业务的分支机构。”

二是登记主管机关对企业进行监督管理的主要内容。

根据《企业法人登记管理条例施行细则》第 62 条,登记主管机关对企业进行监督管理的主要内容是:

- (1)监督企业是否按照《条例》和本细则规定办理开业登记、变更登记和注销登记;
- (2)监督企业是否按照核准登记的事项以及章程、合同或协议开展经营活动;
- (3)监督企业是否按照规定办理年检手续;
- (4)监督企业和法人代表是否遵守国家有关法律、法规和政策。

三是有关罚则。

(1)未经核准登记擅自开业从事经营活动的,责令终止经营活动,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款。

(2)擅自改变主要登记事项,不按规定办理变更登记的,予以警告,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款,并限期办理变更登记;逾期不办理的,责令停业整顿或者扣缴营业执照;情节严重的,吊销营业执照。超出经营期限从事经营活动的,视为无照经营,予以处罚。

(3)超出核准登记的经营范围或者经营方式从事经营活动的,视其情节轻重,予以警告,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款。同时违反国家其他有关规定,从事非法经营的,责令停业整顿,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款;情节严重的,吊销营业执照。

(4)伪造、涂改、出租、出借、转让、出卖营业执照的,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款;情节严重的,吊销营业执照。擅自复印营业执照的,收缴复印件,予以警告,处以 2000 元以下的罚款。

(5)申请登记时隐瞒真实情况、弄虚作假的,除责令提供真实情况外,视其具体情节,予以警告,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款。经审查不具备企业法人条件或者经营条件的,吊销营业执

照。伪造证件骗取营业执照的,没收非法所得,处以非法所得额 3 倍以下的罚款,但最高不超过 3 万元,没有非法所得的,处以 1 万元以下的罚款,并吊销营业执照。

3.《期货经纪公司登记管理暂行办法》和《经纪人管理办法》

《期货经纪公司登记管理暂行办法》是国家工商行政管理局第 11 号令于 1993 年 4 月 28 日发布的,自发布之日起施行。该《暂行办法》是我国第一个规范期货市场的行政规章。1993 年 11 月 4 日国务院发布《关于坚决制止期货市场盲目发展的通知》(国发〔1993〕77 号)明确指出:“期货交易法规发布前已经成立的各种期货经纪机构,要按照国家工商行政管理局发布的《期货经纪公司登记管理暂行办法》的规定,由证监会审核后,在国家工商行政管理局重新登记注册。”

学习《期货经纪公司登记管理暂行办法》应着重掌握四个方面:

一是期货经纪公司的概念和登记管辖。

《暂行办法》指出,“本办法所称期货经纪公司,是指依照国家法律、法规及本办法设立的接受客户委托,用自己名义进行期货买卖,以获取佣金为业的公司。”

国家工商局负责办理期货经纪公司及其分支机构的登记注册工作。省、自治区、直辖市工商局负责对期货经纪公司及其分支机构的登记注册材料进行初审、办理年检的审定和参与日常监督管理工作。

二是期货经纪公司应当具备的条件。

(1)有符合规定的公司名称。

(2)有规范的公司章程。

(3)有固定的场所和合格的通讯设施。

(4)注册资金在 1000 万元以上。

(5)有与经营业务相适应的从业人员,其中专职期货经纪人不得少于 20 人。

(6)法定代表人及其他行政管理人员符合《企业法人和法定代表人审批条件和登记管理暂行规定》第 9 条的规定。即:凡有下列情形之一的(除国家另有规定外)不得担任企业法人的法定代表人:因违法经营被吊销营业执照的企业原法定代表人,自决定吊销营业执照之日起未满 3 年的;因经营管理不善被依法撤销或宣告破产的企业负有主要责任的法定代表人,自核准注销登记之日起未满 3 年的;刑满释放、假释,或缓刑考验期满或解除劳教人员,自刑满释放、考验期满或解除劳教之日起未满 3 年的;因从事违法活动被司法机关立案调查尚未结案的;各级机关(包括党的机关、国家权力机关、行政机关、审判机关、检察机关)在职干部和军人,在职现役军人;国家法律、法规和政策规定不能担任企业领导职务的。企业法人终止其债权和债务尚未清现完结的原法定代表人不能新任其他企业的法定代表人。

(7)有完善的组织机构和健全的财会制度。

(8)法律、法规规定的其他条件。

期货经纪公司如要增设期货营业部的,必须按照中国证监会和国家工商行政管理局 1995 年 10 月 27 日下发的《关于审核期货经纪公司设立期货营业部的通知》要求具备 5 个条件:

(1)持有中国证监会颁发的《期货经纪业务许可证》及国家工商行政管理局颁发的《企业

法人营业执照。》

(2)上一年度为盈利企业。

(3)注册资本金在 1000 万元以上,同时是 4 家以上期货交易所会员的,可申请设立一个期货营业部;注册资本金在 2000 万元以上,同时是 8 家以上期货交易所会员的,可申请设立两个期货营业部;注册资本金在 3000 万元以上,同时是 12 家以上期货交易所会员的,可申请设立三个期货营业部。一家期货经纪公司最多只能设立三个期货营业部。

(4)期货营业部具有专用通讯设施和设备。

(5)期货营业部持有《期货从业人员资格证书》的从业人员不得少于 10 名。

期货经纪公司增设期货营业部须经设立地省、自治区、直辖市或计划单列市期货监管部门初审通过后,报中国证监会复审,然后持中国证监会的批复文件和《期货经纪业务许可证》到国家工商行政管理局申请办理营业登记。

三是期货经纪公司应依法从事经营活动,遵循公开、公平和诚实信用的原则,并遵守以下规则:

(1)提供客观、准确、及时、高效的服务;

(2)在登记主管机关指定的金融机构开设客户保证金的专用帐户,并与自有资金分离存放;

(3)如实记录、及时执行客户指令;

(4)将每日交易记录,会计凭证及其他重要资料完整保存 5 年以上;

(5)为客户保守商业秘密;

(6)在营业场所备置供客户阅读的公开说明书、风险说明书;

(7)在登记注册后 60 日内向登记主管机关指定的金融机构缴存营业保证金,其数额不低于注册资金总额的 25%。

四是期货经纪公司禁止从事下列行为:

(1)私下串通,垄断市场;

(2)进行私下对冲;

(3)制造、散布虚假的或容易使人误解的信息进行误导;

(4)伪造、涂改、买卖各种交易凭证和文件;

(5)挪用客户保证金;

(6)雇佣非经纪人与客户接洽、商谈委托进行期货买卖事宜或代其进行期货买卖;

(7)约定与客户分享利益或承担风险;

(8)其他违反法律、法规的行为。

《经纪人管理办法》是国家工商行政管理局第 36 号令于 1995 年 10 月 26 日发布的,自发布之日起施行。《经纪人管理办法》不仅管一般行业的经纪业务,还包括金融、保险、证券、期货和国家有专项规定的其他特殊行业经纪业务。对特殊行业经纪业务的管理,国家工商总局还将具体制定管理办法。作为期货从业人员学习《经纪人管理办法》应掌握:

(1)经纪人指依照本办法的规定,在经济活动中,以收取佣金为目的,为促成他人交易而从事居间、行纪或者代理等经纪业务的公民、法人和其他经济组织。经纪人的范围,不仅指

通常称呼的自然人(公民)经纪人或个体经纪人,还包括法人和其他经济组织。这里的法人和其他经济组织有经纪人事务所、经纪公司和兼营经纪业务的经济组织等。期货经纪公司也属于这一类

(2)经纪人从事经纪活动,应当遵守国家法律、法规、遵循平等、自愿、公平和诚实信用的原则。

(3)从事经纪活动人员的资格认定。从事经纪活动的人员必须具备5个条件:具有完全民事行为能力;具有从事经纪活动所需要的知识和技能;有固定的住所;掌握国家有关的法律、法规和政策;申请经纪资格之前连续3年以上没有犯罪和经济违法行为。经工商行政管理机关考核批准,取得经纪资格证书后方可从事经纪活动。

对从事金融、保险、证券、期货和国家有专项规定的其他特殊行业经纪业务的,还应当具备相应的专业经纪资格证书。凡符合前述5个条件取得经纪资格证书的人员,经专门考核合格,取得专业经纪资格,由工商行政管理机关会同有关部门发给专业经纪资格证书。

4.《中华人民共和国广告法》和《广告管理条例》

《中华人民共和国广告法》是1994年10月27日经第八届全国人民代表大会常务委员会第十次会议通过,共6章49条,自1995年2月1日起施行。鉴于《广告法》调整的范围集中在商业性广告,1987年10月26日国务院颁布的《广告管理条例》及有关法律、法规与《广告法》不抵触的,同时有效。《广告管理条例》共22条,自1987年12月1日起施行。《广告管理条例》调整的范围比《广告法》广,它规定:“凡通过报刊、广播、电视、电影、路牌、橱窗、印刷品、霓虹灯等媒介或者形式,在中华人民共和国境内刊播、设置、张贴广告,均属本条例管理范围。”作为期货从业人员,应该着重了解以下三方面内容:

一是广告、广告主、广告经营者和广告发布者的定义。

广告是指商品经营者或者服务提供者承担费用,通过一定媒介和形式直接或者间接地介绍自己所推销的商品或者所提供的服务的商业广告。

广告主是指为推销商品或者提供服务,自行或者委托他人设计、制作、发布广告的法人、其他经济组织或者个人。

广告经营者是指受委托提供广告设计、制作、代理服务的法人、其他经济组织或者个人。

广告发布者是指为广告主或者广告主委托的广告经营者发布广告的法人或者其他经济组织。

二是广告宣传中广告主的义务。

(1)广告主不得从事不正当竞争行为。如贬低其他经营者的服务,进行虚假宣传,侵犯商业秘密等。

(2)广告的内容必须真实、明确和合法,符合社会主义精神文明建设的要求,不得含有虚假的内容,不得欺骗和误导消费者。在期货市场中就是不得欺骗和误导客户。

(3)广告主必须履行仅在经营范围内从事广告活动的义务。

(4)广告主应当委托具有合法经营资格的广告经营者、广告发布者从事设计、制作、发布广告。

(5)广告主委托他人从事广告活动,必须提供法定的证明文件(包括营业执照、确认广告

内容真实性的证明文件等)。

(6)使用他人名义、形象应征得他人书面同意。

(7)广告主在广告活动中要依法和广告经营者及广告发布者订立书面合同。

三是虚假广告及其法律责任。

《广告法》明确规定:县级以上人民政府工商行政管理部门是广告监督管理机关。监督管理广告其中一项主要内容是监督管理虚假广告,这与期货市场关系也很密切。所谓虚假广告是指对商品或者服务作虚假宣传的广告,主要有以下六种表现:

(1)消息虚假。即广告所宣传的商品或者服务的信息本身是不真实的,或根本不存在的。如有的期货经纪公司营业部,未经批准登记注册,刊登广告时谎称已登记注册等。

(2)品质虚假。即广告宣传的商品或者服务并未达到广告中所说的质量或技术标准。

(3)功能虚假。即广告所宣传的商品或者服务不具备广告中所宣传的功能或者服务内容。

(4)价格虚假。即消费者购买商品或者接受服务所支付的货币与广告宣传的商品或者服务的价格不符。

(5)证明虚假。即广告借他人的言论或者采取其他带欺骗性的证据宣传商品的质量、功能等。

(6)其他带贬低性的虚假广告。广告中使用“最……”、“第一……”、“……之冠”等。

《广告法》第37条和第38条规定虚假广告的广告主、广告经营者和广告发布者应承担行政责任,民事责任和刑事责任。追究广告主的行政责任是责令停止发布广告,公开更正和处以广告费用1倍以上5倍以下罚款,民事责任有赔偿损失,停止侵害,消除影响,恢复名誉,赔礼道歉等。追究广告经营者、广告发布者的行政责任是没收广告费用,并处广告费用1倍以上5倍以下的罚款,情节严重的,依法停止其广告业务。广告经营者、广告发布者明知或者应知广告虚假,仍设计、制作发布的,应当依法承担连带民事责任。广告主、广告经营者和广告发布者作虚假广告构成犯罪的,依法追究刑事责任。

5.《中华人民共和国反不正当竞争法》和《上海市反不正当竞争条例》

《中华人民共和国反不正当竞争法》是1993年9月2日第八届全国人民代表大会常务委员会第三次会议通过,并于同日由江泽民主席以第10号主席令发布,自1993年12月1日起施行。《上海市反不正当竞争条例》是1995年9月28日上海市第十届人民代表大会常务委员会第21次会议通过,并于1995年10月9日以上海市人大常委会第31号公告公布,于1995年12月1日起施行。为贯彻落实反不正当竞争法,国家工商行政管理局于1995年11月23日以第41号令发布了《关于禁止侵犯商业秘密行为的若干规定》,于1996年11月15日以第60号令发布了《关于禁止商业贿赂行为的暂行规定》。学习上术法律、法规和规章,期货从业人员应着重了解以下两方面内容:

一是不正当竞争的概念和监督检查机关。

所谓不正当竞争是指经营者违反《反不正当竞争法》规定,损害其他经营者的合法权益,扰乱社会经济秩序的行为。经营者是指从事商品经营或者营利性服务的法人、其他经济组织和个人。经营者在市场交易中,应当遵循自愿、平等、公平、诚实信用的原则,遵守公认的

商业道德。

县级以上人民政府工商行政管理部门对不正当竞争行为进行监督检查。

二是与期货市场有关的不正当竞争行为及其法律责任。

(1)商业贿赂行为。

所谓商业贿赂,是指经营者为销售或者购买商品而采用财物或者其他手段贿赂对方单位或者个人的行为。财物是指现金和实物,包括经营者为销售或者购买商品,假借促销费、宣传费、赞助费、科研费、劳务费、咨询费、佣金等名义,或者以报销各种费用等方式给付对方单位或者个人的财物。其他手段是指提供国内外各种名义的旅游、考察等给付财物以外的其他利益手段。

此外,《反不正当竞争法》还在法律意义上对回扣、折扣、佣金作了界定:回扣是指经营者销售商品时在帐外暗中以现金、实物或者其他方式退给对方单位或者个人的一定比例的商品价款。给予回扣的,以行贿论处;收受回扣的,以受贿论处。折扣即商品购销中的让利,是指经营者在销售商品时,以明示并如实入帐的方式给予对方的价格优惠。佣金是指经营者在市场交易中给予为其提供服务的具有合法经营资格的中间人的劳务报酬。给予和接受佣金的,都必须如实入帐。

对商业贿赂行为的处罚是,根据情节处以1万元以上20万元以下的罚款,有违法所得的,应当予以没收;构成犯罪的,移交司法机关依法追究刑事责任。

(2)虚假宣传行为。

经营者不得利用广告或者其他方法对商品价格和市场信息进行虚假宣传,损害竞争对手的利益。其处罚是:责令停止违法行为,消除影响,并可以根据情节处以1万元以上20万元以下的罚款。

(3)侵犯商业秘密行为。

所谓商业秘密,是指不为公众所知悉、能为权利人带来经济利益、具有实用性并经权利人采取保密措施的技术信息和经营信息。技术信息和经营信息,包括设计、程序、产品配方、制作工艺、制作方法、管理诀窍、客户名单、货源情报、产销策略、招投标中的标底及标书内容等信息。侵犯商业秘密,是指不正当地获取、披露或使用权利人商业秘密的行为,其处罚是:责令停止违法行为,并可以根据情节处以1万元以上20万元以下的罚款。

(4)诋毁行为。

所谓诋毁行为是指经营者自己或利用他人捏造散布虚伪事实,指向竞争对手,对其商业信誉、商品声誉进行虚假陈述、贬低中伤对方、以削弱其市场竞争能力,为自己谋取不正当利益。其处罚是:责令停止违法行为,消除影响,并可以处以1万元以下的罚款。

三、当前期货市场中违反工商管理法规的主要问题

(1)未经登记注册,非法从事期货经纪或代理活动。如某省××期货经纪公司未经国家证监会审核批准及向国家工商行政管理局办理登记注册,在上海租借场地开设期货营业部,招客户61家,开展期货代理业务。先后收取佣金105万元,被上海市工商局查获。

(2)以提供信息、投资咨询的名义,超越核准登记的经营范围、擅自开展期货代理业务。如上海××国际贸易咨询有限公司,由来自澳门、阿根廷、马来西亚的三个人操纵,非法从事外汇期货经纪业务,被虹口区工商局查获,案发时该公司有客户 38 家,其中 12 家已平仓,在盘净金额 251.9 万元,被工商局查扣现金 26900 元,冻结银行存款 69845 元,其他财物均被外方卷逃。

(3)外省市的期货交易所在上海非法开设期货交易分所,招收会员,开展期货交易活动。如某省××期货交易所,未经国家证监会审核批准和向国家工商行政管理局登记注册,擅自上海开设期货交易厅吸收会员 12 家,招揽客户开展异地联网同步集中交易。据该交易所称,自 1993 年底至 1994 年 9 月先后开通上海等 4 处异地同步集中交易系统,共发展会员 50 多家,4 个地方厅的持仓量占该所总持仓量的三分之一,资金总额达 8000 多万元。

(4)期货交易所非期货经纪公司会员,非法增设营业部,开展期货经纪活动。如某省商品交易所 42 号会员公司(非期货经纪公司会员),原做 6.5 号线材的自营期货业务,因风险大,自 1994 年 4 月起擅自在上海增设代理营业务,开展 6.5 号线材期货经纪业务,先后吸收客户 16 家,收取代理佣金 700 余万元。

(5)有的期货经纪公司经纪人不向客户揭示风险,以虚假宣传手段拉客户。如:上海某期货有限公司某经纪人,全权代理客户期货交易,不向客户揭示风险,向客户作获利保证招揽客户。上海某实业公司在其诱惑下,投入 130 万美元,全权委托该经纪人做外盘商品期货,结果亏损 84.5 万美元。

第二节 我国现行与期货市场有关的其他法律法规

期货市场除了期货交易专业法律法规和与工商行政管理有关的法律法规外,与期货市场有关的其他法律法规还有不少。

一、《中华人民共和国仲裁法》

《中化人民共和国仲裁法》由中华人民共和国第八届全国人民代表大会常务委员会第九次会议于 1994 年 8 月 31 日通过,由江泽民主席以第 31 号主席令公布,自 1995 年 9 月 1 日起施行。

《仲裁法》明确:“平等主体的公民、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷,可以仲裁。”“当事人采用仲裁方式解决纠纷应当双方自愿,达成仲裁协议。没有仲裁协议,一方申请仲裁的,仲裁委员会不予受理,“当事人达成仲裁协议,一方向人民法院起诉的,人民法院不予受理。”“但仲裁协议无效的除外。”“仲裁委员会应当由当事人协议选定。仲裁不实行级别管辖和地域管辖,”“仲裁依法独立进行,不受行政机关、社会团体和个人的干涉。”

《仲裁法》明确规定:“仲裁实行一裁终局制度。裁决作出后,当事人就同一纠纷再申请仲裁或者向人民法院起诉的,仲裁委员会或者人民法院不予受理。”

仲裁协议包括合同中订立的仲裁条款和以其他书面方式在纠纷发生前或者纠纷发生后达成的请求仲裁协议。仲裁协议包括3项内容:①请求仲裁的意思表示;②仲裁事项;③选定的仲裁委员会。仲裁协议有下列情况之一的属无效:①约定的仲裁事项超出法律规定的仲裁范围的;②无民事行为能力人或者限制民事行为能力人订立的仲裁协议;③一方采取胁迫手段迫使对方订立仲裁协议的。当事人申请仲裁应当符合3个条件:①有仲裁协议;②有具体的仲裁请求和事实、理由;③属于仲裁委员会的受理范围。

由此可见,我国的《仲裁法》对仲裁有严格的要求和明确的制度。在期货交易中,发生的纠纷很多。有客户与会员之间的纠纷;有会员与会员之间的纠纷;也有交易所与会员之间的纠纷。有些期货交易所对发生的纠纷采取自己建立“仲裁委员会”(或由监事会代替),实行终局仲裁的办法。这种做法,在《仲裁法》出台前,起了一些作用,在一定程度上缓解了我国仲裁和司法机关的压力,解决了一些纠纷。但在《仲裁法》出台后,这种做法明显是违反《仲裁法》的。期货交易所无权设立“仲裁委员会”,它的所谓“终局仲裁”也是无效的。期货交易所的仲裁机构应改变为调解机构,起调解作用。由于期货交易所的专业知识、技术性和专业性较强,如果根据《仲裁法》规定,经法定主管部门批准,由有关部门和期货业协会共同组建不隶属于任何机关和组织的“期货仲裁委员会”,那么,该委员会对解决期货交易纠纷是有益的。

二、税务法规

期货市场中有关的税收主要有:增值税、营业税、所得税和城市维护建设税等4种。

1.《中华人民共和国增值税暂行条例》

《中华人民共和国增值税暂行条例》于1993年12月13日以中华人民共和国国务院第134号令发布,自1994年1月1日起施行。1993年12月28日国家税务总局国税发(1993)154号《增值税若干具体问题的规定》明确指出:“货物期货(包括商品期货和贵金属期货),应当征收增值税。”《增值税暂行条例》规定:“在中华人民共和国境内销售货物或者提供加工、修理修配劳务以及进口货物的单位和个人,为增值税的纳税义务人。”货物期货属于特殊的销售行为,按规定应当征收增值税。其增值税税率为17%。

货物期货交易纳税人应纳增值税,税额为当期销项税额抵扣当期进项税额后的余额。应纳税额的计算公式是:

应纳税额=当期销项税额-当期进项税额

因当期销项税额小于当期进项税额不足抵扣时,其不足部分可以结转下期继续抵扣。

销项税额是纳税人按照销售额和税率向购买方收取的增值税额,其计算公式是:

销项税额=销售额×税率

进项税额是纳税人购进货物所支付的增值税额,从销售方取得的增值税专用发票上注明的增值税额,准予从销项税额中抵扣。如纳税人购进货物未按照规定取得并保存增值税

扣税凭证,或者增值税扣税凭证上未按照规定注明增值税额及其他有关事项的,其进项税额不得从销项税额中抵扣。

货物期货交易是特殊的销售行为,其买卖的是货物期货标准合约。目前的商品期货交易所(在期货结算公司未成立前)是买方的卖方,又是卖方的买方,其销项税额与进项税额是相等的,所以应纳增值税额为零。而各会员单位和客户在期货交易中,一般当期买入和卖出期货合约都有差额。如当期销项(卖出)税额大于当期进项(买入)税额时,其差额是应纳增值税额。反之,如当期销项(卖出)税额小于当期进项(买入)税额,其不足部分,可以结转下期继续抵扣。

《暂行条例》规定,增值税由国家税务局及其所属征收机关征收。增值税纳税地点:①固定业户应当向其机构所在地主管税务机关申报纳税,总机构和分支机构不在同一县(市)的应当向各自所在地主管税务机关申报纳税;经国家税务总局或其授权的税务机关批准,可以由总机构汇总向总机构所在地主管税务机关申报纳税。②固定业户到外县(市)销售货物的,应当向其机构所在地主管税务机关申请开具外出经营活动税收管理证明,向其机构所在地主管税务机关申报纳税。未持有其机构所在地主管税务机关核发的外出经营活动税收管理证明,到外县(市)销售货物或者应税劳务的,应当向销售地主管税务机关申报纳税;未向销售地主管税务机关申报纳税的,由其机构所在地主管税务机关补征税款。

2.《中华人民共和国营业税暂行条例》

《中华人民共和国营业税暂行条例》于1993年12月13日以中华人民共和国国务院第136号令发布,自1994年1月1日起施行。《暂行条例》规定在中华人民共和国境内提供本条例规定的劳务、转让无形资产或者销售不动产的单位和个人,为营业税的纳税义务人,应当依照本条例缴纳营业税。应纳税额的计算公式:

$$\text{应纳税额} = \text{营业额} \times \text{税率}$$

《暂行条例》规定,服务业的税率为5%。服务业是指利用设备、工具、场所、信息或技术为社会提供服务的业务,该税目的征收范围包括:代理业、旅店业、饮食业、旅游业、仓储业、租赁业、广告业、其他服务业,期货经纪公司业务属代理业,期货市场有关的是代理业和其他服务业。应按代理手续费收入(减去上缴期货交易所部分)计征5%的营业税。其他服务业是指该税目所列上述服务业务以外的服务业务。期货交易所的业务属其他服务业,应按交易所的手续费收入计征5%的营业税。

《暂行条例》规定,营业税由税务机关征收。营业税的纳税地点:纳税人提供应税劳务,应当向应税劳务发生地主管税务机关申报纳税。

3.《中华人民共和国企业所得税暂行条例》

《中华人民共和国企业所得税暂行条例》于1993年12月13日以中华人民共和国国务院第137号令发布,自1994年1月1日起施行。《条例》规定:“中华人民共和国境内的企业,除外商投资企业和外国企业外,应当就其生产、经营所得和其他所得,依照本条例缴纳企业所得税。”“企业的生产、经营所得和其他所得,包括来源于中国境内、境外的所得。”上述“生产、经营所得”,是指从事物质生产、交通运输、商品流通、劳务服务,以及经国务院财政部门确认的其他营利事业取得的所得。

《条例》规定:实行独立经济核算的按国家有关规定注册、登记的国有企业、集体企业、私营企业、联营企业和股份制企业,或者依法注册、登记的有生产、经营所得和其他所得的其他组织(事业单位、社会团体等),为企业所得税的纳税义务人。所谓独立经济核算的企业或组织,是指纳税人同时具备银行开设结算帐户,独立建立帐簿、编制财务会计报表,独立计算盈亏等条件的企业或者组织。

《条例》规定:纳税人应纳税额,按应纳税所得额计算,税率为 33%。其计算公式为:

应纳税额 = 应纳税所得额 × 税率

纳税人每一纳税年度的收入总额减去准予扣除项目后的余额为应纳税所得额。其计算公式为:

应纳税所得额 = 收入总额 - 准予扣除项目金额

收入总额包括:①生产经营收入;②财产转让收入;③利息收入;④租赁收入;⑤特许权使用费收入;⑥股息收入;⑦其他收入;准予扣除项目是指与纳税人取得收入有关的成本、费用、税金和损失。

《条例》规例,企业所得税由纳税人向其所在地税务机关缴纳。“其所在地”是指纳税人的实际经营管理所在地。期货交易所的所得税在其所在地税务机关缴纳。期货交易所会员单位的所得税应在其登记注册的企业所在地税务机关缴纳。

4.《中华人民共和国城市维护建设税暂行条例》

《中华人民共和国城市维护建设税暂行条例》是 1985 年 2 月 8 日国务院发布的,自 1985 年度起施行。城市维护建设税是为了加强城市维护建设、扩大和稳定城市建设资金来源而开征的一种特定目的税种。

城市维护建设税以缴纳消费税、增值税、营业税的单位和个人为纳税义务人。包括缴纳上述三税的国有企业、集体企业、个体经营者、机关、团体、事业和部队等一切单位和个人(外商投资企业暂不征收)。

城市维护建设税以纳税人实际缴纳的消费税、增值税、营业税的税额为计税依据,并分别与上述三税同时缴纳。城市维护建设税的计算方法为:实际缴纳的消费税或增值税或营业税额 × 税率。税率依纳税人所在地不同而有所不同:①纳税人所在地在市区的,税率为 7%。②纳税人所在地在县城、镇的,税率为 5%。③纳税人所在地不在市区、县城或镇的,税率为 1%。

除上述主要 4 种税外,还有:“教育费附加”。有的地方还征收“期货交易费”、“堤防维护费”和“义务兵及家属优待金”等。

对于税务违法行为的处罚,《中华人民共和国税收征收管理法》作了明确规定,其中有:

(1)纳税人有下列行为之一的,由税务机关责令限期改正,逾期不改正的,可以处以 2000 元以下的罚款;情节严重的,处以 2000 元以上 1 万元以下的罚款:未按照规定的期限申报办理税务登记、变更或者注销登记的;未按照规定设置、保管帐簿或者保管记账凭证和有关资料的;未按照规定将财务、会计制度或者财务、会计处理办法报送税务机关备查的。

(2)从事生产、经营的纳税人,扣缴义务人在规定期限内不缴或者少缴应纳或者应解缴的税款,经税务机关责令限期缴纳,逾期仍未缴纳的,税务机关除依照《税收征收管理法》第

27 条的规定采取强制执行措施追缴其不缴或者少缴的税款外,可以处以不缴或者少缴税款 5 倍以下的罚款。

(3) 纳税人采取伪造、变造、隐匿、擅自销毁帐簿、记帐凭证,在帐簿上多列支出或者不列、少列收入,或者进行虚假的纳税申报,不缴或者少缴应纳税款的,属偷税行为。偷税数额占应纳税额的 10% 以上并且偷税数额在 1 万元以上的。或者因偷税被税务机关给予两次行政处罚又偷税,除税务机关追缴其偷税款外。依照关于惩治偷税、抗税犯罪的补充规定第 1 条的规定处罚。由税务机关追缴其偷税款,处以偷税款数额 5 倍以下的罚款。偷税行为是税收领域中严重的违法行为之一。对偷税者不但要追究行政法律责任,情节严重的,还要追究刑事法律责任。

(4) 纳税人欠缴应纳税款,采取转移或者隐匿财产的手段,致使税务机关无法追缴欠缴的税款。数额在 1 万元以上的除由税务机关追缴的税款外,依照关于惩治偷税、抗税犯罪的补充规定第 2 条的规定处罚;数额不满 1 万元的,由税务机关追缴欠缴的税款,处以欠缴税款 5 倍以下的罚款。

(5) 以暴力、威胁方法拒不缴纳税款的,属抗税行为。除由税务机关追缴其拒缴的税款外,依照关于惩治偷税、抗税犯罪的补充规定第 6 条第 1 款的规定处罚;情节轻微,未构成犯罪的,由税务机关追缴其拒缴的税款,处以拒缴税款 5 倍以下的罚款。对使用暴力、威胁的手段抗拒缴纳税款的,要追究刑事责任。对抗税者,按抗税罪处以 3 年以下有期徒刑或拘役,并处拒缴税款 5 倍以下的罚款。

三、《中华人民共和国劳动法》

《中华人民共和国劳动法》由第八届全国人民代表大会常务委员会第八次会议于 1994 年 7 月 5 日通过,自 1995 年 1 月 1 日起施行。《劳动法》的制定是为了保护劳动者的合法权益,调整劳动关系,建立和维护适应社会主义市场经济的劳动制度,促进经济发展和社会进步。在中华人民共和国境内的企业、个体经济组织和与之形成劳动关系的劳动者,适用《劳动法》。期货从业人员作为期货交易所、期货经纪公司的劳动者应该学习和掌握《劳动法》,维护自己的合法权益。

《劳动法》规定:劳动者享有 8 项权利,即:平等就业和选择职业的权利、取得劳动报酬的权利、休息休假的权利、获得劳动安全卫生保护的权利、接受职业技能培训的权利、享受社会保险和福利的权利、提请劳动争议处理的权利以及法律规定的其他劳动权利。《劳动法》还规定,劳动者应当完成劳动任务,提高职业技能,执行劳动安全卫生规程,遵守劳动纪律和职业道德。

《劳动法》规定,建立劳动关系应当订立劳动合同。劳动合同是劳动者与用人单位确立劳动关系、明确双方权利和义务的协议。订立和变更劳动合同,应当遵循平等自愿、协商一致的原则,不得违反法律、行政法规的规定。凡违反法律、行政法规的劳动合同和采取欺诈、威胁等手段订立的劳动合同为无效合同。无效的劳动合同从订立的时候起就没有法律的约束力。劳动合同的无效由劳动争议仲裁委员会或者人民法院确认。劳动合同应当以书面形

式订立,并具备以下条款:①劳动合同期限;②工作内容;③劳动保护和劳动条件;④劳动报酬;⑤劳动纪律;⑥劳动合同终止条件;⑦违反劳动合同的责任。劳动合同除上述7个必备条款外。当事人可以协商约定其他内容。

《劳动法》规定,劳动者有下列情形之一的,用人单位可以解除劳动合同:①在试用期间被证明不符合录用条件的;②严重违反劳动纪律或者用人单位规章制度的;③严重失职,营私舞弊,对用人单位利益造成重大损害的;④被依法追究刑事责任的。劳动者有下列情形之一的,用人单位可以解除劳动合同,但是应当提前30日以书面形式通知劳动者本人:①劳动者患病或者非因公负伤,医疗期满后,不能从事原工作也不能从事由用人单位另行安排工作的;②劳动者不能胜任工作,经过培训或者调整工作岗位,仍不能胜任工作的;③劳动合同订立时所依据的客观情况发生重大变化,致使原劳动合同无法履行,经当事人协商不能就变更劳动合同达成协议的。有下列情形之一的,劳动者可以随时通知用人单位解除劳动合同:①在试用期内的;②用人单位以暴力、威胁或者非法限制人身自由的手段强迫劳动的;③用人单位未按照劳动合同约定支付劳动报酬或者提供劳动条件的。

《劳动法》还规定,用人单位与劳动者发生劳动争议,当事人可以依法申请调解、仲裁、提起诉讼,也可以协商解决。解决劳动争议,应当根据合法、公正、及时外理的原则,依法维护劳动争议当事人的合法权益。劳动争议发生后,当事人可以向本单位劳动争议调解委员会申请调解;调解不成,当事人一方可以向劳动争议仲裁委员会申请仲裁。对仲裁不服的,可以向人民法院提起诉讼。

《劳动法》规定,县级以上各级人民政府劳动行政部门依法对用人单位遵守劳动法律、法规的情况进行监督检查,对违反劳动法律、法规的行为有权制止,并责令改正。

第十六章 期货欺诈与防治

第一节 期货欺诈

一、期货欺诈概况

期货市场上的欺诈行为方式、欺诈行为的主体、被害人的过错大小和有无、欺诈行为的危害性涉及面等都不相同,期货市场上的欺诈行为没有完全雷同的,在分析个案、分析具体的欺诈行为的同时,并不妨碍、更不可能取代我们在整体上、宏观上对期货欺诈行为的研究。

所谓期货欺诈行为是指行为人在期货交易、经纪代理及相业务活动中,违反期货方面的法规、交易规则和行业惯例,欺诈客户、扭曲期货市场功能、损害客户合法利益的行为。期货欺诈行为情节严重的就构成犯罪。

期货欺诈行为的成立要件表现在以下四个方面:

(1)期货欺诈行为侵犯的客体是国家的期货管理制度和期货市场秩序,同时侵犯投资者的财产权益。期货市场是市场经济活动中的高层次的贸易方式,期货交易是标准化合约的非实物交易。在期货市场中大量的交易是一种买空卖空的行为,只有极少部分最后进行实物交割,类似于现货交易。期货市场的正常运行是依赖于投机行为的存在,投机行为是期货市场实现其功能的重要条件,是期货市场期货贸易生存的基础之一。期货欺诈行为是期货市场致命的毒瘤。期货市场的特点、期货贸易的特点决定了它们离不开公平、公正、公开的原则,离不开一套交易规则行为规范保障下的市场秩序。否则,期货市场投资者的合法权益得不到保障,交易秩序走向混乱,管理制度的废弛,结果必然是期货市场的灭亡。期货欺诈行为的危害性也正表现在这些方面。

现代期货市场的诞生是以芝加哥期货交易所的建立为标志,在此之前的期货市场严格地讲只能是不规范的远期市场。由于市场是自发的,也谈不上国家的宏观管理,自从交易活

动进入规范化的交易所才逐渐形成一整套的规范所构成的制度,以及由管理制度规范的交易秩序。在诸多的期货市场监督管理制度管理原则中,公正、公平、公开、标准规范、自律有序成为最重要的原则。“公正、公平、公开”的原则要求期货市场应成为公平、公正、公开的竞争市场、交易市场。公平就不允许一些人以垄断手段控制价格,甚至使一部分投资者蒙受损失而获利。公正则要求对于任何违反规则的行为处罚一视同仁,严格认真,以事实为根据,不偏袒、不歧视。公开表明交易的有关信息应公布于众,不为少数人所独享,也不允许交易各方散布虚假扭曲的信息。所谓标准规范是指期货合约的标准化和交易程序的规范化。合约要求在交易品种的质量标准、交易单位、最小价位变动、合约月份及交割方式等方面都有明确规定,任何上市的合约都必须经审查批准。交易秩序规范化指合约的买卖必须在有关交易所特定的场内,买卖双方通过经纪人公开竞价成交,并且交易过程遵循特定的程序。所谓自律有序要求交易所的会员制定约束自身的有关规章和制度,一经获得批准,它将成为交易所的正式规定,任何会员都不得违反,对经纪公司同样也是这样。

期货欺诈行为侵犯的客体是一个复杂的客体,它同时侵犯期货市场的管理制度扰乱市场秩序和投资者的财产权益。但是,侵犯管理制度和扰乱市场秩序是主要客体,是法律所重点保护的;投资者的财产权益居次要地位,是次要客体。

(2)期货欺诈行为在客观方面表现为违反国家的期货管理法规,实施了法规、规章制度禁止的欺诈行为。期货欺诈行为是属于经济违法或者经济犯罪范畴,和其他传统的违法犯罪行为相比,它的恶性来自法律的禁止。为了赋予期货市场主体的更大的灵活性、自主性和创造性,更大限度地增加经济行为的自由度和促进更多的交易行为,鉴于期货市场交易方法、交易行为的不断革新变化和创造,对欺诈行为的认定必然严格实行“法定主义”。哪些行为属于欺诈行为必须有法律规则的严格界定;法律没有明确规定的,尽管有一定的欺诈性也不能定性,特别是认定欺诈犯罪行为。之所以要确定严格的法定主义,旨在鼓励期货市场的主体不断开拓进取、不断探索和尝试,防止出现畏手畏脚、左顾右盼而束缚期货市场的发展。

违反国家的期货管理法律、法规和有关规章制度是一个广义的概念。从效力层次上看,属于最高层次的是人大常委会制定的相关法律;第二层次的是国务院颁布的相关行政法规;第三层次的是中央主管期货市场和其他职能部门颁布的规章和其他规范性文件;第四层次的全国期货行业协会制定的并经批准通过的行业自律性规则和其他规范性文件。最后层次的是各交易所会员大会制定的,并经批准的交易所规章和其他规范性文件。从规范性文件的内容上看。有的是综合性的。有的可以是某一方面的,如有关经纪代理业务的、有关交割方面的、有关透支及平仓方面的等等。总之,有违反上述规范性文件中列举的欺诈行为,均可以依法认定。认定欺诈行为构成犯罪的。要依据全国人大及其常务委员会制定的法律。至于其他部门的法规不具有相应的效力。

期货欺诈行为的具体方式多样,归纳起来有:①私下对冲行为。不把客户的交易指令传到交易所交易,而在经纪公司自己的盘房内直接对冲。②私下对赌行为。期货经纪公司发现有利可图时,直接采取与客户订单相反的方向进行买卖的欺诈行为。③做虚假广告宣传故意误导客户。经纪公司提供虚假信息、引诱客户下单,从中赚取佣金等。④侵吞或者使用客户资金。经纪公司侵吞、挪用客户的保证金和其他资金。⑤操纵市场。通过合谋集中资

金操纵市场、连续交易、散布谣言等。⑥虚假交易。进行实质上不转移所有权的期货交易,故意造成市场活跃的表面。⑦超越客户的委托权限、擅自更改客户指令的行为。⑧双重交易的欺诈行为。行为人同时为客户代理期货交易和为自己做买卖,双重交易使行为人利用业务关系获得客户委托资料而先行交易。⑨违反期货交易的惯例,擅自斩仓、锁仓。⑩不及时向客户提供结算单据,用隐瞒事实真相的欺诈方法劝说和怂恿客户负亏经营。⑪将自营业务和代理业务混合操作,或表现违反禁止同时兼营自营和代理业务的规范;或不执行委托优先的行业惯例。⑫故意停电。针对大客户买卖倾注一时,故意停电使交易中斷,然后混水摸鱼,从中牟利。⑬交易所定点仓库大规模拒收合格的实盘以利多方;或者收进不合格的实盘以利空方。⑭交易所为多空双方中的一方提供造市题材。如打报告、开研讨会,渲染改变交收条件,使另一方处于极其不利的地位。⑮其他形式。期货欺诈行为具体表现不一而足,它和监管措施、法律规范、交易方式等方面有联系。

(3)期货欺诈行为的主体,可以是自然人,也可以是法人或者其他组织。期货欺诈行为的主体通常是在期货交易、经纪代理及其他相关活动中进行欺诈活动的交易所、期货经纪公司及其经纪人。有时也包括交易所、期货经纪公司中应承担相应法律责任的直接主管人员和直接责任人员。如交易所经理、部门主管、报价员、记录员等。欺诈行为的主体具体包括:①期货管理机构。即国家的期货监管机构和期货业自律性组织。②期货经纪机构。即从事期货代理买卖的期货经纪公司。③期货自营机构。主要是交易所的会员,其不做代理业务只做自己的期货交易。④期货咨询服务机构。即从事期货投资顾问的各种机构。⑤期货服务机构。为期货交易提供专业性服务的机构,如期货结算公司、期货保证公司。⑥期货基金管理机构。⑦与期货市场有工作业务联系的新闻记者、报刊编辑、电台电视台的工作人员等。⑧期货业的管理人员和从业人员。⑨期货投资者。⑩其他机构和个人。

(4)期货欺诈的主观方面。由于行为人在期货交易、经纪代理及相关活动中进行欺诈的目的,在于获取经济利益,或是为了牟取暴利,或是为避免损失,或是为了自身的经济利益,或是为了帮助他人获取经济利益,因此,期货欺诈主观方面只能是故意。它的一般表现是:行为人明知自己的行为违反期货法规,将会扰乱期货市场秩序,破坏期货市场功能,造成其他投资者的利益损失,但却希望这种结果的发生,追求这种结果的发生,以获取不法利益。主观上的恶性是欺诈行为的重要特征。所谓明知既可以是确知行为的性质,亦包括应知自己行为的性质。若行为人因善良行为的民事行为使客户陷于错误认识而从事交易则不构成欺诈行为。

欺诈行为在理论上分析有三个方面:违反民事法律规范的民事违法行为,包括违约行为和侵权行为;违反行政法律规范的行政违法行为;违反刑事法律规范的犯罪行为。三者的区别、联系是:期货欺诈犯罪行为是期货欺诈行为中危害性较大,对期货市场影响较广的欺诈行为,认定的依据是相关的刑事法律规范。凡属期货欺诈犯罪行为的必然是违反期货行政法规的违法行为,或者说性质比较严重的期货行政违法行为且为刑法所禁止的期货欺诈犯罪行为。期货行政违法行为是违反期货的行政法规并带有欺诈性质的行为,这类行为认定的依据是期货方面的行政法规。最后一类是在期货交易中交易双方的当事人有违反民事法律的规定,既可以是违反了民事法律的具体规定,也可以是违反了民法中诸如诚实信用、等

价有偿、公平公正原则,并且带有欺诈性质的行为。但这类行为没有被期货方面行政法规认定为行政违法行为。一般而言,期货欺诈行为专指行政违法行为。其中一部分欺诈行为不因社会危害性较大成了犯罪行为。但二类行为的基本特征是接近的,差别的是危害程度不同,或者说是量变引起了质变。

一些国家和地区的期货交易法规都专设条文禁止期货欺诈行为,以维护正常的期货交易秩序。台湾地区的“外国期货交易法”规定,期货经纪商在接受客户委托交易时,必须遵循诚实信用原则、帐户分离原则、公开原则、合法开户原则。禁止经纪商有下列行为:①不得有对赌、欺诈或者其他足以致期货交易人或者第三人误信的行为。②不得开设概括授权帐户。期货经纪商接受客户委托从事期货交易时,关于期货交易的事项,应由客户逐项明确授权,不得开设概括性授权帐户。③不得雇用非业务员与期货交易人接洽、商谈委托期货交易事项或者代其进行期货交易。④不得无合理的基础向期货交易人或者不特定的多数人介绍特定种类的期货交易,或者提供上涨或者下跌的判断,以劝诱从事不必要、不合理的买卖。⑤不得挪用客户的保证金。⑥不得制作不实的期货交易记录。⑦不得擅自更改买卖委托书、买卖报告书、或者其他单据上的时间戳记。⑧期货经纪商的负责人、业务员或者其他人员不得泄露期货交易人委托事项及其他职务上所获悉的秘密、不得对期货交易人作获利的保证、不得与期货交易人约定分享利益或者共同承担损失、不得利用期货交易人帐户或者名义为自己从事交易、不得利用他人或者自己的名义供期货交易人从事交易、不得为夸大的宣传或者散布不实的资讯、不得为未经办妥开户手续的人从事交易、不得未依期货交易人的委托事项及条件从事交易。此外该法还规定,⑨期货经纪商不得向客户融资。⑩开户前必须向客户真实全面介绍各种期货商品的性质、交易条件及可能发生的风险,否则承担相应的法律责任。

美国的期货市场是世界上最大的期货市场,其管理体制和管理法规在世界上具有代表性。目前调整期货市场最基本的法律规范是《商品交易法》,美国特别强调政府对期货市场的统一管理,1974年以后所有州立期货法规全部被宣布无效,现行期货法规均为联邦立法。如美国1974年10月通过的《1974年商业期货交易委员会法》专门规定了保护期货市场的正当竞争,保障期货市场参与者免受欺诈虚伪与不正常操作方式等侵害。1987年颁布的期货交易法则更进一步明确了对期货欺诈犯罪的惩处。根据有关法律、构成期货欺诈犯罪的行为主要有:①期货经纪商或者其雇员、代理人侵占应分离保管的客户款项。②操纵市场。③意图操纵或者囤积任何商品。④故意散布任何错误或者明知为错误的有关谷物或者市场资讯,或者足以影响商品价格状况的信息。⑤场外交易。⑥对契约市场中的会员资格或者登录状况为不实陈述,或者谎称特定交易是在场内交易但事实不然等等。

日本的期货交易立法在世界上素以完善严格著称。目前日本已形成一整套期货市场的法律体系,有关期货犯罪的立法全部规定在《商品交易所法》第17章第152条至166条之中,所规定的期货欺诈犯罪种类多达15种,主要有:①违反法院禁令进行串通交易;②利用行情赌博;③制作虚假行情表;④挪用保证金;⑤私下对冲;⑥误导交易;⑦内幕交易;⑧操纵期货市场。

反期货欺诈是各国和地区期货立法的一项重要内容,从上述介绍的情况也可见一斑。

如果作客观上的比较不难发现期货欺诈行为有普遍认同的几类,或可以称为古典的欺诈行为;也有些行为各国认识不一,这主要是由于监管的原则、交易的手段和市场发育程度不同所引起的,或可以称为新型的欺诈行为。

市场经济条件下,市场主体的个体利益相对突出,主体的经济行为活跃、自由程度提高,自然经济欺诈行为更为多见。甚至可以说任何一种经济行为都可能滋生相应的欺诈行为,如合同欺诈、广告欺诈、保险欺诈、证券欺诈等,当然也存在期货欺诈。这些经济欺诈行为既有相同的共性,又有其独特的个性特征。

期货欺诈具有以下特点:

(1)期货欺诈行为的高危害性。所谓高危害性是指和一般违法犯罪行为相比较,进而和其他的经济违法犯罪相比较,期货欺诈行为的社会危害性要大得多。其一是造成的直接经济损失巨大。1995年2月27日巴林银行新加坡分行经纪人违规操作,致使该行亏损15亿马克,使这家有232年历史的英国最古老的投资银行一夜之间倒闭,落到被人吞并的下场。其二是涉及面广,合同欺诈只牵涉合同的当事人,少则2人,多则几十人,行为造成的后果危害毕竟有限,而期货欺诈行为影响的是众多的投资者,影响的是一个交易品种,一个交易所甚至整个期货市场,引发期货市场的崩溃,甚至是金融危机。从我国近几年的试点情况来看,交易所的整顿、经纪公司的清理、部分交易品种的暂停无一不和欺诈行为有关。其三是不良的影响深刻,使人们的心理失衡,腐蚀人们诚实劳动、合法致富的信念。期货欺诈一旦得逞,所获的利益常使人一夜巨富。这种利益的不平衡并非个人能力、经营业绩所致。就期货市场内部而言,它会促使部分套期保值者倾向于投机,投机者选择欺诈违法,违法者敢于欺诈犯罪。走出市场圈外其恶劣影响亦不言而喻。

(2)期货欺诈行为的复杂性。传统的暴力违法犯罪结构简单,人们对其违法性质判断比较容易。与其相比,期货欺诈行为则呈现复杂性特点。一是期货欺诈行为和正常的投机行为界限模糊。立法的滞后,认识上的惯性使人们观念难以及时转变,使失误与差错、合法与不法、不法与犯罪的界限难明。二是期货欺诈行为有较厚的保护层,期货欺诈利润巨大,在集团团体利益的驱动下,纵容庇护现象明显,在企业利益、地区利益、行业利益、部门利益层层保护下,认定、查处打击往往力不从心。

(3)期货欺诈行为的智能性、隐蔽性。期货欺诈违法犯罪分子总体文化素质较高,特别是国家对期货从业人员实行资格考试制度以后,整个行业的文化素质都在较高水准上。其二行为人有较丰富的业务技能,作案手段隐蔽,这一现象如果说在市场初期阶段不明显外,那么在监管手段比较完备的阶段则比较典型,欺诈行为和正当的交易行为相互交织。其三欺诈行为的危害性比较抽象。行为的受害人不特定、行为手段的隐密、发案单位的掩盖,实际查处的仅仅是其中的一小部分。

二、操纵期货市场

操纵期货市场行为是期市上最为典型的欺诈行为之一。因为期货交易并非是实物贸易、买卖的对象是期货合约,是虚拟资本的交易。期货市场的交易者可以利用资金优势采取

各种不正当的手段,故意扭曲市场的价格,制造市场虚假行情,从中牟取暴利,操纵期市为各国和地区的期货法规所禁止,但具体的规定方式不一。从立法形式上看,有具体一一列举的,也有采取概括性的规定。中国证券监督管理委员会 1996 年 5 月 6 日颁布了《操纵期市行为认定处罚规定》,对操纵期货市场行为的定义和具体方式做了明确规定。该规定规定,操纵期货市场行为是指交易所会员或客户为了获取不正当利益故意违反国家有关期货交易的规定,违背期货市场公平、公正、公开的原则和大户申报制度,单独或者合谋使用不正当手段,严重扭曲期货市场价格,扰乱期货市场的行为。

扰乱期货市场具体的行为方式有:

(1)交易所会员或客户为了规避交易所持仓限量的规定,利用其他会员的席位或者其他客户名义建仓,其建仓总量超过交易所对该会员或客户规定的持仓限量的;

(2)若干交易所会员或客户之间通过集中资金,由一个客户或者会员统一下达交易指令,且情节严重的;

(3)交易所会员用若干客户的资金为一个客户或自己进行交易且情节严重的;

(4)交易所会员为客户提供资金并强制客户按照自己的意志和要求进行交易;

(5)交易所会员之间利用移仓、对敲等手段故意制造市场假象,虽未超过持仓限量,但已严重影响市场秩序,企图或实际影响期货价格或市场持仓量的;

(6)交易所会员或客户蓄意违规,按照事先约定的方式或价格进行交易和互为买卖,制造市场假象、企图或实际严重影响期货价格或者市场持仓量的;

(7)交易所会员接受各个客户的全权委托,并实际统一进行交易,严重影响期货市场价格;

(8)客户假借他人名称或虚假的名称多方开立帐户和下达交易指令,实际超过持仓限量或严重影响期货价格的;

(9)交易所会员故意阻止、延误或改变客户某一方向的交易指令或擅自下达交易指令或诱导、强制客户按照自己的意志进行交易且情节严重的;

(10)交易所会员或客户超越自身的经营范围或实际要求,控制大量交易所指定仓库标准仓单,企图或实际严重影响期货价格的;

(11)交易所会员或客户在实物交割环节上故意、蓄意违规,企图或实际严重影响交割结算的正常进行;

(12)交易所会员或客户在现货市场上超越自身经营范围或实际需要囤积居奇,企图或实际严重影响期货价格的。

操纵期货市场的行为方式尽管不相同,或者说差异很大,但它们最终都落脚在改变期货交易的价格上,形成不正常、不真实的期货市场行情,从中谋取不法利益。那么,期货市场的价格是怎样形成的?影响期货价格的因素有哪些?期货价格和现货价格之间的关系怎样?加深对这三个问题的了解,有助于我们认识操纵期市行为的本质和危害所在。

期货交易所是一个完全由供求法则决定的自由市场,遵循的是公开、公平、公正的市场竞争原则。从表面上看,期货价格是交易者之间通过他们的出价和要价方式形成的,例如某期货交易所 3 月份的玉米期货现行市价为要价 29·70,出价 29·30,交易员接到客户的指

令要求按市价买进 3 月份玉米期货合约 10 手,于是他便在交易池内以口头递价和手势表示要求买进 10 手 30(亦可以是其他竞价方式),也许有人要价 35,那么成交价格便是 $29 \cdot 35$ 。只要价格低于 30,交易就可能做成。每一次交易都会形成一个价格水平,因此,期货交易价格是不断波动的,交易所则用现代化的信息系统快速地将每一次成交价格的数量及价格显示出来,公布于众。当日交易所收盘后的 15—30 分钟内,结算所便及时公布各种合约的结算价格。期货市场价格是自由形成价格的典型,在交易过程中每一个买者都面对所有的卖者,每一个卖者都面对所有的买者。价格的形成因竞价方式略有差异,在实行公开叫价制的交易所,买方总是先喊价格再喊数量,卖方则先喊数量再喊价格,以价格优先数量优先的原则达成交易价格。在实行一节一价制的交易所,则由主持人喊价,一直喊到交易双方都同意的价格为止,一锤定音作为这一节的交易价格。一节一价制是每一字只有一个价格,没有连续的竞价。而采取计算机操作的交易所实际上近似于公开竞价制,只不过交易双方面对面竞价为计算机自动撮后所代替。需要指出的是,尽管期货价格是在期货交易所内由交易双方互相讨价还价形成的,但其真实的原因却是由期货商品的本身价值和期货合约的供求关系决定的。在期货交易过程中,期货交易的参与者通过对市场供求因素及其他市场指标的变化分析所得出的对价格走势的预测,是各种影响价格因素的集中体现,反映了期货价格形成过程的实质。因此,期货价格的形成过程,也就是现货商品的真实价格的发现过程。

期货价格和其他商品价格的波动同样受市场供求等因素的影响。这些因素有自然界的同时也有社会的,归纳起来主要有:①政府、交易所对期货市场的管理方针、政策和规则。②市场交易情况。市场买卖情况及成交量、现货交收的数量、交易者的动向等。③经济状况。国际贸易的逆差、顺差、金融界情况、货币外汇市场。④社会状况。财政经济政策、社会秩序等。⑤世界政治、经济形势。⑥商品市场自身状况。⑦其他因素。如果从宏观上加以分类,一般有如下几种因素:①商品的供求变化因素。和现货市场供求关系不同,期货市场的供求关系对价格的影响是一种市场的预测心理。②周期性和历史性因素。③金融货币变动因素。④政治因素。如果从微观角度分析,每一个期货交易品种的市场价格影响因素是有差异的。如农产品的期货价格更易受气候、产情报告、库存、产量等因素的影响;金融商品的期货价格易受信贷需求、有价证券价格、各种经济指标等因素的影响。

期货价格和现货价格的关系对于传统的期货商品而言,期货价格真实地反映了相应商品的现货价格,对于金融工具——期货来说,以现金结算的期货价格在合约期满时也应趋向于与相关的现货指数价格相吻合。从理论上讲,期货价格等于现货价格加上贮存费用。当然,在实际的交货过程中还有其他因素,两者间的差异是存在的,但离交割期最近的期货月份的合约价格和现货价格之间的差额是非常小的。因此,我们也可以这样认为,期货价格是以现货价格为基础,加上人们对未来价格走势的预测得出来的。

三、欺诈客户

现代期货交易都是在期货交易所进行集中交易,这种交易形式不可能是所有的期货交易者都集中在一起公开竞价,这样既无法交易亦无法管理,而只是采取会员制的形式,由会

员委派出席代表,由他们代表交易者公开竞价成交。此外,期货交易又是一项高风高险利润高度专业化高度技术化的交易方式,并非任何一个交易者都具备参与交易的基本素质。如果只允许具备素质的人参与期货交易,显然这种交易不可能成为市场。这两种矛盾也注定人们不得不选择会员制这种形式。

一般而言,交易所的会员从业务范围上可分为:做自营业务的会员,即只为自己做期货交易,主要是规模较大的生产营商;做代理客户业务的会员,即专为客户做期货交易,就是期货经纪公司。当然,如果法律不禁止的话,会员也可以兼做自营业务和代理业务,单位和个人若想参与期货市场交易,必须通过特定的渠道和特定的形式:一是具有交易所会员的身份,以此身份做自营业务,进行套期保值或者投机盈利,或兼而有之。二是通过做代理业务的会员进行期货交易。具有会员资格的做代理业务的经纪机构我们称之为具有会员资格的期货经纪公司,但因期货交易所的会员数量有限,有会员资格的期货经纪公司数量更少,为更大限度的发挥期货市场功能,扩大市场的交易量,便于更多、更广泛的客户参与期货交易,除了有会员资格的期货经纪公司外,更多的是无此资格的期货经纪公司,他们的代理业务必须再通过交易所会员进行交易业务。总而言之,期货交易的主体(会员除外)参与期货交易时并不直接面对交易的对方,而是和期货经纪公司打交道。交易主体相对于经纪公司是客户身份,客户做出的买卖决定由经纪公司代为执行,投资的风险、利润自己承担,经纪公司收取一定的劳务费、酬金。这是客户与期货经纪机构的关系实质。期货经纪公司接受客户的买卖指令,并不是以客户的名义而是以自己的名义与另一家经纪公司(它同样也是代理另一客户)完成买卖业务,即双方都不是以客户的名义,而是以自己的名义做买卖,由此形成的法律后果并不涉及客户,而是由期货经纪公司负担,在交易所处理相应纠纷时,纠纷争议的双方当事人不是客户,而是交易年的会员。这是客户与期货经纪公司的另外一层法律关系。

从法律关系的性质上看,客户和期货经纪公司同时具有不典型完整的代理关系和经纪关系。所谓代理关系是指代理人以被代理人的名义在代理权限范围内向第三方为意思表示或第三人受意思表示,其效力直接对被代理人发生法律效力。代理人与被代理人之间的民事法律关系就是代理关系。代理具有下列法律特征:

- (1)代理行为必须是有法律意义的行为。
- (2)代理行为必须以被代理人的名义进行。
- (3)代理人在代理权限内作独立的意思表示。

(4)代理的法律后果由被代理人承担。所谓经纪关系是指行纪人受信托人的委托,以自己的名义用信托人的费用,为信托人办理购销或寄售等业务并收取酬金。信托人和行纪人之间的法律关系称为经纪关系。在经纪关系中,信托人的主要义务有:①在接到行纪人完成信托业务的通知后,应当及时接受行纪人依照合同所完成的一切,并对已购进的货物及时验收。②按照合同的规定或主管部门的规定,向行纪人支付手续费和其他合理费用。行纪人的主要义务是:①应当按照信托人的指示办理信托业务。②接受信托人出售或者买进的商品并应当接受检查。③应将信托人经办的信托业务而取得的一切收益全部如数交给信托人。

分析代理关系和经纪关系的法律特征,分析客户和期货经纪公司两者的关系,不难看出,客户和经纪公司之间同时存在一定范围内的代理关系和一定程度上的经纪关系,因此,在确定客户和期货经纪公司所负的义务和所享有的权利时,必须分清在操作过程中两者的法律关系的实质,从而做出科学地界定。国外对期货经纪机构法律地位的确定有所不同。日本《商品交易所法》规定,期货经纪商是带有批发商性质的经纪人,它的法律地位类似民法中的行纪人。英美法对期货经纪商的法律地位持代理说,认为期货经纪商是客户的代理人。期货经纪商具有以下法律特征:

- (1)期货经纪商必须是接受交易人的委托,不得做自营业务;
- (2)期货经纪商必须向境外交易所进行期货交易,不得私下对冲;
- (3)必须是从事行纪或者居间,不得做代理业务;
- (4)期货经纪商的主要收入是通过接受委托而收取的手续费。

在客户和期货经纪商这一对主体之中。期货经纪商有明显的优势,而客户处在相对弱的地位,客户的保证金和交易款项由经纪商保管;客户的指令由经纪商执行;客户无法直接监督经纪商的行为,面对的只是一堆单据。在期货知识、专业水平、操作实务上,双方悬殊较大,因而,作为承担维护期货市场秩序、保障市场各方当事人合法权益职责的期货市场法规,必然要通过设立相应的管理制度来保护客户的合法权益,规范制约经纪商的行为,同时对经纪商欺诈客户的行为给予必要的制裁。期货市场法规的重要内容和功能是在当事人之间建立平衡和制约机制。在设立保证金制度、强行平仓制度、合法开户制度保障期货经纪公司利益的同时,也要相应确定一些原则和建立若干制度来保障投资客户的利益。在处理客户和经纪公司两者关系时,在指导双方行为时应该体现:

(1)诚实信用原则。经纪公司不论是开户、交易、制作交易记录、报告交易结果等行为,一定要维护客户的利益,遵从客户的指令,不得有毁改记录和越权等行为,不得故意损害客户的合法权益。

(2)公开原则。期货经纪公司公开各种交易信息、期货交易的风险,不得有蒙蔽、欺骗客户的行为。

(3)帐户分离原则。客户的保证金、交易款项等,要设置特别的专户加以保管,不得和经纪公司的帐户混淆,不得任意支取、动用专户内的资金。

除此基本制度外,期货市场的管理者还应通过检查、核实各种交易记录、营业场所、经营规则、财务业务报告等手段加强监管,保护投资者的权益,进而稳定投资人队伍,规范交易行为。除期货法规特有的规则制度外,还应遵循民法、经济法中诚信、等价有偿、协作等一般交易原则。美国芝加哥期货交易所副总裁、期货法律顾问威廉·格罗斯曼先生针对我国期货市场现状,提出规范期货经纪公司立法的六大要素:即期货经纪人和其他从业人员的注册和资格;对客户的公开性;客户资金的适当处理;客户订单的适当处理;及时和准确地报告及书面记录;严格的执行体系

期货经纪商欺诈客户的最终目的是谋取不法利益,或者是增加经济收入,或者是减少经济支出。这也表明经纪商的经济利益和客户的经济利益在获取方式上有所差异,不具有同向性。客户的经济利益取决于交易的亏损或者盈利,高价买进低价卖出,交易亏损;相反低

价买进高价卖出,交易盈利。对客户而言,期货交易的盈亏和其他商品买卖性质相同、形式相仿。期货经纪公司的经济利益取决于收入和支出之间的差额,两者差额越大则盈利越大;差额越小则盈利越少;差额呈负数则亏损。期货经纪公司的收入中,最主要的是佣金或称手续费,它是经纪公司代理客户交易收取的费用,约占经纪公司收入的90%。佣金的收取标准没有统一的规定,美国曾实行固定的佣金制,但在1974年取消了固定的佣金制,代之的是市场竞争的协议佣金制。多数经纪公司对套期保值者收取较低的佣金,对投机交易者收取较高的佣金。在美国佣金标准大约是:投机者每份合约为25—60美元之间,套期保值者每份合约10—20美元之间。除了佣金外,另外10%的收入来自于客户缴纳保证金的利益、资讯收入。经纪公司的支出大体有四大项:一是经纪人的佣金;二是公司每一笔生意要付给出市代表一定的手续费;三是付给交易所的手续费;四是经纪公司的各项费用。在我国目前状况下,经纪公司主要支出是:交易席位费、交易费用、交易所会费、职员和行政人员的薪金、通讯费用、市场研究费用和办公室租金等。

欺诈客户的具体行为多种多样,手段不断翻新,其中典型的方式有:误导行为;挪用侵占客户保证金和其他款项;超越权限、改变指令;向客户融资和其他欺诈客户行为。

1. 误导行为

所谓误导行为是指期货经纪公司及其工作人员(主要是经纪人),违反国家期货管理法规、规章,向已有客户、潜在的客户或者社会大众,故意制作、传播、散布虚假的信息,诱使他人开户交易或者做出买卖的决定,通过扩大交易量以获取经济利益的行为。从构成的基本要件分析,误导行为有以下特征:

(1)误导行为的主体只能是期货经纪公司及其工作人员。误导的对象是投资者,而投资者介入期货市场,期货经纪公司是唯一的媒介,误导行为只存在期货经纪公司和客户联系之中。期货经纪公司是指经过登记注册、领有营业执照和执业许可的合法公司。至于非法公司所实施的诈骗误导行为不属于欺诈客户范畴。期货经纪公司的误导行为是指以公司名义对客户和其他公众传播、散布虚假信息。经纪公司工作人员误导行为包括公司的法定代表人和其他负责人、特定的工作人员对公众、客户散布虚假信息。此外,经纪人以个人名义向自己的委托人传播、散布虚假信息。根据我们对经纪人和经纪公司关系的理解,同时也应追究经纪公司的民事法律责任。

(2)主观方面应是故意,过失不构成误导行为。故意是指行为人明知自己的行为性质和行为将导致的后果,仍积极追求的一种心理状态。认定行为人明知必须是行为人有相应的认识能力和认识水平。判断这种能力和水平,一是以法律为标准来推定,一是以本行业的惯例来推定。如法律要求期货经纪公司必须向客户如实、全面提供期货风险说明资料,若经纪公司没有这样做或有隐瞒,那我们就可依照法律推断经纪公司明知行为的性质,因为这一切为法律所明确规定,任何经纪公司都有这样的认识能力。再比如:某一期货经纪人看到某一品种交易量较前几日放大,便向客户保证该期货品种价格必然上扬,劝导客户下单买卖,这种情况下我们认为经纪人有误导行为,他应明知自己行为的性质,推定的标准是交易量放大和交易价格上涨没有必然的联系,这应是经纪人应有的专业水平。该经纪人也同样具有。行为人在实施误导行为时具有谋取经济利益目的,即诱导客户下单买卖获取佣金。经纪公

司的佣金收入和客户的下单量和下单频率相联,综合起来就是代理交易的期货合约的数量多少。误导行为的结果使潜在客户开户交易变成现实的客户,使现实的客户做出下单买卖、加大买卖的决定,从而获取相应的佣金收入。如果行为人传播、散布虚假信息是出于过失,则不认定为误导行为,相应的民事责任纠纷依据民法的有关规定处理,但不作为行政违法、刑事违法处理。

(3)误导行为侵犯的客体是国家期货管理制度。这些管理制度就是为了协调经纪公司和客户的关系、经纪公司和社会大众的关系,规范经纪公司的行为,保障投资者的合法权益。至于误导行为是否必然侵犯投资客户的财产权益,则视具体情况而定,受误导行为诱使做出实际投资决定的财产权益受到损失,但未接受误导则未必财产受损。因此,误导行为侵犯的客体是期货管理制度,而投资者财产所有权是选择性客体,可能会受误导行为侵犯,也可能没有受到侵犯。管理制度的具体内容要视立法的完备程度而定,一般而言应包括开户时风险揭示说明制度、信息报告制度、信息公示制度等几项内容。除有明确规定外,还包括一些期货法规的基本原则和指导思想,特别是诚信原则和公平、公正、公开原则。

(4)误导行为的客观方面,首先是误导行为的对象,如前所述,我们把误导行为界定为行政违法行为、刑事犯罪行为,而不仅是违反合同或侵权的民事行为,误导行为的对象不再受合同、契约的限制。误导行为的危害性不仅是侵犯他人的财产权益,更重要的是侵犯期货管理制度,扰乱期货市场正常的秩序,这一秩序不仅仅是客户和期货经纪公司之间的秩序。

误导行为的对象大致分为三类:一是已经在经纪公司开户的现实客户,误导行为的结果是这些客户下单买卖或者加大买卖的数量;二是拟在经纪公司开户投资的潜在客户,误导的结果是潜在的客户变成现实客户;三是其他社会公众,误导的结果可以是转为潜在客户,亦可能没有具体的影响。不论误导对象是谁,都在整体上影响了期货市场的声誉,对形成长期稳定的投资队伍造成损害,这也是误导行为危害性的表现之一。其次,误导行为可以是积极地作为、消极地不作为、作为和不作为的组合。所谓积极作为是指故意制造、传播、散布虚假信息。如某经纪公司法定代表人王某在一交易日下午面对众多客户,对行情进行肯定的分析判断,声称有几个亿的资金入市,由此促使许多客户纷纷下单买进。所谓消极不作为是指应该向客户提供信息但故意不做明确表示。比如经纪公司应向开户的投资人提供风险揭示说明书、期权风险揭示说明书、非现金的保证金风险揭示说明书,告知各种期货品种的性质、交易条件和可能发生的风险,对客户的疑问做出真实回答。如果经纪公司不履行风险告知的必要手续和内容,即属于消极的不作为。所谓作为和不作为的组合是指既积极实施法律禁止的行为,同时又不履行法定的义务。比如经纪公司既不履行向客户告知期货风险的义务,同时又做虚假的夸大期货盈利的宣传;既不提供交易行情信息,同时还在捏造信息。误导行为的具体方式必须能为对象所感知、所接受,可以是口头形式、书面形式、影视数据形式等,可以针对一个人或特定的若干人或不特定的多数人。积极性的误导行为是散布虚假信息、消极性误导行为是隐瞒事实真相等。研究积极性误导行为要分清什么是虚假信息,这有待于实践中不断探索和理论上的分析;研究消极性误导行为要确定哪些信息经纪公司必须向客户提供、在什么时间以什么方式提供,这有待于立法和规则的完善来解决。一般认为,虚假信息一是不真实,即内容和实际不符合;二是不全面的,提供的信息是真实的但不完整;

三是把预测推断夸大,为肯定性判断,把可能性夸大为现实性;四是提供的信息易使人产生误解。

2. 挪用、侵占保证金和其他款项

挪用侵占客户保证金和其他款项是期货经纪公司欺诈客户行为的主要形式之一。客户保证金是指客户依经纪公司规定比例交纳的初始保证金和追加保证金。客户的其他款项包括计算后的保证金余额(这笔余额客户可以提走)、客户期货交易的盈利等。经纪公司擅自挪用、侵占客户的保证金和其他款项侵犯了客户的财产权益,但更为重要的是侵犯了保证金制度。保证金是期货管理制度的重要组成部分,是期货市场体系的血液,是期货市场得以运行的保证。

期货市场的保证金又称履约保证金,是参与期货交易者为了保证履约所交纳的奖金,它的性质是良好信誉的保证。保证金的法律特征和订立合同中的定金不同,与购买股票时交纳的预缴款性质也不同。合同中的定金是合同的担保方式,交付定金的一方不履行合同,无权请求返还定金,接受定金的一方不履行合同则双倍返还定金。定金一旦交付后,定金的所有权转移给接受方,如何支配处理是接受方的权力,购买股票时的预缴款是一种预付款性质,一旦卖方承销商届时不能交付股票则应退还买方(股民)并支付法定的损失赔偿,买方反悔则依约定处理。期货市场上的保证金是履约的信誉保证,我们知道,期货交易的双方都是通过经纪公司进行的,他们之间的买卖结算关系都是和各自的经纪公司进行,买卖双方并不与对方结算,双方并不互为权利义务。客户向经纪公司的履约保证主要通过强行平仓、保证金和法律诉讼三种形式。客户交纳保证金后,由经纪公司存入专门的帐户中,其所有权仍属客户,但其对保证金的运用、经办的权利由经纪公司代理,客户只有在终止与经纪公司代理业务时才可取走。经纪公司虽然经手运用保证金,但只能依法行事,不得任意处分和使用。一般仅限于下列情形,经纪公司方可取款:①依客户的指令支付剩余的保证金;②为客户支付交易所必须的保证金、权利金、结算差额;③为客户支付经纪公司必要的佣金和其他合理费用。

保证金可分为两种:一种是期货合约的买卖双方必须向各自的经纪公司交纳的保证金;另一种是结算会员向结算机构交纳的保证金。我们这里所讲的“挪用客户保证金”专指第一种情况。设立保证金制度的目的主要是防止交易者出现违约行为所产生的连锁反应,从而影响期货市场的正常运营。此外,通过调整保证金的比例来调控市场的交易。降低某项合约的保证金可刺激交易,提高某项合约的保证金可压抑交易。保证金的水平由交易所制定,其金额通常为合约总值的5—18%。也就是说,存入一笔保证金后,就可以从事其金额5倍至20倍的交易,即人们通常所指的“以小博大”。经纪公司也可制定自己的保证金水平,通常要略高于交易所的规定。保证金的比例在波动较小的市场要低一点,对于套期保值者要低一点;相反市场波动大,投机者的比例要高一点。

保证金按其在结算时的作用不同可分为初始保证金和追加保证金。客户委托经纪公司初次买卖合约时必须将一笔存款存入其设在经纪公司的保证金帐户内,经纪公司按客户买卖合约的面值收取这笔保证金,这笔保证金称之为初始保证金。经纪公司每天核对交易的盈亏、检查每位客户未平仓的合约数及保证金额,若客户保证金额低于最低保证金水平时,

即根据每一未平仓合约计算出维持保证金水平所出现的差额,经纪公司通知客户追加保证金的数量以达到所规定的最低保证金水平,这笔追补的保证金称之为追加保证金。比如某客户在经纪公司开户拟买进两手某期货合约,按经纪公司规定该合约每手的保证金是2000元,那么该客户必须存入4000元,这就是初始保证金。假如买进时合约的价位在 $91 \cdot 50$ 元,后经过二周合约价跌至 $91 \cdot 20$ 元,每手合约损失750元,总计损失1500元,该客户帐户中的存款低于维持保证金,因此要交1500元的追加保证金,补齐原始保证金。

挪用、侵占保证金和其他款项是指经纪公司违反国家期货管理制度,超越法定权限,挪用、侵占客户保证金帐户内的款项。实践中以挪用保证金最为常见。构成挪用、侵占保证金和其他款项的要件是:

(1)侵犯的客体。这一欺诈行为侵犯的客体是复杂客体,主要客体是国家的期货管理制度。保证金的交纳、管理、运用得当与否,直接关系到客户和经纪公司的切身利益,直接关系到期货市场的秩序。保证金被喻为期货市场的血液就足以说明问题。次要客体是客户的财产所有权和其他经济利益。保证金的运用、经办属经纪公司,但所有权仍归属客户,经纪公司超越权限挪用保证金,侵犯了客户的财产所有权。除此之外,一旦客户保证金被挪用后,由于金额不足又可能导致客户被强行平仓或者无法下单买卖或者必须再追加保证金,这无疑使客户的经济利益遭受重大损失。侵犯期货管理制度具体是指帐户分离原则和保证金制度。帐户分离原则是各国通行的准则,目的是运用金融管理手段把客户的保证金和经纪公司自有资金分开,分户管理。保证金制度内容较广泛,如保证金的比例、保证金的种类、迟延交纳的法律后果、保证金的支取手续等,此外还有经纪公司支配保证金的权限,即在哪些情况下,采取什么样的形式动用支配客户的保证金。这也是认定行为性质的标准。

(2)挪用客户保证金和其他款项行为的主体只能是期货经纪公司及其工作人员。只有他们才直接管理经办客户的保证金等,其他机构和个人无权涉及。如果金融机构在支取、保管、运用保证金过程中和经纪公司、客户发生纠纷时属金融业务的纠纷,与期货交易无关。

(3)行为的主观只能是故意,过失则不构成,如误计算了数额导致提取过多的佣金。行为的动机绝大部分是谋取非法的经济利益,但也不排除有其他的动机。但只要对挪用的性质是清楚的,至于挪用的动机和挪用款项的用途对行为的性质不构成异议,在外罚时可适当加以斟酌。

(4)行为的客观方面。对客观方面的认定可以从以下几点着手:挪用行为侵害的对象是客户,即在经纪公司开设帐户,从事期货交易、存在保证金的投资者,如果查明无此身份,而是以其他身份特征和经纪公司资金往来关系被侵占、挪用的话,也不构成期货欺诈行为,不构成挪用、侵占客户保证金和其他款项的行为。挪用行为的直接对象是客户的保证金和其他款项。这一资金的性质非常明确,也有明确的和容易加以区别的界限,即这笔资金是存入在客户保证金帐户之中,所有权属客户、占有权属经纪公司。挪用行为的认定主要应参照法律、法规的具体规定。因我国目前尚未有相关的法律、法规,只能从理论上加以剖析。挪用行为从时间上分为两个段落,即保证金尚未进入专户和保证金已进入专户之中。第一种情况下是指客户交纳保证金后经纪公司未存入指定的专户之中或未全部存入指定的专户之中而直接将资金移为他用,这是一种典型的挪用行为。第二种情况是指保证金已入专户之

后,或交易后有其他款项,此时经纪公司采取非法手段将资金移为他用。这里的非法手段其实质就是超越权限,因为这笔资金经纪公司有使用权,只是这种权力受严格的法律限制。超越权限使用客户的保证金则构成挪用行为,而且这一挪用行为是以合法行为为隐盖,貌似合法实则挪用。挪用客户的资金常常表现在用于自己做期货买卖、偿还另一客户的债务、给其他客户融资。

3. 超越权限、改变指令

在期货交易中,客户要承担投资的风险,经纪公司只是起交易的中介,经纪公司的收益是提供中介服务的劳务报酬,它不对交易的盈亏负责,不享受交易盈利时的利益,不承担交易亏损时的损失。经纪公司之所以处于这种角色,是由它的法律地位决定的,经纪公司只是忠实地接受、执行客户的指令,而不享受客户的下单指令权,自然不为交易的结果负法律上的责任。经纪公司除执行指令外,可以根据自己的判断、预测,帮助客户下单,但这也只是一种建议权,最终的决定权仍由客户掌握。这是我们理解经纪公司超越权限改变指令这一欺诈行为的实质。

交易指令亦称下单,是客户给自己在经纪公司选定的经纪人表明要进行市场交易的意思表示。交易指令常见的是书面形式,也可以是电传、电报、电话等双方约定且不违反法律的其他形式。交易指令应包括以下内容:①买单或者卖单;②交易合约的数量;③交易的月份;④商品的名称;⑤执行的方式;⑥指令的有效期;⑦其他内容。此项内容由各经纪公司自己拟定。因为期货合约是标准化的,所以交易指令勿须涉及交易合约的本身,如某商品的品种、交割时间地点等。第(5)项的执行方式是指交易价格的执行方式。

期货交易中运用的价格指令种类较多,常见的有:

(1)市价指令,即按最接近市价进行交易的指令。客户发出这一指令并不标明具体交易价位,而是要求经纪人在最好的价位上买进或者卖出。它的优点是成交迅速,但缺点是不一定能在最好的价位上成交。

(2)限价指令。客户的指令必然按规定的价格或者更好的价格执行,即买进价格不得超过限价,卖出价格不得低于限价。该指令的优点是客户可以控制最后的风险,又无须和经纪人经常联络。缺点是无法保证在最令人满意的价位上成交。

(3)到价指令。客户授意经纪人按特定的价格买进或者卖出,如果交易期间中交易价格达到这一水平时经纪人应马上成交。

(4)止损指令。客户为避免大的损失,预设一个最大亏损的价位限度,当价格到一定水平时,按市价处理。止损指令在交易价位达到或者高于预设的价位时以市价买进,在价格下跌到预定价位时以市价卖出。除此之外还有其他的价格指令和一些组合价格指令。

超越权限改变指令是期货市场上比较典型的欺诈行为,多见于期货市场成立之初和法规不健全之时。改变指令理论上包括更改客户指令的整个内容,但实践中最为多见的是改变指令中的买卖数量、买卖价格、时间期限。欺诈行为的特征明显,也比较容易认定。行为人改变指令,不严格依指令行事,除了是经纪公司、经纪人为赚取佣金而故意所为外,也包括一些经纪人自认为自己判断准确,把握形势不准,而忘却自己的身份和法律责任,擅自作主不按指令内容而依自己的感觉行事。因此,在认定行为人改变指令时,把握行为本身的特

点,而不以行为人主观动机而左右,尽管行为人判断准确,为客户赚取一笔盈利仍不改变其行为的性质,在承担行政责任或者刑事责任时差别不大。改变指令的行为直接实施行为人是经纪人,特定的情况下也可以是经纪公司主张而为。不论行为是经纪人的个人行为还是经纪人和经纪公司的共同行为,经纪人、经纪公司都要公别承担各自的责任,不存在转嫁、代罚责任的问题。超越权限改变指令行为,在实践中还有一种特例,有人称之为“巧禁指令”,表现为不允许客户使用限价指令。在期货交易实际操作过程中,如果指令因市场行情未触及限价没被成交,期货经纪公司非但不能收取佣金,而且还得支付通讯费。有些经纪公司为了多敲诈客户、禁止客户使用限价指令,相反却以各种理由倡导随行就市的市价指令。类似这种强迫指令行为,也应该认为是一种欺诈行为,和改变指令行为有一定的共同之处。

期货经纪中全权委托是一种特殊的超越权限的行为,在我国期货市场上不同程度地存在,也是一种欺诈行为,和改变指令本质相类似。全权委托又称概括性授权,是指客户授权经纪人或者经纪人自主决定处理客户帐户下的下单买卖,每笔交易无须客户再下指令。全权委托在期货交易中有其积极的一面,可以使客户节省大量的时间和精力,满足这一部分投资者的要求,还可以弥补客户专业知识、交易经验的不足。但全权委托也存在着消极的一面,全权委托容易被滥用、为经纪公司对赌、吃点提供便利,混淆了客户、经纪公司、经纪人的关系。全权委托作为代理的方式之一并没有违法之嫌,但期货交易行为有一定的特殊性,为避免全权委托引发的消极作用,不少国家和地区都禁止经纪公司接受全权委托。日本的《商品交易法》第94条第3项明确禁止商品经纪商在“商品交易时,在数量、特定价格或者约定价格等主管部门规章规定事项方面没有接受顾客指示就从事交易”。主管部门规章规定的事项包括:商品种类、数量、价格、卖出或者买入、委托时间或者期限。美国的期货法律原则上不禁止全权委托,但亦规定了严格的限制性条件:依法注册有连续2年工作经纪商和经纪人才有资格接受全权委托;经纪商有义务对全权委托的帐户交易活动进行监督;有关部门有义务对全权委托帐户下的交易活动作定期复查并作出书面记录;每笔交易必须采用和留存书面记录;全权委托帐户的授权必须采取书面形式。此外,美国期货市场历史悠久,各方面的规章和从业人员的素质都是其他国家和地区无法比拟的。我国的有关立法对全权委托亦持否定态度。1995年2月中国证监会和财政部颁发的《国债期货交易管理暂行办法》第43条规定:“国债期货经纪机构接受客户委托进行交易时,应当由客户逐项明确授权,不得接受客户全权委托。”1994年11月中国证券委颁发的《期货经营机构从业人员管理暂行办法》第26条规定:“从业人员不得接受客户的期货交易全权委托。”由此可见,在目前期货经纪公司开设全权委托行为是违法的,是一种期货欺诈行为。

4. 向客户融资

期货市场和证券市场一样,同属虚拟资本市场,在发挥积极作用时,如果控制不当、行为失范、秩序混乱极易引起泡沫经济,在西方发达国家的经济发展历程中,几次出现的泡沫经济破裂带来的巨大危害为世人瞩目。为防止出现在虚拟资本市场的过度投机现象,各国都通过建立相应的法规来加强风险控制。如期货交易的金额与企业自有资金的比例限制。如果允许一个仅有几十万元自有资金的企业从事千万元以上的期货交易,一旦遇到特殊情况,就无法承担经济赔偿责任,再如期货市场发展初期,不允许金融机构参与,防止大量的信贷

资金流入期货市场。防止市场的过度投机,同时也不允许企业用贷款的资金投入期货交易,金融机构不得为期货交易提供保函,还要严格执行保证金制度,必须先收保证金后交易,亏损了要立即追加保证金,不能追加就平仓直到停止交易。清醒认识到控制期货市场风险的重大意义和作用,是我们理解经纪商向客户融资行为违法性的钥匙。

向客户融资是指经纪公司明知客户帐户中的保证金不足,而继续允许其进行期货交易的行为。经纪公司向客户融资行为是形成透支交易的一个重要原因。期货透支交易是指客户在取得交易部位或者已处于交易部位时,其保证金帐户上的保证金低于规定的标准,却未能在规定的期限内予以追加足额保证金从而产生的一种期货交易的客观状态。有学者认为,产生这一特定的状态有以下两方面的原因:第一,客户和经纪人意志以外的原因。客户在取得交易部位时保证金合乎标准,但其后的价格波动使保证金降到标准以下,而客户在规定的期限内无财力和其他信用保证来弥补。客户的保证金因价格波动而处于标准之下,因不可抗力原因使通知无法到达客户,无法在规定期限内追加保证金。开设保证金帐户的金融机构因意外事件导致客户无法在规定期限内追加保证金。作为客户的自然人死亡、法人终止等原因,新的权利义务承受人尚未确定,无法在规定的期限内追加保证金。第二,经纪公司和客户单方或者双方共同的人为原因。经纪人为招揽客户,未经主管部门批准擅自降低行业性保证金标准,使得从法定标准看客户进行的是透支交易。经纪人为收取更多的佣金和其他交易费用,对客户的透支交易予以放纵。经纪人与客户私下达成透支交易获利共享协议对客户透支交易予以袒护。经纪人未经客户同意挪用保证金从而使客户处于透支交易状态,经纪人失误使客户的保证金在进行合法支出时发生差错,导致客户未平仓的合约没有足够的保证金支持。行情变化使客户已有的保证金不足,但经纪人因疏忽未通知,或者未及时通知,使客户被动进入透支交易状况。客户未知帐户上保证金不足,却超量下单,合约成交后又未能按期补足保证金。价格波动使客户的保证金低于标准但客户拒绝追加保证金,或由于客观的原因致使经纪公司无法通知。从期货市场透支交易产生的原因分析,大致有三类:一类是意志以外有原因,非人为的故意过失所致。二类是客户的恶意透支,三类是期货经纪商向客户融资。第二、三类行为都违反国家期货法规,都应负相应的法律责任,其中的经纪公司向客户融资是欺诈客户的一种期货欺诈行为。

向客户融资行为的法律特征如下:

(1)融资行为侵犯的客体,首先是国家的期货管理制度,具体地来说就是国家用于控制风险的保证金制度。融资行为的危害性也必须从这一高度来理解,不应拘泥于融资双方的利益得失。其次融资行为是违反诚实信用原则、欺诈客户的行为。理解这一行为的欺诈性并不是说在每一具体融资行为时,经纪公司都掩瞒事实真相、虚构事实蒙蔽客户。事实上,绝大多数融资行为都是客户知悉并愿意接受。融资行为的欺诈性应该从宏观的视野、长远的眼光、法律的角度来把握,来认识。禁止经纪公司向客户融资为大多数国家立法所采纳。我国的一些地方性期货法规亦持这一态度。1993年《深圳经济特区有色金属期货经纪商管理暂行规定》第26条明确规定:“严格期货经纪商以任何形式向客户融资。”正在酝酿中的期货交易法也拟采纳这一通行的做法。既然法律明令禁止融资,而经纪人却故意违反法律向客户融资,这是欺诈性的前提,在期货交易中客户和经纪商在专业知识、信息、资金资源方

面都不对称,经纪商处于强者地位,而客户则处于弱者地位,客户在与经纪商交往过程中容易受经纪商的制约和摆布,在融资这一行为上也同样存在这样的因素,这是欺诈性的外部因素。融资行为作为引发透支交易的原因之一,容易和其他不法行为相结合,为不法行为推波助澜,最终必然是期货市场的萧条崩溃,受害者中必然也有众多的投资客户,这是融资行为欺诈性的长远因素。

(2)融资行为的主体只能是期货经纪公司,至于金融部门和其他主体向投资者提供资金进行期货交易,应另当别论。

(3)融资行为的主观方面只能是故意,因工作失误、或者工作疏忽导致实际透支交易状态,过失的融资行为不能认定为欺诈性,应当承担的法律责任依据民事法律处理,如果是因不可抗力因素、意外事件造成的实际透支状态亦不能认定是融资行为。故意因素中的明知包括明知自己的行为是融资性质,亦包括明知自己的行为会形成透支交易的实际后果,而积极实施该行为或者放任该行为。

(4)融资行为的客观方面。经纪公司向客户融资和金融货币学中的融资概念不同,它有自己的独特内涵,它仅限于客户的保证金帐户上资金不足时,经纪商允许其透支交易。融资的表现一种是显性的,如客户亏损,经纪机构为客户垫付这部分亏损;另一种是隐性的,客户经过两次或者更多的透支交易后帐户中的保证金充足,不过是交易过程中有透支现象。向客户融资仅限于以透支形式表现出来的,至于经纪公司以另外方式向客户注入资金不属于我们讨论的范围。

融资行为的具体方式是和保证金不足相联系。保证金又分初始保证金和追加保证金,因而融资又有初始保证金不足情况下的融资和追加保证金不足时的融资。前者包括:①经纪公司为广招业务,擅自降低初始保证金的交纳标准,使得从行业标准看是一种融资行为。②初始保证金不足以维持客户的期货合约的金额,经纪公司执行交易指令。③初始保证金不足以维持客户再次下单交易的金额,经纪公司予以执行,不通知让其补足初始保证金。④因期货市场波动较大,合约的初始保证金上调,经纪公司不通知客户补足初始保证金。后者专指因市场价格波动,客户所持未平仓合约的金额超出已有保证金的维持水平,期货经纪公司应让其补足,但经纪公司不通知客户补足。融资行为可以是连续长时间,亦可能是有一定的时间期限的。在实践中表现为不通知客户补足保证金和不在规定期限内补足,允许客户有一定的滞留时间。

5. 其他欺诈客户的行为

除了上述的几类欺诈客户行为外,在期货市场的实际运作中还有其他形式的欺诈客户行为。较为常见的有:

(1)场外交易。场外交易是和场内交易相对应的概念。期货交易的重要特点就是交易必须由交易所内的出市代表以公开竞价的方式成交。通俗地讲,每一笔期货交易由某一出市代表向其他出市代表公开提出,让别人竞价成交。对电脑竞价而言就是把每一笔交易信息都输入交易所主机内。除此种交易方式外,其他任何形式都可统称场外交易,均予以禁止。在美国,为保证交易公平竞争,设立了许多规则。如当一个交易厅出市代表手中持有可执行的客户买卖单时,他不可以就相同的期货商品替自己买卖交易,避免出市代表先行套

利;期货经纪商必须保证客户的买卖单能够进入合适的交易所;不允许出市代表透露手中持有的客户买卖单等等。欺诈客户的场外交易主要是指私下对冲行为和私下对赌行为。所谓私下对冲行为指经纪公司不把客户的指令传到交易所,而是在自己的盘房内把不同客户的正反方向订单直接对冲,然后通知客户指令已激活成交。如客户A是买单、客户B是卖单,双方指令送达盘房后经纪公司直接对冲了事,对冲行为又称私下水桶交易。经纪公司的对冲行为减少了经纪公司代理业务时应付的佣金和其他支出。所谓私下对赌是指经纪公司当发现有利可图时,直接采取与客户订单相反的交易。该行为的危害性一是没有将客户的交易指令传到交易所内交易,二是直接成为客户的交易对手。这两点都为期货立法所禁止的。

(2)制作虚假交易记录行为。期货交易是一个高度规范化、高度专业化的贸易方式。交易的速度、交易的频率、交易的时间等都和交易结果有重大联系,期货市场瞬息万变。期货交易相对投资客户是一种间接的、非面对面的交易。如何保障期货交易的公正性,如何保障客户的权益,除了建立种种制度外,一个重要的监管手段是,交易的每一过程都制作真实的、规范化的书面记录,并保存一定的时间,便于管理部门的定期检查和随时抽查,便于投资客户核实。重要的书面记录有:①交易确认书。书面报告交易指令也被执行,交易确认书是成交后发一次,平仓后再发一次。②交易报告书。客户平仓后由经纪公司寄发给客户,交易报告书的内容包括交易数量、新单和平仓单的成交价、交易的盈亏情况等。③清单,每个月底经纪公司都要寄给客户一份本月清单,内容有本月交易量、未平仓的合约数、月底帐户余额及本月资金的进出情况等。此外,还有每一交易步骤必备的登记单据和回执、保证金结算单据等。制作虚假的记录就是故意伪造、涂改各种交易凭证和会计凭证的内容,特别是伪造更改交易的时间。在期货交易中,不同时间的交易价大相径庭,在价格剧烈波动时差价巨大,因此,核查单据时应注意交易时间记录的准确性。

四、交易所的欺诈行为

期货交易所作为期货交易的场所,它是由会员组成的、非盈利性社团法人。交易所在期货市场和期货中的作用是制定交易规则、提供交易场所,不以营利为目的,同时受国家期货管理部门的监督管理。在成熟的期货市场上,交易所故意所为的欺诈行为极少,我们也极少看到发达国家的期货交易所舞弊行为的报道。但是从理论上分析也不能排除交易所存在欺诈行为的隐患。交易所和其他主体一样,同样有自身的利益,有自身的利益追求和实现追求目标的方式,在利益驱使下绝难保证交易所不实施欺诈行为,谋取不法利益。期货交易所由全体会员组成的团体,会员之间既有独立的自益权,也有相同的共益权,绝难保证会员为整体利益利用交易所的组织进行欺诈行为,谋取不法利益。因此,期货市场的立法及监督管理都有三个重点,即对期货交易的规范,对期货经纪公司的规范和对期货经纪人的规范。

在我国现阶段因交易所的诞生就带有先天性的缺憾,实践中存在的问题也不少,其中一些行为带有期货欺诈特征,这些特征主要表现为以下形式:

(1)多空双方中的一方打不过对方时,无资金而大规模开仓,交易所用风险资金助其舞弊;

(2)交易所为多空双方提供造市题材;

(3)交易所定点仓库大规模拒收合格的实盘以利于多方,或大规模收进不合格的实盘以利于空方;

(4)交易所抽查参与者的资金来源,集中抽空多空双方中的一方;

(5)当逼空接下实盘者交不出货款,交易所容其拖欠,并借各种理由不把货款及时划进交出实盘的一方,因此而影响后继合约的多空双方力量对比;

(6)当参与者对交易所不规范举措或违法事件议论纷纷时,交易所不澄清事实。

结合理论和我国当前的实际,期货交易所的欺诈行为可做以下分类:

(1)会员制规则不规范不公正或者不严格执行该规则;

(2)交易规则不规范、不公正或者不严格执行交易规则;

(3)结算规则不规范、不公正或者不严格执行结算规则;

(4)实物交割规则不规范、不公正或者不严格执行该规则;

(5)保证金制度不规范、不公正或者不严格执行该制度;

(6)交易量限制制度不规范、不公正或者不严格执行该制度;

(7)对会员的违法行为惩戒制度不规范、不公正或者不严格执行;

(8)超越权限、凭空虚构发布、传播各种信息或者散布谣言;

(9)故意不提供设置应有的各种设备设施;

(10)其他行为。

第二节 期货欺诈的法律责任

根据我国现有的期货方面法规,期货欺诈行为的法律责任有以下特征:

一、期货市场的行政管理及监督机构是中国证券监督管理委员会

中国证监会于1992年10月底成立,受国务院证券委员会指导、监督检查和归口管理。证监全成立之初负责监督证券市场及企业的行为。随着期货市场的建立和运行,证监会又被授权监管期货市场,具体的职责还不特别明确系统。期货市场的监督管理归属中国证监会,自然对期货欺诈行为的行政处罚权理应由中国证监会和其他授权的地方期货监管部门行使。主体应该是明确的,只有证监会才有职责查处,其他行政机关无权涉及。需要吊销营业执照,清查资金来源时,证监会可以会同其他职能部门共同查处、分别依法依权限做出相应的单独处罚或联合处罚决定。对构成犯罪的则由人民法院依法判决。

二、法律责任形式

第一,宣布为市场禁入者。该处罚是期货市场惩治违法行为的特有的处罚措施,它和市场禁止进入制度相联系。所谓市场禁止进入制度是指各期货交易所、期货经纪公司对被宣布为市场禁入者的机构和个人,3年内不得接受其从事期货交易的制度。根据中国证监会《关于各期货交易所建立“市场禁止进入制度”的通知》的规定,各交易所要结合各自的具体情况建立市场禁止进入制度,报中国证监会备案。经查实有下列行为之一的,交易所要宣布为市场禁入者:①被交易所认定有操纵市场行为或者其他涉及欺诈行为的机构和个人;②严重违反国家有关金融证券期货等法律、法规,蓄意违反交易所的有关规章制度,造成严重后果的机构和个人;③采取造谣、诬告等手段散布虚假信息、扰乱市场秩序,造成严重后果的机构和个人。各交易所要将认定的“市场禁入者”及时通报中国证监会,由中国证监会通报其他各交易所。被通报的“市场禁入者”,各交易所、经纪机构3年内均不得为其办理期货交易开户手续,对已开户的,除清理原有持仓的交易指令外,要立即停止接受其新的交易指令。被认定为市场禁入者的机构的主要负责人和直接责任人员,各交易所、经纪机构均不得接受其从事期货业务。违反规定接受“市场禁入者”的期货交易所和经纪机构,中国证监会依情况给予处罚,蓄意违规构成犯罪的由司法部门追究刑事责任。对市场禁止进入制度我们的理解是:该制度既是期货交易所的自律措施,也是一种行政处罚形式。哪些违规行为人应宣布为市场禁入者,由各交易所决定,但属证监会明令列举的行为各交易所必须执行,这属强制性规定。各交易所宣布的“市场禁入者”只有被证监会通报后,才对其他交易所产生相应的法律后果。该处罚的对象是交易所的会员和在经纪机构开户的投资客户,此外还涉及市场禁入者机构内的主要负责人和直接负责人员。

第二,暂停、中止、取消交易所试点资格。我国交易所建设是从批发市场逐渐过渡发展起来的,走一条由试点到逐步规范的道路。1990年开始试点建设,1993年掀起市场建设的高潮,1994年国家对期市进行了整顿,1994年底13家交易所挂牌试点,另2家完成整顿后才挂牌。何时结束试点阶段尚不可知。因此,在目前阶段,各交易所的资格没有完全确立,交易所如果有违法行为时就可能面临被暂停、中止或者取消试点资格。在一段时间内不得从事期货交易、或者丧失从事期货交易的资格。

第三,取消期货经纪业务的资格。经纪机构的设立方式有以美国为代表的登记制,以英国为代表的承认制和以日本为代表的许可制三种模式。我国目前实行的模式是许可制。从1994年开始国家加强了对期市的监管,实行经纪业务许可证制度。由中国证监会审查核准合格的发给《期货经纪业务许可证》,1994年整顿后当年有170家公司领到许可证,现在已达200余家。如果期货经纪公司有违反法规行为的,可由证监会取消其经纪业务许可资格,使其丧失代理客户期货交易的资格。

第四,取消期货执业资格。期货行业的专业性和高风险性都要求期货从业人员具备良好的职业道德和执业行为。各国的实践也表明,加强监管的重要一环就是对从业人员的管理,特别是经纪员的管理。我国也参照期货市场发达国家的通常做法,期货经营机构的从业

人员要经过一段时间的培训,通过证监会举行的从业人员资格考试,只有获得中国证监会统一颁发的从业人员资格证书,才能上岗从事期货经纪业务,并实行定期换证制度,从动态上严把纪律关。如果期货从业人员有违反有关法律、法规的,可以取消从业资格,剥夺其从事期货业务的可能。

第五,责令改正。监管机构对有违反规定的期货交易所,经纪机构,可以要求该机构停止违法、违规行为,并严格遵守守法。责令改正有三个方面的内容:一是立即停止违法违规行为并确保此类行为不再发生;二是如果有违法、违规的内部规章制度也一并修改废止;三是对违法、违规行为造成的后果要尽量加以挽回和消除。

第六,责令取消会员资格。监管部门查处交易所的会员单位有违法违规行为时,可以命令要求有关的交易所取消其会员资格,有关交易所必须遵照执行。责令取消会员资格可以单独适用,但多与其他处罚合并适用。

第七,直接主管人员和责任人员的处罚。对交易所、经纪机构违法、违规行为负有领导责任的人员和直接责任人员应给予纪律处分和处罚,具体的责任方式无明确规定,参照证券法规的类似规定,可包括警告、罚款、没收非法所得、取消从业资格等。

第八,罚款、没收非法所得。罚款是指违法违规者交纳一定的货币上缴国库;没收非法所得是指行为人的违法所获得的经济收益收归国有。

第九,警告。属于较轻微的行政处罚方式,警告是对行为人给予警示和告诫。

第二篇

信 托 投 资

第一章 信托概述

第一节 信托的概念

1. 信托概念

信托,是指委托人为了自己或第三者的利益,将自己的财产或有关事务委托给所信任的个人或组织代为管理、经营的经济行为。它是以资财为核心,信任为基础、委托为方式的财产管理制度。受托人代为管理的财产称为信托财产,与信托有关的经济活动称为信托行为,信托当事人的相互关系称为信托关系。

2. 信托的成立

信托行为或信托业务关系的成立,必须具备信托行为、信托关系人及信托标的物三个基本要素。

(1) 信托行为。

信托行为是指以信托为目的的法律行为,或是合法的设定信托行为。这种法律行为既可以契约、合同或协议的形式建立,也可以以遗嘱的形式建立。此外,也可由法院按有关法律强制性建立。

(2) 信托标的物。

信托标的物也称信托财产,是指信托人通过信托行为,转给受托人并由受托人按照一定的信托目的进行管理或处理的财产。包括经过管理或处理而取得的财产收益(如利息、红利等),作为信托财产,必须计算价值,并且能转让。

关于信托财产的范围,不同国家有不同的规定。如日本《信托法》对信托财产没有什么限制,只要有财产权的即可,从有形的金钱、债券、股票、土地、房屋到无形的专利权、著作权、矿业权、渔业权等都可以作为信托财产。

关于信托财产的性质,要求信托的财产必须具有可转让性和独立性。所谓独立性,是指信托财产必须具有一种独立于其它财产的性质,具体要求:①信托财产必须独立于受托人自

己的固有财产,这是为了在法律上把信托财产与受托人的财产区别开来,实行分别管理,以便在受托人有重大过失或违背委托人意愿而使信托财产蒙受损失时,使受托人承担补偿的义务;同时也是为了防止受托人破产时,其债权人没收信托财产归为己有。②不同委托人的信托财产要严格区分开来,这是为了保障每个委托人的利益,以不致使个别委托人获得不当之利而使其它委托人蒙受损失。③委托人的信托财产要独立于其它财产,这是为了保障受益人对信托财产的享有不因委托人破产或发生债务而灭。如美国法律规定,委托人对信托财产并不保留任何主权或受益权,信托关系不能随意撤销,因此信托财产不能因委托人的债务而被处理掉。同时,信托财产也不能因受益人的债务而被处理掉。

(3) 信托关系人。

信托业务关系的成立必须有三方面当事人,即委托人、受托人和受益人,此三方即构成信托关系人。信托关系的建立,要求信托关系人必须具备一定的条件,并具有一定的责任、权利和义务。

委托人是指提出委托要求的人,是财产的所有者。委托人必须拥有作为信托标的物的财产所有权或具有委托代办经济事务的合法权利。委托人对受托人授权,要求其按照他的意愿,对信托财产进行经营、管理和处理。信托关系建立后,委托人有权对受托人的信托行为进行监督并向其提出质询,甚至要求弥补损失。当信托结束,信托财产归属时,委托人有权得到信托财产。

受托人是指接受委托对财产进行管理或处理的人。受托人必须具有受托行为能力,即必须有执管产权,并能够经营、管理和处理信托财产的能力。没有行为能力的人,是不能充当受托人的。受托人既可以是自然人,也可以是法人。但受托人为法人时,必须拥有一定数量的资本金,并须经有关部门批准才能经营信托业务。受托人对委托人和受益人同时承担经营、管理或处理信托财产的义务。其基本义务主要有注意善管义务、赔偿损失义务和分别管理财产义务。注意善管义务要求受托人忠于职守,妥善经营、管理和处理信托财产,视其为自己的财产一样对待,使其获得最大收益或得到最安全的处理;赔偿损失义务要求受托人具有重大过失行为或违背委托人的意愿而使信托财产蒙受损失时,必须进行补偿;分别管理财产义务要求受托人必须将信托财产与自己的固有财产严格区分开来,分别核算,以保障信托财产的完整无损和受益人的权益。受托人的权利主要表现在委托人根据信托契约具有合法地位对信托财产进行独立的经营、管理和处理的权利。此外,受托人还有收取报酬、获得收益和收取费用,要求补偿损失的权利。

受益人是享有信托财产所得利益的人。对受益人的规定没有什么限制,除依法为禁止财产权者外,其他人均可成为受益人。受益人首要的权利是信托受益权,即索取按信托合同规定的信托财产及其所生利益的权利。此外,受益人还有在一定条件下要求弥补损失或取消处理的权利等等。

3. 信托的结束

所谓信托的结束,即指信托行为的终止。信托终止的最主要原因是信托行为已达到信托目的或信托合同期满。关于信托的最长期限,一般认为永久性的或上千年的长期信托实际上是无效的。信托终止还可能由于某种规定原因,而不能达到预定的信托目的,或由于在

信托法规定的范围内,委托人或受益人准许解除或要求法院解除信托。如日本《信托法》规定,自益信托的委托者在什么时候都有权解除信托;而他益信托,只有在受益人不取得信托财产就无法还清债务,或因发生不得已的事情时,法院可根据受益人或利害关系人的请求而令其解除信托。至于信托关系人中任何一方死亡或受托人宣告破产、准禁治产、禁治产时信托是否结束终了,视其信托成立时的具体规定而定。

4. 信托结束后信托财产的归属

一般情况下,若信托契约无特殊规定,信托财产在信托结束后,一般归属受益人,如无归属权利者即无特定的受益人,信托财产可归属委托人。

第二节 信托的经济关系

通过信托的成立而形成以信托财产为中心的委托人、受托人、受益人三者之间的相互关系,称信托的经济关系。信托关系人在信托关系中,有各自的权利和义务,并且相互之间存在着复杂的经济关系。

一、委托者

1. 委托者的资格

委托者必须是法律上具有行为能力的人。没有行为能力的人,如未成年人或精神病人,不能成为委托人。委托人可以是法人,也可以是自然人。对公民和社团资格上的限制(要求其成为法人),是为了保证信托的有效性和合法性。

委托者还必须是信托财产的所有者。委托者要有委托财产的所有权,他不能把不属于他自己的财产委托给他人进行经营管理。所有权是一种经济权利,是指主体对物资材料的占有、使用和处理的权利。所有权作为财产权,它具有独立性、绝对性、排它性和独占性、不可侵犯性和法定的限制性等。信托关系要求委托者要具有法律上的财产所有权。另外,两人以上的共有者和合有者也可将财产共同委托,根据日本民法规定,共有财产中每人持有多少,本人有权管理,因此每个共有者对共有财产中属于自己支配的那部分可以单独信托。

2. 委托者的权利

信托是受托者为受益者的利益而管理财产的制度。他益信托时,委托者等于将信托财产送给受益者;自益信托时,委托者对信托财产持有的权利是以受益者的角度来持有。当信托关系成立后,委托者将财产转移给受托者,由受托者根据订立的信托合同自主处理信托财产,委托者就失去了对信托财产的处理权。但由于委托者作为设定的信托者对整个信托有利害关系,因此允许委托者保留和享有如下权利:

(1)要求选任信託管理的权利;

- (2)对信托财产加以强制执行提出异议的权利;
- (3)要求改变信托管理方式的权利;
- (4)当受托者管理不当或违反信托契约时,对受托者要求补偿信托财产损失以及复原的权利;
- (5)要求阅读有关处理信托事务的文件材料及要求受托者就信托处理加以说明的权利;
- (6)要求法院就信托事务的处理进行检查的权利;
- (7)对受托者的辞任加以承诺的权利;
- (8)要求解任信托者的权利;
- (9)当信托结束而无信托行为规定的财产归属者时,取得信托财产的权利;
- (10)当委托者享受全部信托利息时(自益信托),解除信托关系的权利。

在自益信托时,如果受益权转让,委托者的权利也应该转到新的受益者手中,如取得受益证券者,在取得后,即继承该受益证券的信托合同委托者的权利。

以上权利,在委托者去逝后,其继承人也同样持有,但其没有对受托者的辞任予以承诺的权利。

二、受益者

受益者享受的权利可以分为三种:即本钱受益、收益受益和全部受益。所谓本钱受益,是指享受相当于信托财产本身的收益;收益受益,是指享受信托财产运用后的收益部分;而全部受益,是指既享受本钱受益,又享受收益受益,它体现于信托财产的自益信托之中。

1. 受益者的资格

受益者和委托者一样,其资格在法律上没有明确的规定,凡具备权利能力的人都可以担当。但是受益人不是合同当事人,因此,他无须具有行为能力的条件。任何一个人,无论他为自然人或法人,有无能力管理或控制信托财产,均可成为受益者。例如:未成年人或心神丧失的人,尚未出生的婴儿、非公司组合的社团、外国人甚至动物均可成为受益者。

由于受益者在信托行为中处于被动的地位,因此,当进行信托时,受益者不一定必须存在或特定。这里的尚未存在,是指享受信托收益的人在信托行为之先尚未存在。如:孩子还未出生时,父母为其未来享受的权益作准备,将其作为受益者,这里未出世的婴儿即为尚未存在的受益者。而非特定受益者,是指享受信托收益的人事先并没有特别指定。当受益尚未存在或在非特定的情况下,法律仍然承认设立信托。但是,在上述两种情况下,法律规定非特定和尚未存在的受益者的职权由信托管理人承担,凡是受益者特有的权利,信托代理人都可以持有。信托管理人是受益者的代理人,要为受益者享受公正、全部的权益而服务。设立信托管理人,并不限于受益者非特定和尚未存在,有时受益者是特定的(如刚出世的婴儿)也设有信托管理人,以代替受益者行使应有的权限。

2. 受益者的权利

受益者最主要的权利是受益权,或称信托受益权,即享受信托利益的权利。在经济上,受益权被视为与所有权同等的权利。有关信托财产的利益和损失全部归属于受益者。除了

受益权外,凡是委托者持有的权利,受益者也同样持有。并且,受益者还单独享有以下权利:

(1)受托者违反信托宗旨处理信托财产时,受益者有权取消这种处理。如委托者委托受托者管理房地产,但受托者接受房地产后,违反信托目的,把房屋卖给了甲,受益者这时就有权取消买卖合同,把信托财产复原。但如果甲又把房地产转卖给乙,受益者也有权取消甲乙的买卖合同。但是,受益者取消权的行使是有条件的。这个条件就是受托者的行为是否违反了信托条款。因此,在订立信托条款时,应对信托财产管理或处理的方法作详细的说明。

(2)在受托者更迭时,受益者有权会同有关信托关系人办理信托事务的交接手续。

(3)向法院要求解除信托的权利。在他益信托时,当受益者享受全部信托利益的情况下,非以信托财产不能偿还其全部债务,或者有其它迫不得已的事由时,受益者可以申请解除信托,在自益信托时,受益者可随时解除合同。

(4)在信托结束时,承认最终决算的权利。信托结束时,受托者办理信托事务的最后决算,应经受益者的承认,受托者的责任才算完成。

3. 受益者的义务和时效

受托者在处理信托事务中由于不是自己的过失而蒙受损失,受益者有义务接受受托者提出的费用或补偿损失的要求。如果受益者放弃受益权利,就可以不履行这一义务。

受益权就是财产权,受益权可以买卖,赠送和典当(充当抵押品),受益者去世后,受益权还可以继承。受益权的时效,就是受益权的有效使用期限。假如权利在一定时期内不行使,就要失去效力,即消灭时效。关于受益权的消灭时效,理论界有不同的看法。有的认为,当权利本身是所有权时,就不适用于时效的范畴;而多数人认为受益权不是所有权,也不是物权和债权,而是一种特殊的权利,因此,受益权的消灭时效是 20 年。

三、受托者

1. 受托者的资格

受托者的资格比起委托者和受益者的资格要严格得多,与代理人相比也是如此。没有行为能力的人也可以担当代理人,但是,信托关系中没有行为能力的人就不可以担当受托者。

另外,未成年人、禁治产者、准禁治产者及破产者不能成为受托者,这是因为受托者具有较大权限的缘故。

根据不同情况,受托者可以划分为以下几种:

(1)个人受托和共同受托。

个人受托,是指一个人担当受托者;共同受托,是指由一个以上的人担当受托者。在共同受托的情况下,信托财产属“共有”的形式,每个单独的受托者对信托财产没有分块持有权。共同信托时,受托者中有一个辞任时,信托财产由其它受托者共有。共同信托情况下,信托事务由受托者共同处理,只要委托者向其中一人表示的宗旨,对其它受托者也同样产生效力;同时,因信托行为对受益者所负的债务应为连带债务,因处理信托事务所负的债务也应为连带债务。例如:共同受托者甲、乙、丙、丁对受益者负有 100 万元的债务,受益者向其

中一人要求收回 100 万元的债务,如果向丙索取,丙不能要求受益者向其他受托者分摊索取。丙偿还了 100 万元以后,受益者和受托者之间就解除了债权、债务关系。

(2)私人受托者和法人受托者。

法人受托者,是指由具有法人地位的专门从事信托业务的机构来担当受托者。如信托公司、银行的信托部都属法人信托的范畴。私人受托者,是指由不具备法人地位的个人担当受托者。现代的信托关系中,法人受托占大多数,个人受托仅出现于民事信托和信托事业发展的初期。

(3)遗嘱受托者或契约受托者。

遗嘱受托者,是指一个人生前在遗嘱中认定的受托者,即遗嘱专托人。契约信托者,是生前信托、保险信托或财产所有人在世时所订立的契约的受托人。在法律上二者具有同样的权利和义务。

(4)官设受托者和官选受托者。

官设受托者,早期出现于英国,主要为参加战争的英国军人办理遗嘱信托,现在已经发展成为由政府举办的信托机构,并成为承受信托的受托者。官选受托者,是法院指定或选定的受托者。官选受托者多发生在处理财产纠纷、公司倒闭、无主遗产的管理等经济事物中,早期的官选受托者多为法院中的法官,近代则多由专业信托机构充当。

2. 受托者的地位

受托者是委托者信任的人,其地位他人不能代替,因此也不能继承。要是受托者不在或去世了,并不意味着信托结束。为了继承信托,必须选任新的受托者。当受托者辞任或因丧失特定资格而任务结束时,在新的受托者能够处理信托事物之前,原受托者仍负有受托者的权利和义务。

3. 受托者的权利

受托者的权利,主要表现在受托人根据信托契约具有合法地位对信托财产进行独立的经营、管理和处理的权利,此外受托者还有收取报酬、获得收益和要求补偿损失的权利。受托者的权限一部分是有关法规、条例中明确规定的各项权限,这里受托者固有的权限;另一部分是根据各种不同业务的要求在信托契约中给予明确的权限,这是受托者附加的权限。

4. 受托者的义务

受托者最基本的义务是按信托行为的规定进行信托财产的管理或处理,如果委托者把财产仅在名义上过户给受托者,受托者只承受财产,对财产的管理和处理仍由委托者进行,这样的信托行为是不允许的,但受托者从委托者手里承受信托财产后,要很好地加以运用和管理,承担起受托者应尽的义务。

(1)注意妥善管理信托财产。

受托者必须按照信托的宗旨,以善良管理者的身份慎重处理信托财产。信托是为别人管理、处理财产,如果信托财产发生亏损,则有害于受益者。由于受托者管理不当或违反信托合同而致使信托财产发生损失,损害了受益者的利益时,受托者要负责赔偿。因此,受托者对信托财产要进行精心管理,防止出现亏损,并力争最大限度地发挥信托财产的效益。

(2)忠实地履行受托者的义务。

作为受托者,它既有自己的固有财产,又有承受的信托财产,它既有个人的立场,又有信托的立场。信托的目的是为受益者服务,因此要求把固有财产与信托财产严格区分开来,它们之间不准买卖。同时,要求受托人除了领取信托业务的正当报酬外,不准直接或间接取得信托财产的收益。受托人绝不能利用受托人的地位谋取私利,而要忠实地为受益人的利益提供各种优质服务。

(3)严格遵循委托人的意旨。

受托人在办理信托业务过程中,应严格遵循信托契约中的条款,按照信托人的意旨管理,运用和处理财产。受托者无权擅自更换或变通条款内容,也不许擅自中断条款的执行。委托者的意旨可能体现于信托契约中的特定要求和条款,还可能由于信托机构订有各类业务的详细条文,委托者根据某一具体的业务内容办理信托,委托者的宗旨已体现在信托业务的具体内容之中。

(4)自己执行。

信托关系的基础是委托者对受托者的信任。受托者管理处理信托财产时,一定要自己去执行,以满足委托者的要求。如果受托者将信托财产交给他人代为处理,便违背了委托者对他的信任。只有在信托行为另有规定或限于迫不得已的情况下,才能让他人代替自己处理信托事物。

(5)负责赔偿。

因受托者管理不善或违反信托目的处理信托财产而造成的损失,受托者要负责赔偿。这种赔偿包括按信托财产价值赔偿和信托财产复原两种方式,具体采用哪一种方式,视具体情况而定。如果是在分别管理的情况下造成了损失,又不能证明损失是在所难免的,便不能逃避赔偿责任。

第三节 信托的性质

一、信托与其他类似制度的区别

1. 信托与债的区别

在信托关系中的受益人与在债的关系中的债权人,在权利要求上处于一种类似的地位。信托受益人对信托财产享有收益权,而债权人对债务人则享有请求权。受益人享有信托财产收益权是特定的,而债权人对债务人的特定财产并无财产上的利益。在信托关系中的受益人与受托人之间存在一种信任关系,而在债的关系中,债权人与债务人之间不一定存在信任关系。信托与债的区别还具体表现在:

(1)关于破产时权利的区别。

某债权人与债务人如存在法律上的债的关系,当某债务人宣告破产时,则此债权人只能与此债务人的其他债权人平等分配破产后的财产,该债权人没有优先于其他债权人受清偿的权利。若某债权人与债务人存在的是法律上的信托关系,即债权人是受益人的地位,债务人是受托人的地位,则此债权人(受益人)在债务人(受托人)宣告破产时,则能优先于其他债权人取得清偿的权利。

(2)关于利益承受的区别。

在债的关系中,债务人举债将资金用于投资而获益,此收益当然归债务人所得,债权人不得要求享有,只有要求债务人偿还原借资金的权利。在信托关系中,受托人处于债务人的地位,受益人处于债权人地位,受托人用收取的信托资金用于投资而获益,受托人(债务人)不能享有此收益,收益应归于受益人(债权人)。

(3)关于风险承担的区别。

在债的关系中,债务人对债权人对特定的借款负责,如所借财产发生遗失或损失,其对债权人应负的责任并不因此减轻。但在信托关系中,如严格按信托文件规定,发生信托财产的损毁、灭失或资金受损,均应由受益人(债权人)承担,受托人(债务人)不承担损失责任。当由于受托人(债务人)本身造成的过失而使财产受损,则应负责填补。

2. 信托与代理的区别

信托与代理都是以其当事人之间的信任为基础,信托行为与代理行为都具有法律意义。信托与代理为他人管理财产,经办某种经济事务方面,发挥着十分类似的职能作用,法律对代理人所规定的应尽义务,与为受托人所规定的义务也大体相同。但信托与代理在性质上仍有以下各种差别:

(1)关于权利归属的区别。

权利的归属是指作为标的物之财产所有权的归属。在信托关系中,受托人对信托财产为受益人的利益享有法律上的所有权。在代理关系中,委托人并不转移财产所有权于代理人,故代理人通常并不取得代理之财产的所有权。

(2)关于受益人的区别。

在信托关系中,信托受益人可以是委托人本人,也可以是第三者为受益人。但在代理关系中,代理行为只涉及被代理人 and 代理人双方当事人,代理行为的受益者,通常都是被代理人本人,很少涉及第三者为代理人的受益人的。

(3)关于权限大小的区别。

在代理关系中,代理的权限只限于被代理人特别授予的为限。由于转移代理财产的产权给代理人,代理人的代理行为就只限于对财产在管理处分的程序上的代理,其权限较小。在信托关系中,受托人承转信托财产的产权,有权依据成立信托关系的特定目的,全权管理和处理信托财产。除由于委托人或法律上另有限制的以外,委托人具有执行信托义务所必须或所适宜的一切权限,其权限就较代理为大。

(4)关于对行为的监督。

在信托关系中,受托人一般不受受益人或委托人的监督,可全权处理按信托目的要求的信托事务。在代理关系中,代理人须受被代理人的监督。因为代理人在代理权限内,以被代

理人的名义实施民事法律行为。它与信托中受托人以自己的名义实施民事法律行为不同,应受被代理人的监督与控制,保证代理事务的顺利完成。如果代理人不受监督,用自己的名义完成委托工作,则不是代理性质,而是信托性质。

(5) 应负责任轻重的不同。

在代理关系中,代理人以被代理人的名义与第三人签订某项契约(即代签合同),契约的是否履行,代理人不承担责任,应由被代理人单独负责。但在信托关系中,受托人接受委托事项,是以信托人自己的名义与第三人签订某项契约(如签订代投资合同),契约的是否履行,受托人应对委托人负其责任。即是说,代理人可由其行为使被代理人对第三人负责,而受托人不能因其行为使委托人或受益人负责,在行为过程中,代理人应负的责任较轻,而受托人应负的责任则较重。

(6) 关于当事人之间的关系存续问题。

信托关系既经建立,原则上除委托人曾明确表示保留撤销权外,委托人是不能随意将信托废弃或撤回的。委托人或受托人的死亡,对信托的存续也没有影响,原受托人死亡,可由新受托人继承。但在代理关系中,则情况不同。

代理关系的存续可由被代理人或代理人一方的死亡而消失。因为代理通常是人的关系占重要因素,其成立有赖于双方当事人的意思表示和其人的继续存在。特别是代理人具有未属性,不能由其他人随意取代。因此,被代理人可随意取消代理。这与信托存续很不相同。

3. 信托与监护的区别

信托与监护同属一种信托关系,受托人与监护人都具有控制管理他人财产的职能,信托方式可以应用于对未成年人、禁治产人的监护,这是一种“个人身后信托”,这是单指不办理信托的监护本身与信托两者的比较,虽然监护人与受监护人有类似受托人与受益人之处,但信托的性质仍与监护有别:

(1) 受监护人类似信托收益人,但这种受益人是指无行为能力或行为能力有欠缺或限制行为能力的,而信托受益人就不作这种限制。

(2) 监护人类似信托受托人,但对监护人又有特别的要求。监护人不只管理受监护人的财产,还要对受监护人的身心健康负有养育和治疗等责任。而信托受托人的职责,仅是对受益人的财产收益负责。

(3) 监护人是一种代理人,对受监护人的财产有很大的管理和处分权,但没有法律上的所有权。而信托中的受托人是他人财产名义上的所有人和经理人,对信托财产享有法律上的所有权。

(4) 监护人通常由法院裁决指定或由受监护人的生身父母用遗嘱方式指定,而信托受托人通常由委托人本人意思指定。

二、关于信托的不同经济意义

关于信托的不同经济意义的考察,在于探索信托性质的差异。信托的经济意义与信托

目的紧密相联,没有目的的信托是不存在的。信托目的有以财产转移需要的,有以财产保管不致丧失的,有以某种业务的代办的等等。不同的信托目的,经济意义也不同。

通常所谓信托现象,其中有的并不是真正的信托,它们不过是单纯的代理或经纪人行为。或者说是一种似是而非的信托。我们所说的严格的信托必须要充分反映信托的特征,要有法律上和形式上的效力,必须是信托基础即信托财产法律上的所有权绝对的归属于受托人。

还有人把信托分成贸易信托和金融信托,还不如把信托分成广义的信托和狭义的信托。所谓贸易信托其实质不是信托,而是一种代理行为、经纪人行为。因为贸易信托是接受他人委托代销代购商品,作为信托标的物的信托财产(商品)所有权仍握在原所有人手中。贸易信托中的“信托行为”,受我国民法通则中有关代理条款的保障和约束,它适用的是民法,不是信托法。所以贸易信托行为不应归在严肃的信托定义范围之内。通常所说的金融信托或银行信托就是严格意义的信托。当然由于信托机构经营的业务有相当数量属于代理性质,所以讨论信托,不能置代理于不顾,把代理称为广义的信托是比较切合实际的。

三、信托的信用特点

信托是凭借信用,受他人委托代为经营财物,为指定人谋取利益的经济行为,它与银行信用、商业信用一样,是一种独立的信用形式。这种信用关系是较长期的资金融通,而不是短期的资金周转。因为短期资金周转没有必要委托信托机构经营管理,信托总是与投资联系在一起,所以,信托是长期资金的信用形式。

信托与一般银行信用比较,有其自身的特点:首先,财产支配权的转移性。信托合同一旦签订,财产支配权(使用权)即转移到委托人手里(代理事项一般不必转移使用权)。被委托的财产如果是债权,则受托人在信托合同期之内成为新债权人,行使委托人转移给他的债权。这种财产使用权、支配权的转移性,在促进受托人全部承担起管理资产责任方面有其必要性,同时,也能保证信托及时、灵活和高效。当然,这种使用权的转移受到信托目的制约,只能在合同和法律规定的范围内运用。其次,资产核算的他主性。信托是为了他人利益而不是为了自己的利益去处理信托财产的。受托者并不直接占有信托财产所产生的收益,由管理、处理受托资财而产生的损失最终也是由受益者承担。信托机构只按合同收取信托佣金报酬。这是信托的特殊原则,与银行业务的收益在法律上、经济上都归属银行的做法不同。再次,收益分配的实绩性。信托根据资财运用的实际盈利水平进行分配,因而委托者付给受托者的盈利一般不固定,而是根据受托者实绩“水涨船高”。因不可抗拒客观原因引起信托资财亏损时,受托者没有义务一定要付给委托者收益。如果受托者完全按照委托者意志办事(即按契约办事),其结果又没有任何实绩,其后果一般也是委托者本人负责,受托者仍要取得佣金收入。有些国家甚至规定,若按契约办事,其结果信托资产本钱也受损失,此时受托者在交还本钱时也要作扣除。但有的国家例外,如日本信托法规定,在金钱信托中,有本钱亏损时(不论原因),受托者要拿出自己的财产进行赔偿,以促使受托者忠实履行义务,保护委托者的利益。第四,受托为主,多面服务的特点。信托是金融业务的一个组成部

分,但又不局限于此,信托行为包含委托、受托和受益三方面的活动,其中受托者的经营活动是其主要方面,它贯穿在执行信托契约的全过程。受托者经营的优良程度,关系到委托人信托目的能否圆满实现和受益人能否充分获利,这是信托特征的一个方面。另一方面,从信托的最主要职能,——财产事务管理职能看,受托者不能以自己本身的财产来经营,而必须随他人委托的财产营运,这就是说,信托业务体现着受托经营的性质,它要受委托人指定的特定目的或要求制约。信托业务服务社会是多方面的。从我国现行的信托业务范围看,有信托投资,信托贷款、融资性租赁、各类代理业务、债务担保和见证,经济咨询和证券发行等,可见信托机构的业务很广泛。在国外信托业务更涉及到经济生活各个方面。

第四节 信托的职能

信托是商品经济发展的产物,现代形式的信托是从属于商品货币经济这一经济范畴的。在我国社会主义市场经济条件下,信托的职能主要有:

一、财务管理职能

财务管理职能又称为财产事务管理职能,这个职能,在我国称为“为社会理财职能”。这是信托的基本职能,是指信托机构受委托人委托。为之经营管理或处理信托财产的职能。简言之,就是“受人之托,为人管业,代人理财。”信托机构通过开办灵活多样的信托业务,为委托人提供有效的服务,广泛地发挥着为财产所有者管理、运用、处理、经营财产的作用。

信托最初是以吸取“尤斯制”代人管理产业(土地)的经验开始的,可以说信托起源于财务管理。英国的信托业主要是行使财产管理的职能,英国的信托业务也大部分集中在财务管理上,我国现行的资金信托和财产信托等业务,都是属于财务管理职能的运用。如我国的信托机构接受企业主管部门的委托向其基层单位发放委托贷款,支持其基层单位的建设。在这里,作为受托人的信托机构,不仅要按照委托单位的要求审查借款企业的财务,经营状况,预测企业的还款能力、担保人的信誉并按委托协议条款发放贷款,还必须监督借款单位的资金使用情况,促其改善经营,及时、足额地偿还贷款本息。由此可见,在委托贷款这项信托业务的“借”、“贷”、“还”这三个环节上,都体现着“理财”的财务管理职能。

要理解信托的财务管理职能,还必须明确以下几个方面的内容。

1. 进一步明确财务管理的概念

“财务管理”这个词是从日本引进的,由于中日语言上的差异,容易产生概念理解上的歧义。我国的财务管理,一般指对企业经营活动中资金运动过程的管理与监督。而作为信托的重要职能之一的财务管理,指的是广义上对一切财产的处理,不仅指资金方面的管理与处理,还指财产的管理与处理;不仅指企业财产,还包括对个人、主管部门、地方政府、各种社会团体、科研机构的各种有形和无形的财产的管理。因此,从这个角度讲,把信托的“财务管理

职能”称作“为社会理财”似乎更明确些。

2. 要深刻领会信托中的理财的社会性

这种社会性不仅表现在委托人的社会性(它包括社会各阶层、各种组织)、受托人的社会性(通常由社会经济组织来承担)和受益人的社会性(在一些不特别指定受益者的业务中,受益面是十分广泛的),而且表现在财产运用的社会性,即信托业务中的财务管理使财产的所有权与经营权、使用权进一步分离,广泛用于社会。

3. 财务管理职能与各种金融业务有着千丝万缕的联系

财务管理职能本身体现在各种金融业务之中。换言之,就是一切信托业务都体现着财务管理职能,都是为财产所有者提供有效服务的。它是因为信托业务服务对象、服务内容和服务方式的广泛性、才使它赢得“金融百货公司”的美称。

信托的财务管理职能还具有如下特点:

第一,受托人受信托契约制约,只能按照委托人的意图运用信托财产给,不能按自己的需要运用信托财产。

第二,信托机构的信托业务具有很强的目的性。信托机构作为受托人经营管理信托财产,仅是受托作服务性经营,并直接以收益人的利益作为自己服务的最终目的。

第三,信托机构的责任相对于银行经营信贷业务风险责任要小。只有当由于受托人的重大过失而造成损失,受托人要赔偿损失;受托人按委托人要求经营管理信托财产而发生损失时,受托人不负责赔偿。

二、资金融通的职能

所谓资金融通职能,即指信托作为一项金融业务,具有筹措资金和融通资金的职能。在货币信用经济下,个人的财产必然有一部分会以货币资金的形态表现出来。因此,对这些信托财产的管理和运用就必然伴随着货币资金的融通。这一职能作用的大小,视各国对信托业务的认识和利用程度高低而定。例如,日本把信托机构视作融通长期资金的机构,因而在整个日本信托业中金钱信托占90%以上。

在我国,信托的这个职能主要反映在长期资金的营运中,它筹集长期稳定的资金,用于生产和建设,同时也表现在通过吸引外资,引进国外的先进设备和技术。我国仍处在社会主义初级阶段,资金短缺、投资不足的状况将长期存在,因此信托业在经济建设中将大有可为。信托利用其融资方式的多样性,既能直接融资又能间接融资;既能融资,又能融物;既能融通国内资金,又能融通国际资金的特点,为国内生产建设筹集长期稳定的资金。

1. 融通资金的职能

(1)直接表现为货币资金的融通。

当信托机构将货币资金用于投资、贷款或发行、买卖股票、有价证券时,信托发挥了融资的职能。

(2)表现为“物”的融通与货币资金融通相结合。

这项职能在融资性租赁业务上体现得最为明显。通过物资的出租,伴随着融通物资,解

决了承租者购买设备资金不足的困难,实现了资金的融通。

(3)表现为通过受益权的转让而实现的货币资金的融通。

例如,随着受益权通过受益证券的易主而转手,货币资金也得到了融通,实现了融通资金的职能。

2. 融通资金职能与信贷的区别

(1)信用关系不同。

信托是委托与受托的关系,在一定条件下使用权与所有权同时转移。而银行信贷则是授信与受信的关系,是货币资金使用权的让渡,体现的是银行与借款人或存款人发生的双边债权债务关系。

(2)融资方式不同。

信托的融资方式可以是直接的,如发行股票、有价证券;也可以是间接的,如信托存贷款。而银行信贷一般采取吸收存款发放贷款的间接融资方式。

(3)融资对象不同。

信托的融资对象可以是货币资金,也可以是物资,或者是融资融物相结合。而银行信贷则采取单纯的货币资金的融通方式,融通对象仅为货币资金。

(4)表现出的信用方式不同。

信托的融资不仅仅限于银行信用,可以将银行信用与商业信用结合起来(如现行的财产信托)。银行信贷融资则纯属银行信用。

三、沟通和协调经济关系的职能

在社会主义市场经济条件下,生产和流通各个环节有着错综复杂的经济联系。这些联系中有个人与企业的联系,企业间的联系,还有个人、企业与国家的联系;有垂直的联系,也有横向的联系;有本地与外地的联系,还有国内与国际的联系等等。信托的职能之一便是协调和处理这些复杂的联系,提供信任、信息与咨询的职能。信托关系中的受托人,作为委托人与受益人的中介,是天然的横向经济联系的桥梁和纽带。通过金融业务的办理,特别是通过代理和咨询业务(诸如:代理发行有价证券、代理收付款项、代理保管资财、信用签证、经济咨询、资信调查等),以代理人、见证人、担保人、介绍人、咨询人、监督人等身份为经营各方建立相互信任关系,为经营者提供了可靠的经济信息,为委托者的资财寻找投资场所等。同时,通过国际信托业务,推进了跨国的经济技术合作,信托在金融领域中,可以起到协调经济关系从而促进经济发展的作用。信托的这一独特的职能,是其它金融业务所不可替代的。

四、社会投资职能

信托的投资职能是指信托机构运用信托业务手段参与社会投资行为所产生的职能。信托机构开办投资业务是世界上大部分国家的普遍做法,我国自恢复信托机构以来,就开办了投资业务,投资业务已成为信托机构的主要业务之一。因而,一般而言,信托具有投资职能。

信托的投资职能,主要通过以下两项业务手段表现出来的:

1. 有价证券投资业务

在当今世界经济舞台上,股份公司扮演着重要的角色,证券投资成为基本的投资方式之一,因而西方信托机构的大部分业务是从事各种有价证券的管理和应用。目前,我国证券投资方兴未艾,在这种情况下,中国人民银行规定证券业务将逐步成为我国信托机构的主要业务之一。

2. 信托投资业务

有一些信托机构称为“金融信托投资公司”,其原因就是这些信托机构经营了大量的信托投资。信托投资是指信托机构对参加经济联合的企业单位,根据需要给予投资性的贷款,企业用投产后所得的利润收入分批偿还贷款,其利率略高于信托贷款。具体而言,信托投资业务有三种不同的作法:

(1)指定信托投资(或称特定信托投资):信托机构需按委托人指定的投资对象、期限、方式等有关要求办理投资事宜。

(2)代理信托投资(或称特种信托投资):信托机构按委托人的要求,在市场分析及经济预测的基础上,提出安全可行的投资对象,经委托人选择、同意后,代为经营。

(3)一般信托投资(或称普通信托投资):指委托人仅指定投资范围,而不具体指定投资对象,由信托机构全权代理。

五、经济咨询的职能

即信托机构为客户提供各种经济咨询服务,包括财务咨询、价格咨询、资信咨询、商情咨询、金融咨询以及客户需要的其它咨询。

综上所述,信托的各种职能中,财务管理职能是其最基本的职能,资金融通职能与协调经济关系职能也是信托职能的重要组成部分。此外,信托还具备投资职能和经济咨询职能。这些职能是否能够起作用 and 发挥作用的程度,依各国政治、经济制度、社会习俗等因素而定,特别是一国市场经济发展的程度和金融深化的程度对信托职能的发挥起着决定性作用。如美国信托资金主要是以股票、债券等形式向企业投资,1980年美国全国信托资产中股票占近一半,说明美国信托具有较强的投资职能。我国自1980年恢复信托业务以来,各项信托业务飞速发展,特别是信托投资业务更是一枝独秀,成为我国信托机构的一项重要业务,以至我国的大多数信托机构都命名为“信托投资公司”,由此可见,我国的信托也具有较强的投资职能。总之,在信托的职能中,财务管理职能是基本职能,其它的职能都是由此派生、演变而来的。

第五节 信托的分类

通常对各种不同情况成立的信托,根据其各自的特点进行必要的分类,是对每一种信托在分析比较和管理使用上的需要。总体上讲,有以信托事项内容分类的,以信托关系分类的和以信托业务分类的。

一、信托分类的标准

信托分类的标准,是信托分类的依据。依据不同,信托可以分为以下几个大的分类。

1. 信托事项内容为依据的分类

以信托事项内容的不同,作为划分信托的分类方法,主要有以下几种

以确定信托关系成立为标准作依据的有:

- (1)任意信托(又称自由信托、明示信托);
- (2)法定信托(又称确定信托、指定信托);
- (3)鉴定信托(又称结果信托);
- (4)强制信托(又称拟制信托);

以达到一定的信托目的为标准作依据的有:

- (1)担保信托(不同于保证信托);
- (2)管理信托(或称财产管理信托);
- (3)处分信托(又称使用和处分信托、财产处理信托);

以信托事项的法律立场为标准作依据的有:

- (1)民事信托;
- (2)商事信托;
- (3)民事商事通用信托;

以信托标的物(信托财产)为主体之标准作依据的有:

- (1)金钱信托;
- (2)动产信托;
- (3)不动产信托(又称房地产信托);
- (4)金钱债权信托(又称催还信托);

以受托人的义务为标准作依据的有:

- (1)自动信托(又称主动信托、积极信托);
- (2)被动信托(又称受动信托、消极信托);

以受托人是否收取报酬而以盈利为目的作标准为依据的有:

- (1)营业信托;

(2)非营业信托(或称服务信托);

以设立信托时涉及地区范围为标准作依据的有:

(1)国内信托;

(2)国际信托;

2. 信托关系为依据的分类

以信托关系当事人的地位不同,信托关系的时效不同,作为划分信托的分类方法,主要有以下几种:

以受益人为标准作依据的有:

①公益信托;

②私益信托;

③他益信托;

④自私自信;

以信托关系中委托人,其具有双重身份的作标准为依据的有:

(1)委托人自为受益人的信托(又称自益信托);

(2)委托人自为委托人的信托(又称宣言信托、宣示信托等)。

以委托人在民事法律上权利与义务为标准作依据的有:

(1)个人信托(又称自然人信托);

(2)法人信托(又称法人团体信托);

(3)个人与法人通用信托;

以信托关系成立后,能否撤销为标准作依据的有:

(1)信托关系能随时撤销的信托;

(2)信托关系不能随时撤销的信托;

3. 信托业务为依据的分类

以信托业务的经营管理方便起见,凡经营信托业务的机构或单位,以受托人的地位为主体,把其经营的信托业务依管理的需要和方便为标准,通常进行下列分类:

个人信托业务:

(1)生前信托。

①个人特约信托;

②个人投资信托。

(2)身后信托:

①执行遗嘱信托;

②管理遗产信托;

③未成年人监护信托;

④禁治产人监护信托;

⑤个人人寿保险信托。

法人信托业务(又称社团信托业务):

(1)资金信托。

- ①公私单位信托存款;
- ②公私单位信托贷款;
- ③公益基金信托存款;
- ④委托贷款;
- (2)发行附担保公司债(企业债)信托。
- (3)财产信托。

- ①一般财产信托(又称融资性财产信托);
- ②特约财产信托(又称服务性财产信托);
- (4)耐用消费品信托。
- (5)表决权信托。
- (6)企业改组时股票、债券的集中保管。
- (7)办理企业创设、改组、合并、解散和清算信托。
- (8)商业人寿保险信托。
- (9)商务管理信托。

个人与法人通用信托业务:

- (1)投资信托(又称证券投资信托、特定金钱信托)。
- ①信托投资(又称普通信托投资);
- ②委托投资(又称指定信托投资);
- ③单位投资信托(又称单位信托);
- (2)不动产信托。
- (3)管理公私破产财团信托。
- (4)为满足债权人债权的信托。
- (5)麻州信托(又称商业信托)。
- (6)社会公益信托。

个人和法人通用代理业务:

代理业务虽与纯粹的信托业务不同,但从广义上讲,它们具有信托的某些特征。同时,代理业务也是现代信托机构的重要业务,不容忽视,所以也列入此分类标准之中。

- (1)信托担保业务(或称信用签证业务,保证信托)。
- (2)代理有价证券业务。
- (3)代理不动产事项。
- (4)代理收付款事项。
- (5)代理保险业务。
- (6)代保管业务。
- (7)代理仓储运输业务。
- (8)代办指导工程、测量和设计业务(又称监督工程信托业务)。
- (9)代理会计事务。
- (10)代办资信调查。

我国现行信托机构的业务分类:

我国现行信托机构的业务分类,是以1986年1月7日国务院发布的《银行管理暂行条例》为依据的。主要有以下几类:

(1)资金信托(委托业务)。

①财政部门委托投资或贷款信托;

②企业主管部门委托投资或贷款信托;

③科研、学会基金信托;

④劳保基金信托。

(2)代理业务。

①代理资财保管与处理;

②代理收付款项;

③代理债务担保和见证业务;

④代理证券发行业务;

(3)融资性租赁业务;

(4)经济咨询业务。

以上通常被称为“八方方针”(委托、代理、租赁、咨询)业务。

二、任意信托、法定信托、鉴定信托和强制信托

任意信托是指信托当事人(委托人、受托人、受益人)的意思要成立信托关系,明白订立在有有关信托文件(契约或遗嘱)之中,即这种信托的成立完全以各方当事人的自由意思为依据,不受外力干预。故又称“自由信托”;又因其意思表示订立在文件上,亦称为“明白信托”。当然,必须是受托人同意受托,受益人乐于受益。信意信托是法定信托的对称。

法定信托,是依法律的规定来推测当事人的意思所发生的一种信托。即由司法机关确定其法律上信托的效力。这种法定信托是英美法律上的一种特有现象。

鉴定信托,司法机关不问当事人是否存在要成立真正的信托关系的原意,只从现实情况来确定当事人之间的信托关系效力。鉴定信托的当事人,一般都是以习惯办事的,原来没有要成立信托关系的意思。鉴定信托与法定信托的不同点是法定信托必须确定当事人的原来意思表示才能断定其信托关系效力,而鉴定信托无须推测当事人的原来意思表示,只要根据实际情况是否符合成立信托关系的条件,即可断定其信托关系的法律效力。

强制信托是一种强制的法定信托。司法机关以公正公平的法律观念,用法律上强制的解释权,不问当事人意思表示如何,强制断定有关当事人之间的关系是一种信托行为关系。这是为了制止某些人用诈欺、错误或不法行为等攫取他人的财产。如果出现上述情况,司法机关就强制断定攫取者只是法律上的受托人,而不承认其是产权的绝对所有者。

三、担保信托、管理信托和处分信托

这里所指的担保信托,并非是受托人接受委托为单位或个人提供某种信托担保。而是指受托人掌握信托财产的产权的目的,在于保护受益人的合法权益。例如,附担保公司债信托,某公司以某种财产转移给受托人,发行公司债券在市场销售。各债券持有人(受益人)当然不能分管该公司的受押的财产,但把财产交给信托机构保管,就可以保护各持券人的抵押权利。这就是担保信托。信托的目的在于保护信托财产的确实与安全,而不在于管理与运用。

管理信托,掌握信托财产的目的,在于保护财产的完整,维护财产的现状,不变更财产的方式或形态,并收取此财产的固有收益和应支付的必要费用。做到这种财产不致有任何损失,这就是管理信托,或称财产管理信托。例如受托管理某委托人的房产,受托人只能负责管理,使之不受损坏,收取规定的租金,支付必要的维修费用。受托人不能随意变卖此房产,或重新拆建此房产。受托人只有管理财产之权,而没有支配信托财产之权。

处分信托,又称使用和处分信托或财产处理信托。受托人掌握信托财产的目的,在于使用和支配信托财产,处理这种信托财产,以达到使信托财产的本身价值增加,或使信托财产收益增加。为了上述目的,受托人掌握信托财产上代位权,允许受托人变更信托财产的方式和形态。例如为了使信托财产增值,受托人按信托文件要求,可以将信托资金换成不动产,再把不动产换成有价证券等或资金。现今社会上实行的信托投资业务,即属于这类信托方式。

四、民事信托和商事信托

民事信托和商事信托的内容,是指这类信托都涉及法律立场范畴。一般民事信托的性质,都涉及民法、婚姻法、经济法、劳动法、继承法和其他规定应由民事法律作依据,调整财产关系和人身关系的范畴。凡在此类范畴之内的信托事项,称为民事信托。例如财产的管理、遗嘱的执行、遗产的继承和管理、财物的买卖、财物的抵押和寄托等。由此发生的信托事项均为民事信托。

商事信托,信托的性质从法律立场讲,凡属于“社会经济交往”引起诉讼的范围之内,称为商事信托。也有称凡涉及“商事法”(商法)的信托事项,称为商事信托。因为这类信托事项与调整商业活动的法律规范关系十分密切。它通常包括公司法,票据法,保险法和海商法等方面的法律规范。例如股份公司的设立、改组、合并、解散和清算的信托,公司债(企业债)债券的发行,还本付息的信托,商务管理的信托,商业人寿保险的信托等等。由此发生的信托事项均为商事信托。

民事商事通用信托。民事信托与商事信托的界限有时是没有明显区别的,因为两者有很多密切的联系,所以有些信托事项两者可以通用,既可以划为商事信托类,也可以划为民事信托类,例如“附担保公司债信托”即是如此。凡是发行公司债券即属于商事法范畴,而提

供担保品给受托人的做法,涉及抵押品问题,则属于民法中有关规定的范畴。所以说这种信托方式是民事商事通用信托。若要真正划分这种信托究竟是属于哪一类,可以以其设立信托的动机要加以区分。若设定信托的动机偏重于债券发行的目的,即为商事信托。设定信托的动机偏重于抵押品的确实与安全,则属于民事信托这一类。

五、按信托标的物区别的信托

信托被认为是一种以财产为中心的法律关系,信托财产即信托标的物是联接信托关系的第一要素。在信托业务经营方面,最常见的信托分类方法是以信托标的物来区分的。日本信托法规定主要信托业务就是以信托标的物来分的。有时的信托财产,并非只有一种形态,往往数种混合不能严格区分,则可以按其最重要的部分加以分列。

金钱信托。金钱信托是指受托人受领的信托财产是金钱,是货币形态的资金,在信托终了或以信托契约的规定,给还原本金(信托财产)时,仍以金钱给受益人的信托。故又称资金信托,如信托贷款、证券投资信托或年金信托等都属于金钱信托的一种形式。目前我国信托机构承办的信托业务中,金钱信托是主要的经营业务之一。所以金钱信托有三点特征:第一,金钱信托必是营业信托。第二,金钱信托的标的物必呈货币资金形态。第三,金钱信托终了时,给还原本金时,须对受益人以金钱为给付,不应将信托财产(如有价证券)依其现状给付,必须将其换成金钱(货币形态的资金)。

动产信托。凡以工业企业的设备、交通车辆、船只、飞机及其附属设备、其它运输工具作为信托标的物接受下来,再把这种财物贷放给使用单位,即是动产信托。也可将此信托标的物由受托人代为管理或处分、例如信托标的物是某商品,委托受托人出售的信托,都是动产信托。但由商品动产要受质量、价格、市场等多种因素的影响,容易造成损失,故一些国家的法律规定,一般信托机构不得承受这种信托。但由遗嘱信托和清算信托等附加发生的动产信托如系商品,则又当别论。

不动产信托。凡以不能移动的财产,即移动后会引起性质、形态等变化的财产作为信托财产而成立的信托称为不动产信托。例如,把土地、地上建筑物的产权转移给受托人,受托人根据一定的信托目的,对此加以管理或处分。其中属代收地租或房租、代付房产税和地产税、代为维修房屋等信托事项则为不动产管理的信托;属委托出售土地或建筑物等不动产者则为不动产处理信托;属代为发行不动产债券,代为发行“不动产分有证”者则为广义的不动产信托。

金钱债权信托。凡以金钱债权移转给受托人,在此项债权给付清算后,再交委托人或受益人管理、使用或支配,即是金钱债权信托。例如人身保险信托,委托人保有人身险,对保险公司享有赔偿的债权。在信托关系成立时,委托人转移给受托人的产权,不是实物形态的信托财产,而是将来收取保险公司赔偿的保险金的债权。又如催还信托,受托人承受是催还欠款的债权证书,也不是实物;经过代为催要或诉讼,收回所欠款项交付受益人。

六、自动信托与被动信托

自动信托是指委托人将财产交与受托人,受托人不仅承受财产的户名,即作为财产的名义所有人,而且须依成立信托的文件中所订立或规定的权限,负责积极管理或处分的义务。在这类信托中,受托人的权限较大,责任也较重。因为受托人负有积极为受益人的利益而管理或处分财产的义务,又称“积极信托”。又因受托人是主动承担财务的管理、运用和处理的义务,又称此种信托为“主动信托”。

被动信托是指委托人只将财产的户名移转于受托人,因此受托人的责任只在承受委托人财产的名下,不承担委托人要求对信托财产管理、运用和处理的义务。凡管理、运用或处理等事项,完全由委托人或受益人自己去办。

七、营业信托与非营业信托、国内信托与国际信托

营业信托与非营业信托一般是以受托人为主体的。以受托人在经办信托事项时,是否收取报酬来区分。凡受托人承办信托事项目的在于盈利,则称为营业信托;目的不是盈利,则是作为一种社会服务,则称为非营业信托。

如果营业信托的业务涉及的范围限于本国境内,不论其信托关系人有一方在境外,也是一种国内信托。例如某委托人久居国外,其家属子女的生活与教育问题,委托国内某信托机构代为处理,因其信托事项在国内,不能认为是一种国际信托。所谓国际信托,是指营业信托的业务涉及国际间信用委托性质为基础的一种经济行为。例如受托人承受委托向国外发行债券业务,或承受国外委托人要求,受理在国内向某企业进行信托投资、承办外国客商的经济咨询,经营国际租赁业务,海外的财务代收业务、对外担保见证业务等等,统称国际信托。

八、公益信托与私益信托、自益与他益信托、宣示信托

公益和私益信托,是以受益人为主体的;自益和他益信托、宣示信托是以委托人为主体划分的。

1. 公益信托和私益信托

公益信托是为增进社会之间的公共利益为设定的信托。私益信托是指信托的设定,是为特定的受益人的私益为目的,其受益人的范围较狭窄。

2. 他益信托、自益信托和宣示信托

凡委托人要求设立的信托,其目的是为第三者的收益,则为他益信托。被指定的第三者可以表示同意也可以拒绝接受,有时也可采取默认形式。凡委托人要求设立的信托,其目的是为了本身的收益,则为自益信托。宣示信托又称宣言信托,是指财产所有人以宣布自己为该项财产受托人的方式而设立的信托。该项财产一经宣告受托,便成为信托财产,财产并不

转移但须与原有其它财产分别进行保管。这种信托只有在他益信托、以委托人以外的他人为受益人的场合才能成立

九、个人信托与法人信托、信托关系可否随时撤销的信托

1. 个人信托与法人信托

这里所述的个人信托与法人信托是以委托人为主体的,并非以受托人为主体的。凡以个人为委托人而成立的信托关系,称为个人信托;虽然有时委托人可能是几个自然人、只要不是一个组织体,仍是个人信托。法人信托又称法人团体信托,它包括营业法人团体,公益法人团体。凡以一个组织体为委托人的都是法人信托。

2. 信托关系可否随时撤销的信托

能随时撤销信托关系的信托,是指以法院为委托人的信托,当时信托关系的成立,是法院的命令所致。因此法院可随时以命令变更信托条件或撤销信托关系。

不能随时撤销的信托,是一种比较普遍的信托。成立信托的文件中即订明信托关系不能随时解除。总之,这种信托不能由一方当事人意见而单独变更信托条件或撤销信托关系。

十、个人信托业务

由于个人信托是信托机构与个人订立有关契约而成立的信托,故又称个人契约信托。因信托的生效时期分为生前信托和身后信托。

1. 生前信托

生前信托是指信托机构与委托人生前订立契约而成立信托关系。这种信托的信托行为,大多产生于委托人年老退休,个人不想或不善理财,或委托人远道出门,忙于其它事务,而信托于信托机构代为管理、使用或支配。这种信托的信托契约在委托人在世时即具信托法律效力,这是生前信托的第一要素。其次,生前信托必须由契约产生,并且委托人必须是个人,法人是不存在生前身后的期限划分的。

2. 身后信托

身后信托是指信托机构与委托人在生前订立信托契约,受托办理委托人去世后的各种事务;或由死者的亲属和司法机关为委托人,与信托机构签订信托契约,受托办理死者身后的各种事务,均是身后信托业务。这种信托,多数信托契约订立在委托人生前,但其信托效力却在委托人去世之后,这是身后信托的第一要素;其次,身后信托的受益人必为第三者。

信托机构举办的身后信托业务有:

(1) 执行遗嘱信托。

立遗嘱人设立遗嘱的目的,是意在贯彻实施遗嘱所谋求的各种事务,如债权的收取,债务的清偿,遗赠物的交付,遗产的分割继承等的落实。信托机构作为遗嘱执行人,一般都是在遗嘱中指定的,也有在立遗嘱人去世后由法院选定的。习惯上,我国很少这种信托。

(2)管理遗产信托。

这种信托主要是由遗产继承问题引起的。当遗产“继承未定”时,需要对遗产进行良好的管理;当遗产“继承已定”时,也需要再进行妥善管理。由此形成由信托机构代管遗产的信托。

(3)未成年人监护信托。

凡谋求未成年人的利益,又对未成年人的行为实施监督保护的人,称监护人。凡信托公司受托办理未成年人的监护信托,建立了信托关系,既是受托人又是监护人。

(4)禁治产人监护信托。

禁治产人是心神不正常的精神病患者或其他丧失行为能力的人。信托机构办理禁治产人监护信托业务,除了受托管理如受益人的财产,按照其财产状况赡养并照顾其日常生活,最重要的是在于设法护疗受益人的身体,尽量使其康复。

(5)人寿保险信托。

人寿保险是人身保险的一种,也有直接称为人身保险的。人寿保险信托是保险与信托的结合,或者说信托业补充了保险业的不足。

人寿保险的目的在于使被保险人晚年丧失劳动能力时生活得到保障或被保险人一旦去世,其遗属可以在将来得到生活赡养费。而人寿保险信托代管理经营保险金或保险赔偿金,使得被保险人或其遗属避免因不善经营而带来的一系列不良后果。

十一、法人信托业务

在商品经济发达的西方国家,法人信托业务是信托机构的业务支柱。目前我国信托机构办理的法人信托业务,以资金信托为主。

1. 资金信托

即信托标的物的形态是货币资金。委托人要求设定信托时提供的资金称为“信托金”,我国的会计处理上也有称“委托投资基金”和“委托贷款基金”。资金信托业务的主要种类有:

- (1)公私单位的信托存款业务;
- (2)公私单位的信托贷款业务;
- (3)专项基金信托业务;
- (4)公私单位的委托贷款业务。

信托投资业务也属资金信托业务的范围,因其委托人可以是法人,或个人,故列入个人与法人通用信托业务一类。总之,这种业务在我国比较普及。

2. 发行附担保公司债信托

附担保公司债信托是一种确保公司债债权,确保公司债担保权的公司债信托,或称在物上或权利之上所设定质权或抵押权的一种信托。如某企业向社会募集资金,得用确实的财产或其他有价证券为担保而发行债券,信托机构作为公司债担保品的保管人,这种行为即形成附担保公司债信托。担保品主权移转给信托机构,如果举债企业将来无力还本付息,信托

机构可以处理其所掌握的担保品,以作抵偿。

3. 财产信托

财产信托是信托机构接受委托单位的有形财产进行处理或管理的一种信托业务。其标的物是有形财产,又称实物信托。按经办目的,可分为融资性财产信托和服务性财产信托。前者如物资积压单位委托信托机构代为转让和出售;后者如委托信托机构对财产进行改良或修理,信托机构不垫付资金,只收取手续费。

4. 耐用消费品信托

指某种耐用消费品的生产或销售单位为了推销产品,加速资金周转,办理提前交货,分期付款,由信托机构提供资金融通的一种信托业务。这种业务有两种形式,实质是等于银行办理的卖方信贷和买方信贷。

5. 商务管理信托

又称表决权信托,适用于公司组织形式的企业法人。信托的设定,由公司全体或公司的多数股东推举委托某信托机构为受托人,将其所有股票过户移转给信托机构,交与信托机构保管,换领信托机构签发的收据,并与信托机构订立协议,原股东对公司仍享有股东应享有的一切权利,只是没有投票权,此种信托业务的开办,目的在于改善公司的组织管理,提高行政效能。使股东的行政权利与享受股息等权利分离。如果企业经营不善,它的股东和债权人可用集中股权与债权的办法,委托信托机构代为管理企业。

6. 企业改组的股票、债券的集中保管信托

企业改组时,都要把股权集中于董事会,把各种债权人组成债权委员会,分别保护其各自的利益。若股票和债券不集中保管,则董事会和债权人委员会分别代表各股东和债权人利益,就不能有统一意见。必须由董事会和债权人委员会联合组成一个改组委员会,改组才能顺利进行。集中以后的股票和债券待改组完毕后,再另行改发新股票和新债券,这种集中保管与一般信托机构的代保管业务有区别

7. 办理企业创设、改组、合并、清算信托

即公司组织形式的企业法人委托信托机构办理企业创设、改组、合并、清算等有关事宜。

8. 商业人寿保险信托

商业人寿保险的投资人是企业法人,被保人是企业的重要负责人个人。保险赔偿款的取得者是企业法人,而不是该负责人的遗属。商业人寿保险信托的信托机构代为交付保险费、并成为该项保险的赔偿的领款人。

十二、个人与法人通用信托业务

1. 信托投资

信托投资一般指直接性的信托投资业务,其信托标的物,有资金形式,也有实物形式,但以资金形式为主。投资人可以是个人,也可以是法人团体。凡通过信托方式办理的投资均属信托投资,也称投资信托。投资信托已成为信托机构的主要经营业务,各国现行有几种不同的投资信托类型,但它们是以证券投资为目的信托。

2. 不动产信托

又称房地产信托。委托人把土地或建筑物的产权转移给信托机构,由信托机构根据信托目的,对不动产进行保管、管理或处理。

3. 管理公私破产财团信托

这项业务主要有以下几项:

- (1)划明债务人的权限和债务状况。
- (2)清理债务人的财产。
- (3)管理破产财团的财产。
- (4)保障债权人的合法权益。
- (5)处分财产和分配财产为债务人清偿。

4. 为满足债权人债权的信托

指信托机构受托办理主要是同一债务人对多数债权人的债权,在支付时发生困难,而又想避免“破产程序”,达到清偿债务为目的的一种信托业务。做法是:

- (1)债务人将其财产的全部或一部分转移给信托机构所有,由信托机构出售处理;
- (2)信托机构按信托协议将所得价款,代债务人清偿。

5. 麻省信托业务

因创始于美国麻萨诸塞州而得名,又称“商业信托”。是投资基金形式的一种。基金由受益人投资,其形成的“企业形态”,即处于受托人地位,由受托人与受益人订立信托文件,这种信托协议与公司章程类似。信托业务如盈利,按出资比例分派;如亏损,受益人仅以原投资额为限负其责任。

十三、个人与法人通用代理业务

代理是信托机构经营的一种广义的信托业务,常见代理业务有:

1. 信用担保业务

信托机构为个人或法人提供信用保证,担保债务人切实履行义务,保障债权人享受权利的实现。也称“保证信托”。

2. 代理证券事项

主要是代理有价证券的买卖业务,有价证券的发行媒介事务,各种有价证券的过户登录事务等。

3. 代理不动产事项

代理不动产事项与不动产信托是不同的。代理均以委托人名义,经办有关不动产事项,如代收租赁款、代客买卖房地产、代客设计各种建筑物等,全凭委托人意思,权限极小,只是手续上的代理。

4. 代理收付款项事务

代理收付款项是信托机构充当委托人的金钱出纳地位,以委托人的名义代办各种经常性和分散性的款项收付,亦称“收付信托”。

5. 代理保险事项

指信托机构处于保险经纪人的地位,代个人或法人团体向保险公司投保各种财产保险、人寿保险及其它各种险种保险事宜。仅充当被保险人与保险公司的中介。

6. 代保管业务

又称“保管信托”。此项业务的目的是使委托人的财产不致丧失。由受托人代管代存,责任仅限于保管的信托财产完整无缺,信托财产的所有权不予转移。代保管业务一般分两类:出租保管箱和代客保管业务。

7. 代理仓储运输业务

这项业务的开展,与信托机构经营各种抵押和押汇业务有关。信托机构为了保管所掌握的抵押品,都自行附设货物仓库。这些仓库也向社会开放,仓储业务就成为信托机构的一项副业。由于信托机构办理商品代理购销业务,或办理运输中的货物为抵押的汇票贴现业务,所以也代办货物的托运工作。

8. 监督工程信托业务

即个人或法人团体委托信托机构担任建筑设计、指导投资导向、监督建筑工程的施工等代理业务。

9. 代理会计事务

10. 经济咨询和资信调查

这是信托机构最为普通的一种代理业务,或称咨询服务。经济咨询主要包括:企业经营咨询、市场行情咨询、经济法律咨询、金融市场咨询、投资方向咨询、贸易往来咨询、代为介绍客户。资信调查又称信用咨询,主要是调查对方的支付能力、资产、信用、经营等情况。

十四、融资性租赁业务

这是第二次世界大战以后迅速发展起来的一种新业务,又称金融租赁。也是信托机构的主要业务之一。

第二章 信托投资主要业务

第一节 信托投资的概念

1. 信托与投资

前章已述,信托有广义与狭义之分。狭义的信托,或者说严格意义上的信托,就是为他人利益管理财产的制度。广义的信托,还包括代理。投资,一般意义而言,是经济主体以预期未来的经济效益或社会效益为目的的资本投入及其运动。在我国,习惯于把投资理解为直接投资,即投资建购厂房、机器设备等以进行生产经营;而在西方国家,习惯于把投资理解为间接投资,即投资购买金融资产中的股票、债券等有价值证券。可见,无论是信托概念还是投资概念,都有不完全一致的理解。

信托与投资,二者可分可合。说分,因为信托与投资的业务领域,各有重点,很少关联;说合,因为信托业务收受的各类资金,必须妥为运用,寻求好的效益,这就离不开投资。信托机构资金融通的特点是其长期信用性,投资业务是其主要业务。信托与投资的关系,有些类似银行资金融通上存款与贷款的关系。所以,信托与投资,通常总是连在一起,通称信托投资,尤其是我国,绝大多数信托公司都是称为信托投资公司。

2. 信托投资

信托投资,作为一个概念,通常又有不同的理解。在西方,信托投资的说法,较少见,是泛指信托方式的投资;而投资信托则较为常见,是特指投资人通过信托方式,共同购买各种有价值证券,是一种特殊的证券投资信托,也有人称之为投资基金,在日本直接称为证券投资信托。在中国,信托投资是一个十分普通的概念,但也有广义与狭义之分,而且都不同于西方的投资信托概念。广义而言,中国的“信托投资”是指投资者(包括各级财政部门、各系统的企业主管部门、社会公共团体——科研机构、学会、基金会等)用拨款或存款方式(包括委托存款与信托存款)将资金拨入或存入信托机构,签订信托契约,委托其按契约规定的“指定投资项目”、“任意投资项目”进行投资的一种业务。中国的“信托投资”还包含国外厂商通过

信托机构的中介作用与国内厂商经办合营企业的投资,信托机构用自有的信托基金或发行债券筹集的资金进行投资等,也属“信托投资”业务范围。中国信托机构经营的主要是直接投资业务。狭义而言,“信托投资”是与“委托投资”相对的一个概念,信托投资是任意性的信托投资,而委托投资则是指定性的信托投资。

鉴于信托投资概念的丰富内涵,下面在介绍信托投资业务时,以兼顾中国和西方两种通用的做法为原则。

第二节 信托贷款与信托投资

一、信托贷款

信托贷款是信托机构运用吸收的信托存款、自有资金和筹集的其他资金发放贷款的业务。信托存款来源于:

- (1)财政部门委托投资或贷款的信托资金。
- (2)企业主管部门委托投资或贷款的信托资金;
- (3)劳保机构的劳保基金;
- (4)科研单位的科研基金;
- (5)各种学会、基金会的基金。信托存款的金额小、范围窄,是特定的。

1. 与银行贷款相比,信托贷款有以下特点

(1)信托贷款的资金来源范围比银行贷款资金来源范围要窄得多,资金量也比较小,因而它是对银行贷款业务的补充。

(2)银行贷款由于现行信贷制度的限制,无法对一些企业的特殊需要给以满足,只能发放正常需要的贷款;而信托贷款则可以满足特殊的资金需要。

(3)银行贷款的利率有具体的规定,不能浮动,而按规定,信托贷款则可在同档次银行贷款利率基础上,上浮 20% 左右,这有利于信托机构通过贷款利率的浮动,用经济手段促使企业合理使用资金。

2. 信托贷款的种类

(1)技术改造信托贷款。这是为支持企业技术改造而设立的。信托机构可以应企业的申请,对企业因技术改造临时缺乏必要的资金而发放贷款。信托贷款发放的对象必须是属国家产业政策重点扶持的部门和行业,或属市场急需的短线产品项目及有较好的出口创汇前景的行业。申请技术改造信托贷款的企业应具备一般的贷款条件,其贷款属于固定资产投资,还需经有关部门批准并列入国家计划。技术改造信托贷款的发放,也可结合企业主管部门提供的专项委托贷款基金进行办理,在专项基金不足时,由信托机构予以资金融通。

(2)横向联合信托贷款。这是为了支持地区间、部门间以及行业间利用各自的优势,相互协作、实现联合,信托机构应申请者要求而发放的。申请横向联合信托贷款者,联合各方用于联合项目的自筹资金必须首先到位,联合各方的责、权、利必须以合同或协议的方式加以明确并具法律效力。用于固定资产的该项贷款必须符合有关规定。信托机构对贷款审查的要点要放在联合方式,经济效益和承担借款单位的还款能力上。

(3)联营投资信托贷款。这是横向联合信托贷款的一种。其特点是:联合各方的联合方式是共同投资,目的在于共同开发需要的产品,如原材料、能源等,或共同进行效益较高的经营活动。联营投资一般是共同经营、共担风险,各方关系比较紧密。联营投资信托贷款的要点和做法与横向联合信托贷款相同。

(4)补偿贸易信托贷款。是信托机构对国内企业间从事补偿贸易活动中缺乏预付资金发放的贷款。金融信托机构办理此项贷款按照贷款条件予以审查,对项目要进行可行性研究和评估。如果贷款用于固定资产投资,应纳入国家的固定资产投资计划。

(5)房地产开发信托贷款。这是信托机构为支持房地产开发而发放的贷款。大中城市,特区、经济开发区建设用地的经营性开发和商品房开发,可以申请这项贷款。另外,单位住房信托贷款也属于此类贷款——信托机构在单位建筑或购买住房资金不足时向单位提供的贷款,它要求申请单位应预先陆续存入一定比例的存款。

(6)耐用消费品信托贷款。这是信托机构为了引导一些价格的档次较高,消费者一时不能全部付清价款的耐用消费品实现销售而发放的贷款。这种贷款在耐用消费品投入市场初期,为其打开市场、扩大生产、加速流通有着积极的作用。我国信托机构提供的耐用消费品贷款,按照融资对象不同,有卖方贷款、买方贷款和消费贷款三种形式。办理耐用消费品信托贷款应注意以下几个方面:耐用消费品是质量可靠、性能优良、消费者想买而又不能一次支付贷款的商品;归还贷款本息的来源必须是借款单位的职工工资;贷款利率一般低于银行流动资金贷款利率;贷款后如发现耐用消费品质量问题,应由借款单位向经销单位交涉解决。

(7)专项信托贷款。就是信托机构从人民银行或财政部门借入或拨入的资金用于人民银行或财政部门指定范围的贷款。如科技开发专项贷款、扶贫专项贷款等。专项信托贷款的风险,由信托机构承担。

3. 信托贷款方式

根据借款单位不同的资金需要,结合信托机构内部贷款的要求,通常采用的贷款方式有:

(1)信用贷款。包括:信托机构按借款契约规定,将信托资金直接划转给用款单位的“直接信用贷款”方式;商业信用与信托贷款相结合的“卖方信贷”方式。

(2)抵押贷款。

(3)票据贴现。

4. 信托贷款程序

信托贷款业务种类多,业务处理程序不尽一致,一般的程序为:

(1)借款单位向信托机构申请信托贷款,应填写“法人资格和法定代表申请书”,并逐联

填写“信托借款合同”,并提供有关文件。

(2)信托机构从政策性、可行性和偿还性等方面进行审查。

(3)签证“信托借款合同”。

(4)有关用款期间的其它事宜商定。

5. 关于固定资产信托借款的有关问题

固定资产信托贷款主要用以支持技术改造为主的固定资产项目。这些项目必须属国家产业政策重点扶持的部门和行业、或属市场急需的短线产品项目及有较好出口创汇前景的行业。项目应具有的基本条件是:

(1)经有权部门正式批准,并已纳入当年技术改造或基本建设计划;

(2)经过详细的可行性论证,可行性报告已经专业管理部门批准,其投资概算准确,不留缺口;

(3)完成了初步设计,有科学的建筑施工方案,并据以制定切合实际的建设进度计划和用款计划;

(4)建设条件具备,征地、主要设备、建筑材料、原材料供应、交通运输、燃料动力等均已落实;

(5)项目的自筹资金及其它资金来源落实,流动资金供应有保证;

(6)对国内或国际市场预测有据,销售前景好;

(7)经济效益高,还款计划落实,还款来源有保证。

符合上述条件的项目,在银行暂不能贷款的情况下,可发放固定资产信托贷款,贷款期限一般为3至5年,最长不超过7年。贷款的利率,按照中国人民银行统一规定执行。

固定资产信托贷款的选项、调查、审查评估、贷款手续及贷后管理工作,可按照银行的技术改造贷款办法办理。

二、信托投资方式

这里所说的信托投资不包括委托投资,它指的是信托机构运用自有资金、组织信托存款、发行股票和债券筹集的资金、以投资者身份直接为生产、经营企业进行的投资。信托投资的主要方式有:

(1)股份投资。即由信托企业通过购买企业一定的股份,成为合资企业的股东,由信托机构委派代表参加对投资企业的领导,按投资比例承担风险和分配红利。这种投资方式一般适用于投资少、见效快、经济效益高的项目。

(2)合作投资。即以资金给投资项目以支持。信托机构投资后按商定的比例分配投资收益,不参与经营管理,不承担盈亏责任。

1. 特点(与信托贷款比较)

(1)性质不同。信托贷款基本上是一种信用活动,向企业贷款只能增加企业的借入资金;而信托投资是一种信托活动,若向企业投资则可增加企业的自有资金或项目的自筹资金。

(2)形式不同。首先,资金的投放形式不同。信托贷款的形式主要是信用贷款,抵押贷款和票据贴现;而信托投资的形式有直接投资和间接投资。

其次,资金的运动形式不同。信托借款的资金运动表现为二重归流的资金运动过程;而信托投资则表现为一次支付、多次分红回流的资金运动过程。前者期限较短,后者期限较长。

(3)分配不同。信托贷款以取得利息为目的,收益较稳定;而信托投资以分红的形式参加企业经营成果的分配,收益较高,风险较大。

2. 办理信托投资的原则

应遵循的原则有:①符合国家政策、计划的要求。投资重点要放在发展国民经济急需的产品或项目上,以加强国民经济的薄弱环节,合资联营的企业须按规定报经有关部门正式批准。属于固定资产投资的部分要纳入国家固定资产投资计划。②投资项目要切实可行。凡是信托投资的项目,信托机构要从各个方面进行全面的、详细的调查论证。既要从宏观经济的角度充分考虑国民经济的整体利益,看项目在国民经济中的作用与影响;又要从微观经济效益的角度,测算合资联营企业的经济效益,分析投资资金的使用是否合理,以确保信托投资项目的切实可行。③合理分享利润。参加投资的单位要在平等互利、兼顾各方利益的基础上,根据各自提供的资金、原料、场地、设备、技术和劳动力等条件,以及承担义务的大小,共同商定合理的利润分配比例和折旧基金的分配办法,以确保投资各方的经济效益。

3. 信托投资种类

(1)按投资对象可分为企业项目投资和有价证券投资。

前者又称为直接投资,即信托机构直接向企业或项目投入资金;后者又称为间接投资,即信托机构通过购买有价证券从而间接参与企业融资。我国目前以直接投资为主,西方国家主要是间接投资。而且,在我国,直接的信托投资是信托机构的重要的传统业务。

(2)按组织形态分为股份投资和合作投资

股份投资又称股权式投资、参与经营式投资;合作投资又称契约式投资、不参与经营式投资。如前所述,信托投资分为股权式和契约式投资,是最常用的一种分类方法。契约式投资按商定的固定比例,信托机构在一定年限内分取投资收益,到期后或继续投资、或出让股权并收回所投资金。

(3)按投资期限分为长期(合作)投资和短期(合作)投资

长期投资一般事先不规定投资年限,只要合资联营企业存在,信托投资就长期存在。而短期投资则事先规定投资年限,到期后投资机构收回投资,同时信托机构退出联营企业。短期投资又称定期投资,目前采用较多。

(4)按分配方式分为固定分成投资、比例分成投资和保息分红投资

固定分成投资是由投资方和企业事先商定利润分成额,信托机构按此固定额度分享收益而不受企业实际盈亏的影响。比例分成是投资各方事先商定合资联营企业中各方分成的比例,盈利时按此比例分成,亏损时按此比例分担。保息分红投资是投资者在投资时,事先商定由合资企业在投资期间,按照信托机构投资金额定期支付利息,年度终了时还要参与一定比例的分红。它是介于投资与贷款之间的一种融资形式,颇受欢迎。

4. 信托投资条件

我国直接信托投资是在坚持政策性、可行性、效益性和互利性原则的基础上开展的。办理直接信托投资的业务时应严格掌握项目所具备的条件:有批准的立项文件;有落实的全部资金;有广阔的产品销售市场;有良好的供应条件;有先进的工艺和技术设备;有较高的企业素质;有可靠的投资效益。对信托投资项目评估时,要紧紧围绕经济效益这个中心,对各项条件进行科学的分析论证。

5. 信托投资程序

根据目前我国投资管理体制,办理直接信托投资的业务程序依次分为项目的筛选、评估、谈判、确立、执行和终止六个阶段。

(1) 项目的筛选。

这是信托机构从计划部门、企业主管部门等通过一定渠道在现有项目中进行初步选择。凡是筛选出来的项目应基本符合信托投资的条件,然后再对符合条件者择优筛选,进行评估。

(2) 项目的评估。

这是项目成败的关键。对择优选出来的项目进行评估就是根据可行性研究报告,对投资项目的必要性和可行性进行科学的评价、估算和论证,为投资决策提供依据。

(3) 项目的谈判。

项目的谈判工作是在评估报表中提出的项目可行性意见的基础上进行的,其主要内容有:投资的方式、金额的期限、利润的分配方法、分配比较及承担的风险大小、投资企业的组织形式和管理方式。

(4) 项目的确立。

项目确立的主要内容就是签订合同。在签订合同中,要求对合同条款进行磋商、研究,最后确定下来并签订投资合同。投资合同一经签订,就具有法律效力,投资各方必须依照执行。

(5) 项目的执行。

信托机构按照投资合同应做如下工作:交足认缴的投资额,派出代表参加企业的管理机构,对企业进行监督和管理,以及与企业协议解决合同执行中的问题。

(6) 项目的终止。

这是信托投资程序的最后阶段。终止原因有:全同期满而投资各方又无意延期;不可抗力或企业严格亏损;合同规定允许的投资股份权的转让。

第三节 委托贷款与委托投资

一、委托贷款和委托投资区别

在我国,将委托者向信托机构委托办理信托资财管理和动用时,提出明确的、具体的要求的信托业务称为委托业务。委托贷款和委托投资又被称为乙类信托投资业务,第二节所述的信托投资和信托贷款被称为甲类信托投资业务。委托业务是信托机构的中间业务,办理业务过程中,信托机构不需运用自身的资财,是信托机构的基础业务。

委托业务和信托业务虽同属信托类业务,但仍存在着很大差别:

第一,业务要求不同。委托业务是委托单位以自主使用的资金交存信托机构,委托信托机构按照指定的用途和对象代为运用,监督使用并到期收回本息的业务。其显著特点是委托者对受托者提出了明确而具体的要求,即资金的使用范围、对象、用途、金额、期限、利率(贷款)和收益(投资)等等都是由委托方确定。受托者只能对此依约办事,没有什么资金运用的权利。仅仅是负责发放或投入资金,在使用过程中检查监督、到期负责收回等工作。信托业务则是信托机构以自身吸收的信托存款或自有资金为来源,在保证受益者得到应有的利益前提下,自主选择资金运用的项目和用途。该业务的显著特点是受托者具有运用资金的充分自主权,体现了委托者对信托者的充分信任。

第二,风险责任不同。由于委托业务中受托者拥有的财产运用权极小,因此,如果发生非经营管理上的经营损失(如借款单位倒闭、经营困难或资金无力偿还等)或意外事故,其责任由委托者承担,故受托者风险较小。而在信托业务中,如遇到损失或风险则全部由受托者独自承担,故委托者风险较小。

第三,管理方法不同。委托业务对信用规模的扩张作用小,信托业务则不同。故我国对委托业务管理较松,而对信托业务视同银行业务进行管理,管理较严。如对信托业务管理有如下多种要求:按规定缴存准备金,用于固定资产部分的要按规定比例执行,用于流动资金的部分要从严掌握等等。而对委托业务一般没有这种要求。

委托业务按其资金的运用可分为委托贷款和委托投资两类

二、委托贷款

委托贷款是信托机构按照委托人指定的对象、范围和用途等所发放的贷款。从资金来源看,我国委托贷款有两种情况,一是财政委托贷款。这是指地方财政拿出资金交由信托机构来办理基本建设“拨改贷”以外的各种专项贷款。此类贷款项目的安排、贷款条件、还款资

金来源等具体做法,由委托受托双方比照基本建设“拨改贷”的规定协商,并在委托协议中订明。二是部门、企业委托贷款。这是由中央或地方主管部门、企业单位以自有资金委托信托机构按照指定用途或指定项目发放的贷款。委托贷款如果应计算固定资产投资规模的,按国家规定,应由委托单位(或借款单位)负责纳入固定资产投资计划。借款单位要按照国家有关规定归还借款,不得挤占应上交的财政收入。部门、企业委托贷款的计息办法,通常有两种情况:或是交存贷款基金不计存款利息的,贷款实行低息;或是实行交存贷款基金按余额计收存款利息的,贷款按照用途分别比照技术改造、基本建设或流动资金贷款计息。具体采用哪一种办法,由委托受托双方商定。受托单位可以视委托基金使用情况,在委托单位之间组织调剂余缺、必要时可以在批准的年度信贷计划指标内予以贷款支持。

1. 委托贷款的作用

委托贷款是我国经济体制改革中由信托机构开办的一项业务,其主要作用有:

(1) 改变“资金供给制”,提高资金使用效益。

信托机构接受资金所有者委托,使主管部门与所属单位的无息借款或无偿拨款变成信托机构与借款单位之间的有偿有息贷款,通过信托机构对贷款使用的监督,协助企业单位加强管理,提高资金的使用效益。

(2) 易于为各级主管部门和财政部门所接受。

各级主管部门和财政部门及企业可以根据自身的需要,确定借款单位,借款用途及贷款金额,期限和利率。信托机构充分尊重其自主权,只要委托者确定的借款单位和用途符合国家政策和法令,信托机构都可以办理。因而这一方式易于为委托者所接受。

(3) 便于委托单位收回贷出资金。

信托机构按照贷款原则和经济合同规定,审查管理委托贷款,协助企业及时发现和解决贷款使用中的问题,便于委托单位按时收回所贷出资金的本息。

(4) 办理委托贷款业务对信托机构自身也十分有利。

既不占用计划内信贷资金规模,又起到支持企业加速技术进步,发展商品生产和流通,改善服务,提高经济效益的积极作用。

2. 委托贷款的特点

(1) 涉及多方关系人。

委托业务至少有委托者、受托者、借款者、受益者等四方关系人。办理此项业务前,各方关系人要鉴订协议或合同。协议或合同有两种形式:一是各方之间共同签订协议,二是委托者与受托者、受托者再与借款者分别签订协议,无论采取何种方式,委托内容都必须一致。

(2) 委托机构一般都不承担风险。

由于贷款对象和用途均由委托者指定,因而风险也应由委托者承担。

(3) 受托单位一般不垫款。

委托者办理委托贷款时,必须事先将其自主支配的资金一次或分次存入信托机构,作为委托存款(即所谓的委托贷款保证金),委托贷款总额不得超过存款总额,委托贷款未到期或未收回,委托者不得提取相应的委托存款;存入的委托存款,委托者若有急用,可以在未动用的委托存款余额内支取;委托存款在尚未使用前,委托机构可以按活期存款利率为委托者计

息。

(4)受托机构是以提供服务收取手续费为目的的,贷款的利息收入全都归受益人。对于委托基金大于委托贷款的部分,信托机构一般可以比照活期存款标准向受益者或委托者支付利息。

3. 委托贷款种类

(1)按委托贷款的性质分,可分为固定资产委托贷款(长期)和流动资金委托贷款(短期)。

(2)按委托贷款的用途分,可分为工业委托贷款、商业委托贷款、农业委托贷款和科技开发委托贷款等。

(3)按委托者的身份分,可分为中央各部委的委托贷款、企业主管部门的委托贷款、财政部门的委托贷款、企业的委托贷款和科研单位的委托贷款等。

(4)按受托者是否提供融资分,可分为一般委托贷款和专项委托贷款。

(1)一般委托贷款。信托机构不参与融资的委托贷款业务,是由信托机构的国有企、事业单位、集体经济组织以及地区经济组织之间符合国家有关政策、方针、计划的正常往来资金为对象而办理的信托业务。其特点是先存后贷、存大于贷,信托机构不垫款。办理比项业务,通常由委托单位一次或分次存入委托基金,在一定期限内,由信托机构根据委托单位的要求发放贷款,并实行余额控制,即发放的贷款不论笔数多少,其贷款总量始终控制在委托基金余额内。

(2)专项委托贷款。信托机构参与融资的委托贷款业务,是信托机构受地方政府和企业主管部门的委托,进行专项资金的筹集并按指定对象发放的贷款。所谓“专项”主要是指国家重点支持的特定项目,例如当前发展能源、交通运输事业、开发新技术、试制新产品、设备更新等项目。由于这些特定项目是属于国家建设重点,因而在企业遇到资金不足的困难时,由信托机构发放专项委托贷款予以解决。专项委托贷款与一般委托贷款的主要区别是:当委托单位交存了一部分委托基金,但未筹集到足够的金额时,信托机构可以根据企业的需要按规定予以临时调剂。即以“存一贷二”或“存一贷三”的办法,发放专项委托贷款。由于贷款的发放仍然是按委托者的意志发放的,所以信托机构不承担贷款风险。对于信托机构垫付的资金,应计收信托贷款利息。如果垫付的资金在贷款期满时不能收回,信托机构可以从委托者交存的委托基金中扣还。当委托基金不足以抵补所垫付的资金时,信托机构可以向委托者要求另行予以补偿。

4. 委托贷款程序

(1)签订委托协议。委托者和信托机构签订《委托贷款协议书》,明确约定委托者办理委托贷款的目的,方式以及双方的权利和义务。《委托贷款协议书》有两种基本形式,一种是签订总的协议书,具体办理每一笔委托贷款业务时,依据总协议办理;另一种是办理一笔委托贷款时签订一项协议。

(2)开立委托存款帐户。

(3)存入委托存款。

(4)审查委托贷款。

委托者发放委托贷款时,应先向信托机构提供《委托贷款通知单》,信托机构接到此通知单后,对委托贷款的条件和手续进行审查。

(5)发放委托贷款。经审查合格后,与借款单位签订《委托贷款借款合同》,借款者填写借据,根据合同和借据发放贷款。同时,经办人员填写《委托贷款项目登记表》。

对有的全国性或省级信托机构的委托贷款业务,有的需要委托所属或有关的信托机构、银行代办,经办人员应填制《代理委托贷款协议书》,随同《委托贷款项目调查表》和借据一并寄送代理行或代理公司。

(6)监督委托贷款的使用。

(7)借款单位按期向信托机构交付利息,到期偿还借款。

(8)信托机构向委托者退回委托存款或继续办理新的委托贷款。

另外,若借款者到期不能偿还贷款,可要求展期和转期,这一要求在征得委托者的同意后,应向信托机构提供《委托贷款展(转)期通知单》,若委托者不同意展期或转期,根据合同可加收罚利。若委托者在委托期间认为有必要调整贷款利率,可填制《委托贷款利率调整通知单》,加盖预留的印鉴交信托机构。

5. 关于固定资产委托贷款的说明

固定资产委托贷款一般要求委托人指定用于贷款的固定资产项目,该贷款项目必须已按规定报经有关部门批准,并取得有权单位的批准的、纳入国家或地方的固定资产投资计划的文件。另外,企业不得以流动资金办理该项委托贷款。

固定资产委托贷款的处理程序为:①签订《固定资产委托贷款协议书》;②开具委托存款帐户和存入委托基金;③委托贷款的审查和发放;④委托贷款的检查;⑤委托贷款的展期和转期;⑥委托贷款的利率调整和逾期罚息;⑦委托贷款的回收。

信托机构办理固定资产委托贷款程序时,应根据委托贷款手续的繁简、所负责任的大小和委托金额的多少收取一定的手续费,以补偿提供劳务所付出的各种费用支出和非为金融信托机构办理委托贷款的业务报酬。

三、委托投资

委托投资是指信托机构按照委托人的要求,以其交存的资金向其所指定的单位、项目进行投资。一般有两种形式:①信托机构按照投资方和被投资方双方签订的投资协议,办理委托投资中的有关事宜。例如按协议中的期限,金额拨付投资款项,监督资金使用,检查投资进度和经营状况,审查企业财务,代收盈利分红等。②由信托机构和投资人签订委托贷款协议,委托人提出投资意向,由信托机构寻找投资伙伴,并负责审查被投资方的经营能力,提供投资方确定是否投资。信托机构还可以接受委托,参与投资企业的经营管理等。在委托投资条件下,投资所得收入归委托人所有,信托机构不承担经济责任,只按投资额收取一定比例的手续费。如参与企业经营管理,还可按盈利分取一定比例的手续费。

1. 委托投资特点

(1)与委托贷款的比较。

①委托投资是从投资单位中分取利润,而不以收取贷款利息为目的。

②委托投资一般期限较长,如10年以上,或没有期限;而委托贷款的期限一般为1~3年。

③委托投资要求信托机构代替委托者参与投资企业的管理及企业财务核算等方面的事务,而委托贷款则无此要求。

④委托投资包括委托信托机构直接投资于企业单位和委托信托机构购买股票、债券两个方面,而委托贷款则没有这些方式。

(2)与信托投资比较。

①委托投资的资金属于委托单位所有,资金投到哪个单位,投入多少,都由委托单位决定,信托机构只负责监督资金的使用等服务性事宜,不处于决定地位;而信托投资的资金属信托机构自身所有,投入资金的方向,数量均由信托机构决定,并且参加利润分配,直接承担投资的盈利或风险损失。

②委托投资的收益全部归委托者所有,信托机构只按委托投资的金额或利润总额收取一定比例的手续费,而信托投资的收益全部归信托机构自己。

③委托投资中的信托机构作为委托者的代理人,只是行使对委托资金的投入,经营过程和利润分配的监督,所以投资的企业经营好坏、损失、风险均由委托者承担;而信托投资中的信托机构作为投资一方当事人,投资企业的盈利分配与责任风险都应承担。

2. 委托投资的程序

委托投资业务的处理程序可参照委托贷款业务办理,对投资所涉及的问题应参照信托投资业务的处理。

(1)签订协议。

信托机构受理、承办委托投资业务的依据是《投资协议》,因此,无论是个别投资还是联合投资都必须同信托机构签订协议。若为联营投资,投资各方也必须依法签订联营协议。协议应坚持平等互利的原则,明确各方的权、责、利及出资方式,出资比例、收益分配等事项。

(2)项目评估。

投资对象必须符合国家的产业政策、计划的要求,项目必须列入基本建设或更新改造计划,对项目的必要性、可行性、经济性进行全面论证,同时加强资金管理。

(3)手续费。

委托投资中,从合作联营企业中分得的经营成果全部归委托者所有,信托机构一般只按投资金额或利润总额分取一定比例的手续费。按投资金额收取手续费较简单,但没有把受托者的利益同投资项目的效益进行挂钩,不利于促进投资效益的提高。按利润总额计提,可以促进受托者对投资项目企业的经营管理和财务核算的关注。

第四节 资金信托

资金信托是信托机构接受委托者的委托,对货币资金进行自主经营、管理,并向委托者指定的受益者支付收益或约定的款项。受托的信托机构则收取一定金额的劳务费。

一、资金信托的特点

1. 与信托存款的比较

二者最大的区别是,信托存款在本质上属于信用活动;而资金信托则是信托活动。因而在资金转移过程中的所有权和使用权、收益来源,以及营运报酬等都是很不相同的。

2. 与委托贷款的比较

资金信托中的资金运用,由信托机构决定;而委托贷款中的资金运用对象、用途、期限和利率等,均由委托方决定。委托贷款的经营风险由委托方承担,而资金信托中的经营风险由受托方承担。

3. 与信托投资的比较

二者都属信托行为,但我国目前的信托投资的资金有信托资金和自有资金两部分,而资金信托中的资金都是委托者转移来的。信托投资一般侧重于投资,而资金信托中的资金运用方式较广。现有的资金信托主要是基金信托。

二、资金信托的种类

1. 公益基金信托

信托机构接受各公益基金的筹集和管理机构的委托,对公益基金进行营运,并将收益支付给受益者。

(1)公益基金的委托者是公益基金的筹集和管理机构,如各种基金会,这些机构是公益法人,其组织和筹集资金等活动都必须是合法的,并接受社会各界的监督。

(2)信托机构接受公益基金的委托,营运资金和支付收益。目前我国对这种信托的开户方法有两种:①由委托者在信托机构开立代理收付帐户和公益基金信托帐户,并将受托者的帐号向捐赠、赞助和资助者公布,由他们直接将款项汇给受托的信托机构,受托的信托机构将它收入委托者的代理帐户。当款项积累到商定的额度时,转入其公益金帐户并开始计付收益。②委托者将筹集的资金集中起来,委托信托机构营运,其做法与单位资金信托相同。受托者对公益基金的营运应做到安全稳妥,尽力求得好效益。受托者对收益的处理可以直接支付给受益者,也可以转给委托者去支付。

(3)公益基金信托的受益者是社会公众中的不特定多数人或部分人。各公益基金信托

委托者一般在信托契约中对其范围作一指定,但不可能事先指定某个人做为收益的获得者。

2. 劳保基金信托

这是信托基金受托为委托者提供从积累、经营到转移劳保基金的信托业务。其中的委托者是劳动保险部门、独立提留并管理劳保基金的国有、集体企事业单位及其他合法经济组织。信托财产就是以上各部门的劳保基金。按现行制度规定,劳保基金信托存款的来源仅限于劳动保险机构的劳保基金。

劳保基金信托应根据信托合同进行,该信托合同应包括的内容有:委托者各期劳保基金的交付时间、金额、交付办法及收益率;受托者向受益者支付劳保基金的金额、年限和方式等;受托者支付给受益者的金额总数,应不高于委托者交付给受托者的劳保基金总额和收益之和。

3. 单位资金信托

单位资金信托是单位或主管部门将长期不用的各种基金、利润留成和税后积累等,委托信托机构代为管理和运用的信托业务。它是一种自益信托。

单位资金信托的业务程序要点为:委托者和受托者签订合同;开立帐户;划款和落实款项的用途;计算和支付收益和劳务费;合同期满时,或继续信托或终止信托。其中,单位资金信托的期限一般在一年以上,中途不允许提前支取款项。若委托者临时急需用款,可以凭“单位资金信托受益凭证”向受托者办理抵押贷款,待委托者按期还清抵押贷款后,将“受益凭证”归还委托者,其原有权益不变。该信托的收益和劳务费的标准目前尚未统一,由委托者和受托者双方商定。

第五节 代理业务

代理业务,是信托机构接受客户的委托,以代理人的身份,代为办理其指定的经济事务的业务。代理业务是代理人与被代理人之间产生的一种契约关系和法律行为。代理业务和信托业务同样以信用为基础,但二者确有不同之处:最明显的是信托业务要求信托财产所有权的转移,而代理业务却无此要求;信托业务中受托者拥有广泛的权限,而代理业务中代理人的权限则较窄;信托业务中受托者责任较重,而代理业务中代理人的责任很小;信托业务中委托者不对信托者进行监督,而代理业务中的代理人必须接受被代理人的监督。

目前,我国信托机构开办的代理业务主要有:代理收付款项、代清债权债务、代理资财保管、代理证券发行、代理公司组建、代理会计事务、代理保险业务及其它代理业务。

一、代理收付款项

1. 作用

代理收付款项又称收付信托,指金融信托机构接受单位和个人的委托,代为办理其指定

款项的收付事宜。这是信托机构充分运用自身和联行的业务机构、专业技术能力和清算手段,通过办理代收代付款项的业务,为各单位提供服务。这是银行现行结算方式的补充,主要是对那些收付面广、收付额小、收付频繁的款项代理收付。

2. 种类

代理收付款项业务一般有以下几种:

(1)代收上缴款项。

这是指代办主管部门应集中的管理费、利润、专用基金以及交通部门的养路费、环保费等。

(2)代收代付货款。

①代收分期付款的销售货款。即工商企业用分期付款办法向个人销售高档耐用消费品,可委托信托机构分月收回货款。②清理异地拖欠款项。即工商企业因异地正常交易而发生的应收货款,已超过正常的结算期而未能收回的拖欠款项,可委托信托机构代为催收清理。③代理货款清算,异地工商企业在本埠购销商品,信托机构可受托代理货款收付的清算。对代收的款项,须收妥后,转交委托单位。对代付的款项,委托单位须先将代付的资金交存信托机构,而后由信托机构办理。

(3)代管福利帐户。

包括代管机关、企业、事业等单位的职工福利帐户,按期发放干部、职工退休金、抚恤金以及代管其它特定的社会福利基金。

(4)代收代付公用事业费

如代收捐款、学费、租金、水电费、电话费、养路费以及其公用事业费。

(5)代收代付有价证券款

如代理收付公司债和公司债本息,代收股本和代付股息红利。

(6)代收代付其他约定款项。

3. 程序

委托者在委托信托机构代理收付款项业务时,均须提交收付款项的合法依据和有关单据,经信托机构审查同意后,委托者与信托机构签订代理收付款项协议书,明确代理收付款项的内容、范围、对象、时间、金额及方式。代理付款时,委托者应事先将代付款交存信托机构以备付支。信托机构代理收付款项时,只负责按协议办理具体的收付款项业务,不负责收付双方的任何经济纠纷。代理手续费由委托单位与信托机构按业务笔数或代理收付款金额大小协商确定。

二、代清债权债务

代清债权债务又称清欠、清理旧欠或清算信托,是信托机构受委托者之托,代为办理财务清算的业务。如代为催收欠款、协助单位解决贷款过程中形成的相互拖欠、代收债权、代偿债务、分派剩余财产以及其它各种财务清算事务等。

1. 原则

(1)只对独立核算的单位办理此项业务。

(2)只承办合法的因交易往来结算中发生的拖欠款项,该款项没有任何经济纠纷。

(3)必须有充足的凭据。如债权、债务合同、业务往来协议等。

2. 方式

信托机构代理清理债权债务的方式一般有两种:

(1)函电清理。即信托机构利用分支机构或联行系统向债务人或债权人发函或发电催收或清偿(主要是催收)。

(2)派员清理。即信托机构派人与委托单位代表一起协助办理。

3. 收费

信托机构办理该项业务时应收取手续费,手续费主要有以下三种形式:

(1)受理手续费。

信托机构在接受委托单位申请清理债权债务委托时,根据金额大小,每笔可收取约定的受理手续费。这项手续费一般是根据办理业务中的实际花费(经办人员工资、差旅费、函电费等)加以确定,不管欠款是否收回,债务是否清偿,都必须收取管理手续费。

(2)清欠手续费。

它是代理收回款项时,以实际收回金额按比例计收的手续费。根据制度规定,收回金额在10万以下(含10万元)的,收取1%手续费,超过10万元的部分,超过部分收取0.5%的手续费。

3. 议定手续费

除以上两项清理业务的手续费外,一般还要根据委托者和代理人之间的协商规定,收取议定手续费。如公司解散清算的手续费即属此类。

4. 种类

(1)代清债权——人欠款项。

这是最主要的代理清理业务,又称催收款项。企事业单位在委托信托部门代清债权时,要向代理人提供有关的商品交易合同,货物发运单及其它有关资料,代理人经审查、同意后,双方签订代理清理债权的协议书,对催收的内容、方式、有效期限、催收费用、代理手续费及双方的权利义务做出明确的规定。代理人根据委托单位的要求和条件,负责向债务人催收拖欠的货款,并将催收情况和结果通知委托单位。但是,如果欠款单位确实因资金周转不灵,暂时无足够的资金偿还欠款,可由交易双方签订延期付款协议,并由欠款单位开户银行签证或承兑,保证按时归还欠款。如果在规定期限内,催收的欠款无法收回或没有达成还款协议,代理清理债权合同即告结束。

(2)代理债务——欠人款项。

这是为债务人提供的代理清欠业务,即信托机构接受债务人的委托代其清理“欠人”款项的业务。债务人申请办理此项业务时,应向代理人介绍拖欠货款的情况和原因并提供有关的交易合同及有关文件资料,经代理人审查、同意后,双方共同商定清理措施,签订协议。经代理人 and 债务人商洽,如同意偿付,且原定以托收承付方式清算货款的,可依旧用托收承付结算划回欠款。更多的情况是,债务人同意偿付但一时资金紧张,则采用约期付款方式结

算并办理承兑汇票、必要时,经银行信贷部门同意,信托机构还可以给予临时性的贷款支持,以加速清理。

(3)代理公司解散清算。

以上代理清欠业务主要是为尚可正常营业的企业提供的服务,而这里讲的代理公司解散清算则较为特别,它是为转入解散清算阶段的公司提供的代理业务。是信托机构受托为之代聘会计师清理原公司的债权债务,向社会公布公司的资产负债情况,代发股东的本金、股息及红利,代办国家法律规定的各种清理手续的业务。在办理清算过程中,如果发现公司的债务与债权不能相抵,则应转办破产管理信托——即信托机构受托为破产管理人,负责管理破产企业的财产,并处理一切与破产有关的事项。不包括这一项业务的代清债权债务可称为“狭义”的。

三、代理资财保管

代理资财保管简称代理保管,是信托机构设置保管库,接受单位或个人的委托,代为保管各种贵重物品或单证的业务。

1. 保管范围

代理保管的标的物范围,在业务上有详细明确的规定,大致种类有:

(1)贵重物品。如黄金、白银、贵金属、首饰、文物、集邮簿、文艺品、珠宝翠钻、各种货币及珍重纪念品等等。

(2)重要物品。如合同、簿折、印章、图纸、文件、契约、证件、遗嘱等等。

(3)有价证券。如股票、债券、票据等等。

(4)其它物品。

2. 保管方式

保管方式一般分为露封保管、密封保管、出租保管箱等三种。有的把它分为两类三种,即露封保管和密封保管两类,密封保管又分为原封保管和出租保管箱两种。下面主要介绍我国出租保管箱业务的做法。

3. 业务规定

(1)办事代保管业务时,客户单位须持单位介绍信,属于个人的须交验本人身份证件(身份证、户口簿、工作证等),并填写租赁书或保管申请,写明类别、租期等,客户应预留指定开箱人或个人印鉴,经信托机构审查同意后,发给约期内有效的租赁证或保管证为凭。

(2)租户根据所租的保管箱大小(大、中、小规格),缴存保证金,作为确实遵守出租保管箱业务章程及日后修改条款之保证。

(3)租户不得自行将保管箱转让或转租他人。按章程规定中途退租外,租用以一年为期。

(4)信托机构在收受租金、保证金、印鉴卡和租约后,方可将保管箱钥匙交给租用人。每一保管箱内均配有甲、乙两种钥匙,必须同时插入方可开箱。甲种钥匙是箱箱各异,并有正副两把,正把由租户收执、副把由租户会同信托机构封存,由信托机构保管。其乙种钥匙归

信托机构收存,并随时会同租户开箱。

(5)在营业时间内,租户申请开箱时,必须由租户或其授权人填写开箱申请单,加盖预留印鉴并出示其身份证件或其它证明,如不符者,信托机构有权拒绝开箱。保管箱之开启,锁固、存入或取出物品,租户应自行注意,信托结构除负责开启及关闭库门、核对印鉴及陪同开启之外,其他事端,概不承担任何责任。信托机构认为有紧急情况时,即使在营业时间内,有权随时要求当时留在保管箱库内的任何人立即离开保管库和关闭库门。

(6)租户对保管箱钥匙必须妥善保管,直到退休时交还,如有遗失,应及时通知信托机构代配钥匙或换锁,所有费用均由租户承担,交款后方可将钥匙交付使用;如因凿箱使箱内物品受损时,信托机构不负责任。

(7)开箱人所预留印鉴丢失时,应立即以书面通知信托机构,并填具信托机构指定的表格,接受信托机构所提出的条件,否则,拒绝开箱。若信托机构在接到开箱人书面通知前,开箱人按规定具备一切手续来开箱取物所产生的损失,信托机构概不负责。

(8)租户及其授权人不得利用该箱作非法用途,或存放任何易燃品、易爆品、枪支弹药、腐蚀品、毒品及其它一切违禁物品,如因违反本规定导致信托机构及第三者蒙受损失时,租户应负赔偿责任。箱内所存放物品,因自然原因变质或损坏,以及非人为所能控制的因素导致损失时,信托机构概不负责。

(9)如有下列任何一种情况,信托机构可暂时拒绝租户或其授权人开启保管箱;

①申请开箱的印鉴与预留印鉴不符。

②开箱人与身份证不符。

③逾期仍不按规定交纳租金者。

(10)信托机构需要终止租约时,须提前一个月通知租户,租户应立即交还保管箱钥匙,付清租金,取回箱内物品。缴存的保证金,在退租时,待租户将箱钥匙交还并清除箱内物件后,方可交还;如有租金或其他费用未付清者,信托机构可在保证金内扣除。

(11)如租户亡故,信托机构未按时接到书面通知前,仍视为有效人。在接到通知后,根据具体情况,准许其代理律师或合法代理人开箱登记存物,直到其法定承办人办理退租为止,租金仍需照付。保管箱如系几个人联名租用,信托机构只承认其中一名代表为使用人,其他人员无权开箱。如代表人员突然身亡,信托机构将根据法院的裁决,或公证处公证的本人遗嘱上指定的合法继承人继承开箱权,否则,信托机构拒绝开箱。

(12)若当地政府或法院命令查封保管箱时,必须待撤销或解除后,租户方可照常使用该箱。在法院下令查封时,信托机构依法办事,其后果信托机构概不负责。信托机构及其工作人员,必须严格执行国家法律有关规定,保护租户的财物,并绝对为其保守秘密。

四、代理证券发行

代理证券发行是指信托机构接受证券发行公司的委托,代为办理有价证券发行的各项有关事项的业务。我国信托机构代理发行的证券除了公司股票、公司债券之外还有代理的债券。西方发达国家的代理证券发行主要是为公司服务,故其公司代理就主要是证券发行

代理业务。这里主要介绍我国代理证券发行业务的程序和作法。

欲发行股票或债券的企业应向信托机构提出代理发行申请,申请时应提供的文件有:集资申请书和集资章程,营业执照,上级主管部门的批文,上年度和本年度的财务报表及经济效益测算资料,项目可行性报告,当地人民银行的批文及其他文件。

信托机构接到申请后,审查发行的合法性及手续的完整性,同意受托后,即与委托者签订委托代理协议,协议中详细写明委托事项,双方的权利义务及经济责任。有时信托机构只是作为承销团的成员。如人民银行上海市公行规定,各类有价证券发行额在 3000 万元以上的,必须由证券公司代理发行,或由证券公司牵头组成联合承销团发行。此时,信托机构只是作为承销团的成员,与牵头的证券公司发生关系。

信托机构在代理发行单位发行了债券和股票后,有责任对发行单位实施必要的监督和管理,以保证债券、股票持有人的正当权益。

代理发行的手续费是信托公司的业务收入,目前各地收费率不尽相同,一般在 2~4‰ 之间,视其发行方式,发行券种而定。

除代理发行证券外,信托机构还向客户提供过户、交易、支付等各种相关的代理业务。

五、代理公司组建

代理公司组建是信托机构按公司筹建者的委托,代为办理有关外部手续,代理建立内部各项制度的业务。代理公司组建只是信托机构代办有关筹建事务,至于公司的性质,经营范围和规模,经营过程和成果等都与代理人无关,因而其代理业务的范围,代理期限都是有限的。

1. 代理内容

(1)代理建立内部财务制度。包括为其设计制定有关财务、会计的规章制度,培训会计财务人员等。

(2)代理建立内部管理制度。如劳动用工制度、人事制度、组织机构等等。

(3)代理办理有关外部事务。如向工商行政管理部门申请营业执照事宜,代向税务机关申请税务登记事宜、代向银行开立帐户等。

(4)代理其他双方商定的事务。

2. 代理程序

1. 委托者向信托机构提出代理的申请,填写代理申请书,说明公司的性质、经营范围、种类、方式、资金来源,并且要有主管部门的批文等。

2. 信托机构接到申请后,对申请人的资格及新公司的组建条件进行审查。

3. 审查合格后,双方在公证部门的监督下,签订“代理协议书”,以明确代理事务的范围、程度及双方的权利、责任和义务等。

4. 信托机构依照“代理协议书”的规定办理代理新公司组建的各项业务。

5. 新建公司在有关部门验收合格后,信托公司依照协议书的规定,收取代理手续费,双方代理及委托的关系即告结束。

六、信用担保业务

信用担保是指信托机构为个人或法人提供信用担保,委托人利用信托机构资金雄厚、信誉卓越的优越条件,托其担保本人能履行义务,能保障债权人应享权利实现的一种社会服务,担保是一种法律形式,是对赔偿经济损失的承诺或保证,应负相应的法律责任。信托机构的信用担保业务,是一种“双重担保制度”,又称“间接保证”。即客户委托信托机构要求提供的信用担保,信托机构只负一定数额的有限“连带责任”,不超过客户事先向信托机构交付的金钱保证数额或相应的实物保证。信托机构经办的信用保证业务,主要有以下几种:

1. 保证付款的信用担保业务

信托机构代客保证付款的做法有:

(1)由信托机构签发保证付款的凭证,通称“信用证 L/C”。

这也是当前国内商品交易或国际贸易中最主要的一种支付方式,是一种利用信托机构的信用保证来代替商业信用的一种做法。只要销货方提供的有关单据与“信用证”条款相符,信托机构就保证付款。此种信用担保,信托机构要求委托人交存数额相当的保证金作为保证,也是一般银行常用的结算方式。

(2)信托机构参加交易合同签证的保证付款方式。

这是指信托机构为购货方提供付款的信用保证,如购货方不能按合同规定按期付款,按数付款,信托机构即承担经济责任,代购货方照约付款。此种信用保证,信托机构要求委托人提供抵押物品。信托机构如有委托人的帐户,则可在帐户中扣清垫付的货款。

2. 监督付款的信用担保业务

信托机构代客监督付款的业务是指委托人应购销双方的共同请求而发生的信用担保业务。信托机构参与购销双方的经济协议,并签证担保购货方按质、按数、按期发货,购货方应履约按期交付货款。这种业务实质上是利用信托机构的信用,督促经济合同的执行,信托机构不承担其他经济责任。

3. 投标签证的信用保证业务

投标签证的信用保证方式主要用于工程项目和设备订货的投标保证。客户提请要求办理投标信用担保时,信托机构必须对投标客户的资金、信用和技术情况进行可行性调查分析,把审查的重点放在投标客户的支付能力及信用状况上。客户申请投标签证时要说明工程的内容或交易的内容,如招标的条件、技术要求、价格估算、投标的期限等。经过信托机构的分析论证,然后才正式签发“信用签证书”。

4. 国外担保见证业务

国外担保见证业务是指由经营外汇的信托机构,代客户办理向国外借款、承包工程建设、投标以及履行等对外经济往来的信用担保和见证业务。凡是国际上习惯运用的各种形式和内容的担保,信托机构都可以根据自身的条件和资金出具保函、见证书和在有关契约文件上签具作保证人。客户向信托机构申请开立担保、见证的文书,必须交纳与保函金额相同的外汇作担保。如国外企业根据所订合同、保函内容提出合理索赔时,信托机构能立即履行

担保责任。信托机构办理此类业务必须落实确切的外汇保证,否则不应开具保函或见证书。因为信托机构出具任何保函、见证书或在合同、契约上作见证人,都应负法律责任。

七、代理会计事务

代理会计事务是信托机构接受企、事业单位的委托,代为办理会计事务的业务。该项业务以原联邦德国最为发达。随着会计师事务所的发展,信托机构的这项业务量呈下降趋势。我国承办的代理项目主要有:为新建企业建立会计制度和帐务,办理查帐事宜,为关停企业清理帐目,代为培训会计人员等。

八、代理保险业务

代理保险业务是信托机构受托办理保险事务的业务。在我国,目前这项由信托机构代理的业务已很少了。

信托机构接受保险公司的委托,以保险公司代办处或代理点的名义代为办理财产保险和人身保险业务。信托机构作为代办性质,在其代办险种的范围内,一旦保险标的物遭受损失,应由保险公司予以赔偿,信托机构不承担经济责任。对信托公司来讲,代办保险业务,扩大了业务经营的种类,也可以从中收取一定的手续费。

第六节 租赁业务

一、租赁的概念

租赁,是指有偿出让物件使用权的经济行为。从租赁的产生和发展看,贯彻其始终的一个基本意思是“收益源于使用财产而非拥有财产”,俗说“借鸡生蛋”。

我们今天所说的租赁是指 50 年代以后兴起于西方世界的“以设备等动产租赁为主,将金融与贸易相结合”的现代租赁。然而以最初的简单合作行为到当代的融资租赁活动经历了的漫长的历史时期。租赁的演变过程大致可分为四个阶段:

1. 古代租赁

古代租赁是指产生于原始社会末期和奴隶社会的以实物信用为标志的不完整形态的租赁。古代租赁的标的物都是一些劳动工具、牲畜、货物等实物,这些产物财产或者是在部落战争中俘获的,或者是氏族首领凭借权力占有的。

2. 传统租赁

传统租赁是以获得出租物的使用价值,在出租人和承租人双方签订一定的契约,并规定相应报酬条件为前提的租赁信用。传统租赁是封建社会的租赁形式,租赁的标的物主要是土地和房产,租赁的契约分别称为“地契”和“房契”,传统租赁以获得出租物的使用价值为目的。

3. 近代租赁

近代租赁是以制造商生产的自家设备为租赁标的物,以跃进销售为主要目的的租赁信用。近代租赁产生于封建社会末期的资本主义商品经济的不断发展和完善时期,盛行于 19 世纪。19 世纪 30~40 年代,伦敦第一条铁路被租给东南铁路公司,1887 年美国贝尔电话公司开始电话机的租赁业务。

4. 现代租赁

现代租赁是指租赁公司参与经营以资金融通为核心的租赁信用。现代租赁的产生以 1952 年美国金融贴现公司(美国租赁公司前身)在旧金山的成立为标志。现代租赁与近代租赁的主要区别是:

(1)现代租赁是以融资性租赁为核心的租赁信用形式,承租人不仅通过租赁取得了租物的使用价值,更重要的是将租赁信用作为一种融通资金的手段,使租赁发展到“融资和融物”相结合的现代形式。

(2)现代租赁是借助于信用中介机构—租赁公司而发展起来的租赁形式,它克服了近代租赁中承租人自由选择的空间较小,不能根据自己的需求进行租赁的弊端。

二、租赁的特点

现代租赁即金融租赁具有如下几个特点:

1. 设备中所有权与使用权的分离

在金融租赁中,虽然设备是承租人指定的,由出租方出资购买,但在约定的租期内,设备的所有权仍属于出租人,承租人获得的是设备的使用权,并且承租人对租用设备有维修、保养,使之处于良好状态的义务。期满之后,承租人可享有留购、续租、退租或另订租的等多种选择。金融租赁这种两权分离是在资金和实物形态相结合的基础上的分离,一方面是结合得更紧密,另一方面是分离得更彻底。

2. 资金运动和物资运动相结合

金融租赁是以商品形态和资金形态相结合提供的信用,它在向企业出租设备的同时,解决了企业的资金需求,具有信用与贸易双重性质。它不同于一般的借钱还钱、借物还物的信用形式,而是借物还钱,以分期付款租金的方式来体现。租赁机构在这里同时兼有金融机构和贸易机构的双重职能。

3. 至少涉及三个方面的关系,包括两个或两个以上的合同

三个方面的关系,是指出租方、承租方和供货方,出租方根据承租方的要求,出资向供货方购买设备,同时将所购得的设备出租给承租方使用,承租方按期交付租金补偿出租方所支付的设备成本、利息和一定的利润。两个合同是指出租方和承租方签订的合同以及出租方

与供货方订立的合同,有时出租方还得和银行签订借款合同。若涉及的是国际转租赁,通常需要订立四个方面的合同,即甲国租赁公司与供货方的合同,甲国租赁公司与乙国租赁公司的转让合同、甲国租赁公司与乙国租赁公司的回租合同、乙国租赁公司与承租方的合同等。

4. 租赁合同为不可撤销的合同

租赁合同一经签订,双方就有义务遵守,任何一方不得随意撤销,为的是保护双方权益。承租方不能因为市场利率降低而在租期未滿前提前终止合同,转向其它方式筹借低利资金以归还租金。承租方也不能因为有了新型设备而撤销合同、退还设备,因为融资租赁的设备是出租方专为承租方购买的,是由承租方选定的。

5. 承租方对设备和供货商具有选择的权利和责任

在金融租赁中,承租方有权选择所需的设备及生产厂家、供货商,出租方只是根据承租方的要求出资购进设备,然后租给承租方使用,因此对于设备的质量、规格、数量以及技术上的鉴定验收等都由承租方负责。但是,出租方为了保障其利益,也可以拒绝承购一些不合适的设备。

6. 其他

如承租方对设备的保养、维修、保险和过时风险承担责任,租期满后,承租方可进行留购、续租或退租的选择,以及租金的分期回流等等特征。

三、租赁的种类

1. 融资性租赁和经营性租赁

这是从租赁的目的和收回数量的角度分类的。融资性租赁又称金融租赁,经营性租赁又称为管理租赁。

(1) 融资性租赁。

它是出租人购买承租人选定的设备,并将它出租给承租人,在一定期限内有偿使用的一种资金融通方式,承租人在租期结束以后,向出租人支付一定的产权转让费(或称名义货价),租赁设备即归承租人所有。

(2) 经营性租赁。

它是承租人只为了在一定时期内获取某种物件的使用权、租期结束后,租赁物件仍要退回出租人,这类租赁物件多为通用设备。

另外,有的还分出一种“服务性租赁”,即兼有融资性租赁和经营性租赁两种性质的一种租赁,即融资性租赁再加上技术及维修的租赁服务。

2. 直接租赁、转租、回租

这是按设备租赁的资金来源和付款对象进行分类的,其中转租即转租赁,回租即售后回租,直接租赁又称自营租赁。

(1) 直接租赁。

这是购进租出的做法,即由出租人用资金市场上筹措到的资金,向制造厂商支付货款,购进设备后直接出租给承租人。租赁期间,产权属出租人,租赁期满,承租人按设备残值向

出租人支付产权转让费取得设备所有权,租入设备的维修,保养及保险由承租人负担。租赁期内有关各方不得中途解约。

(2) 转租。

转租是租进租出的做法,即租赁公司同时兼备承租人和出租人双重身份的一种租赁形式。由出租人从一家租赁公司或从制造厂商租进一项设备后转租给租用人。转租的中间租赁公司承租的设备必须专门用于转租他人使用。设备的所有者与使用者之间,没有直接的经济或法律关系。

(3) 回租。

回租是企业急需筹措资金用于新的设备投资时,可以先把自己拥有的设备按现值(净值)卖给租赁公司,再作为承租人向租赁公司租回原设备继续使用,并按期向租赁公司支付租金,回租实际上是一路紧急融资的方式。

3. 单一投资租赁和杠杆租赁

这是按购置租赁设备的出资比例进行分类的。杠杆租赁又称衡平租赁

(1) 单一投资租赁。

单一投资租赁是指设备的购置成本百分之百由出租人独自承担的租赁业务,是一种传统的、基本的租赁业务。

(2) 杠杆租赁。

杠杆租赁是指设备的购置成本的小部分由出租人投资承担,大部分由银行等金融机构提供贷款补足的租赁业务。它是近 10 年来首先在美国发展起来的最高级的一种租赁业务。1980 年初,中国民航在中信公司的推荐下,在国内首先以杠杆租赁方式从美国租进了第一架波音 747 飞机。

此外,还可以按其他标准分类。如按是否有税收优惠,可分为有税收优惠的节税租赁和没有税收优惠的销售式租赁两种。按租赁跨越的地区分,可分为国内租赁、国际租赁和租赁的国际业务。

四、租赁的程序

多种形式的金融租赁业务处理程序不尽一致,这里仅介绍一般性的业务处理程序。

1. 前期准备阶段

企业决定技术改造时,通常面临着以下几个方面的选择:

(1) 选择技术改造方式,即选择购买方式还是租赁方式更符合项目所需。

(2) 选择合适设备。若决定了用租赁方式以后,企业应考虑或决定是选用国产设备还是引进国外设备。目前,我国经营的设备租赁多是进口直接租赁业务。

(3) 选择租赁公司。企业根据自身需要,选择某一有经营租赁资格的经有关部门正式批准的租赁公司,委托其办理有关租赁业务。

2. 委托租赁阶段

企业根据自身所需确定拟委托租赁的技术、设备、向租赁公司递交下列文件,提出委托:

- (1)项目建议书和按国家规定的审批单位批准纳入计划的批件。
- (2)可行性研究报告或设计任务书和有权部门批准的批件。
- (3)还款计划落实证明文件(外汇批准件、配套人民币批准件等)。
- (4)承租企业的工商登记证明文件和承租企业的有关财务报表资料。
- (5)承租企业的担保单位或担保人的资信及担保能力证明。
- (6)填写租赁委托书,并由有关机构审批。

3. 对外谈判阶段

租赁公司审核上述文件资料,并经研究同意后,即在委托书上签字盖章,正式接受承租人的委托。受托后即进入对外谈判阶段,谈判的主要内容有两项:

(1)技术判断。

承租企业根据自己的需要选定了所租赁和供货厂商,还需要就所需设备的有关技术方面的问题与供货厂商进行谈判。其内容包括技术交流、租赁物件的规格、型号、数量、性能、质量保证、需备件交货期、技术服务等。技术谈判一般以承租企业为主,租赁公司参加。

(2)商务谈判。

在技术谈判的基础上,以租赁公司为主、承租企业参加,进行商务谈判。谈判的主要内容包:设备的价格,设备的交货期,运交、复验、索赔、保险与仲裁和付款方式等等。

4. 签订合同阶段

在技术谈判和商务谈判的基础上,一般要签订两个合同:

(1)购货合同。

租赁公司根据谈判的结果,经承租企业确认后,与供货厂商签订购买技术设备的合同。

(2)租赁合同。

租赁合同是租赁公司与承租企业签订的。租赁合同最主要的内容有:租赁费率的确定,租赁期限的确定,租赁报酬(租金)的支付方式的确定,以及租赁期满以后设备所有权的处理问题等。

5. 引进设备阶段

签订合同以后便是执行合同。执行合同主要经过引进交付设备阶段和使用设备支付租金阶段。引进设备阶段是指租赁公司根据合同筹措用于购买租赁设备所需的资金,并向供货厂商支付定金,然后,供应厂商向承租企业发货并由租赁公司付款,安排运输,设备到货组织安装等等。在整个过程中应注意的主要事项有:减免税及把关等事务,租赁设备的交货及验收,租赁设备的保险事务等。

6. 支付租金阶段

从承租之日开始,承租企业应按租赁合同的有关规定,向租赁公司定期支付租金。应注意的是实际支付的租金应该是合同中规定的租金略加调整确定的(根据合同签订过程及以后阶段发生的应计入租金的部分费用调整)。

五、租赁中的法律问题

1. 中国金融租赁的立法管理

对金融租赁,我国目前尚无专门的、统一的法律。涉及有关法律问题,只是在《经济合同法》、《民法通则》以及财政部、各专业银行自行制定的金融租赁业务暂行办法中,作了一些原则性的规定。

(1)《经济合同法》中的有关规定。

《经济合同法》(1981年12月31日)第二章第二十三条,对租赁合同的内涵作了如下规定:财产租赁合同,应明确规定租赁财产的名称、数量、用途、租赁期限、租金和租金交纳期限、租赁期间财产维护保修的责任、违约责任等条款。出租方应按照规定时间和标准,将出租的财产交给承租方使用,如果出租方对财产的所有权转移给第三方时,租赁合同对财产新的所有方仍然有效。承租方因工作需要,可以把租赁物转移给第三方承租使用,但必须征得出租方的同意。有关收取租金的标准,在法律上尚无明确规定,当事人之间可以根据国家有关规定协商确立。在其第四章第四十四条中,对承租方和出租方应负的法律责任分别作了详细规定。

(2)《民法通则》中的适用条款。

金融租赁可适用《民法通则》的情况主要是,在发生租赁合同纠纷且经合同管理机关调解或仲裁无效时,可依法向人民法院起诉,法院依据《民法通则》的有关条款对租赁合同纠纷作出裁决。

(3)其他规定。

财政部与各专业银行自行制定的“金融租赁业务执行办法”只是内部文件,它们不仅缺乏重要的权威性,而且这些文件的某项规定还相互抵触。可是,我国金融租赁的立法管理还不完善,难以适应金融租赁业的发展,有待于加强。

六、国际金融租赁的法律问题

由于国际金融租赁的当事人分别隶属于不同的国家,并受不同的国内立法管理,因而有关金融租赁的法律问题更趋复杂化。限于篇幅,这里就国际金融租赁实务中普遍、影响较广的法规名称简单地列示如下:

1. 立法管理

1980年10月国际统一税法研究所草拟,1986年二稿、1987年三稿的《租赁契约统一法规》、美国投资咨询委员会研制的标准租赁合同。

2. 相关的交易法规

主要是一些国际商事法规或单行条例,如国际商会颁布的《跟单信用证统一惯例》、《国际贸易术语解释通则》、联合国国际贸易法律委员会的《联合国国际货物销售合同公约》以及《美国统一商法》等。

3. 国际间租赁的争议解决方式

主要有两种形式:一是司法诉讼;二是仲裁。前者适用的主要法规是《纽约法》,后者适用的主要法规有:《联合国国际贸易法律委员会仲裁规则》、《美国仲裁协会法规》、《国际商会法规》以及联合国承认的《承认及执行外国仲裁裁决公约》(又称 1958 年《纽约公约》等)。

七、金融租赁的税务问题

金融租赁业务的迅速发展,除了其本身的特点外,与各国政府的一系列优惠、扶持政策是分不开的,其中最为奏效的措施就是税务政策上的优惠。它不但使租赁各方都可以从国家规定的纳税减免办法中得到好处,而且还能调动租赁经营者和企业采用租赁方式的积极性,从而推动租赁业的发展。

1. 中国对金融租赁的税务政策

根据现行的租赁法规,我国租赁业务的征税主要分两种情况处理。

(1)对外商投资企业的租赁公司的税收适用于《外商投资企业所得税法》,征收所得税另外按租金收入额交纳营业税(工商统一税)。

(2)对国内租赁机构的征税依据主要有:财政部《关于银行及其它金融机构经营的融资租赁业务征税问题的通知》、《关于国营企业租赁费用财务处理的规定》,海关总署对企业以租赁方式引进技术设备应缴纳的关税也有一些优惠规定。

2. 国外对金融租赁的税务政策

(1)美国。

美国政策对金融租赁业采取的税收奖励措施有两种形式,即百分之十的投资税收减免和加速折旧扣除,这些措施主要体现在《经济复原法》(1981 年)和《产权和财政责任课税法》(1982 年)等有关法律条款中。1984 年的《减少赤字税法》颁布后,投资减免税不再生效,税收折旧扣除允许以较低的比率进行。

(2)英国。

英国对金融租赁业的税收优惠政策主要体现在 1980 年的《金融法》中的有关条款中。

(3)日本。

日本对租赁业税务上的问题,主要依据 1978 年 7 月日本税所采用通知方式分布的“关于租赁交易的法人税和所得税的处理”之中。

3. 国际间金融租赁的税务问题

跨国金融租赁以及金融租赁的国际业务都涉及到税务问题,因此有关金融租赁的当事人必须注意这些双边甚至是多边的国际税务问题。在国际税收中,一般将租金视为特别权使用费处理。若出租人和承租人在他们的所在国被看作是资产的纳税所有人,那么就有必要研究税收的双重漏滴问题。

八、金融租赁保险

金融租赁保险是保障金融租赁业务顺利发展的必不可少的条件,它是对金融租赁物在运输、装卸、存储、安装、试车以及租赁物在租赁期内的使用过程中,可能遭受的风险损失进行经济补偿的一种措施。通过保险可以将不定的损失转化为固定的费用,保险费支出可列入成本,一旦发生意外事故,就能及时得到保险赔偿的弥补,保证租赁经营的顺利进行。

1. 金融租赁风险

金融租赁风险涉及外资、金融、法律、交通运输、物资供应和企业管理等诸多环节,因而必然存在着许多风险。主要有:经营性风险、自然灾害风险、政治风险、技术落后风险全能风险等等。

2. 金融租赁保险

(1) 货物运输保险。

凡进口的设备,在一开始就要办理有关货物运输保险,这些保险包括:

- ①海洋运输保险(平安险、水渍险、一切险及附加险等);
- ②航空运输保险(包括航空租赁物运输保险及航空运输战争险);
- ③陆地运输保险。

(2) 租期内租赁物保险。

- ①财产保险;
- ②盗窃险;
- ③建筑工程一切险;
- ④安装工程一切险;
- ⑤机器损坏险;
- ⑥一揽子保险等。

3. 金融租赁保险期限

保险的期限是自交纳保险费日至租赁合同期满时止。如由承租人投保,应在租赁期内按期向保险公司支付保险费,以保持保险单在保期内生效,并应向出租人揭示交保险费的收据,承租人不得在租赁期间撤销保险。

4. 金融租赁保险索赔

凡租赁期内如发生保险事故,承租人应立即以书面形式向保险公司提出索赔。索赔程序为:报案;填具出险通知书;提供有关索赔单证;领取赔款;开具权益转让书。

从保险公司角度看,理赔应包括五个程序,即:损失通知(接收报案)、损失勘查,核定损失,损失处理,给付赔款。

第七节 咨询业务

咨询业务是信托机构或其他机构接受委托,为委托者提供有关市场的客户情况,回答询问,以作决策依据的一种服务性业务。

金融机构根据其业务特点和有利条件,为委托者提供的信息咨询业务主要是有关信用方面的,故称其为“征信”,即对信用的调整、分析和证实。专门查证企业单位的信用是否可靠的机构称为征信所。80年代以来,虽然中国人民银行规定咨询业务是信托机构的业务之一,但是除中国银行成立咨询信托公司,以咨询为其主要业务外,其他各行的信托部门受理咨询业务的不多,只是成立了信息处,负责搜集信息,受理咨询业务。

一、咨询业务的特点

信托机构向委托者提供的咨询业务有如下特点:

1. 系统性和广泛性

金融机构是资金运动的中枢,通过对众多单位,企业的存、贷款,资金收付等业务活动,既能了解各部门、各企业的生产经营状况,企业的信用程度,又能了解市场变化的趋势。这种枢纽的作用使得大量的经济信息反馈到金融咨询机构,金融咨询机构可通过这些材料,信息汇总加工成有价值的广泛而系统的信息为社会服务。

2. 权威性和可靠性

金融咨询机构一般拥有一些熟悉金融企业管理、精通资金融通技术、了解生产和经营等业务的较为全面的专门人才和聘请的经营、技术、法律顾问,所以,金融咨询机构在获取了大量的信息的基础上,通过这些专家分析、研究、整理出的信息具有一定的权威性。而且金融咨询机构是独立的法人,还是经营货币的特殊企业,因此具有很大的超脱性。咨询机构与其它企业没有直接的利益冲突,企业为了自身的资金安全和收益愿意向金融信托咨询机构提供或了解信息,委托其对与自己往来的企业进行必要的征信调查。由于金融咨询机构所处的超脱地位,决定了咨询征信工作具有相对的独立性,能够更客观地去观察和分析问题,并以调查研究、经济数据为基础作出结论,因而其信息或结论具有可靠性。广泛性和系统性,权威性和可靠性的特点决定了这些信息具有有用性。

二、咨询业务种类

咨询业务按其内容可分为信用咨询、经济咨询、管理咨询和技术咨询,按其经常性与否可分为临时咨询和常年咨询。

1. 信用咨询

(1)资金信用调查。

资金信用调查一般简称为资信调查或资信咨询。它主要是为适应商品购销双方在交易中及时了解对方的信用程度、支付能力、运输条件、交货情况、执行结算等情况迫切需求而提供的咨询业务。资信咨询是最主要的一种信用咨询,因而,有时资信咨询指的就是信用咨询。

(1)服务种类。服务种类按资信承担的经济责任可分为:

其一为一般资信咨询,只为委托单位提供交易对方的经营情况,付款或交货信用的能力。

其二为风险资信咨询。除对委托单位提供交易对方一般资信咨询情况外,并负有监督、保证按期付款或交货的经济责任。

(2)业务范围。

其一为先货后款资信。提供先货后款,分期付款等资信状况的咨询。

其二为先款后货资信。提供产品预定,预购或代定、代购能否按期交货的资信咨询。

其三为鉴定合同、横向联合、投标投资及其它资信咨询。如国外企业或负责人的资信情况等

(2)信用等级评估。

信用等级评估,是企业评估信用等级、促进企业提高经营管理水平,并为银行贯彻“区别对待、择优扶持”的信贷原则提供依据的规范性咨询业务。

①评估范围。凡在工商行政管理局登记注册、经营管理情况良好、经营效益较高的企业,均可成为评估的对象。

②评估标准。为了全面反映企业信用状况,应从企业的资金信用、经济效益、经营管理、企业发展前景等四个方面确定具体的评估标准和分值。现行企业信用等级分为四级:特级、一级、二级和三级,三级以下者不评等级(即属信用较差的企业)。

③评估内容。以评估期之前三年企业的经营活动情况,评估年度的计划安排情况为素材,按信用评估标准为依据进行评估,写出评估报告。评估报告内容主要有以下部分:企业概况、资信评估、经济效益评估、经营管理能力评估、企业发展前景预测、企业信用状况总评价等。

④评估程度。

第一,受理项目;

第二,组织评估(包括组成评估小组、安排评估计划、深入企业调查、撰写评估报告);

第三,组织评审(包括成立评审小组、组织评审工作和审定批准工作);

第四,咨询部门审定;

第五,咨询部门按年对企业信用状况进行评估(因为咨询部门颁布《优良信用证书》有效期为一年);

第六,重新评估。

(3)一般信用评估。

企业的信用等级评估主要是为银行放款服务的定期的规范性评审咨询业务,而一般信

用评估侧重可为保护投资者利益,对发行股票、债券的企业进行的信用评估,评估工作跟“企业信用等级评估”相似,不同的是应接受证券监督管理委员会的监督管理。

2. 经济咨询

信用当然属于经济咨询的范围,因而这里的经济咨询主要是指提供一般经济(除信用之外)信息(如金融政策、金融市场、商品市场等)的咨询业务。经济咨询可分为金融咨询、商情咨询、投资咨询和客户介绍等几种。

(1)金融咨询。

金融咨询是指金融信托机构承办客户有关金融业务方面的咨询事项,主要有政策方面的和市场方面的。如向客户提供有关金融方针、政策和法规制度(包括国内、国外)的咨询,介绍国内外银行业务的具体疑难问题。向客户介绍或选择资金的结算方式,介绍金融领域新开辟业务的基本理论和操作方法。分析和预测国内外货币利率的变化趋势以及国内外金融市场动态(如汇率变动、股份指数的变化以及其它金融市场行情),了解国内外金融市场的发展状况及发展趋势,各种信用工具的功能及利率调整变化等等。

(2)商情咨询。

商情咨询是信托机构接受客户的委托,提供有关国内外市场行情、商品价格、贸易政策和做法(可统称之为商品市场行情)等方面情况和资料的业务。具体些说,其内容主要有:调查分析某产品在国内外市场的销售状况,销售信息反馈的销售趋势预测,了解一个厂家的产品与其它同类产品在质量、品种、价格、服务等方面的差异,为客户在合理组织生产、提高产品质量、增加花色品种或改善经营管理等方面提出建议,互通国内外商品的价格、销售渠道和销售信息,调查世界各主要国家和地区的贸易政策、法令和业务做法等等。

(3)投资咨询。

投资咨询是指信托机构接受客户的委托,提供有关项目投资或合作投资等方面的有关信息的咨询。其业务的主要内容有:受托对投资者的项目进行市场调查或预测,投资机会性分析、风险性分析、初步可行性研究和评价,最终可行性调查等,为投资者提供可供选择方案,草拟、修改有关投资的合同、协议、公司章程等文件。其中最主要的是投资的经济可行性和技术合理性分析的咨询业务。

(4)介绍客户。

信托机构利用自身业务联系面广、信息灵通和反映灵敏等优势,作为介绍人为国内经济联合体以及中外合资、合作企业等客户“穿针引线”、“搭桥铺路”,通过联络介绍,沟通双方意图,协助企业商谈,促使达成协议。具体业务内容包括:为国外客户在国内寻找适当的合资经营、补偿贸易、来料加工、来件装配等经济合作对象,受理国内企业单位委托在国外或国内其它地区、行业物色资信较好、经营能力较强的合作对象,扩大经济联合或贸易活动。

3. 管理咨询

管理咨询是由专门人员根据企业的要求,运用科学方式调查研究,对企业经营管理中存在的问题进行定性和定量分析,提出切合实际的改善企业管理状况的建议,并可在实施中进行指导的活动。企业管理咨询起源于美国,50年代传入日本,80年代进入我国。管理咨询是提高企业经营管理水平的一种有效手段、它可以在较短时间内对企业综合经营管理工作

中的问题或某一管理系统中的问题提出解决办法。实施后一般都能取得效果。管理咨询适用于企业经营管理水平的各个阶段,也同样适用于事业单位。

(1) 咨询种类。

以咨询对象分,可分为行业咨询和企业咨询;以咨询时间分,可分为短期咨询和长期咨询。短期咨询是指一次性的管理咨询,时间一般在一个月以内,提出建议或完成实施方案后,咨询工作就告结束。长期咨询是指企业聘请个人或委托咨询机构,供企业长期咨询,时间一般由双方商定,可以延长或中途终止。

(2) 咨询内容。

① 综合管理咨询。是指企业对经营管理的全过程进行咨询,或对其经营方针的咨询。

② 专题管理咨询。是指对企业经营管理的一个方面、一个系统的咨询。例如,企业组织机构的设置,应用计算机进行经营管理、生产作业管理、市场营销与新产品开发,产品质量管理,尤其是财力和成本方面的咨询。

财力管理咨询是信托机构接受企业的委托,深入到企业、运用科学的方法对其财务管理方面存在的问题进行分析研究、找出原因、为解决财力管理问题提供最佳方案。财力管理咨询的主要内容有:根据政府的有关政策和市场的实际情况,对企业日常生产经营资金的需要进行预测、安排筹措渠道,制定资金使用计划,建立健全财务的各项规章制度,分析资金、费用耗用的原因,对企业资金、成本、费用等主要经济指标进行考核,对企业经营状况进行综合评价等。

4. 技术咨询

技术咨询是信托机构受托代为办理工交、财贸等企事业单位在科研、工程、技术等方面的疑难问题,或者为寻求技术成果转让以及购买专利等提供咨询服务。信托机构办理此项业务,一般需要聘请有关专家,与科研单位共同完成。为了更好地开展此项工作,信托机构可以跟技术力量雄厚的科研单位将技术咨询的协作关系固定下来。

三、咨询业务中的其他方面问题

1. 咨询的一般程序

(1) 申请咨询。

单位或个人在信托机构进行经济咨询时,首先要填制“咨询申请书”,详细列明咨询的对象、事项以及咨询的要求。

(2) 订立合同。

信托机构审查同意后,双方订立咨询合同,明确规定咨询的详细内容、要求、期限、咨询业务费用、咨询手续费、双方的权利、义务等有关条款。

(3) 执行合同。

信托机构根据合同要求,将已有的或专门调查收集的信息和资料进行综合整理,按期提交客户委托的数据资料或咨询报告。

2. 业务报酬

信托机构提供咨询服务,取得的报酬有两部分:其一是咨询业务费,包括经办人员工资、差旅费、资料费、印刷费、通讯费、会议费、专家津贴、转咨询费以及部分管理费等,其二是咨询手续费,一般可按咨询业务费总额的20~30%计收。

业务报酬的计收方法有两种,其一是对能够直接计算或估算经济效益的咨询项目,业务报酬可按经济效益总额的一定比例计收,具体比例由双方协商确定;其二是难以直接计算经济效益的项目,则按咨询业务费加咨询手续费计收。

第八节 我国主要的国际信托投资业务

我国信托机构的国际信托投资业务主要有:接受国内企、事业单位、外国金融机构、经济组织的委托,开展合资经营、合作经营、补偿贸易等各种形式的中外经济技术合作与交流;通过发行国际债券筹集外汇资金;经营国际金融租赁和海外房地产业务;提供咨询服务和接受代理委托的其它业务。

一、国际信托投资业务

国际信托投资业务是我国信托机构经营国际业务时的一项重要业务。这里所讲的是广义的信托投资,既包括国际信托投资机构引进资金、接受委托、按指定的对象、指定用途进行的委托投资业务,也包括国际信托投资机构用其自有资金和吸收国内外其它信托投资来源,以投资者身份向企业进行的信托投资。

1. 国际信托投资方式

由于投资资金来源不同,投资者所取得的收益不同,各自承担的风险也不同。按此诸多不同,现行国际信托投资主要有以下一些不同的方式。

(1) 股份式投资。

股份式投资中,投资者按整个出资额的一定比例投入资金并取得同比例股权。投资者按此比例分享利润,承担风险。三资企业中的中外合资企业都属于典型的股份式投资形式。股份式投资中,投资各方的利益和风险集中体现在“共同投资、共同经营、共负盈亏、共担风险”十六个字上。

(2) 契约式投资。

国际信托投资中的契约式投资与国内信托投资业务中的契约式投资相似。契约式投资中,各方的投资额一般不作价、不折成股份。但是各方的权利、责任和义务仍是以各自提供的资金、技术、资源、土地、劳动力等为基础,并通过契约加以固定,依此行使其各自的权利、义务,三资企业中的中外合作企业就是典型的契约式投资形式。

(3) 外商独资企业。

外商独资企业是指金融信托机构协助外商,100%的利用外国资本所办企业。世界上许

多国家为了使其境内企业不致完全被外国投资者所控制,明文规定外资在企业中所能拥有股权的最高限额。这个限额一般定义为 49%。但也有例外的情况,如我国对外资股权上限就未作规定,甚至允许占有 100%的股权。外资拥有 100%股权的企业都是外商独资企业。

(4)海外投资企业。

海外投资企业是指通过国际信托投资机构在海外举办的企业。海外企业亦包括合营企业与独资企业。按上述分类方法,合营企业也可以分为合资企业和合作企业。建立和经营海外企业,可以扩大我国机器设备等各种制成品和半制成品及原料的出口;还可以参与东道国的资源开发;同时利用国外销售网络,还可以促进我国产品占有世界市场份额;也可以利用海外企业向国外金融机构取得贷款,从而利用国外资金为本国创汇等。

吸引国外直接投资和发展对外直接投资都是利用外资的重要形式,因此,国际信托投资机构在开办此项业务时,要双管齐下。

2. 举办中外合资企业的程序

中外合资企业是我国国际信托投资机构开办得较早而且较好的业务,现以此类企业为例,介绍合资企业举办的程序。

(1)项目建议书。

设立一个合资企业首先要提出项目建议书,也叫立项。项目建议书中要载明合营的目的、合资对象、经营范围、生产规模、投资总额及方式、引进的技术、进口的设备和经济效果,以及合营的基本条件等计划内容,并上报审批。

(2)可行性研究。

项目建议书经批准后,须对项目进行可行性研究。

(3)合同章程的起草、谈判和签约。

项目建议书批准以后,即可进行此项工作。

(4)审批。

各方签署的合同章程,送经贸部(委)审批。包括:①项目建议书及批复;②可行性研究报告及批复;③已签署的合同章程及附件;④第一届董事会人选名单;⑤中方合营者主管部门和政府机关对合营企业签署的意见。

3. 办理此项业务应注意的要点

(1)要注意投资环境。

接受投资的国家或地区政治是否稳定;法律是否健全,能否保证投资者获得较好的合法利润;接受投资国的市场情况、资源条件、配套设施等。

(2)要注意外资投向。

外资投向要与国家产业政策相一致;利用外资使行业结构合理化。

二、在境外发行和代理发行外币有价证券

这是指有外汇业务经营权的信托机构为筹集长期资金,在境外国际债券市场上发行有价证券的业务。

1. 国际债券

(1) 外国债券和欧洲债券。

国际债券可分为外国债券和欧洲债券两类。外国债券是指借款人在外国资本市场上发行的、票面金额和利息都是以外国货币表示的债券。例如日本的借款人在美国发行的面额和利息都以美元表示的债券。目前,外国债券主要有美国、瑞士、德国和日本四大市场。欧洲债券指借款人在欧洲金融市场上发行的各种外币面值的债券。例如亚洲某大公司,通过瑞士的银行和金融组织,发行以美元为面值的债券,同时在伦敦和法兰克福市场上出售。

(2) 公募和私募。

国际债券发行的形式有公募和私募两种。公募就是指债券发行者向非特定的团体投资者及个人销售债券。私募是指发行债券者通过承销公司只向少数投资者销售债券。

2. 发行国际债券的业务程序

(1) 发行债券的一般程序。

在国际债券市场上发行外币债券,其发行程序因发行所在地不同而异,但总的原则不外乎:申请批准、注册、选择承销集团。为了申请批准和注册,发行人应提供自己的详细情况,如业务范围、财产及经营管理情况,经发行地有关当局批准后,发行人才算取得债券的发行资格。在国际债券市场上分开发行债券,一般需通过专门的评级机构对发行者的偿债能力作出评估,对债券进行信誉评级,以作为投资人购买债券的参考。

(2) 发行美元债券的一般程序。

在美国债券市场上发行美元债券的一般程序为:

①外国债券发行人向美国的资信评定机构提供有关资料,以便调查和确定发行人的债券信用级别;

②债券发行人完成向美国证券交易委员会呈报注册文件工作;

③美国证券交易委员会审查债券发行人的注册文件,审查完毕后发出一份关于注册文件的评议书;

④债券发行人根据证券交易委员会在评议书中提出的意见完成注册文件的修改工作;

⑤债券发行人选择管理包销人,由管理包销人组织包销集团,负责包销及其它有关工作;

⑥正式在市场上发行债券。

2. 发行日元公募债的标准日程

在日本发行日元公募债的标准日程:

在日本发行公募债所需时间很长,特别是第一次发行的募债所需的时间更长。在取得临时评级后,标准日程为三个半月。

×—135 日 取得临时评级

×—125 日 选择主干事

×—115 日 制定债券发行的有关文件

×—95 日 文件制定碰头会

×—60 日 选择发行债务的有关机构

- ×—37 日 向大藏省提交有价证券呈报书
- ×—24 日 向承销团成员发出邀请书
- ×—18 日 向大藏省提交第一次订正呈报书
- ×—15 日 向大藏省提交根据外汇法而编制的《关于发行和募集证券呈报书》
- ×—9 日 决定发行条件,签订承销团合同,根据外汇法编制的募集证券呈报书开

始生效

- ×—8 日 签订承销合同等,取得正式评级,向大藏省提交第二次订正呈报书
- ×—6 日 有价证券呈报书开始生效
- ×—5 日 募集开始
- ×— 缴款日

在债券发行的 60 天后,债券可在东京证券交易所上市。

第三篇

投 资 基 金

第一章 基金概述

第一节 一种新的投资工具——投资基金

一、共同基金的产生和发展

在我国开始发行股票的时候,人们通过购买认购证就可以从中盈利,然而,随着股市的成熟,这种时代已经一去不复返了。目前,我国股市、债券市场的交易日益规范化、程序化,这意味着投资者必须具备一定的市场知识,投资判断能力和投资的技术方法。但是对于一般大众来说,并不是每个人都具备这些条件,即使具备这些条件的人们,随着社会分工的日益精细,也可能忙于各自的工作而没有充分的时间专门从事证券买卖。如果希望通过减少投资风险,保障投资收益,还必须做适当的分散投资,在证券投资中“把所有的鸡蛋放在一只篮子里”,这里投资者所忌讳的。个人投资的数量往往很有限,无法将资金分散于各种有价证券来分散风险。这样做,交易费用也较高,无法享受规模交易带来的好处。因而,对于一般的大众投资者来说,赚钱愿望的另一面,就是得担负亏钱的风险。如何将风险降低到最低限度呢?储蓄显然已不合时代的要求,且不讲通过储蓄得不到多少钱,在通货膨胀不断加剧的情况下,有可能将投资者存在银行里的钱的实际购买力不断缩小,甚至可能将原来的钱化为乌有。那么,如何解决这些投资难题呢?

早在 3000 多年前,腓基尼人就发现,当他们组织商队横越沙漠,或建造船只远渡重洋时,都要花一大笔财富。可是,这还不算什么,最糟糕的是,商队有时会在风暴中被沙丘吞没,船只有时会葬身海底。另外,假如现在有一笔 1000 个雕像需要运输的大好生意摆在眼前,你唯一的那条船却在途中,此时,你便失去了一次赚钱的机会。

其实,如果能有几条船,这种情况就可以避免了。可是,一般投资者往往没有足够的财富购买很多船只,这种想法也就不可能实现。用买一条船的资本,买两条船的 $1/2$,或三条

船的 1/3。因而有人与其他商人结合,而他也会成为好几条船的股东,同时,投资的风险会降低,但是获得的潜力依然存在。这是什么样的道理?因为你多样化的投资,就把风险分散了。

这种经营观念,已经在不同的社会流传了几百年,不过,因此而得利的,大部分还是有钱人,幸好,这种利润为人独霸的现象,因为欧洲国家船队发现新世界而被打破了。

19 世纪时的英国,正是产业革命的成功之时,工业、农业、商业、贸易都处于世界的领先地位,殖民地以及工业产品贸易遍布世界各地。国内国泰民安,人民较为富裕。由于当时国内资金积累过多,在海外殖民地投资又可获得丰厚的利润,因而大量的英镑涌向新发现的美洲大陆和亚洲的落后地区,但是毕竟当时的海外投资对于民众来说依然是一块刚刚开发的处女地,投资者本人往往缺乏国际投资的知识,无力管理自己的资本,因而,大部分投资者只好将自己的资本委托给当时的“骗钱公司”管理,这类公司设立的目的是为了骗取投资者的钱财,一旦目的达到即自动灭失,投资者因而常常吃亏。针对这种情况,于是在 1868 年,英国设立了伦敦国外及殖民地政府信托基金(Foreign and Colonial Government Trust of London),委托具有专门知识的代理人代为投资并分散风险,让中小投资者和大型投资者一样享受国际投资的收益,该基金是人们所公认的设立最早的共同基金机构。该基金购买外国和殖民地公司的股票,再卖给因工业革命而兴起的中产阶级。其投资多以分散投资于国外殖民地的公司债为主,投资的地区较广,可以说凡是英国的殖民地都有其投资。南北美洲、中东、东南亚和意大利、葡萄牙、西班牙等国都有该基金的投资。在当时,其投资总额达到 48 万英镑。这在当时,是一个很大的数字,突然之间,英国几乎每个人都可以像资本家一样把自己的储蓄投资在各个公司。

当时该基金为设立基金所发行的受益证券每 100 英镑面值按 85 英镑出售,固定利率为 6%,期限为 24 年。投资者实际可得的年收益率为 7% 以上。而在当时,英国政府所发行的债券的利率只有 3.3%,由于收益率较高,吸引了众多的投资者。之后,英国类似的基金组织相继诞生。在基金史上,罗伯特·弗烈明(Robert Fleming)是一个值得一记的名字,当他在美洲大陆考察归来后,发现美国的铁路建设资金紧缺,迫切需要资金,而且投资于铁路建设可以获得优厚的利润。于是在 1873 年,他在丹地市创办了“英格兰美国投资信托”组织(Engilsh American Trust),开始计划代替丹地市的中小投资者办理新大陆的铁路投资,发行“受益凭证”3000 单位,每一单位 100 英镑,由于当时英国的“统一公债”(Consolidated Annuities or Consols)的利率比较低。仅为 2%,而弗烈明则提出 6% 的息保,条件当然比“英国统一公债”好得多,因而受到人们的热烈欢迎,其受益凭证被抢售一空。当时英国的投资基金,并非公司组织,而是“契约型”的投资基金,是在投资者与代理投资者间,通过信托契约的合作形态。

19 世纪 70 年代,美国的经济陷入危机,一些国债,公司债和铁路债券发生不履行债务的事件,致使英国的许多基金组织不能向投资者支付利息,这时人们开始意识到有必要将“契约型”的投资信托改为分配股息而非确定利息的股份公司。1879 年英国颁布了《股份有限公司法》,该法令的颁布,是基金历史上的一个大转折点,以前的契约型投资信托都按照当时的《股份有限公司法》的规定相继转换为公司组织,公司型的共同基金从此产生。公司

型共同基金在经营方式上与其他的公司没有什么本质区别,其最大的不同在于它不从事其他工商企业的营运活动,它的唯一的经营对象就是证券和金融产品。在 19 世纪时期,共同基金已经十分流行。

到了本世纪初,美国的经济逐渐繁荣,1900 年以来美国的投资公众逐渐对基金发生兴趣,但在第一次世界大战之前,基金的活动并不多。第一次世界大战期间,随着几个老牌帝国主义国家的实力在战争中受到削弱,而美国却在战争中大发横财,因而,到第一次世界大战结束后,美国已由以往的债务国变为债权国,代替了英国第一经济强国的地位。纽约作为国际金融市场的地位也随之确立下来。在此背景下,在 1921 年,美国开始出现了第一家证券投资信托(基金)公司——“美国国际证券”。1924 年又组织了三家基金公司(在美国称为投资公司),即“马萨诸塞投资公司(Massachusetts Investors Trust)、斯坦特街投资公司(Strte Street Investment Corporation)、美国 and 外国证券公司(U. S. and Foreign Securities Corporation)。这三家公司至今还在活动。在 1926 年至 1928 年的三年期间,美国的公司型投资基金,已经多达 480 家,到了 1929 年底,基金资产高达 76 亿美元,为 1920 年的 7 倍。

1929 年经济大恐慌这一洪水猛兽,不仅冲垮了整个包括美国在内的西方国家的经济,而且也使人们的投资信念遭到了严重的摧残,美国的股市崩溃,经济大衰退,几乎使所有的投资形式都陷于一种瘫痪状态。许多共同基金倒闭,尤其是那些举债经营共同基金,投资公众开始对投资机构产生不信任的情绪,投资基金处于一个相对的低谷时期。为了使经济复苏,投资程序化,1933 年美国制定了《联邦证券法》,1934 年制定了《证券交易法》。这些法案以及随之成立的证券交易委员会开始对欺诈和不正当行为进行广泛调查。这些不正当的投资行为曾经给 20 年代末期的美国经济带来了巨大的灾难,也使投资者丧失对投资机构的信任。通过大量的调查,针对共同基金的设立和活动等问题,美国政府在 1940 年制定了《投资公司法》。它是目前美国共同基金的活动规范和基础。该法案详细地规定了共同基金的结构及管理的要点,其中包括有关的财务公开,董事、监事的任命,经理公司的选择以及销售和宣传方式等方面的规定;并通过定期对基金活动的检查来保护投资者的利益,为投资者提供了比较完整、严格的法律保护。此后,共同基金都被置于严格的管制和监督之下。之后,美国的投资公司(基金)都是遵循 1940 年《投资公司法》的有组织的金融机构,其唯一的目的是经营资本。当投资者无能力选择证券或建立证券投资组合时,共同基金组织帮助他们间接地参与证券市场活动,共同基金的资本来源既有来自个人,也有来自金融机构,共同基金从投资者那里接受资本之后,即根据投资者的要求目标进行投资活动。股东出资组成共同基金后,共同基金必须与投资经营公司联系以便经营其资产。在 1940 年之后,由于第二次世界大战的原因,美国的经济得到进一步的发展,金元帝国的地位开始形成、巩固,国民经济迅速发展。战后的一段时间内是美国经济高速增长的时期。与此相适应,美国投资者的信心也开始提高,对机构投资者也逐步产生好感。这时期,许多人的投资都获得成功,而不具备对投资分析能力的投资者,大都将其投资的资本投入到共同基金中去。到本世纪 60 年代,由于股市不振,共同基金的发展也受到挫折。到了 70 年代,由于连续的通货膨胀,公众仍然倾向于高收益、高流动性而且安全的金融资产,货币市场上的资金因而有了迅速的发展,美国的共同基金又以爆发性的速度成长。1974 年,投资在共同基金的金额为 640 亿美

元,到了1987年已增加到7000亿美元。这一时期中,有几年共同基金的发展速度超过70%的增长率。新的基金在1987年底也以同样的速度增长。据统计,80年代美国的共同基金以年平均25%的速度增长,90年代仍以15%的速度膨胀。目前,在美国有2000种不同的基金,有将近2500万人参加投资,普及率极高。据统计,大约每4户人家就有1户投资于共同基金。可见,共同基金在美国已成为一种大众化的投资工具。共同基金在美国的经济生活中也起着越来越重要的作用。

共同基金始于英国、繁荣于美国,在东方的日本也不甘寂寞。1937年(昭和12年)由汇票经纪人滕本组织的“合作投资者”被人们认为是日本最早的基金组织。1948年7月,日本证券交易委员会公布了证券投资公司法案,1951年又制定公布了证券信托法案。该法成为日本现行的基金组织成立运行的法律基础。凑巧当时朝鲜战争爆发,日本经济交易活跃,又因为基金的设立顺应了当时投资大众化的潮流。因此,共同基金一开始就受到了广大投资者的欢迎,其资产额竟出乎意料地超幅度增长,1952年,股份上升,股市的行情看好,共同基金受益凭证的偿还额一下子高出了投资额2倍以上。但1953年下半年到1955年的一段时间内,由于股价下跌,影响投资意愿,偿还额增加,投资减少,致使净资产总额也相对减少。除这三年的时间外,共同基金在自发行以后的20年时间内,发展一直很顺利。但到了1964年,由于经济发展的需要,日本政府实施紧缩货币的政策,经济大幅度衰退,股市看跌,股价几乎跌到谷底。当时有价证券的持有者遭到这种冲击,给他们的投资带来了巨大的损失。在这种股市不景气的冲击下,基金组织出现了难题,甚至有些投资基金资产额竟低于投资额,造成了新投资者严重的损失,加上偿还额不断增加,基金的净资产总额也就更加减少了。

面对当时的形势,日本政府和有关金融业界为了避免局势进一步恶化,不得不先后成立了“日本共同证券公司”、“日本证券保有组合”,动用巨额资金,大量收购股票,以维持东京的道·琼斯平均指数1200点的基准。这种措施,在表面上虽然是为了稳定当时的日本股市,以免使日本的股市发生继续下跌的危险,从而使经济处于动荡状态,致使广大的投资者丧失信心,但实际上对于挽救中小投资参与的投资基金的危机起到了一定作用。在这些措施的支持下,到1969年后,日本共同基金的总额开始大幅度增加。自1973年7月末起,日本又放松了对侨外共同基金在日本国内销售的限制。侨外共同基金只要遵照日本证券经销公会所制定的《侨外投资共同基金选择基准》的规定,即可以在日本国内销售。到1984年底为止,已有32个侨外基金到日本境内销售,这无疑也会增加日本民众的投资的选择机会和日本基金的总额,促进日本基金的发展。到1991年2月,日本的共同基金总数已达1837个,总资产为482620亿日元。

共同基金自1868年诞生以来,至今已有100多年的历史,在这100多年间,共同基金得到很大的发展,已成为一种大众化的投资工具,特别是在二次大战后,共同基金已从英、美扩大到日本、瑞士以及其他欧洲大陆国家。在当时,不仅发达的资本主义国家发展了基金组织,一些中等资本主义国家为了进一步完备资金市场,加快经济的恢复和发展,在引入和培育共同基金等方面都采取了许多优惠的政策,如澳大利亚、加拿大等国。70年代后,基金制度在许多发展中国家也得到了普及。到目前为止,已有20多个国家实行共同基金制度。除美国、日本、英国外,还有原联邦德国、加拿大、法国、瑞士、比利时、荷兰、卢森堡、澳大利亚以

及亚洲的韩国、香港、新加坡、泰国、印度尼西亚、印度、巴基斯坦等国家和地区。如果按共同基金的资产额排列,那么四个最为发达的国家分别为:美国、日本、英国和原联邦德国。这四个国家分别代表了两类不同的共同基金的类型。美国和英国主要盛行公司型的共同基金。其中美国以开放型为主,英国则以封闭型为主;日本和原联邦德国不实行公司制,而是契约型的共同基金。

共同基金的创设和发展是经济生活中的一件大事,由于它迎合了大众化投资需求,制度比较完善,在经济生活中所起的作用已越来越大。目前美国共同基金资产总额已达 4.3 亿美元,共同基金的资产总额已经超过了银行的资产总额。自 80 年代以来,共同基金开始在许多业务方面与商业银行展开了激烈的竞争。有人根据共同基金的这些发展,认为共同基金是 90 年代的银行。

二、共同基金的概念及特征

共同基金也称投资基金,自成立以来已在整个世界的经济生活中起着越来越重要的作用,也为广大的大众投资者所青睐。那么到底什么是共同基金,其主要的特征是什么呢?

通过共同基金的产生和发展的历史分析,我们知道共同基金的主要职能是集中众多投资者的零星的资金,进行专业的管理与资金投放,投资收益归原投资者分享,代理投资的基金管理公司则收取一定的服务费用。因此,具体地说,共同基金是把众多的,分散的广大投资大众的资金集中起来,组成共同基金,并根据与投资者商定的最佳投资收益目标和最小风险,把集中的资金再分散投资于各种证券和其他金融商品的一种金融机构。共同基金投资的对象根据各国的情况和各基金组织的特定情况而定,可以是资本市场上的上市股票、债券,货币市场上的短期票据与银行同业拆借,也可以是金融期货、黄金期权交易,甚至也可以是不动产,要视各基金组织的安排,共同基金的投资目标与投资的对象各有不同。

共同基金,尽管有人把它称为 90 年代的银行,但它在职能方面与银行是不同的,它与个人投资者也有不同,具体地说,共同基金具有以下几个方面的特征:

第一,向分散的多数大众投资者集聚投资资金,专门集中地进行证券投资。共同基金组织的投资资金并不属于它自身所有,而是广大投资者的资金。共同基金通过发行受益凭证的方式,吸引投资者的资金,从而组成基金组织,在这种形式中,个人投资者并不直接参与证券的投资,而是成为间接投资者,而共同基金的实施者则成为机构投资者,成为证券投资的直接投资者,即以证券投资为唯一的经营对象的机构投资者。

第二,由专家运营管理。共同基金的营运的承担者大多是证券、金融行业里有经验的专家。这些专家收集各种数据、资料,通过这些数据进行分析、判断有可能实施的科学的合理的投资方针、方法,从而取得较高的投资效益。一般地说,个人投资者在收集数据资料的全面、准确性方面以及技巧分析等方面是不能与共同基金相比的。

第三,以证券分散投资为主。投资分散,就有可能万一在个别证券下跌时,通过其他证券价格上升的收益来弥补,从而减少损失。设立共同基金的一个主要目的就在于分散投资。一般说来,分散投资是共同基金的基本原则和基本要求。

第四,以追求收益为主。共同基金在形式上很像持股公司。它们的共同点是都以发行自己的证券的手段筹集资金,来购买其他发行者的证券。但两者的目的是根本不同的,持股公司购买证券的目的是为了控制其他企业的经营权,而共同基金则是站在委托人(收益人)的立场上,为了获取证券投资收益,从其本质上完全排除了控制别的公司经营权的意图,从其购买证券时,就具有不同的出发点。

共同基金发行受益凭证,其收入在大量的证券中加以分配以分散风险。这些基金的投资目标各不相同,有的比较注重资本的增值,有的则注重收入。他们的目标在于取得通过个人的投资,经营自己的资金所无法达到的效果,以赢得投资者的信任,从而购买共同基金发行的受益凭证。具体地说,共同基金的目标在于:

第一,多种经营。投资者对含有证券、行业和公司的综合体的组合投资感兴趣。

第二,证券、行业和公司的选择是由具有研究和投资经验的专家作出的。个人投资者由于不可能聚集一大批有经验的专家作为自己的投资顾问,一般不具备这些方面的才能。

第三,按照投资者的选择提供受益凭证的分期、定期购买,收益的自行再投资以定期赎回、转让和其他服务。

第四,买卖时机的选择总是以稳妥的判断为基础。一般说来,共同基金由于拥有资金和技术分析人才,它对证券投资的机会的选择总是以稳妥为基础的。同时也有可能有条件选择较好的时机进行证券的买卖。

第五,方便。共同基金负责处理所有有关证券所有权问题的事务,这就使个人投资者省去了许多手续上的麻烦,为他们的投资提供了方便,因而受到了大众的欢迎。

第六,财产管理简单。共同基金可对其财产进行平均分摊,而不会带来不利的变现。

从以上的六个投资目标来看,前五种优势对于小额投资者来说,显然是比较有利的。但这并不等于说,共同基金是无可挑剔的。事实上,共同基金由于广泛的多样化和高度专业化而各有区别。共同基金在许多方面还不尽完善,有待改进,有的甚至还很糟糕。如在交易时机的选择或者根据环境的需要增加或减少流动性等方面都有待进一步改进。

共同基金在目标,特别是在价格上涨和目前收益之间的选择上,在顾客选择和服务上,以及销售费用等方面都各有不同,因而投资者在选择基金进行投资时,也不能轻易入市。最基本的问题是要选择一个或几个具有较好业绩的基金。该基金最好能够实现投资者的直接行动所要达到的投资目的。当然,在这里,人们有必要问:“如何进行基金的选择?”,我们的回答是:耐心一点,继续往下读您将会看到您想了解的东西,也许它还会为您带来一些真正的经济效益。

三、共同基金的作用

具有上述特征的共同基金,自产生以来,虽然经历了不同的发展阶段,在其中也难免遭到一些挫折,人们对共同基金褒贬不一,但是事实表明,共同基金的产生和发展不管是对国家经济发展的历史作用,还是对个人投资者来说都起着不可抵估的作用。它对国家经济所起的作用主要表现在以下几个方面:

首先,引导居民由储蓄存款向证券投资转化。通过对一些国家金融资产的分析可以发现:各国都基本上在不同程度上存在由储蓄向投资转向的趋势。在这种发展趋势中,居民的储蓄比重的下降的资金基本流到共同基金中去了,随着居民储蓄的下降,共同基金投资的比重明显地上升。例如,从1989年至1992年间,在美国家庭持有的金融资产中,银行存款和货币资金所占的比重已从40%降低到22%左右,而共同基金等投资比重却明显地提高,而且共同基金已经成为银行和储蓄机构的有力的竞争者。日本的情况与美国类似。日本,本来是对银行储蓄存款依赖性很强的国度,在以往,大多数居民都将他们的存款投放到银行里,但在共同基金投资的这股热潮中,日本居民储蓄的比重明显地有所下降。从1980年到1987年间,日本居民储蓄与现金比重都有所下降,投资于股票与债券的金融资产的比重基本持平,而共同基金的保险的金融资产的比重却明显地提高,可见,共同基金投资与储蓄存款之间有一定的“替代”关系,居民的银行储蓄存款的减少,大部分的资金流向是共同基金。

第二,作为机构投资者的主力军,有效地稳定证券市场。证券市场的投资者的成分相当复杂,如果没有稳定市场的中坚力量,股市就会出现动荡状态。事实上,任何成熟完善的证券市场都有稳定市场的中坚力量。在这股力量中,机构投资者是证券市场主要的稳定力量,而共同基金正是这股力量的主流。在现实的生活中,由于共同基金投资多以中长期资本的成长为主要的投资目标,投资的行为比较理智和成熟,并且能够根据上市公司的经营状况及基本经济因素的分析,通过种种资料的分析来作出投资决策。因而,在事实上减少了个人投资中的盲目跟风,避免少数大户对股票市场的操纵,可以在投资过程中控制过分投机行为。而且,从某种意义上说,基金经理人接受国家宏观经济下策、货币政策的调节和引导,因而共同基金在股票市场中,起着稳定股票市场的作用。例如,在美国的金融市场中,机构投资者的交易占大宗证券交易的一半以上。有人认为这是证券市场完全成熟、完善的主要特征。但是,基金的这种稳定作用并不是在任何市场中都是很明显的,特别是基金业并不发达而且以封闭型基金为主的市场中,基金作为证券市场的稳定作用并不明显。

第三,强化金融证券化趋势。在80年代西方国家掀起的金融证券化(其特点是借款人筹资通过证券市场获取,取代了传统的银行贷款)热潮中,共同基金由于提供了具有很大吸引力的取代银行存款的储蓄手段,同时,更为重要的是共同基金使许多以前只能从银行得到贷款的借款人更有可能进入证券市场,因而它日益成为银行和储蓄机构的有力竞争者。在一些国家,共同基金甚至为住房提供抵押贷款和为购买汽车提供资金。这样就为投资者和筹资者提供一个更直接、更透明和高效的选择。因而可以说共同基金强化了金融证券化的趋势。

第四,促进国际资本的有效渗透。国际资本在金融世界中的地位日益突出,由于世界经济、国际金融环境的急剧变化,国家基金成为国际投资出色、灵活和高效的使者,对促进国际资本的有效渗透起了很大的作用。

80年代初期,美国把反通货膨胀作为货币政策的主要目标,并采用高利率的政策,其他西方国家也积极仿效。高利率政策给正处于低谷中的传统银行业带来了希望,同时也使股市降温,并增加了国际资本流动的压力;另一方面,80年代初发展中国家债务危机的爆发,日本、原联邦德国的国力大增,国际收支的顺差日益扩大,这些因素使国际资本流运和国际

金融自由化、证券化发生了重大的变化,并构成共同基金发展的稳定动力。80年代中期以后,世界贸易不断向区域化、集团化和制度化方向发展,贸易主义重新抬头,国际贸易自由化的时代宣告结束,于是国际投资的作用更加突出,资金不足成为阻碍一些国家经济发展的重大障碍。许多发展中国家在这种情况下纷纷建立共同基金,通过国家基金引进外资。这时,一方面是发展中国家股市容量的不断扩大和股市收益居高不下;另一方面是一些发达国家投资者希望进入相对封闭的发展中国家的股票市场。在这种情况下,共同基金的建立能够满足各方面的要求,促进了国际资本的有效渗透。据统计,到1990年4月止,发达国家专为发展中国家设立的国家基金达120个。在1986年至1989年短短的几年中,有将近50亿美元的资本通过国家基金从欧美等发达国家进入发展中国家的股票市场。

对个人而言,虽然股票投资收益大,但风险也比较大。债券投资风险小,但收益也小。因而,对于有点资本可投资的人来说,由于没有时间和专业知识,又没有投资顾问帮他出谋划策,投资共同基金是最好的选择了。

共同基金的报酬往往是银行储蓄利率没有办法达到的。据统计,美国各种基金的平均回报率约为10%~15%,较为有名的富达公司梅杰仁基金在10年的时间内,回报率达到1902.6%的高记录。香港的怡富集团有一个菲律宾信托基金,1986年一年的成长达到228.3%。台湾的第一基金发行至1987年底仅有二年,增值了95.3%。这么高的回报率显然是银行的利率所达不到的。

共同基金在其成立的百多年的时间内,得到长足的发展,这是由其本身的特征所决定的。由于个人的资金有限,在投资中往往不得不将所有的资金都投放在一种证券上,万一发行该证券的公司破产或该证券的价格下跌时,投资人得不到预期的收益甚至有可能血本无归。共同基金则可以克服这种缺点,一般每个基金都不允许将超过10%的基金款项投资在同一样股票上,大部分基金都会将投资者的基金分散在30至50家不同的证券上。具体地说,共同基金投资与其他投资工具相比较而言,它具有下面几个方面的作用:

(1)分散风险。共同基金可以帮助个人投资者选择各行业证券中具有代表性的典型证券进行投资。这比起个人投资者自己进行投资要安全、准确,从而迎合了大众的投资要求。同时,共同基金把从投资者手中征集的资金用于购买各行业或具有分散风险特征的有价证券,从而使投资者拥有的股份具有分散风险的特征。

(2)共同基金可以充分发挥其专业技能,实现投资的专业化。共同基金拥有大量的专家和经验丰富、精力充沛的投资业务专门人才,并且具有先进的研究手段,这些条件是个投资者所不具备的。共同基金的专门人员对证券发行企业进行有效监督,并随时采取适应市场和企业状况变化的有关措施。这为购买共同基金发行的受益凭证(或股票)的投资者在风云变幻的证券市场获得比较稳定的投资收入提供了可靠的保证。

(3)共同基金可确保投资者投资利益的安全。共同基金作为发行证券的企业和个人投资者之间的投资中介机构,可以根据证券市场的行情变动、政府的产业政策、金融政策、银行利率、外汇汇率等经济情况的变化来确定证券购销的恰当时间,以确保投资者的投资利益的安全。

(4)管理专业化。共同基金一般设专门部门管理基金发行的证券。这对于既没有时间、

也没有专业知识和管理能力来管理自己股份的许多个人投资者来说则是一种有效的管理,因而受到广大投资者的欢迎。

(5)良好的服务。共同基金能够根据个人投资者的选择需要来提供一系列服务,如提供确定股份的分期付款购买(定期购买)、股息的自动再投资、股份的定期收回以及投资过程的咨询服务等。同时,共同基金还设立专门机构负责协调处理证券投资过程中因证券买卖而发生的所有权纠纷等与之有关的一些细节。如果纠纷涉及其他机构、单位、个人,则由基金出面以机构中介人的身份代表投资者与纠纷当事方进行交涉,为投资者提供较好的服务,在很大程度上方便了投资者。

总之,共同基金自其产生以来,已对国家的金融、投资等各个经济领域产生了举足轻重的作用,由于共同基金的专业化投资,分散风险,方便服务等特征,共同基金也日益为投资者所接受,并成为一种大众化的投资工具,我国随着证券市场的发展,共同基金也开始产生和发展,并开始走入寻常百姓家。

第二节 共同基金的法律与组织分类

共同基金按期组织形式和法律地位可以将它们划分为契约型和公司型两种。

一、契约型共同基金

契约型共同基金不设立公司组织,而是根据设立共同基金的法律制度,在规定当事人的权利和义务的投资信托契约的基础上,由受托者、委托者和受益者三方构成的。换言之,契约型基金是基于一定的信托契约原理而组织起来的代理投资行为。契约型共同基金的结构涉及委托者、受托者、受益者以及证券公司四个方面的当事人。这种类型的共同基金在日本发展得比较典型和完善。

(1)委托者:亦即共同基金投资的设定人,其主要职责是,向投资大众发行投资信托的受益凭证、筹募资金,设立共同基金;决定对所筹集到的资金的运用方针、意图,运用所筹集的资金,并选择财产的管理者——受托者。如日本在1959年12月以前的证券公司,以及1959年12月以后成立独立的“证券投资信托委托公司”,都是委托者。目前,在日本现有的委托公司共有11家,即野村、日兴、山一、大和、太阳、新和兴、三洋、朝日、日本第一、国际等。一般称创立共同基金的组织者为“发起人”。各国对基金委托公司都有比较严格的要求,要成为基金的委托公司必须符合各种条件,经过严格的考核,审核的内容包括公司的经济实力,委托公司的人员素质,证券投资的经验与能力等内容。通过这些审核合格的,才能取得执照成为基金委托公司。日本对委托人有较为严格的规定,例如在《证券投资信托法》中规定,证券投资信托委托公司必须资本金达到5000万日元,具有合格的管理人才,投资能力和

良好的收支前景并取得大藏大臣的许可才能营业。委托者的重要业务就是下达信托资产的运用指标,在运用资产时,必须以投资者的利益作为处理信托业务的唯一目的,而不能在处理业务时考虑自己的利益或另作他图,委托者不能接触资产以确保基金资产的安全性和独立性。

(2)受托者:受托者亦即信托财产管理的被依赖人,一般为信托公司或银行,其主要职责是,根据委托者的指示、意图,根据信托契约的规定,对信托财产加以运用、管理、计算和保管,具体地办理证券、现金的管理及其他有关的代理业务和会计核算业务;办理向受益者支付本息等事务。受托者相当于公司型基金中的管理公司和保管公司。

(3)受益人:取得委托者发行的投资信托收益证券的投资者,即成为证券投资者的受益人。换言之,一般的投资者以购买受益凭证的方式,参加基金投资,享有信托财产收益分配权。受益人在信托期间,如果要解除信托契约,或将其受益凭证变现,则可以通过市场卖出,或要求原发行机构“赎回”其受益凭证。通常,受益者享有的财产收益分配权、解约兑现权和期满后偿还投资资金权称为“受益权”。受益人可以是个人,也可以是机构投资者。

(4)证券公司:严格地说,证券公司是委托者、受托者和受益者之间的中介,而不是信托基金的主体。因为证券公司主要是代替委托者和受托者向不特定多数的投资者募集受益证券,支付偿还金、信托收益金,办理受益者中途解约等事务。被指定受理这些义务的证券公司叫“指定证券公司”。“指定证券公司”充当中介的过程是:在受益者提出中途解约申请的情况下,指定证券公司先从受益者处买下受益证券,然后,由委托者通知受托者,让其取消相应于解约证券的受益证券。

契约型共同基金习惯上按信托合同的内容将它们分为单位型和追加型两种:

(1)单位型:单位型共同基金是指以投资者为受益人,通过广泛内容的投资信托活动取得和持有一些证券财产,并进行经营处分,从而获得利益收入。具体的做法一般是由证券商组成信托公司,从证券发行人那里购入证券,与银行、保险公司等所组成的受托人签订“信托契约”,然后由委托人、受托人将上述证券向投资者出售以吸收社会资金。单位型共同基金在运用、决算和收益的分配上,分别按每个基金财产独立地进行。

单位信托共同基金一般在筹集资金时有一个特定的货币总额,然后组成一个单独的共同基金进行管理。资金筹集工作结束后,该基金的设定往往规定一定的期限,收益每年分配一次,期限终止时,信托契约即解除,退回本金和收益;期限未满时,一般不准追加投资,也不准要求退回本金。单位型的共同基金在某一特定货币总额的筹集工作结束后,投资者想参加投资,只能参加委托者新设定的另一个单位信托共同基金。

单位型的共同基金按资产的内容是否可变更,又可以将它们划分为固定型的共同基金与半固定型的共同基金。所谓固定型的共同基金是指:除证券发行公司合并或撤消外,基金按投资计划投资,其投资的证券资产经编定后,不论期价格发生何种变化,基金经理公司不得通过出卖等方式任意改变已编入的证券资产。半固定型的基金是指:证券资产经过编定后,其经理公司在一定的条件和范围内,可变更基金资产的内容。

(2)追加型:追加型的共同基金是指设立共同基金的财产后,还可以随时把从投资者那里募集到的资金追加到当初的基金财产中去。其特点是:在追加募集、追加发行的受益证券

的每份份额上,是以基金财产的时价来决定的,因此它运用起来比较灵活,也注重增值的收益。追回型的基金在期限设定的形式上有15年、20年等,实际上往往是一种无期限的设置,因为其期限是可以延长的。追加型的共同基金原投资者可以根据代理投资机构公布的差价把受益凭证卖回给代理投资机构,也可以以其公布的卖价买入受益证券进行投资。

二、公司型共同基金

公司型共同基金是设立专门的股份公司,由股份公司发行股票和债券,向一般投资者吸收资金从事各种证券投资。购买公司股份的一般投资者成为公司股东,他们定期分享公司证券投资的利益。公司型的共同基金资本的取得与工业股份公司资本的取得相类似。共同基金如何筹集其资本取决于公司的性质以及公司所采取的管理策略,但公司型的共同基金一般都通过出售受益证券等有价值证券集中投资者的资金。它与一般工业企业公司的区别在于:第一,对持有公司型共同基金的股东对于公司的经营与监督的权利方面不如工业企业公司,而要受到某种程度的限制。第二,在其组织结构方面与契约型的共同基金较为相似,其经营与管理分开,且较为专业化,经营与管理并非一体,而是互为监督的。

公司型的共同基金的结构通常由投资公司、管理公司、保管公司、承销公司、零售商和受益者六种当事人所组成。这种类型的共同基金在美国较为完善,因而有时也称之为美国型的共同基金。

(1)投资公司:投资公司有广义和狭义之分。广义的投资公司即是公司型的共同基金,是股份制的公司组织,在美国即将公司型的共同基金称为投资公司。狭义的投资公司是共同基金投资运用的实施者,是公司型基金的主体,相当于契约型的共同基金的受益凭证的持有者,投资公司通过发行股票,筹集资金,其股东即成为受益人。

(2)管理公司:管理公司有时也称为投资顾问。管理公司通过与投资公司订立的契约,定期向投资公司提供有关证券投资运用方面的调查资料与咨询服务,或者代理投资公司进行证券投资的决策和管理。管理公司一般还办理一切的管理事务并获取管理报酬,但是在诸如编入证券名单的选择,营运中的投资组合及有关资金运用和证券买卖的重大事项等问题,一般都由投资公司的董事会制定、策划。具体地说,管理公司的职责一般包括:设计、制定共同基金的信托条款;明确投资者与基金会之间的权利和义务;与基金保管公司签订投资信托契约,设定信托基金;并明确经理公司与保管公司间的经营、保管基金的合作事项及各自的职责;支付基金收益的分配与本金的偿还;制作共同基金的投资报告及公开说明书与有关文件;制定共同基金的营运方针和投资策略;受理共同基金受益凭证的募集,发行等。各国对共同基金管理公司的职责的规定大致情况如上所述,但这并不排斥各国在管理公司职责问题上的差别。

我国由于基金发展比较慢,目前仍然没有统一的法规对管理公司的职责作出一般规定。仅有一些地方性法规对管理公司的职责作出规定,如深圳规定共同基金管理公司必须履行以下的职责:

①负责基金的投资与管理。

②编制信托报告。该报告内容应包括保管公司的收入帐目,与该基金有关的管理公司的帐目,会计师事务所的签证报告。

③管理公司必须对每一笔投资活动作出可行性分析,必要时应聘请投资顾问,并保持交易记录备查。

④管理公司在编制各项信托业务的报告中,不得有任何误导成分,不得预测信托业绩,应让投资者对各项公开性文件有充分了解的机会。

⑤负责受益凭证的转让或赎回事宜,并定期(至少一周一次)公布信托的资产净值和交易价格。

⑥在募集资金后,管理公司经保管公司书面认可,方可将信托资产进行投资。

(3)保管公司:即代为保管投资证券,支付基金收益分配,计算信托买卖基准价额等事务的公司。保管公司可以是投资公司指定的银行,也可以是信托公司。保管公司的收益主要是收取保管报酬,它与契约型的共同基金的受托人大致相同。各国有关共同基金投资的法律都对保管公司设立条件有较明确的规定,各国根据其具体的国情,对保管公司的设立有所不同。我国深圳要求保管公司必须具备以下条件:

①经主管机关批准的法人机构。

②属全国性的国有金融机构或净资产 1 亿元以上的公司。

③保管公司不得持有上市公司 10% 以上的股份,不得担任某家上市公司的董事或经理。

④保管公司与管理公司之间的相互持股比例不得超过对方股东总数的 10%, 其中任何一方不得担任对方董事或经理。

(4)承销公司:基金设立后,需要发行受益凭证,募集投资者的资金,这些工作是由承销公司来完成的。具体地说,承销公司就是通过与发行单位商议价格及有关条件,从事基金的受益凭证发行和资金筹集的机构。基金的承销公司除了办理受益凭证与资金筹集外,在信托契约下,通常还履行诸如向受益人发放基金的利润,支付基金本金及收益等职责,各国对基金承销公司皆有比较严格的规定。

(5)零售商:向大众投资者分销零售自承销公司批发来的受益凭证的机构。这些机构一般是规模比较小的或个体经营的投资银行、证券公司等,他们没有力量与发行单位签订证券受益凭证承销契约,它们的业务只是从承销公司那里批发一小部分受益凭证进行分销、零售。零售商的特点是规模小,数量多,分布广。与大的承销公司都有隶属的或比较固定的关系。通常承销公司承销受益证券时,便同时组织一个由众多的零售商所组成的销售网,由他们销售受益凭证。

(6)受益者:即投资公司的股东,共同基金的投资者。

公司型的共同基金较为完整的当事人主要有以上六种,但这六种当事人并不是在每个公司型的共同基金中都一并存在的。有的共同基金没有管理公司,有的共同基金直接向投资者发售受益凭证(股票),有的共同基金中的管理公司与承销机构是同一个机构。

如果把以上六种当事人的关系列成表,共同基金六种当事人的关系如图 3.1.1 所示。

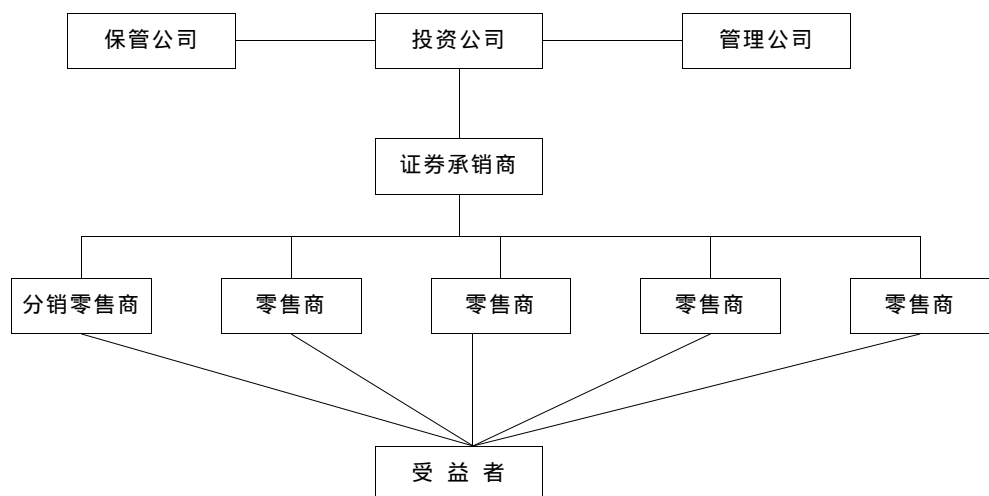


图 3.1.1

公司型共同基金又可以分为两大类,即封闭型共同基金与开放型共同基金。

(1)封闭型共同基金:有时也称为限额投资公司(Close-end investment Company)其投资的大众所拥有的股票(受益凭证)是有固定数额的。投资者不能直接从共同基金赎回或购买股票,而只能从经纪人手中购入股票并将股票卖给他人,投资者如果通过经纪人购买封闭型共同基金发行的股票,就要支付经纪人一定数额的佣金。佣金的计算方法与购买其他上市证券所付的佣金计算方法一致。封闭型共同基金的经营方式与一般工业公司极为相似。它通过发行固定份额的普通股筹集资金。这些普通股的买卖方法与一般股票一样。封闭型共同基金发行普通股是一次性的。即:基金的资金额筹集完后即封闭起来,不再发行普通股,这就是为什么称这类基金为封闭型共同基金的原因。但是由于管理上的需要,这类公司亦可以通过发行优先股与公司债券,以作为它们资本结构的一部分,形成它的未偿优先债券,并且能获得银行贷款。封闭型共同基金所发行的优先股和债券具有以下的特点:

第一,基金公司全部资产保证金,或根据清偿价值资产与一切负债总额加优先股的比率中,基金公司全部资产的保证金至少应占40%。

第二,全部收入的保证金,或者根据投资收入与利息总额加优先股息的比例至少为2:1。

第三,基金公司的定期股息来源于投资收入,与实现的资本的收益相反。

封闭型的基金公司若发行优先股或公司债,对公司的普通股的股东来说,他们的收益就要受到杠杆作用的影响。如果由于通过发行优先股和公司债券所筹集的资金能给公司带来更多的利润,或当这些证券的价值上涨时,则普通股的股东就能提高收益,他不仅可以得到更多的股息,而且还能获得资本收益。也就是说,当投资价值提高时,公司普通股实际上增长更快,这可以通过一家封闭型基金公司的资产杠杆作用表看出(表3.1.1)。

表 3.1.1

单位:万元

第一时期		第二时期	
资产	负债	资产	负债
普通股 300	债券 150	普通股 360 (提高 20%)	债券 150
	普通股 150 (150 股份)		普通股 150 (提高 40%)
300	300	360	360

在第一时期,封闭型公司拥有 300 万元资产,主要投资在普通股,其资本提高是通过出售 150 万元债券和 150 万元普通股实现的。第二时期,所投资的普通股价值提高 20%,由于债券和公司的利益不挂钩,债息固定,增加的投资价值由普通股股东受益,其结果是普通股价值提高 40%。但是当通过发行优先股和公司债所筹集到的资金使公司的利润下降;或当总资产价值或总收入下降时,则会造成普通股价格的下降。同时,杠杆作用往往使某些封闭型基金公司的普通股市场价值的增减超过整个市场证券价格的涨落。

封闭型的共同基金 1924 年以后在美国得到迅速发展,但是在 1929 年的危机以后,美国的共同基金却以开放型为主。

70 年代以后,封闭型的共同基金又成为西方证券投资中的一个重要中介机构,并且得到了较大的发展,逐渐产生两种新的形式:一是股票保证金基金,即专门购买那些尚未登记而受到限制的证券,以及直接的私人投资证券。对于这种证券,可按相同证券规定股份的市价而进行折价购买。另一种形式是双重目的基金,它主要是发行优先股和普通股两种股份,优先股占该种基金的一大部分,这样可以得到总基金的一切收入,并且偿还能够得到保证,普通股可以根据总基金的资本升值而得到一定的收入,这两种基金的股份既可以挂牌销售,也可以在场外进行交易,还可以溢价或折价销售。

(2) 开放型共同基金(Open-end Investment Company):也即开放型投资公司,开放型共同基金也就是平时所称的互助基金(Mutual Funds)它是指其资金的形成不完全固定的,其股份是根据公司净值加上手续费而不断以证券形式发售,共同基金的实施者(即公司)有义务应受益人的请求,随时购回它所发行的证券。

与封闭型共同基金的股票交易有所不同,开放型共同基金的股票是不在股票交易所挂牌的,其交易完全靠店头市场进行。共担风险。共享收益是互助基金设立的宗旨。因此,互助基金的所有人在一般情况下只有一种,也就是说互助基金是不借钱进行投资的。具体的,开放型的共同基金与封闭型的共同基金的主要区别体现在以下几个方面:

第一,开放型共同基金通常只发行一种股票,资本结构中也不能负债;而封闭型共同基金则没有这种限制。第二,封闭型共同基金由于不承担购回其股票的义务,所以股东可以在流通市场上转让股票,其价格与其他企业公司的股票价格一样由市场所决定。开放型的公司由于负有在中途购回股票的义务,所以它的股票一般不进入股票市场流通买卖,其价格则

是根据每股在公司资产价值中份额而确定的。第三,开放型公司由于不断地购回或卖出自己公司的股份,因而其资本处于经常的变动之中。封闭型公司则不同,由于其资产的增减与一般公司的手续一样,因而它的资本一般来说相对地稳定。

我们可以通过实例来对开放型共同基金的经营方式加以说明。假设某个开放型共同基金的资产负债如表 3.1.2 所示。

表 3.1.2

单位:元

A			
资 产		负 债	
现金	100000	未赎回股数	240000
债券	500000	价值	2400000
优先股	600000		
普通股			
	<u>1200000</u>		
	2400000		
B			
资 产		负 债	
现金	101000	未赎回股数	240100
	500000	价值	2401000
	600000		
	<u>1200000</u>		
	2401000		

在开放型共同基金的负债表中,表 A 部分的共同基金的所有人共投入 2400000 元,代表共同基金的资产,负债方共有未赎回股数 240000 股,说明每股为 10 元。撇开资产在买卖中的成本因素,则每股的净资产值为 10 元,投资者可以随时通过开放型共同基金公司的代理机构来买卖它的股票,而这些买卖活动就会使每股的价格发生变化,所以,开放型共同基金在每天的交易结束时,一般都要计算一次股票的价格,以了解其股票在交易中变化的情况。

表 B 部分表示一个投资者按每股 10 元的价格买进了 100 股共同基金的股票后所发生的变化。由于投资者的买进,使未赎回的共同基金的股数增加了 100 股,即由原来的 240000 股增加到 240100 股,现金由原来的 100000 元增加到 101000 元。共同基金为了使投资者的投资获益,就必须将增加的资金购买其他公司的证券。要是基金投资购买的证券的市场价值增加了,那么基金的股东所拥有的股票价值就会按比例增加;反之,如果基金投资购买的证券的市场价值减少了,那么基金的股东所拥有的股票的价值也会相应地减少。

可见,在这里不存在杠杆作用。

当然,我们在以上的说明中,为了说明的方便,撇开了在买卖过程中的成本因素。然而,在事实的买卖过程中,在买基金的股票时是要收佣金的,即:购买者必须支付一笔手续费,手续费的标准依各国而定。在美国,全国证券商协会对手续费的收取标准作了规定:如果购买的价值在 15000 美元以下的,手续费的收取比例为 8.5%,如果购买的价值在 100000 美元以上的,手续费的比例为 4%。可见,购买开放型的共同基金的股票要付相当高的手续费。这种手续费往往比在股票交易所买卖股票所收取的手续费要高出一至两倍,有的甚至高出三至四倍。

互助基金的价格通常在标价的基础上开价,标价也就是资产净值 NAV(即 Net Asset Value 的缩写)的价格。开价则是资产净值加上佣金或管理费用的价格。如表 3.1.3 所示。

表 3.1.3

单位:元

	NAV	offer price	NAV · chg
××基金	10.00	10.20	+0.1

从这种价格表中可以看出,该基金的资产净值为 10 元,其开价为 10.20 元,即手续费为 2%,NAV · chg 则是表示资产净值与前一天比的差价。

开放型的共同基金以美国最为典型。目前,在美国有 90% 以上的基金都属于开放型的共同基金,可以说公司型的共同基金是美国基金的代表;而开放型的共同基金又是美国公司型的共同基金发展的代表。通过表 3.1.4 我们可以看出开放型的共同基金在美国发展的情况。

表 3.1.4 1970 年以来美国共同基金的资产状况

单位:百万美元

年份	开放型共同基金	封闭型基金	合 计
1970	50654	4024	54679
1971	58159	5324	63484
1972	62456	6742	69199
1973	49310	6622	55936
1974	38545	5294	43839
1975	48706	5861	54567
1976	54174	6639	60813

1977	51479	6283	57763
1978	58144	6116	64261
1979	97053	6873	103926
1980	138333	8053	146386
1981	230359	6923	237318
1982	270880	7179	278059
1983	302926	7098	310023
1984	346857	~	~

以 1983 年为例,开放型的共同基金与封闭型的共同基金的资产分别为 302926 百万美元和 7098 百万美元。开放型是封闭型的 42.68 倍,占总额的 99.71%由此可见,开放型的共同基金在共同基金中所处的地位。开放型的共同基金不仅在数量上得到进一步的发展,其形式也不断得到发展,如货币市场基金、指数基金、地方债基金、公司债基金、政府债券基金和套购保值基金等。

在开放型的共同基金发展中,产生出一种新型的基金是值得我们注意的,即开放型的无手续费的基金(No—Load Fund),该种基金可以随时发行新股票,其股东也可以随时赎回其资金,其性质与开放型的共同基金是一样的。所不同的是其股票在购回时无需支付手续费,即它所有的价格即资产净值。该种基金是从 0.5%~1%的管理费中得到经济补偿的,由于无手续费的基金投资成本低廉而且和其他开放型的共同基金一样成绩卓著,所以该种基金的增长幅度较大,也比较吸引人。在美国,投资者对开放型的共同基金的这种形式的投资公司最感兴趣。

第三节 共同基金的业务种类

投资者购买基金的股票出于各种不同的投资目标。而各种共同基金也有各自的投资目标。共同基金的投资目标不同,其做法、投资收益也不同,因而必须对各种基金的投资目标、投资对象、投资国界等业务类型进行分类,以便投资者能够了解各种基金的业务情况,从而选择出自己合适的共同基金进行投资。

一、共同基金根据其投资的目标不同,可以将它划分为成长型基金、收入型基金、成长收入型基金、积极成长型基金、平衡型基金、特殊性基金等

1. 成长型基金

这种基金有时也称长期成长基金(Long-term Growth Funds),是共同基金中为数最多的一种。成长型基金以资金的增值为投资目标,注重基金的长期成长。这种基金在投资中往往信誉比较好,具有长期盈余能力的公司。被成长型基金所选择的公司,资金成长速度通常要比股市的平均水平要快些。由成长型基金的投资目标所决定,成长型基金的风险往往比收入型基金或收入成长型基金的风险要大,价格的波动也比较大。成长型基金追求的是稳定的、持续的长期成长,这点与积极成长型的基金不同。积极成长型基金有时会把追求资金在短期内最大的增值为投资目标。

成长型基金在投资上不像其他基金,它不会使用一些如保证金交易,卖空和卖出借入股票后,然后希望在股价较便宜时再买回来等比较特别的投资技巧。

成长型基金在以前利率比较稳定、可以预测的年代,它不失为一种比较好的投资工具。该种基金所投资的是股息记录优良,尤其是逐年增长的股票,这样的投资可以让投资者同时获得资本利得和经常收益。不过,现在由于公司所提供的股息远较货币市场基金所提供的报酬要低,这样人们对它的兴趣大减,而这些公司的股票价格也因此无法上涨,成长幅度比以前要小。而且这种基金所承担的风险要比货币市场基金所承担的风险要来得大。由于这些情况,成长型基金逐渐地失去了它的优势。

总之,对成长型基金的简介可表述为:“该种基金的目标是经过审慎考虑,在合理的风险下,寻求资金的增长。”

2. 收入型基金

这种基金的目的是最大程度地增加当期收入,而对证券升值并不十分重视。收入型基金一般将其资金投资于各种可以带来收入的有价证券,收入型基金基本有两种类型:①在较低的风险下,强调不变的收入,其收入是比较固定的,因而有人将这种收入称为固定收入型基金。②力图最大可能的收入,还运用财务杠杆。前者的投资对象主要是将资金投资于债券和优先股股票,后者则主要投资于普通股。相比之下,后者的成长潜力较大,但比较容易受股市波动的影响。

在美国,1981~1982年间,投资者从收入型基金得到的收益率大约在12%至14%之间。有些收入型基金由于专门将其资金投资于债券,因而也有人将它称为债券基金。这种形式的基金在70年代甚为流行。收入型基金在70年代以后受到人们的欢迎,究其原因主要是收益率较高,且风险较小,而其他类型的基金要么要承担较大风险,要么收益率较低。

3. 成长收入型基金

这种基金,顾名思义,即它把成长和收入作为基金的投资目标。这种基金在一般的情况下以成长为重,收入次之。它通过投资于可带来收入的证券及有成长潜力的股票来达到双

重目的。为了顾及收入,基金所投资的股票,往往要求能够分配股利,在这一点上与成长型基金有较大的差别,成长型基金往往投资于有成长潜力的股票,而对股利的多少则较少注意。成长收入型基金是成长型基金中派生出来的,可以说是一种极为保守的成长型基金,它较为适合资金不多,经不起蚀本,希望资金能够不断增长,也希望有若干当期收入的小投资者。

4. 积极成长型基金

积极成长型基金有时也被称为绩效基金。它的主要目标在于尽可能争取资本的快速增长。因此,它所承担的风险也比较大,又有人将其称为风险基金。这种基金往往将资金投资于小公司、新公司、高科技公司,或是一些根据股价判断几乎还没有获利的公债。有的积极成长型基金还进行保证金交易,这样风险就更高了。积极成长型基金所投资的高成长潜力的股票或其他证券,通常付很少的股利或根本不付股利。

个人进行积极成长型基金的投资,由于其特点所决定,也许可以很快就赚了一大笔钱,但是也有可能在一夕之间就变成一个身无分文的穷光蛋。因而投资者在进入积极成长型基金时,必须了解这类基金的投资目标是资本利润而不是收入。由于这种基金的波动性比较大,所以了解基金的经理的投资能力,了解基金在股市空头时的表现,是投资者在购买基金的受益证券前必须考虑的。

一般地说,积极成长型基金由于可以分散投资风险,所以在投资组合中,即使有一两家股票迅速滑落,也不会招致太大的损失。这类基金是投资人进行高潜力投资计划的很好的方向。

就积极成长型基金的整体来看,在股票市场的行情看好时,这种基金大有可为。但是,当股票市场行情下跌时,这种基金就面临着更大的风险,因而许多有远见的投资者,在股市行情下跌时,往往将其资金投资到货币市场基金中去,以保持资金不受损失。

5. 平衡型基金

这种基金是指对其资金的投资采用较为保守的方法,将它们投资在不同工业的不同公司的债券、优先股和普通股上。这种基金一般将 25%~50% 的资金投资于优先股及债券,其余的投资于普通股,以确保投资资金的安全性。有一些平衡型基金的投资组合中优先股及债券和普通股各占一半。无论市价下跌或上升,基金的资本价值都不会有很大的变化。平衡型基金的主要目的是从其证券投资组合的债券中得到适当的利息收益,与此同时又可以获得普通股的升值收益,这对于希望收益和增长都能得到的投资者较有吸引力。从这一点来看,平衡型基金有的似乎像前面介绍的成长收入型基金。所不同的是,成长收入型基金的投资对象仅限于股票,而平衡型基金的投资对象不仅是股票,同时也分散投资于债券。在美国,大约有 25% 的开放型基金采用平衡型基金的形式,这类基金的代表是波士顿创办的基金——伊顿和霍华德平衡型基金和乔治·普特纳姆平衡型基金。

平衡型基金的特点是风险比较低,特别是在股市行情下跌时,它的保值能力往往比专门投资于股票的基金好。

6. 特殊性基金

有些基金专门购买某行业、某企业、某产品生产者或某种收益证券,这种基金主要是为

了吸引对某种特定行业有兴趣的投资者。一般地,特殊性基金分散风险、分散投资的程度小于其他的投资基金。因而,具有对某一特定行业有兴趣的投资者会投资于特殊性基金,在过去较长的时间内,特殊性基金并没有引起人们的兴趣,因为投资者选择基金的一个重要的目的是多元化的投资,分散风险的投资。而特殊性基金并不能满足投资者的这一要求,特殊性基金业务兴旺的年代大约在 50 年代后期和 60 年代初,但在此之后,由于新的投资工具的崛起,人们的投资机会越来越多,特殊性基金在现在已经不是共同基金的主要形式了。

二、共同基金按照其投资对象不同, 可以将它划分为货币市场基金、债券基金、 认股权证基金、普通股基金和黄金基金

1. 货币市场基金

货币市场基金是开放型基金的一个主要特征,货币市场基金一般把筹集到的资金用于购买一般的信用凭证。在美国,货币市场基金持有的证券主要有短期国库券、其他联邦政府和代理机构证券、国内银行存款单、主要国内商业票据和银行承兑汇票、欧洲美元存款单等。

货币市场基金的优点是风险比较低,资金的流动性比较高、弹性较大、比较安全、清偿能力比较有保障、有价证券的投资收益比较多。除此之外,货币市场基金还具有以下几个方面特点:第一,其证券发行的最低价格为 500~1000 美元;第二,每天都公布和复合股息;第三,没有销售佣金;第四,一般是通过电话提款;第五,股份的偿还比较缓慢。

货币市场基金在美国极为盛行,在其他国家也有较大的影响。货币市场基金是在 1971 年 11 月开始进入美国的资本市场的,当时美国的利率高涨,政府、金融界、产业界筹集资金都避开长期负债,而以短期负债为主。由此,作为短期而高利率的金融商品如政府短期证券、银行大额可转让存单、商业票据、企业短期融资券等大量地涌入市场。尽管这些金融商品有比较高的利率,并且期限短,风险小,看似对投资者比较适应。但是由于这些商品通常买卖单位都在 10 万美元以上,买卖的单位比较大,一般投资大众不可能有如此大的资金进行投资。针对这种情况,当时一些投资公司抓住时机,发售一种单位比较小的大众化的金融商品,这种商品一般以 1000 美元为一个单位,把筹集起来的资金投资于各种短期证券,于是便产生了货币市场共同基金。70 年代末期,国际金融界的重大事件即是以所谓“自由化”为核心的“金融革命”,即利率自由化。金融体制的自由化使货币市场基金出现,这一事件被称为是美国金融革命的导火线。这是因为货币市场基金在本质上是一种货币金融商品,证券界经营货币市场基金,实际上渗透进了银行业务领域,从而打破了银行与证券界分工的壁垒。另外,货币市场基金属于利率自由的金融商品,它的发展直接促进了美国利率的自由化。

货币市场基金出现后,就得到很大的发展。到 1974 年资产额即增长到 17.2 亿美元,1978 年即由 1977 年的 38.9 亿美元增加到 108.6 亿美元,这主要是由于 1978 年的利率较高所引起的。到 1982 年,增加到 2320 亿美元,占当时开放型的共同基金资产总额的 77% 强。

通过表 3.1.5 我们可以进一步了解美国货币市场基金的发展及其平均收益率的情况。

表 3.1.5 货币市场基金发展

单位:亿美元

年份	基金数量	总纯资产	全部基金平均收益率
1974	15	17.2	~
1975	36	37.0	5.6%
1976	48	36.9	4.8%
1977	50	38.9	5.8%
1978	61	108.6	9.2%
1979	76	452.1	12.7%
1980	96	744.5	15.6%
1981	159	1819.1	15.6%
1982	281	2320	~
1983	307	1625.5	~
1984	329	2097.3	~

货币市场基金常被认为是无风险或低风险的投资。在利率高、通货膨胀低的时期,往往能为投资者带来财富,不过,在利率低落时,货币市场基金的获利就不如其他的基金。

货币市场基金表现的好坏是以收益率来衡量的,一般来说货币市场基金的收益率会比其他金融机构的各种现金投资工具获利高一些,货币市场基金的收益率在美国每周都会刊登在《华尔街时报》和各地报纸上。

货币市场基金近年来出现了一种新的形态,即免税货币基金,投资于这种基金的收入可以免税,免税货币基金的收益率通常比普通货币市场基金低。

通常,基金付给投资者的利率每天都在变动,每个基金 7 天公布一次,登在报上。投资者可以比较不同管理公司的不同基金利率,选择一个适当的基金投资。投资者在选择货币市场基金的时候主要应考虑的是基金的资产多少、平均到期时间的长短、基金成立的时间长短、这些情况一般都可以从基金的公开说明书中找到资料。

2. 债券基金

是指共同基金将其资金投资在债券上,以期获得固定收入。因为大部分的债券都属于高级别的债券,因而这种基金的收益率比较低、较为稳定,参加这一基金的投资者大都属于保守的投资者。债券基金按其投资的债券分类,又可以将其划分为政府公债基金、公司债券基金和市政公债基金。

(1) 政府公债基金,是债券基金中的一种。政府公债基金一般把筹集到的基金投资于政府发行的各种公债,包括国库券、政府公债以及政府机构发行的各种债券。这些债券都直接

或间接地由政府担保。

由于这种基金的投资对象有政府的担保,所以比较安全。政府债券作为一种投资对象有其优点,也有其不利的地方。由于政府有可靠的能力来按期偿还已发行的债券,因此这种债券的质量比较高,不会使投资者感到有到期不能还本的危险,政府也不会对到期债券应付的债息有所拒付或拖欠,因而,投资于这种债券是比较安全稳定的。政府债券有较为广泛的现成市场,买卖非常活跃。特别是在机构投资者之间,交易更是不断发生,所以债券持有者如果需要资金,很容易把它销售出去,其流动性和可卖性都是比较高的。但是基金的股份仍然是会波动的,这是由债券本身的特点所决定。债券的本身价值并不是不变的,对它影响最大的就是利率。这是因为债券的债息率是比照发行时市场的利率而规定的。如果定得较低,就会使债券无人购买;如果定得偏高,当然债券的销售就比较方便,但这会增加发行单位的负担。因而债息率总是以市场利率的高低为标准来加以确定。在市场利率较低时,债息率一般也定得比较低,这对发行债券的单位来说是有利的,因为,发行单位支付债息的负担可以轻一些,反之则对债券的发行单位不利。可是市场利率受许多因素的影响,而经常处于变动的状态,不是债券发行单位可以控制得了的。债券在市场上的交易是以贴现的方式进行买卖的,要使债券在市场上卖得出去,必须提高贴现率而使债券价格降低,如果这时的债券持有者出售债券,那么他必然要遭到损失。如果当前市场利率较债券原定的债息率低,则债券的交易将因降低贴现率而使债券的价格升高。倘若这时债券持有者出售债券,他可能在买卖价格的差额上获得资本增益。由此可以看到市场利率的变动对债券的价格是很敏感的,会因此造成债券价格随利率的变动而不断起伏。一般地说,利率如果下降,债券的价格就上升,基金的股价行情也就看好;利率如果上升,债券的价格就下降,基金的股价就有跟着下降的可能。政府公债的投资人目的在于能够使其投资本金不受到损害的情况下,寄希望于基金管理公司能够抓住最好的投资时机以获得最大的利润。

(2)公司债券基金,通常是指那些将筹集到的资金的60%投资于公司债券的共同基金,投资于公司债券的优点是基金的收益率比政府公债基金高。基金往往将其分散于各种债券,有望减低投资风险。但也有其缺点,当利率上升时,购买力减少,从而有蚀本的风险。

公司债券基金的这些优缺点与其投资对象是密切关联的,因而了解公司债券的优缺点是了解公司债券基金不可缺少的一个环节。公司债券是一种由私营公司组织发行的长期债务凭证,相对于政府发行的债券称为公债而言,它是一种私债。公司债券的优点是:与股票比较而言,它的本金安全度比较高,收入也较稳定,与政府的债券比较而言,公司债券的收益比较高。另外,由大公司发行的公司债券,凭着它们实力雄厚、盈利较高而且比较稳定,为投资者所信任,因而,公司债券的流动性也比许多州和市的债券要大,投资者如急需资金,这种债券容易在市场上出售。但是,公司债券也有其缺点:首先,与其他固定收入的债券一样,公司债券也容易受到利率变动的影响,利率的升降会引起的债券价格的变动,如果基金组织买卖不够及时,可能会使投资者的本金受到损失。如果只买进不卖出,等到期时收回本金,则没有得到资本增值的好处。其次,公司债券与其他固定收入的证券一样,对由于通货膨胀带来货币购买力降低的风险要比不固定收入的债券要大,那些收入不固定的证券如股票,在通货膨胀时期,其收入可以相应提高,虽然不一定能够和通货膨胀率提得一样高,但至少可以

减少购买力减低的部分损失,因而投资公司债券基金的投资者在通货膨胀的情况下,有可能因为购买力的减少,而损失本金。第三,有些较低等级的公司债券,因企业经营不善和信用不良,本金并不十分安全。第四,公司的债券往往有“购回条款”的规定,虽然由于市场利率降低而使债券的价格上升,但有“购回价格”的限制,使价格不能升到应有的高度。债券如果在到期前被迫赎回,债券持有人要受到一定的损失。虽然共同基金可以得到买回溢价来弥补这种风险,但有可能得不偿失,何况共同基金在这时收回本金,正值市场利率较低,用以再投资只能得到比较低的收益率,从而影响共同基金的声誉,也影响投资者的收益。

从总体上看,投资者投资于公司债券基金时应特别注意的是利率的走势和通货膨胀的走势。除此之外,由于公司债券是分等级的,因而,对于公司债券的等级、基金的投资策略及风险的大小也必须有所了解。

投资者个人对公司债券的还债能力的分析,恐怕依靠个人的能力是难以进行的。如果自己缺乏这种知识和分析技巧,可以参阅证券服务公司所提供的公司债券的评级。在美国,两家知名的评级公司是摩迪公司和司登达玻尔公司。这两家公司既为地方债券评级,同时也为公司评级,评级的标准是债券的质量,也就是债券风险的大小,如果级别较高,其上涨的可能就大,相反,则可能跌价。这两家公司对二类债券的评级所使用的符号和标准基本上是一样的,分为九个等级,前面的四个等级普遍被认为是投资级债券,拖欠的机会不太大。不过在“摩迪”的 Baa 级和“司登达玻尔”的 BBB 级以下的债券,被认为含有投机因素,拖欠的可能性就增大。B 级中的 Ba 和 B,与 BB 和 B 两级,拖欠的机会就更大了。在正常的情况下,这种拖欠往往发生在经济衰退时期。不过也还存在着一些收回本金和取得利息的机会。债券一旦跌到 B 级以下,被列为 C 级的各个级别,则可直率地称为投机性债券,伴随着所有各种风险。

每个公司债券基金都有不同的投资策略,有的基金把大多数的资金投资于 A 级以上的债券,有的则宁可冒更大的风险,把很多资金投资于所谓的垃圾债券,以求取更高的报酬。投资者在将钱财投入基金时,应先阅读其公开说明书,因为这些投资策略都载于公开说明书上。

(3)市政公债基金,是指共同基金将其所筹集的资金投资于州政府、市政府发行的公债。市政公债基金的特点是这些证券所支付的利息可以免交联邦所得税。投资本金是安全的,收入也比较稳定,因此,对于收入档次高的个人和机构投资者都很有吸引力,可以获得比需交税的联邦政府债券及其他交税证券较高的收益,它所承担的风险要比普通股票小得多。但是这并不等于说投资于市政公债基金就没有任何风险。投资于市政公债基金的风险除受利率变动的风险外,另一个风险即是公债发行单位的偿债能力。如果市政府的财政情况不佳,政府偿还公债的本息就可能会出现困难。1975 年纽约市政府财政发生困难,“调整”它的债务,把利率较低或延付利息和延长到期时间的新债券来调换旧债券,虽然这不明说,但实际上是债券的违约拖欠。在 1978 年和 1979 年,俄亥俄州克利夫兰市也曾产生过为一些大银行所持有的该市发行的债券拖欠的情况。

尽管市政府拖欠违约的情况极少出现,但对于投资者来说,了解它们的偿债能力总是有利于个人投资的。市政公债的还债能力大部分取决于税收,因此首先必须观察税收的基础

是否稳定。税收基础要受经济的各种因素的影响,当前的情况以及今后的增长趋势;此外也会受其他因素的制约,如人口的变动,发行单位的财政状况及其前景,过去的债务负担的轻重,还债情况如何和采取何种还债的政策等等。当然对于这些情况了解与分析仅凭个人的能力是难以完成的,对于市政府的还债能力的分析,实际上可以通过我们上文“公司债券基金”里面所介绍的摩迪公司和司登达玻尔公司对证券的评级来了解。

对于投资者来说,投资于市政府债券基金最关键的问题是了解基金的投资策略,这些投资策略可以从公开说明书中了解到。因为对市政府债券基金的投资策略正确与否将使投资者遭受风险或者会使基金的收益率有较大提高。

3. 认股权证基金

是共同基金的新兴品种。认股权证是股票发行公司制造出来的一种凭证,持有这种凭证的人可以在认股权凭证的有效期限内以特定的价格认购一定数量的该发行公司的普通股的股票。认股权证基金就是专门投资于认股权凭证的共同基金。因而对认股权证基金的分析就离不开对认股权证本身的认识。

在全球各地的认股权证中,以日本的发行规模最大,日本公司在国内以日元、美元、英镑及法郎等不同的货币发行附有认股权证的公司债券,利率远低于一般的债券利率,而以认股权证作为补偿,使公司可以用较低的成本筹得所需要的发展基金,有利于公司获利,并带动股价,当股价超越认股权证订明的行使价格后,投资者便可在有效期内行使认股权,购入指定数量的股票。

认股权证的价格是以公司债券单位面额的百分比来表示的,每一项认股权证都有一个理论价格,其计算公式为:

$$\text{理论价格} = \frac{\text{市场价格} - \text{行使价格}}{\text{行使价格}} \times \frac{\text{行使汇率}}{\text{市场汇率}}$$

由于行使价格、行使汇率在认股权证发行时便已确定,所以当股价或货币升值时,认股权证的理论价格便会增值。一般来说,认股权证在市面上的实际交易价格往往有别于理论价格。交易价格高于理论价格称为溢价,低于理论价格称为折价。溢价反映了投资者对于行使期间内未来股价上涨的期望值,以及认股权证本身的杠杆效益。

认股权证对投资者的最大吸引力,在于其能带来的杠杆效益。而要了解杠杆效益就必须了解认股成本,其计算公式为:

$$\text{认股成本} = \frac{\text{公司债券单位面额} \times \text{认股权证价格} \times \text{市场汇率}}{\text{行使的总股数}}$$

$$\text{杠杆倍数} = \frac{\text{市场股价}}{\text{每股认股成本}}$$

市场价格越高于行使价格,杠杆倍数越大,杠杆效益就越高。投资认股权证必须有承担风险损失的心理准备,而选择认股权证基金是利用这种投资工具获利的最佳办法。

4. 普通基金

是指共同基金将其大部分的资金投资于普通股股票。它们也偶然购买一些短期政府债券和商业票据。对普通股基金的管理可以采取保守的办法,也可以采取积极进取的办法,这一般是根据市场的状况来决定的。对基金证券管理政策可采用成长型的,也可采用收入型

的。甚至可以采用成长收入型的。普通股基金的范围很广,有的几乎只投资于高流动性的热门股票,也有的投资于新的不稳定的股票。有一些较冒险的普通股基金会运用各种手段来加速资本的增值,它们很有可能会获得较高收益。因为许多投资顾问去买卖证券时运用并依赖于技术分析。为了运用财务杠杆来获得投资收益,这些基金组织往往借入资本(除股东投资以外的资本),然而当市场下跌时,其所持证券价值会迅速下跌,显然选择经营普通股基金的投资者,必须能够承担较高的风险。

5. 黄金基金

是指共同基金将其资金投资于金矿公司的股票的共同基金。黄金基金的特点是比较直接拥有黄金的风险要来得小,特别是在通货膨胀、货币贬值而黄金市场看好时,金矿公司赚钱,投资者也因此可以分配股利。另外,基金分散投资于各国的金矿公司,这是个人直接拥有黄金所办不到的。所以这种基金在通货膨胀时,特别适合于投资者。

在美国的黄金市场上,黄金基金在 1986 年以前,表现并不是很好。自 1986 年后开始有所起色,1987 年上半年表现更为突出,至当年 6 月份为止,黄金基金的成长是 95%,而同时期的道·琼斯指数仅上涨了 32.2%,标准普尔 500 企业指数涨幅也只有 25.5%。但这种情况持续的时间并不很长,到了下半年,黄金基金又陷入疲软盘整的局面,究其原因,黄金基金是一种特殊性的基金,尽管有诸多好处,但它的一个根本的缺陷,正如我们前面在谈到特殊性的基金所谈到的一样,它不能分散投资,这与投资者投资共同基金的目的是相违背的。

三、共同基金按投资国别而分,可以分为国内基金和国际基金

1. 国内基金

是指共同基金的资金筹集、资金来源,以及对资金资产的运用都在一国境内,其特点是所有有关基金的行为都发生在一国的国内。

2. 国际基金

是指共同基金将其资金投资于外国的股票和债券。国际基金有时是以某个国家的证券市场为特定投资对象的一种跨国基金投资,人们又称之为国家基金或海外基金。投资者借助于国家基金可以分散投资风险,提高投资收益。如香港新鸿基基金 1989 年 10 月底投资组合中 52.7% 在香港,21.5% 在日本,15.4% 在马来西亚,6.5% 在新加坡,3.9% 在澳大利亚。美国富达公司经营的基金中有远东基金、东方基金等。相反,有些国家为了积极吸收外汇基金,在国外纷纷建立基金,吸收外国投资者间接投资于国内的各种金融工具,如印度基金、韩国基金、加拿大基金等。共同基金所筹集的资金只限于购买这个国家的证券。我国在上海推出的“上海基金”也属于这一类。

国际基金 80 年代初,它在以美国为主的发达国家证券市场上逐渐盛行,并成为发达国家共同基金中发展比重最大的一项业务。80 年代中后期,由于发展中国家,特别是新兴工业化国家和地区的股票市场价格走向受纽约股票市场的价格走向的影响越来越小,为了分散投资风险,从发展中国家的快速经济增长中谋取股票投资高收益,面向发展中国家的各项国家基金开始在发达国家证券市场受投资者的欢迎。至 1990 年 4 月止,专为发展中国家设

立的这类国家基金约为 120 多个,估计在 1986~1989 年的四年中,已有近 50 亿美元的资金通过国家基金,从欧、美等发达国家的股票市场流入发展中国家的股票市场。对发展中国家来说,创建基金成为吸引外资的一个最快捷灵便的新渠道。

一般来说,发展中国家的股票市场是不允许外国投资者直接进入的,国家基金不只是外国证券经纪商打入发展中国家股票市场的唯一手段,也是外国投资者绕过发展中国家外汇管制,间接进入发展中国家资金市场的唯一途径。国家基金最初都是由发展中国家的中央银行直接出面发行。近年来,随着国家基金数量的增长,国家基金的投资对象日益增加,发行者和经营者也开始呈现多样化。现在有不少发展中国家的国家基金是由一些国际著名的大证券公司参与发行与经营的。

正是由于国际金融公司的积极参与,才使得某些国家(地区)基金在国际金融市场上成为抢手货。80 年代中期的韩国基金、台湾基金和 80 年代后期的泰国基金、葡萄牙基金都曾因其丰厚的收益率而倍受国际投资者的青睐。1981~1987 年 10 种韩国基金的平均价格升幅高达 51.61%;1987~1988 年,两种葡萄牙基金的平均升幅为 13.2%。1985~1988 年,9 种泰国基金的平均升幅为 6.27%。不过也有一些国家基金的收益水平不佳,尽管如此,这些国家基金,仍然引起了国际投资者的注意,并为发展中国家发展本国的投资信托业和提高金融业务管理水平积累了宝贵的经验。

在发展中国家的国家基金业务中,亚洲环太平洋地区表现尤佳。根据国际货币基金组织 1989 年度的统计,1987~1988 年底,泰国、韩国、印度、马来西亚和台湾就占有国家(地区)基金发行总额的 55%,上市资本金额的 80%,国家基金发行总个数的 73%。自 1988 年以来,亚太地区掀起了一股国家基金热,进入 90 年代仍有方兴未艾之势,随着国内经济的强劲增长和股票市场的迅猛发展,泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、印度等国的国家基金发行数成倍增长。1988~1990 年 5 月,泰国总共发行了 22 个国家基金,印度总共发行了 3 个国家基金。1989~1990 年 5 月,菲律宾总共发行了 5 个国家基金,马来西亚总共发行了 11 个国家基金,印度尼西亚总共发行了 13 个国家基金。至目前为止,上述国家基金的发行绝大多数集中在美国纽约和英国伦敦等地。

目前,亚太地区国家基金的投资者可以分为三个层次:第一层次是欧、美、日的跨国证券公司,它们为了追求新兴工业化国家证券市场的高收益,以香港和新加坡为基地纷纷进军泰国、马来西亚、菲律宾、印尼等国;第二层次是金融自由化程度比较高的香港、新加坡和马来西亚,它们既是国家(地区)基金的受益者,也是国家(地区)基金的资金来源;第三个层次是资金大量剩余的台湾和韩国,它们为了拓展金融管理业务,正在推行金融国际化。目前,中国台湾省已有多家金融机构的共同基金形成经营对外投资业务,韩国也正在积极发展对外共同基金,以获取亚洲邻国的证券投资收益。

在投资范围和品种结构上,海外共同基金既有某个地区的综合性基金,又有单一市场基金,而且又从单一市场基金发展到行业基金。例如以前只有日本基金,现在发展有日本通讯基金、日本科技基金,以及日本小型企业基金等;另外,基金在单个扩散向纵深发展的同时,又以基金的基金等形式向综合型发展,以便让投资者在不同国家和地区之间有更多的选择和更为灵活的安排。

国际基金的缺点是,由于国际基金是跨国的投资,因而万一本国的货币升值,即使外国的股票涨价也会被升值所抵销,有时甚至因为升幅大,反而赔钱,投资于国际基金往往不是根据外国股票的升降来衡量其投资能否赚钱,这种投资与汇率、利率有相当大的联系,同时国际基金的操作费用也相当高。

四、案例 :世界上最成功的基金——量子基金

“量子基金”是索罗斯于 1979 年正式定名的一个投资基金,它恐怕是自本世纪以来世界上最有名,也是效益最好的基金。它的前身是“索罗斯基金”,在“索罗斯基金”之前是一个成立于 1969 年的名叫“双鹰基金”的小型投资基金。

如果从 1969 年“双鹰基金”算起,到 1997 年为止,在短短的 28 年时间内,它就从最初的 400 万美元的经营资产规模扩展到了 120 亿美元的规模。自“量子基金”成立以来,除了 1981 年赔钱和 1994 年稍有亏欠以外,其余 26 年都为投资者赚进了大把大把的钞票,平均每年的回报率达 35%,其投资功力普获好评,令世人瞩目。

“量子基金”是美国最早那批海外基金的一个,它主要适用于国外的投资家。当时,绝大多数其它海外基金都受到美国法律的限制,最多只能容纳 99 个成员,并且一般要求投资金额至少要在 100 万美元以上。它同时又是一种赌注基金,它让有钱的富人来合伙投资,这些人愿意用他们的钱来冒那些难以估料的风险,以便获得可观的回报。索罗斯基金的债券出售时间很短,购买时需办理非常复杂的金融文件,且购买金额巨大——这种方法不适于一般的投资者。

索罗斯和一部分其他的基金会的头头打破了一般投资的常规,把这种策略运用到美国之外的股票市场。

让资金在全球范围内流动,不仅在股票,而且在期货、外汇方面。这样一来,就使得金融市场的总体方面大为改观。据一个交易日的平均统计,索罗斯的基金每日卖出买进的有价证券就达 7.5 亿美元之多。

他取得的成果无法不使世人感到吃惊。如果某人在 1969 年当索罗斯建立“量子基金”时投了 10 万美元,并且把红利又继续用来投资,那么,到 1994 年他或她就可能使其资产达到 1.3 亿美元。

每年的回报率高达 35%。靠一笔非常小的资金就获得了如此巨大的回报,人们肯定会认为这超乎常规。如此巨大的金额变化必定会震惊华尔街,震惊全世界。

索罗斯“量子基金”的股票每股在 1969 年的售价是 41.25 美元,到 1993 年年初它就达到 21543.55 美元。

同时,“量子基金”一直都支付巨额资金来进行现款分红。到 1994 年 6 月,它每一股股票的价值已达 22600 美元。要想成为量子基金会的一名成员,一个人必须得投资至少 100 万美元。按照可靠的统计资料,索罗斯个人至少拥有“量子基金” $\frac{1}{3}$ 的股份。

索罗斯并不是靠“传统古老的方式”来获得这笔钱的。19 世纪美国的工业巨子,像洛克菲勒和卡耐基这样的实业家,他们是靠开办实体,通过制造钢铁或石油来赢得他们的财富

的。乔治·索罗斯既不拥有,也没有管理这样的公司。他也没有任何其他的势力基础。他的特长是利用巨额资本在金融市场上灵活运用来赚取大量的金钱。

为什么索罗斯在1979年要把他的“索罗斯基金”改名为“量子基金”呢?他本人当时的解释与以后的解释有所不同。他当时的解释是,由于基金规模的扩大,基金原班人马需要充实,公司需要改组。在基金的经营管理上,他和当时的合伙人吉米·罗杰斯存在分歧。他向罗杰斯提出了一套三步骤的改革方案。第一步就是他和罗杰斯一起建立一支团队,假如这一点办不到,第二步就是他来独立建立一支团队;假如这样也行不通,就由别人来建立团队,他不插手。这就是他们当时实行的做法。他首先把基金的名称改为“量子基金”,以做准备。他说之所以要改为“量子基金”,是为了庆祝基金规模的大幅成长,同时他正好迷上量子力学中的海森堡测不准原理。这一原理认为:在量子力学里,要预见亚原子粒子的行为是不可能的,这刚好吻合了索罗斯的信念——市场总是处于不稳定的波动状态。他相信,通过预测明显的行为来赚钱是不可能达到目的的,资本交易只能靠赌。后来,在他老朋友拜伦·韦恩对他的一次访谈中,他又承认当时之所以要更名为“量子基金”,主要目的是想把他的名字去掉。他不想太引人注目,因为树大招风。

按照拜伦·韦恩的说法,索罗斯的“量子基金”大致可以划分为以下六个发展阶段。

(1)1969~1978年的对抗时期。在这段时间中,索罗斯和吉米·罗杰斯联手与整个金融世界对抗。一般由吉米·罗杰斯进行市场分析,由索罗斯提出修改意见并拍板。罗杰斯是位优秀的分析师,此人工作勤奋,并且能领会索罗斯的思想架构和投资哲学,他们合作很默契,所以,投资效益非常可喜。这一时期是“量子基金”奠定雄厚基础,寻求稳步发展的时期。

(2)1979~1981年的大起大落时期。这是一个“量子基金”出现高速成长,同时也出现危机的时期。1978年“量子基金”实施了第一步的改组计划,索罗斯准备与罗杰斯联手,一起建立一支高效率的管理队伍,但到了1980年,这个计划也没有产生良好的效果。于是,他和罗杰斯分手。“量子基金”由索罗斯独立经营。分手之后,索罗斯有意放松了以前进行投资操作时所采取的制约机制,但具有讽刺意义的是,基金的表现竟然好得惊人,此后两年,“量子基金”的资本几乎每年增加一倍。在这两年内,基金从1亿美元激增至4亿美元。

由于基金规模的扩大,责任也随之增大,索罗斯辛劳备至,又缺少人手,索罗斯想自己组建一支团队,即实施他入组“量子基金”的第二种方案。这第二种方案触发了1981年的危机。1981年9月,索罗斯从第一线退下来,把“量子基金”的资金交由别的代理人经营。

(3)1982~1984年的空白时期。1981年9月,索罗斯把基金的资产套现,成立所谓“综合基金”。他打算把基金的部分资金交由代理人经营,他只负监督之责,不再积极参与经营。在这段时间中,索罗斯找了一些经营代理人,但情况都不令他满意。从1982年至1984年,索罗斯采取的这种经营方式并没有取得预期的效果,“量子基金”业绩平平,是一段最没有生气的时期,所以拜伦·韦恩把这段时期称为空白时期。

(4)1985~1986年的“即时实验”时期。为了从学术立场重新投入投资,索罗斯决定撰写一本关于他个人投资方法的专著,于是他开始进行他所谓的“即时实验”。他的想法是在决策进行过程中就把其中详情即时记录下来。由于他把投资视为一种历史性的过程,因此

他觉得这种实验非常恰当。这可以称为一种科学实验,也许可称这为“炼金术”实验,原因是他希望进行实验这个事实可以影响实验结果,也希望这种影响是积极的,结果他的希望如愿以偿。之后,“量子基金”又有另一个爆炸性的成长时期。所以,虽然这实验不能根据科学的标准证明他的理论,但根据理论本身提出的标准而言,这理论是合理的。索罗斯的重要看法之一是理论和实验足以影响它们涉及的主题。于是,他在1985年展开了他的即时实验。

这一时期也可以被称为索罗斯单独重返金融战场的时期。

说明“即时实验”的最好例子恐怕是1985年9月的广场饭店协议。这项协议对索罗斯和他的“量子基金”来说都是一个了不起的胜利。这项实验的结果使“量子基金”在短短的15个月内增值了114%,这对著书立说的乔治·索罗斯来说也是一个最高的殊荣。

现在让我们来谈谈广场饭店协议的情况。当年9月22日是个星期天,五大工业国家财政部长(编者注:即美国、日本、西德、英国和法国五大工业化国家)在广场饭店会晤,由于1980年代初期非常强势的美元已经强过了头,于是五国达成协议,决定让美元贬值。广场饭店协议显示,汇率自由浮动制度已经走到尽头,取而代之的是所谓“肮脏浮动”(即管理浮动汇率制度)。原来的模式既然已经被打破,新游戏规则于是登场。索罗斯当时觉得,他们采取的是必要的步骤,也察觉到这件事的重要性。虽然当时他超买了日元和西德马克,但他继续跟进,更大规模地超买。然后他停手,之后又再买进。他本来已经有投资部位,但还能够有本钱继续增加投资以便发出最致命的一击。结果他的部位变得非常大,得到的报酬也相当可观。

(5)1987~1988年的股市崩盘时期。1987年10月,索罗斯发现日本股市的利率达到了48.5点,而与此同时英国只有17.3点,美国为19.7点。但在索罗斯看来,这却是东京股市的不祥之兆,他知道东京地价在狂涨,货币与房地产已失去了平衡,同时他也坚信高利率与低红利难以维持下去。

他还了解到许多日本公司,尤其是银行和保险行业公司,把大部分资金都用于购买日本其他公司的股票,有些公司甚至借债来增购股票。虽然由于东京股市的繁荣,这些公司的财产都有了不同程度的增加,但这一切都是表面现象,一旦出现风吹草动,一场大的灾难就会降临。参照自己的反应理论,索罗斯敏锐地感觉投资者的狂热已到了难以控制的程度。他感觉到日本股市将要崩溃。由于日本股市的成交量占了全世界成交量的36%,这种灾难必将波及整个世界。索罗斯对东京股市越来越悲观了:“东京股市不可能再有转机了,人们对市场的估价已远远高于它本身的价值,即使是缓慢的回落也已不可能了。一场大崩溃很可能就要降临了。”

不过,据索罗斯估计,如果日本股市崩溃,对美国股市的影响不会太大,因为公众对美国股市的估价还没有达到象对日本的那种离奇地步,他也看到过华尔街的一些举动有发展成为日本股市效应的势头,但他并不为此过份担心,不久,他就将他在东京股市的几十亿美元的资金转入了华尔街,对于美国股市,他始终很乐观,他说:“美国股市只是近期才出现盲目乐观的势头,它仍能够以一种温和的、合理的方式遏止住这种势头。”

索罗斯当时认为,日本经济完全笼罩在一种泡沫经济中,他觉得问题首先会出现在日本,所以,他在市场上抛空日本股票,而在美国市场超买。

然而,受到打击的是美国市场,日本市场得到政府当局的支撑,所以没有崩盘。因此他在日本的空头部位就成了沉重的负担,他被迫结清他的超卖部位,以免要增收押金。于是他很快脱身,原因是他的原则是先求生,再谈赚钱,结果“量子基金”在几天之内亏了不少钱。

事实归事实,这场灾难的确使索罗斯 1987 年的利润消耗殆尽,灾难过后一星期,“量子基金”的资产净值下降了 26.2%,跌至每股价格 10432.72 美元,这个数字比美国股市的 17% 跌幅还要大。还有报道称自 10 月 8 日以来,量子基金会资产净值下降了 31.9%,而索罗斯本人则损失了 1 亿美元。

令人难以置信的是,到 1987 年底,“量子基金”的资产净值仍增加了 14.7%,达到了 18 亿美元以上。的确,10 月份的这场灾难对于索罗斯在华尔街的领头羊地位只不过如碧波里泛起的一点涟漪而已。

1988 年 9 月,索罗斯找到了新的资金管理人,斯坦利·德拉肯米勒进入“量子基金”,“量子基金”进入新的调整和稳步发展时期。

(6)1989~现在的斯坦利·德拉肯米勒主政时期。从 1988 年开始,索罗斯把大部分精力转移到了前苏联和东欧事务上。由于当时欧洲革命开始升温,他无法仍留在第一线进行实际操作,他把“量子基金”的日常经营工作交给了德拉肯米勒和他在 1988 年新组建的经营班子。新班子负责排选股票,德拉肯米勒负责客观投资,但乔治·索罗斯仍是老板。

德拉肯米勒在“量子基金”的头一年,表现不如他预期的理想,他觉得这都怪索罗斯常常在公司出现,使他觉得受到掣肘,也让他觉得不自在,以致无法施展,他开始觉得沮丧。但他和索罗斯之间并无冲突,只是他对自己不满意,他也不隐瞒他的感觉。因此到了索罗斯因为东欧事务分身不暇,不能常到公司时,索罗斯就让他全权负责。事实上索罗斯本来就有此打算,但索罗斯还是比较正式地向他授权。这一点对他很有帮助,在此以前,当他表现好时他才会觉得他在名正言顺地管事,表现欠佳时,就不认为是他的责任了。到了德拉肯米勒真正接管后,他们建立了一种类似教练和球员之间的关系,这种关系一直都非常成功。索罗斯是教练,德拉肯米勒和其他球员可以去找索罗斯听听他的建议,并让他了解他们的看法。

这样一来,他们不再觉得索罗斯会干预他们,更不会认为他从他们手上把球抢走然后自己带着球跑。索罗斯认为这是一种很有用的作业方式。他也负责分发他们红利,公司盈利保留给这支经营团队,由索罗斯来决定每人应得多少。这也很重要,因为这可以使他们明白,索罗斯仍很关心公司的长远发展。他们觉得索罗斯是一个公正的裁判,立场不偏不倚,他们就可以创造很好的团体精神。索罗斯也负责公司的全盘策略,包括决定是否成立新基金,取消现有基金,或进入新的经营领域等。

“量子基金”在德拉肯米勒的主政下,除了 1992 年在英镑危机中取得举世瞩目的巨大成就外,从 1991 年至 1993 年连续三年都取得了可喜的成绩。可以说这是“量子基金”的另一个巅峰期。

1994 年是量子基金成立以来表现次差的一年,但量子基金仍有不错的盈利,经过三年大涨的情势之后,这样的成绩已算不俗。往往在重要的一击后,不免要把部分既得的成果回吐出来,这一次当然也不例外,只是回吐的部分远不如 1982 年和 1987 年那两次大。1995 年事实上比 1994 年艰难多了,1995 年刚开始,“量子基金”亏损了 10%,但在 1995 年之后,

又有明显的回升。目前,由于“量子基金”在索罗斯的统领下,全体人员通力合作,“量子基金”的经营业绩比过去任何一个时期都更加令人满意。

“量子基金”资产增长情况:

1973年(当时名为“索罗斯基金”):资本额为1200万美元,年底结算,增长8.4%,资金额为1300多万美元;

1974年:基金增长了17.5%,资本总额达1529万美元;

1975年:基金增长了57.9%;

1977年:基金资本增长了31.2%;

1978年:资金回报率达55.1%,基金总额达1.03亿美元;

1979年:基金正式更名为“量子基金”,年底基金增加59.1%,基金资本达1.78亿美元;

1980年:资本增加102.6%,基金资本达3.81亿美元;

1981年:“量子基金”资产下跌26%,从近4亿美元下降到2亿美元;

1982~1984年:属于“量子基金”的空白时期,“量子基金”进行管理模式的改革。“量子基金”的资产略有上升,但业绩平平;

1985年:“量子基金”总投资额达25亿美元。与1984年相比,这是非凡的一年,“量子基金”增长了122.2%,总资产从1984年的4.489亿美元增至10.03亿美元;

1986年:基金资产增了42.1%,达到15亿美元的规模;

1987年:经过灾难的“黑色星期一”索罗斯在日本股市受挫,“量子基金”净资产下降了26.2%,但年终结算仍增长了14.7%,总资产达18亿美元以上;

1988年:“量子基金”资产净值增长30%;

1989年:“量子基金”资产净值增长31.6%;

1990年:“量子基金”资产净值增长29.6%;

1991年:基金资产猛增了53.4%;

1992年:基金总投资额达37亿美元,年增长68.6%;

1993年:资金增长率为18%;

1994年:基金资产达110亿美元;

1995年:“量子基金”经营略有下跌,上半年损失10%左右;

1996年:“量子基金”总资产已超出120亿美元。

1997年:“量子基金”在6月底(即东南亚金融动荡前)总资产为150亿美元,到7月底则上升到170亿美元。

第二章 中国共同基金的发展

第一节 中国发展共同基金的可能性

从共同基金发展的历史来看,共同基金是否有可能在一国产生,决定于几个方面的条件:一是必须有一个适合其存在的金融环境,特别是证券市场及其发展更是基金产生和发展的条件;二是社会公众具有闲散资金,并具投资意识;三是投资专门人才;四是有关部门的重视。目前,从我国的情况看,这四个方面的条件已经基本成熟。

第一,目前中国的金融环境适合基金的发展。基金的产生和发展与一国的利率政策、金融市场的发展有很大的联系,从某种程度上说,它是金融市场发展的产物。

首先,从中国的利率管制和共同基金产生的条件看。我国目前的利率体制仍然是采取管制的措施,因而在利率结构和利率水平上存在着一些不合理的现象,例如,银行的存款利率低于国债的发行率,而国债的发行率又低于二级市场转让的二手回报率,国债的二手回报率又低于企业、非银行金融机构的拆借利率和通货膨胀率。而这里,存款的利率和国债的发行率即是管制利率,以一年期储蓄存款的利率为例,存款利率与市场利率的利差达到十几个百分点,目前为 10.98%,而证券交易中心、交易所、STAQ 系统目前所进行的国债现货,回购交易的回报率在 18%左右,拆借利率高于前两者,达到 20%,一些大城市的拆借利率更高,超过 25%,而 1994 年 7 月份的居民消费价格指数是 24%。再看一下共同基金,由于共同基金的分红派息是不受中国人民银行管制的,投资收益也不像银行贷款利率一样受中国人民银行控制,它是一种合法的规避利率管制的金融工具,市场利率与管制的利率差异越大,共同基金发展的潜力就越大,它可以吸引一大批投资者繁荣共同基金的发展。

从中国目前的金融态势看,近几年内进行中国利率自由化的改革,恐怕是不大可能的,因而这种利差可能还会继续存在一段时间,长则几十年、十几年,短则几年。同时,回顾一下历史,由于利率管制而导致共同基金的发展的例子也是存在的,如美国的货币市场共同基金的迅速发展就是由于联邦储备银行对于商业银行存款利率最高限的控制(即 Q 条例)。在

70年代末期,由于美国受到两次石油危机的影响,国内的通货膨胀上升,导致国内票据和大额存单市场共同繁荣,短期利率水平迅速地超过Q条例的最高限,而小额投资者是无法进入这个市场的,货币共同基金即是在这种情况下产生的。它们通过货币市场基金筹来的资金投资于大额存单和票据市场,发挥规避管制的经济功能,从而使货币市场基金得以繁荣。

与当时的美国情况相对应,目前中国的市场利率与存款利率之间的利差远高于当时的美国。这种情况的存在为中国共同基金的产生和发展提供了可能的机会。

第二,经过十几年开放改革,经济持续高速地发展,目前,我国的居民手头已有相当的资金,姑且把我国居民的存款撇开,即以个人手头的现金而言已是相当可观,中国大众也已改变那种把钱存入银行或放入储蓄罐的想法,大部分人对我国的证券业深感兴趣,各地纷纷出现抢购债券、股票、认股权证的热潮,而且愈演愈烈。厦门、重庆、西安等地纷纷出现抢购认购权证的热潮。同时,企业债券、公司债及国库券在一些经济发达的地区也出现抢购现象,这一方面说明我国的居民手中已有相当的闲钱,正急于为这些资金寻找出路;另一方面也说明居民的投资意识在不断地提高,在这种情况下建立共同基金是可能的,是会受到欢迎的。

第三,证券市场的震荡及共同基金在这几年来的发展已引起有关部门的重视,事实证明:机构投资对于证券市场的稳定作用是不可低估的,这十几年来的发展正说明了这一点,这一问题也已经引起了有关部门的重视。同时,也把建立共同基金作为稳定证券市场的重要手段,特别是1994年7月,中国证监会曾发布的准备对股市采取的四项措施中,即有两项是关于设立共同基金的措施。同时,有关的领导人也曾多次提出要发展我国的共同基金。研究单位、证券部门也多次召开关于共同基金发展的讨论会,这些都表明共同基金的设立及其发展已经引起有关部门的极大关注,并将它作为今后稳定证券市场,增加投资渠道的一项重要措施。

第四,中国证券机构的国际化,也为中国共同基金的设立和面向国际创造了有利条件。共同基金尽管在世界上已存在了100多年,但对于我国来说,还属于新生事物。这就要求我们要善于借助别国的先进经验,吸收别人的教训,而这些与证券机构走向国际化是分不开的。

目前,我国已有一些证券机构与外国的证券公司建立了业务联系,如上海万国证券公司已与美国的美林集团、日本的野村证券、世界银行等几家国外银行和证券公司建立了业务联系。随着我国证券业的进一步发展,必然有更多的证券机构走向国际化,这就为我国共同基金的创立提供了可能。

另外,经过十几年来的发展,我国的证券投资方面的专业人才虽然还满足不了需要,但也有了一些专业人才,这些人才的存在也为共同基金的发展提供了可能。

第二节 发展中国共同基金的必要性

共同基金通过筹集投资大众手中的零散资金,进行投资组合,分散风险,将投资风险降低到较低的程度,并获得较高的较稳定的收益,共同基金的基本作用是分散风险和专家化投资。目前,我国证券市场已经得到一定的发展,但还不成熟,同时由于我国经济的持续增长,也需要有足够的资金。因而,在我国一方面需要大力引进外资,另一方面证券市场还不成熟,需要加以完善和稳定的今天,共同基金是作为完善我国证券和金融市场、吸引外资、使我国的证券市场走向国际化的一种必要手段。

一、共同基金的发展可以完善我国的金融市场

一个国家的共同基金的投资组合和模式是由这个国家金融市场发展的状况所决定的,中国的金融市场从总体上说是不发达的,这种不发达虽然限制了共同基金的发展,但另一方面也为共同基金的发展创造了条件,共同基金的发展可以弥补我国金融场所存在的缺陷。

1. 货币市场

目前我国的货币市场还存在着不少缺点,如市场是分割的,沿海、内地等各地区的市场利率的差别还比较大,信息还很不完善,个人试图进入这个市场进行套利的成本相当高。对于一般的大众来说,进行这种投资基本是不可能的;同时,货币市场票据化程度还比较低,缺乏较合适的投资工具,流动性比较差。共同基金的产生和发展则可以弥补这些缺陷。共同基金聚集了大量的社会化闲置资金在各地区之间进行大规模的套利活动,可以有效地缩小地区间的利差,促进全国统一的金融市场的发展。

2. 债券市场

我国目前的债券市场主要是国债市场。其特点是:债券的发行与交易基本上是割裂的。国债发行的利率是管制利率,而交易市场的利率是市场利率。它们之间存在着较大的利差。近几年来,各地的证券交易中心,证券交易所和STAQ系统在国债二级市场方面做了很大的工作。目前,国债的交易量还比较大,市场的效率也比较高。但这是对机构投资者而言的,对个人投资者而言,柜台交易的买卖差价、交易成本都大大地高于机构投资者。据统计,个人投资国债的二手收益率要比机构投资者的二手收益率低 $2\% \sim 5\%$ 。国债已成为很多共同基金的组合资产,这无疑可以使更多的投资者投资于国债。

3. 股票市场

我国目前的股票市场按其投资的主体可以分为法人股市场、个人股市场和B股市场。现在从整个股票市场的运行来看,法人(即机构投资者)可以进入个人股市场,而个人却被禁止进入法人股市场。法人股市场的市盈率与个人股市场相比较是较低的,但是从其现金分

红率看,却比个人股市场高,存在着比较高的投资价值。法人股市场目前在交投方面还不是很活跃。这与法人股市场禁止个人进入不无关系,共同基金的发展一方面可以丰富个人投资者的资产组合,降低风险。另一方面又可以为交投不旺,处于低速状态的法人股市场找一条出路。

二、有利于推进我国现代企业制度的建立和完善

共同基金作为一种新型的产权形式,是一种集合投资制度,这一性质要求共同基金必须在充分保护投资者利益的前提下,将投资的效益放在首位,投资效益也成为影响共同基金资产净值的一个主要因素,它影响投资者持有的受益凭证的价值。共同基金在进行投资的时候,为了保证投资的安全性,必须在产权明晰、资产评估准确、财务健全的条件下才能进行。同时,共同基金的建立,其对资产的管理、营运和保管是分开的。这样,在目前我国正在进行的市场经济建设中,基金的投资已经不是一种单纯的投资行为,而是担负着推进我国现代企业制度的形成,推动企业股份制度改革创新行为。基金管理人为了给投资者谋求更高的投资回报,在对投资对象的选择上,不仅通过仔细分析,认真论证,寻求最为合适的投资对象、最为科学、合理的投资组合,而且在资金的使用决策上必然会把资金的产出效益作为重要的依据,同时实行监督和控制,这将真正形成对企业的产权约束,给投资企业以外在的压力,促进合理的经营,转换经营机制,优化资源配置,强化资金的高效运用。这些作用无疑对于现代企业制度的建立和完善都起着不可低估的作用。

三、有利于我国为投资者提供新的投资工具,加快资金从储蓄向投资的转化

从历史的角度看,共同基金在加快、引导居民由储蓄向证券投资的转化中起着举足轻重的作用,这一问题,我们在第一章第二节已有阐述,这里不再重复。从我国目前的情况看,在我国 13000 多亿元居民的金融资产中,储蓄存款仍居 70% 以上,居民金融资产膨胀和投资渠道不畅的矛盾已经成为我国金融领域的一大主要矛盾,也是我国金融改革中必须解决的问题,这种矛盾同时也是冲击市场的不稳定的因素,不加以解决,就有可能使我国经济的顺利发展遭到阻碍。共同基金的设立和发展则可以为居民投资提供多元化的资产组合选择,有利于化解这种矛盾,使社会资金更快地向证券投资转化。同时,由于证券投资的风险和收益是并存的,证券投资,特别是股票投资为中国投资公众所认识、运用也仅是近十几年的事。正如我们前面所说,投资于股票、债券必须具有充分的资金,才能进行分散投资,规避投资风险;必须具有股票、债券投资知识,才能应付多变的证券市场的行情;还必须具有充分的时间,经常了解股市的交易情况,分析、研究、判断和追踪股市的行情走势。但一般的投资者是很难具备这三个方面的因素的,这就造成许多投资者入市时兴致勃勃,但往往好景不长,过一段时间,许多投资者又将其资金转入银行。从这种情况看,解决居民由储蓄存款向证券投资的转化仅靠股票市场是不够的,而积极地、有计划、有步骤地发展共同基金无疑是实现居民由储蓄向证券投资转化的一种新途径。

四、有助于促进我国证券市场的国际化,更好地引进外资

从大多数发展中国家的经济发展的情况看,资金不足是阻碍其经济发展的主要障碍,这些国家政府及其中央银行由于不希望或无法再增加外债负担而必须寻找新的资金来源,这些新的投资来源即通过开放证券市场而吸收外资。事实上,证券市场既能开发国内的储蓄又能开拓国际资本的来源,国际资本中有相当一部分都是通过参与国际证券市场而进行海外投资的,这已成为国际资本投资的惯用方式。从许多国家的利用证券吸引外资的方式看,主要有两种:一种是向国外投资者直接发行外币证券,由外商直接投资于国内市场与企业。我国是发展中国家,证券市场起步较晚,而且对外汇进出境有一定的管制。虽然目前上海、深圳两地对境外投资者发行B股股票,已取得一定的成绩,但从总体上看,对境外的投资者的吸引力并不是很大。同时,允许外国投资者直接购买证券,是否会使我国丧失对公司,特别是对国有公司的“控制权”或所有权也是我们必须慎重考虑的问题。另一种方式是建立国家基金,通过在国外配售上市,向外国投资者发行受益凭证,将所筹集的资金分散投资于国内证券市场,按发行的受益凭证发放投资收益,这样做可以克服由证券投资而产生的不良后果。这主要有以下几种好处:第一,可以较大规模地集中地利用外资。共同基金由于其受益凭证的发行是针对一般投资者,这就决定了通过国家基金的组建,可以大量地吸引国外的投资者。而且,国家基金通过将其所筹集的资金集中使用,又可以收到规模投资的效果。第二,企业的自主权不会受到外商的控制。第三,通过共同基金的组建,也可以使我国的金融业进一步与国际接轨,促进和推动我国金融业的进一步改革,促进与推动金融、证券市场的国际化。

五、有助于改变证券市场的不稳定现象

目前,我国的股市相当不稳定,波动比较大,曾出现多次巨大震荡,幅度最大时曾达到360%,这是一种股市不成熟的标志。许多专家认为,证券市场的成熟的标志应该是波动较小,升中有降。从各国的经验看,股市的成熟与存在稳定市场因素特别是机构投资者是分不开的,而在机构投资者中,共同基金又占相当大的比例,可以说共同基金的存在和发展是稳定股市,使股市走向成熟的标志。

六、可以使民间的“标会”等非法集资、地下基金等组织走上正轨

改革开放以来,随着人民生活水平的提高,一部分人口袋里已有相当的剩余资金,也纷纷为这一部分资金寻找出路。然而我国目前拥有的投资渠道相当有限,证券市场的风险太大,一般的民众,特别是农村,大部分人不敢涉足,也不可能涉足,又怕通货膨胀,手头的钱会变少或被蚀光,而一部分人却从中取巧,建立所谓的“标会”,声称回报率极高,这种现象已在我国屡见不鲜。有些人因此被骗、被坑,从而引发了许多家破人亡的事故,这种现象已成为当前

的一大社会问题。同时,由于我国股市的出现,当股市行情看好,股价大幅度上升时,社会上涌现出大量的民间集资投资于股市的现象,有的以家庭为单位,有的在同事、朋友之间自愿地组成投资组织,这类组织由于没有法规的约束,以口头协议为主,因而在本金收回、投资收益、操作等问题上常出现矛盾。

综上所述,在当前的国际和国内环境下,建立和发展我国的共同基金,特别是创设具有中国特色的规范化的共同基金不仅是可能的,而且是必要的。

第三节 中国基金业的现状与发展趋势

一、中国基金业的基本概况

中国的基金业起步于 1991 年,1992 年和 1993 年出现了发展小高峰,1994 年至现在是发展规模停滞不前阶段,到 1996 年底,中国投资基金市场上总共有基金 75 支,基金类受益券 47 支。这些基金和基金类凭证绝大多数是封闭式契约型的,并分别在深、沪两个证券交易所、地方证券交易中心上市交易,其中有 25 支在深、沪两市证券交易所挂牌或联网上市,有 38 支在天津、南方、武汉和大连证券交易中心上市。

1. 种类

中国的投资基金概括其种类为:基金 75 支,基金类受益券 47 支,全部为封闭式,除淄博乡镇企业投资基金及天骥基金、蓝天基金属公司型基金之外,其余均为契约型,因此,中国投资基金至今为止基本上是契约型封闭式的基金,种类单。

2. 规模

根据统计,在已有的 75 家基金中,规模最大的是天骥基金 5.81 亿元,其次是蓝天基金 3.79 亿元,最小的为武汉基金第一期,才 1 千万元,其余多为几千万元至 1 亿几千万元,平均规模为 8000 万元人民币。47 家基金类证券(受益券),平均规模为 3000 万元人民币。在所有的基金类证券中,规模在 1 亿元以下的有 97 家,1 亿元至 2 亿元的有 23 家,2 亿元以上的有 2 家。这说明我国基金无论是从总体规模还是单个基金的规模来看都普遍较小。在总的投资基金规模的比较当中,不仅与发达的国家和地区如美国、日本和香港地区存在差距,即使与发展中国家印度相比(印度设立了 18 种基金,基金资产 53 亿美元)也仅相当于它的 1/8,这是与我国市场经济的水平不相适应的现象。

3. 投资范围

由于现时中国的投资基金在批准设立时,基本上都作为综合性的投资基金,其投资范围包括有价证券、股权投资、项目投资、房地产投资等等。因此,它不是纯粹意义上的证券投资基金。反过来说,这也是由于中国证券市场前期的不成熟,为了回避风险,在当时(1991、

1992年)也不可能设立专门的证券投资基金。这是目前中国投资基金与国外投资基金相比最大的区别。

4. 投资结构

与人民银行所批准的投资基金投资范围相对应,国内投资基金的投资结构表现出一种经营多元化的投资组合,概括地说就是证券投资占一半或较大的比例,同时兼顾项目投资及房地产物业投资。由于1996年年中以后证券市场趋旺,也有不少投资基金增加了证券投资所占的比例,但仍有10%~20%的比例用于非证券投资的项目上。

5. 基金当事人

我国基金当事人有基金发起人、基金管理人和基金托管人。基金投资顾问、会计师、律师可以视为相关人士。至今为止,我国基金发起人共有101家,属于银行的有9家,属于信托投资公司的有51家,证券公司20家,保险公司3家,财政机构1家,一般企业17家。基金类证券发起人45家。其中,属于银行的有2家,属信托投资公司35家,证券公司4家,保险公司1家,一般企业3家。可见,我国基金类证券发起人80%是非银行金融机构。其中,信托占基金发起人51%,占基金类证券发起人78%;证券占基金发起人20%,占基金类证券发起人9%。非银行金融机构作为资本市场的金融机构,利用基金这种资本市场金融工具进行融资是自然的。

我国现有基金管理人为65家,一般一家管理人手下1家基金,但也有少数管理人手下有2家以上的基金。其中属信托投资公司作为管理人的分别为34家,证券13家,一般企业(包括未获人民银行总行颁发(经营金融业务许可证)的基金管理公司10家)17家,由人民银行总行颁发许可证的专业基金管理公司只有淄博1家。基金类证券管理人主要是信托投资公司,其次才是证券公司和由人民银行分行批准设立的基金管理公司。

我国现有基金托管人52家。其中,银行18家,银行所属信托投资公司16家,一般信托14家,证券3家,保险1家。基金类证券托管人38家。其中银行1家,银行所属信托17家,一般信托16家,证券1家,一般企业3家。可见,银行及其所属信托投资公司充当基金托管人的比例较高,这为规范基金市场提供了条件。

此外,大多数基金都聘有会计师和律师。

二、现时中国基金业的特点

1. 种类单一

在成熟的基金市场上,基金主要采取单位信托基金的运作形式,表现为开放式契约型,面向社会大众进行销售,汇集个别投资者的资金,通过专业的基金经理进行运作,成为一种管理专业化、风险较小、收益较多的一种投资工具。而我国基金市场上基金的运作方式目前全部为封闭式的基金。这种以封闭式为主的基金,由于没有可能买进赎回,其价格往往不能更真实地反映出基金的价值,而且由于封闭期限长短不一,短的三年,长15年~20年,在运作中难以按经济的发展周期进行有效的投资组合。在基金的组织形式上,除了淄博基金属于公司型之外,其余的均属契约型,也就是说契约型基金占了绝大多数。

2. 规模太小

中国现有投资基金中,最小的武汉基金第一期才 1 千万元人民币,即使最大的天骥基金也不过 5.81 亿元,与国外基金的最通常规模相比也是偏小的。过小的规模,使得基金经理的投资组合空间狭窄,从而影响基金所应具有的分散风险效果的发挥。而且,过小的规模使基金作为机构投资者的功能无法体现,起不到稳定证券市场的作用。此外,由于基金规模过小,使基金无法进行科学的投资组合,使许多基金形成了过分分散的组合经营,基金管理人的管理能力受到限制,发挥不了“专家理财”的优势。而且全国投资基金的总体规模也太小,没有能够在资本及证券市场上起到应有的投资融资、资产组合、稳定资本及证券市场的作用。

3. 资产组合参差不齐。

凡基金在设立时应有明确的目标,是入息基金,或成长基金,或平衡基金,以此进行资产组合。

在目前已运作的 75 家基金中,由于对目标没有明确的限定,且绝大部分是实行综合性的投资而形成证券、物业或房地产、融资三者合一的资产组合状况。但是,却有部分基金把大部分投资用到房地产中去,形成了流动性较差的资产状况,例如沈阳的几支基金。因此,这些基金的资产评估值都不算低,但分红率就高不了,因为基金资产及其收益的变现能力不强。同时,如果将投资绝大部分投到证券市场上,在 1994 年和 1995 年股市低迷的情况下又是非常危险的,因为股市不稳定的风险反映到基金资产中就是证券投资风险很大,致使证券投资收益不稳定。

4. 经营收益水平悬殊

由于中国经济发展阶段及其经济周期的影响,不同资产组合的投资基金必然存在不同的经营状况,引致其经营效益水平不同以至差别悬殊。在投资基金发展小高峰时期的 1992 年和 1993 年,很多基金把投资放到房地产和法人股项目上,随着 1993 年 7 月份以后直到 1996 年的宏观调控,由于房地产项目开发失控和法人股流通受限制,致使此类项目的投资收益非常低。而那些把资金主要投到证券市场的基金,在 94 年和 95 年的收益又由于证券市场的异常低迷以致资金长期被套、创造不出效益。因此现时中国资本市场上的投资基金的经营收益水平差别较大。

三、中国现在基金的个例分析

1. 投资组合情况(以南方基金为例)

南方基金 1997 年中期资产组合情况介绍:

南方基金是广东省内 6 支基金中规模最大的一支,属封团式契约型基金,基金规模为 22630 万元。该基金资产组合中项目投资的比例一直保持在 30% 左右,至于证券投资的比例则依证券市场的走势及情形而定。项目投资属该基金资产组合中投资于房地产的项目,用于投资广州市百汇广场,此种投资亦符合基金发行章程及契约中所列投资领域,在某种程度上,也是该基金回避证券市场风险的策略之一;至于证券投资一直为该基金的主要领域,

除了在二级市场上选择一批业绩良好、成长性好及投资价值未被充分挖掘的股票投资之外,还在一级市场上通过新股认购取得可观效益。在 1997 年中期资产组合中的银行存款部分,很大比例上就是新股认购的资金暂时表现为银行存款,而证券投资部分则主要投资在二级市场上的股票、国债及保证金。二者合计证券投资比例应达到 54.54%。该基金 1996 年项目投资占 32%,与 1997 年中期并没有多少变化,其他投资组合科目如股权投资、信托投资、其他应收款也没有太大的变化,而证券投资 51%表明了 1996 年底证券市场在过热状态下该基金持股比例增大,该比例通过 1997 年上半年股票市场的反弹机会得以下降,并将部分资金调至一级市场认购新股以取得投资收益,这反映出该基金资产组合随证券市场政策及风险的变化而变化的一种调整状况。国内不少基金的资产组合也反映出此种变化。

2. 有关资产组合情况的说明

由于现时中国证券市场上运作基金均是 1992 年上半年之前经各级人民银行(部分经当地人民政府)批准设立的,此时是中国证券市场已起步而又尚未成熟,房地产投资热正在升温,实业投资项目仍被看好的时期,因此各基金的设立章程中基本上都列明基金的投资范围可包括证券市场、房地产及物业投资、实业等领域。基中经广东省人行批准的广东六支基金,当时还规定证券投资不得超过各基金总额的 40%,以减少证券市场不成熟带来的市场风险,因此这些基金称之为综合性的投资基金而非证券投资基金,这六支基金自 1992 年设立以来,其投资的组合也基本上都包括了证券、房地产及物业、实业投资三大项,如有变化,就如此前分析的南方基金一样,其证券投资的比重有所增大,因此这几年基金的运用与原基金发行章程中的有关资产组合的要求仍然是相符的,而且由于基金运作谋求最大利益的目标驱使,各基金中真正用于国债及存款是很少的,如果资产组合中有这两部分内容,可以表述为投资国债是原国债回购市场上仍然未能盘活的投资部分,其基本意义上是一种高息资金拆借;投资于存款的部分基本上是用于一二级市场新股认购的,因没有合适的新股认购而暂时体现在帐上。至于有信托存款的投资,也可等同于一种资金拆借,其目的也是谋求高收益的资金运用,以上几项均可归结为资产组合中的资金运用部分。

3. 有关基金信息披露的说明

根据规定,凡已在全国性证券市场(即深、沪两地证券交易所)及地方证券交易中心挂牌上市的基金,必须每年在全国性证券报纸上公布中期报告和年终业绩报告,内容包括基金资产情况摘要、资产负债表、损益表、基金份额结构、基金投资组合、经理人报告、信托人报告、重大事项揭示,基金基本资料等各项。其中资产负债表、损益表、基金资产情况摘要等均须经会计师事务所审核出具。基金投资人在阅读有关中期报告或年终业绩报告时,如有不明之处可随时查询。

根据规定,各基金还必须定期召开受益人大会(或董事会、监事会),定期作出汇报,有关基金的投资计划、损益情况、财务状况及分红方案均须通过受益人大会(或董事会、监事会)作出。

根据规定,各基金经理人的经营情况及每季度的财务情况及基金损益情况等须经基金信托人(保管人)审核并由信托人作出报告公布。

以上各项,在目前已运作的基金中基本上都可以施行。

四、中国基金业存在的局限性

1. 法制建设配套措施跟不上

投资基金从本质意义上来说是一种信托行为,存在着投资受益人、经理人、托管人几方的关系,在主体和行为方面均存在很多必须要法律法规才能界定的概念,这一点从国际上长久以来已经发展成熟的基金状况中明显体现出来。参照国外如美国共同基金发展的历程可见,其基金业纲领性法规即《投资公司法》的颁布实施为美国基金业的监管体系的建立奠定了基础,并对其共同基金业长期的健康的发展起到了至关重要的作用。

在我国,涉及到基金业发展的法制建设配套工作包括《证券投资基金管理办法》、《中外合资基金管理公司暂行管理办法》,以及《信托法》、《证券法》等,这些法律法规酝酿了几年仍未能出台。因此过去几年基金业的发展过程中,常有人评论说我国投资基金在基金规模、当事人之间的关系、投资范围、资产组合、风险防范、会计年度等诸多方面都存在着这种或那种不规范行为和问题。可以说,一旦法制建设的配套措施跟上去,投资基金不规范行为是必然会得到纠正的,并使之循着规范稳健的道路迅速壮大。

2. 市场建设与管理滞后

投资基金从根本上来讲就是市场经济社会中商业性的信托行为,市场经济中资本流动的内在要求向投资基金的市场建设及其管理提出了要求。但是,我国目前证券交易场所中,投资基金的市场是零散的和分割的。我国投资基金市场是由全国性交易市场、地方性交易市场和柜台交易市场三个层次组成。按 1996 年全国投资基金和基金类受益券 122 支计算,在全国性市场(指沪、深证交所)流通的仅 25 支,占 21%,在地方性市场(指各地证券交易中心)上市有的 38 家,占 31%。而其中,在上市场所选择方面并没有体现市场管理的实质而主要依行政行为而确定,这反映出中国投资基金市场建设与管理滞后的客观事实。

3. 投资基金的管理仍没有形成主管部门监督管理、行业组织自律管理、经理人队伍自我约束管理的有效体系。

在某种程度上,中国投资基金仍处于一种散乱的状态之中。这种状况使投资基金没有能形成一种力量去推动投资基金事业的整体发展。至今全国性的基金业协会(或叫基金公会)没有建立起来,基金的行业组织自律管理没有可依的规则和有效手段,基金从业人员的从业资格审核及业绩档案尚未建立,这种状况客观上也妨碍了中国基金业的规范运作和成长发展。

4. 经营规模及经营运作方面

投资基金是以专家理财,分散风险,综合收益为特色的,在社会上有利于吸收养老金、退休金、各种信托性质的资金,以及社会上的闲散资金。基金管理机构除销售单位售托基金之处,还参与管理其他社会资产(如养老金、退休金等等)。通过有效的资产组合,既取得较高的投资收益,又能有效地防范风险,因此在发达国家取得了较大的发展。但是要真正走到这一步,投资基金在经营规模及运作方面就必须有一整套规范的经营管理机制、有完善的风险防范机制、有科学的投资管理决策机制,但综观现时中国的投资基金在经营规模及经营运作

方面,仍存在着较大的局限性。经营规模小是客观的事实,即使国内最大的天骥投资基金 5.81 亿元,折合不到 7000 万美元,这种经营规模状况限制了基金投资的选择能力。至于经营运用也是弊端不少,反映在一是一些基金经理人不能自主经营,附属于母公司的决策和投资选择;二是运作没有建立起研究分析、操作、决策三权分立、互相协作、又互相监督的决策程序和机制;三是经营运作的资产组合缺乏有效的监督和执行落实;四是经营收益的分配没有严格地按照章程及契约文件执行,不分红的情况时有发生。

5. 组织体制上的不规范方面

按照规范的基金运作模式,基金的经理人、托管人是相互独立、分开运用的,其中经理人以独立核算自负盈亏、自主经营的资格承担日常管理的职责,而托管人代表投资者,按规范管理的要求监督经理人的行为,以保护投资者的利益。但目前在国内,“经理人、托管人为一家”的组织体制上的不规范现象仍然存在,例如在大连证交所挂牌的“大信证券”和“农信证券”就存在这种现象。由此种组织体制上的不规范,引致了基金日常运用的不规范,包括投资决策机制的不合理,它使基金经理人没有项目投资的决策权、而仅仅负责项目的日常运作,并致使基金的投资组合中以“项目投资”为名的实业投资和房地产投资比例明显偏高,效益很低。这种基金经理人非独立核算、非自主经营的状况限制了投资基金的发展。同时“经理人、托管人为一家”的形式是与国际上基金托管人(主要是商业银行)独立于经理人的规范做法不相符的。

6. 基金经理人队伍的数量有待增加,质量有待提高。

经过近五年的资本市场锤炼,特别是经济发展周期各种局面的考验,包括从经济的高涨和过热又回复到正常,房地产一哄而起整顿复苏,资金市场鱼龙混杂经整顿回归秩序、证券市场上一级市场多种发行方式出现,二级市场上熊市、长期熊市、牛市到过度投机风潮等等都经历过,可以说进行综合性投资基金管理的经理人队伍的经验已逐步积累,经营手法更加成熟,管理能力不断提高。但是由于缺乏全国性的同业协会的指导,缺乏与国外同行经常性的深入的大量的交流,也缺乏与世界上有更丰富管理经营经验的基金管理机构合作的机会,因此,与成熟的市场经济中投资基金业对经营管理人才的要求和水平相比,我国基金经理人的数量远远不够,素质亦有待提高。

7. 基金发展的市场培育工作仍然滞后。

基金业作为市场经济中沟通社会闲散资金和社会资本市场要求的桥梁,必须有广泛的社会基础。包括国家有关管理部门、社会资金管理机构 and 广大的民众。这些基金的投资人对基金正确而全面的认识是非常重要的。但是现时很多基金的投资参与者对基金认识仍是肤浅的、一知半解以至误解的,有人把投资基金等同于债券或股票,甚至乱集资。此外,基金投资人对于他们所享受的利益、权利和义务也是非常模糊。这些状况对于我国基金业的发展无疑是非常不利的。

五、中国基金业发展的趋势展望

(1)中国社会主义市场经济体系的建立,为中国投资基金业的发展创造了根本性的条

件。

中国现阶段所处社会主义初级阶段,必须逐步建立起完善的市场经济体系,形成多层次、多品种的资本市场体系。如前所说,基金业已成为中国资本市场的一个组成部分,它成为沟通社会资金投资和资金使用,资产管理的有效桥梁,在市场经济中,企业的发展除依靠间接融资的手段之处,还将更多的地依靠直接融资的办法来筹集发展的资金。市场经济越发达,资本市场就越成熟,企业直接融资的数额也就越大。同时随着投资基金业的管理法规逐步出台和完善,随着社会公众对投资基金认识更全面和接受,特别是随着证券市场上基金机构所起的作用越来越大,可以预计投资基金必然有一个大的发展时机。

(2)中国金融体制改革,已把基金业的发展纳入统一发展的轨道。

中国金融体制的改革,在过去几年中已逐步推进,资本市场的健全和培育,证券市场的定位和“分业经营,分业管理”原则的实施,特别是把基金作为资本市场上直接融资的重要组成部分,使基金的发展成为国家新金融体制建立的重要组成部分,1992年、1993年全国投资基金发展的小高峰基本上是在各级中国人民银行的领导下取得的,其后续的管理也是在中国人民银行和证监会的领导下进行的。为适应基金业发展的需要,早在1993年,上海公布了“上海证券交易所基金证券上市试行办法”,深圳公布了“深圳证券交易所基金上市规则。”1995年,中国人民银行又公布了“设立境外中国产业投资基金管理办法”,为境外基金的募集和运作提供了政策依据。作为整个中国金融体制改革的重要构成部分,现时有关证券、信托及基金的法规正在酝酿出台。因此,在今后中国金融体制的改革过程中,资本市场的培育和发展壮大,必然有利于证券及基金业务的发展。

今年7月份,朱基副总理在视察辽宁国有企业时也指出了:今后要利用三年时间使大多数国有大中型企业走出困境,为此要利用多种方式,包括直接融资的办法,帮助国有企业增资减债。大力发展直接融资业务。

(3)中国现代企业制度的逐步建立,为中国基金业的发展提供了广阔的舞台。

1994年7月1日《公司法》的公布实施是中国现代企业制度正式建立的标志,在此之后成立的有限责任公司和股份公司按此逐步规范完善。在此之前成立的其他类型的公司也依据《公司法》逐步进行清理和规范,因此中国现代企业制度的建立和大批企业的改造,必然对资本市场提出直接融资的要求。过去,由于传统经济体制的原因,致使很多企业自有资本不足,资产负债率偏高。企业的负债率在60%,高的达80%,最高的90%甚至100%,这种状况极大地妨碍了企业自身积累,妨碍了企业的技术改造,妨碍了建设新项目及其后续发展。从国家宏观金融管理的角度看,由于企业的绝大部分间接融资是向银行借款,这无形中增加了银行资产的不良状态,形成银行大量的逾期贷款和呆帐,从而影响到国家金融体系运行的稳定性和安全性。因此,要真正地解决银行不良资产大量增加的难题,必须从现代企业制度入手,为此引入资本市场的概念和运行机制,这无疑极大地有利于投资基金的发展并为之提供了用武之地。中国人民银行戴相龙行长早在1996年7月份已指出:今后要适当发展直接融资。并制定投资基金办法,将社会游资引向工商业,降低企业负债率和银行风险。考虑到投资基金的特点,除建立证券投资基金之外,还可以大力发展产业投资基金、创业基金、科技产业基金、国债基金等等,因此,中国现代企业制度的逐步建立,为中国基金业的发展提供了

广阔的舞台。

(4)中国资本市场的存在为基金业的发展和壮大提供了客观基础。

中国资本市场在 80 年代中后期逐渐形成,到 1989 年底,全国企业发行的股票合计 40 亿元,但其中 90% 是非股份制企业的,这些股票在某种程度上是一种集资债券的形式。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所成立,1991 年 4 月,深圳证券交易所成立,1991 年沪深两地全年总交易量仅为 142 亿元。1992 年末邓小平同志南方讲话的发表,推动了中国改革开放向纵深发展,资本市场的发展也取得了突破。到 1996 年末,全国股份制企业就发展到 1.3 万家。其中以国有企业为主改建或新建的股份有限公司为 9200 家,股本金 6000 亿元。到 1996 年末,全国在沪、深两个证券交易所上市的公司总数 530 家,筹集资金 850 亿元(到 1997 年 7 月 31 日止增加到 680 家)。由此中国资本市场格局初步形成,其品种包括银行中长期信贷市场、股票市场、国债市场、企业债券市场、基金市场、金融债券市场、同业拆借市场、期货市场等等。由上可见,基金市场已构成中国资本市场的一个组成部分,基金在资本市场上可以起到沟通社会资本和企业筹资的桥梁作用。资本市场是经济的重要组成部分,它是经营一年以上中长期资本的机构及其相互关系的集合体,是股票、债券、基金、期货等中长期金融资产交易的场所,需提供资金的个人、机构、企业通过买卖证券进行直接投资或筹集资金,成为市场经济中资金的主要活动场所。从发达国家的经验来看,资本市场特别是证券市场大发展的时期,同时也是投资基金迅速发展的时期,投资基金是支持证券市场发展的重要资金来源,它也是资本市场上股票和债券(含国债)的最大买主。我国资本市场特别是证券市场波动性大,投机性强,关键是缺乏一定数量的数目巨大又相对稳定的投资基金的支撑,使股市资金渠道不稳,不少游资兴风作浪。因此,随着中国证券市场的日趋成熟和规范管理,必然需要发展投资基金业,特别是开放式基金,这一点,在近一年来有不少的专家学者及投资专业人士明确指出来了。特别是上半年国家有关部门连续公布了几项规定,限制了股票市场上的投机行为和商业银行资金进入股市,马上使市场上的投机气氛减低了,这一点正好表明中国的证券市场必须发展稳定的规范的资本投资工具,也就是说必须发展投资基金。

根据统计,至 1996 年 6 月,居民储蓄存款已达四万亿元人民币,只要这些巨额资金中的一部分是通过投资基金的形式规范地进入股市、并通过基金管理机构规范地运作,相信对于中国资本市场的成长壮大和稳定,将起到很好的作用。

(5)关于基金业管理与法规政策的酝酿出台,必将推动中国投资基金业的发展进入一个新的黄金时期。

中国社会主义市场经济的必然趋势是走向法制经济,包括靠法律及相关配套政策管理金融业务。《公司法》的颁布及《信托法》、《证券法》的酝酿出台,将为颁布基金业管理的有关法规与政策创造出一种外部的客观环境,有关基金业管理的一系列法规与政策,例如“证券投资基金管理办法”和“中外合作投资基金管理公司暂行管理办法”如能近期内出台,必将使目前的基金业规模迅速壮大,并按其规范的要求进行整顿、清理、扩募和运作,因为这些法规将有关基金的设立、运作、管理、监督中所涉及的所有问题都作出了明确、清晰、集中的规定,且与国际上投资基金立法的做法及惯例相一致,便于国内的投资基金业迅速地向国际靠拢,

为今后更大规模地开展基金业务打下了基础。

(6)今后中国基金业发展的时期,必将是一个基金多品种、多门类、大规模发展的时期。

在这一时期,将出现以证券投资基金为主的各种专业型基金,包括国债基金、产业投资基金(产业中再分若干行业基金)、科技创业基金、基本建设(如交通、能源、通讯等)投资基金,以及社会民政福利性质的基金如退休基金、教育基金、医疗保健基金等等,并逐步纳入规范的社会资产管理的范围,从而真正形成市场经济中资本市场上银行、证券、基金、保险多种业务领域并存的局面,此时中国的基金真正成为中国社会主义市场经济中的重要组成部分。今后十年将是中国投资基金飞跃发展的黄金时期。

第四节 中国几种主要基金介绍

一、沈阳基金

沈阳基金包括“农信”、“富民”、“通发”、“万利”、“公众”等几种,沈阳基金的主要特点是:

第一,沈阳基金都是封闭型基金,同时,由于沈阳基金目前的价位偏低,因此具有投资和投机的双向价值,其风险比较小,收益高。

第二,沈阳基金的发行机构均为金融机构,分别为农信——农行沈阳市信托投资公司;富民——沈阳北方证券公司;通发——沈阳证券公司;公众——建行沈阳信托股份有限公司;万利——工行沈阳市信托投资股份有限公司。在沈阳证券交易中心上市的时间为1992年6月29日至10月30日之间,1994年3月,上海证券交易所与沈阳证券交易中心双向联网后,沈阳基金进入上海证券交易所的交易网络并计入行情显示系统。

第三,沈阳基金的规模比较小,农信、富民为3000万元,通发、公众为5000万元,万利为6000万元,具有送配的潜力。农信1993年红利于1994年1月分发完毕,其分红率是17%。采取红利转入投资的形式,这与送配股实质上是一样的,富民分红的时间是5月,通发和万利分红的时间为6月,公众为7月。

沈阳基金进入上交所后,行情并不是很好,并网后的第一天仅微幅上调,接着又全面下泻。沈阳基金目前并没有引起投资者的兴趣,其原因在于:其一 是因为大多数投资者对沈阳基金还比较陌生,由于事先没有做好宣传解释,许多投资者对并网后能非常方便地购买沈阳基金感到惊讶;其二是目前人们对共同基金知道得还比较少,由于观念上的作怪,对基金的优势的认识还不够;其三是上海证券交易所流通的基金全是异地基金,其走势特征也不能吸引处在投机阶段的人们的兴趣;其四是目前股市处于低迷状态,正如前面所分析的那样,由于共同基金大部分将其精力盯在股市上,易受股市波动的影响。

二、淄博基金

淄博基金其全称为淄博乡镇企业投资基金,是较为大家所熟悉的一种基金。目前在上海证券交易所上市,也是上市交易唯一的基金。

淄博基金是经中国人民银行总行批准,由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司和中國工商银行山东信托投资股份公司等单位发起设立的国内第一家比较规范的共同基金。该基金为公司型封闭型基金,设有基金证券持有人大会和基金公司董事会,该基金的封闭期限为5年,在期满前一年,经基金证券持有人大会同意,主管机关批准,可以延长基金的期限。

淄博基金总发行规模为面值3亿元人民币。分期发行,其中第一期发行规模为面值1亿元人民币,发行时间为1992年12月1日至1993年1月31日。

淄博基金投资所获得的股利、利息收入用于年度分配,发行基金证券的实收资本和取得的资本利得不用于分配。基金公司会计年度采用日历年度,每个会计年度结束后一个月内公布收益分配方案。

淄博基金的宗旨是:以新的金融方式支持乡镇企业的发展,配合国务院批准的淄博市乡镇企业股份合作制试验区的体制改革试验,并为基金的投资者谋取最大的收益。

淄博基金在上交所上市后,即被抬高至5元以上,随之由于沈阳证交中心与上海证券交易所联网,实际上也使沈阳基金在上交所“准上市”,打破了淄博基金在上交所一统天下的局面,价位有所下落,后又因股市低迷,价位受到影响,目前的价位一直没有刚上市时的价位好。

三、浙江基金

浙江基金主要是浙江省工商银行信托投资公司的共同基金、金华基金和温州投资信託基金。这三种基金都对外公开发行。

(1)浙江省工商银行信托投资公司共同基金。该基金封闭期限5年,自1992年7月至1997年7月。其投资的对象是符合国家调整经济结构要求的重点项目,投资方式为股权投资,浙江工行共同基金发行金额为3000万元,规模比较小,每个基金单位为100元,共发行30万个单位。

基金受益凭证为记名式,可抵押、转让、继承和挂失的有价证券。

基金的主要受益来自分红基金,每个基金单位收益等于分红基金总额除以基金单位数。

分红基金的年度基金净收益在提取10%的风险基金和视年度基金净收益的高低确定不同的比例的公司佣金后的剩余部分。该基金是我国共同基金发展中比较有特色的,特别是该基金的收益分配实行上不封顶,下不保底的办法,以体现收益共享、风险共担的原则。

(2)金华基金。金华投资基金的发起人是金华市信托投资公司。该基金也是封闭型基金,封闭期限为10年。期满之前,投资者可凭基金卡到指定的证券交易机构办理转让。金

华基金的投资对象主要是有价证券,占70%;房地产等项目的投资占30%。根据分散风险的原则,对某一项目的投资总额限制在基金总额的10%以内。同时,也不超过该项目拥有企业自有本金的15%。该基金的总额为2000万元人民币。通过发行单位收益凭证的形式等集,每单位的面值为人民币10元,共分为200万个基金单位。

基金的收益主要由每个营业年度实现的收入相除经营成本而构成的净收益为基础。年度净收益在提取风险金(10%)和佣金以后,其余收益为分红基金,每个单位的分红基金则由分红基金总额除以基金单位数给出。

该基金属保本基金,在基金期满时,若发生本金亏损,亏损部分由设立基金的金华信托投资公司赔偿。

(3)温州投资信托基金。温州投资信托基金的发起人是温州市国际信托投资公司。该基金于1992年7月正式向社会公开推出。

该基金为封闭型基金,封闭期为5年,从1992年7月至1997年7月。发行总额为1000万元,基金单位数为10000份。每单位为1000元,受益凭证为记名式,可以在指定的证券交易机构办理转让。

基金的投资对象为温州市政建设和符合国家产业政策重点项目投资及经批准允许上市的有价证券。

基金收益采取保本分红的办法,保证本金完整无缺。

四、大连基金

大连基金主要有大连建设银行信托投资公司共同基金、利民证券共同基金、大连信托公司投资受益证券和大连农业银行信托投资公司受益证券。

(1)大连建设银行信托投资共同基金。该基金的发起人是建设银行大连市分行信托投资公司,基金建立的日期是1992年5月28日。该基金的投资对象为国债、企业债、股票等各种有价证券以及房地产和经中国人民银行批准的其他投资。

大连共同基金为长期基金,但每5年要以旧券转换一次新券。在一个转换期满后3个月内均可以办理退还本金手续。过期未办的,视为继续参加。

大连共同基金为记名式,可挂失、抵押、转让和继承。

(2)利民证券共同基金。该基金的发起人是大连证券公司,成立时间是1992年5月28日,该基金的受益凭证发行总额为3000万元,是收益型的封闭式基金,期限为不定期。但是发生下列几种情况之一,基金即行终止:1. 基金按原发行办法运用与国家公布的规定抵触时;2. 中国人民银行大连市分行根据有关政策与需要责令终止时;3. 基金运用将损害投资人利益时;4. 该基金发行总额半数以上的投资人请求终止时。

利民基金的投资对象是有价证券,为了体现共担风险、共享利益的原则,大连证券公司认购基金发行总额的10%,利民基金发行的受益凭证为记名式,可挂失、转让,可过户。

利民基金分配收益的办法是分红,红利根据基金收益扣减公司所得管理费得出,每年的4月1日至4月30日支付年度红利。

(3)大连信托公司信托投资受益证券。大连信托公司信托投资受益证券的发起人是大连市信托投资公司,成立时间是1992年5月。该证券为无限期型,但若发生下列情况之一,可进行收盘清算:1.基金运用办法与国家有关新规定抵触时;2.中国人民银行大连市分行根据宏观调控需要责令终止时;3.公司遇特殊情况不能继续营业时;4.基金运用损害投资人利益时;5.应基金发行总额半数以上投资人请求终止时。

该证券发行筹集的基金主要投资于有偿证券、房地产开发、工商企业和其他金融资产。

该受益证券发行总额为3000万元,面额为1000元,按面值平价发行,发行后两个月即可到大连信托公司证券营业部或指定地点办理转让过户手续。该基金的收益由基金的红利率决定,每年的4月1日至5月1日是向公众分配红利的时间。

(4)大连农业银行信托投资公司受益凭证。该基金的发起人是中国农业银行大连市分行信托投资公司,成立时间是1992年5月28日,发行总额为3000万元。受益凭证以千元为单位。证券面额采用手工填写。

大连农行信托受益证券的投资对象是具有良好的信誉的特级(或一级)企业、房地产开发、有偿证券以及经批准的其他金融资产,期限为10年。

该基金红利分配每年一次,从每年的3月1日至4月1日向受益人支付。

五、江西基金

江西基金主要有赣农受益基金和赣中基金。

(1)赣农受益基金。其全称是江西省农行信托投资股份有限公司信托受益证券。发起人是中国农业银行江西省信托投资股份有限公司,基金的管理人与保管人分别为农行江西信托投资股份有限公司受益证券管理委员会和中国农业银行江西省信托投资信托股份有限公司,共同基金的成立日期是1992年5月4日。

该基金的投资对象是工商业和房地产,其中前项约占70%,后项约占30%。

赣农受益基金的发行总额为3000万元,期限5年,利息以送券或红利方式支付,1993年7月第一次分红派息,其受益期为423天,分红派息率为17.816%,分红派息形式为100元受益证券送20元券,派0.93元现金。经送配后,1993年12月30日在天津证券交易中心上市的受益证券总额为3600万元,基金的面值为1.00元。1993年4月,经中国人民银行江西分行批准,本受益证券从1993年5月1日,改为无偿还期。在天津交易中心上市后,第一天开盘价为1.42元,至1994年5月31日,每基金单位的资产净值为1.10元人民币。

(2)赣中基金。即赣中受益基金。其发起人为中国银行江西信托咨询公司,管理人和保管人分别为中国银行江西信托咨询公司基金部和中国银行江西信托咨询公司计财部。该基金是1992年5月经江西人民银行批准,于1992年5月设立的。

赣中基金于1992年4月向社会公开发行2000万元的信托受益证券,募集设立投资受益基金,面值为1.00元,按面值发行。赣中基金为封闭型基金,封闭期限为5年。1993年7月经江西人民银行批准,转为无偿还期。该基金经送配后,目前的基金总额为4452万元,可流通的总额为4006.8万元,发起人持有总额为445.2万元。至1994年6月止,每基金单位

的资产净值为 1.12 元。

赣中基金 1994 年度的投资组合为证券投资 9%、项目投资 70%、货币资金及其他投资 21%。该基金于 1993 年 12 月 30 日在天津证券交易中心上市。上市第一天的开盘价是 1.43 元。该基金经过两年的营运取得了良好的业绩,1992 年和 1993 年的年收益率和年末单股资产净值分别为 16.28%、20.65%和 1.135 元,1.070 元。至 1994 年 6 月,该基金的资产净值达 4986 万元。

六、开信基金

开信基金的发起人是天津开发区信托投资公司。基金的管理人和保管人分别为天津亚富物投资有限公司和天津经济技术开发区信托投资公司,属封闭型基金。

该基金的投资对象主要是证券、项目投资和货币资金及其他投资,该基金 1994 年的投资组合为证券投资 40%~50%,项目投资占 20%~30%,货币资金及其他投资占 20%~40%。

基金发起时为 2800 万个基金单位,面值为 1 元,溢价发行 1.15 元。1994 年经过送配后达到 5600 万基金单位,其中发起人持有总额为 600 万个单位。可流通的基金单位是 5000 万个。

该基金于 1992 年 12 月 31 日在天津证券交易中心上市,上市第一天开盘价为 1.38 元。从 1992 年 11 月 1 日至 1993 年 12 月 31 日止,该基金共实现收益 1116.75 万元,每个基金单位可分配红利高达 0.35 元人民币,是目前在天津交易中心上市基金中成绩较好的基金,至 1994 年 6 月 1 日止,该基金的资产净值为每基金单位 1.32 元。

第三章 共同基金的运行与操作

第一节 共同基金章程的公布

契约型共同基金和公司型共同基金尽管在其结构、组成机构及当事人等方面有所区别,但其在共同基金的运作上却有许多地方是一致的。其运作过程一般经过章程的公布,基金单位或受益凭证的发行、认购和购回、转让,资产净值的公布以及投资结果报告几个环节。

在共同基金开始公布其章程之前,一般有一阶段是共同基金设立的准备阶段。这一阶段与公司的筹备阶段大同小异。这里就不再赘述。

从共同基金的运作过程来看,应该将共同基金的章程公告,看作是基金运作的初始环节,共同基金的章程是确定基金的权利文件,章程要对公司的存在理由加以说明,并加以限定。它不仅要指出共同基金成立的目的,而且要指出其最大的营业范围,因而,它是共同基金以外的投资者、债权人等得以精确地弄清和了解公司活动范围的文件,共同基金章程由共同基金的发起人(委托者)制定,提交首届成立大会通过后,交法院或公证人认可,报政府有关部门进行登记,并在指定的报刊上予以公告。共同基金章程一般包括下列内容:

(1)基金的名称:发起人可以自由选择任何适当的名称。

(2)基金的地址。

(3)基金的目的:说明共同基金的营业性质和范围,主要是为了使受益凭证的持有者了解公司资本的运用状况,并使与基金进行交易的人确知共同基金的权利范围。

(4)基金的资本总额:首次发行的金额及基金的期限。

(5)基金的经理人、保管人的名称和地址:主要是使投资者对共同基金的当事人有比较明确的了解,以便决定是否投资及投资额。

(6)基金的经营人、保管人的职责:主要是明确公布有关当事人权利和义务,使各有关当事人能够明确自己的权利、履行义务,在发生问题时有法律依据。

(7)基金的受益凭证的发行与转让:主要记载共同基金发行的基金额,发行时间和方式,

共同基金的转让方式及其限制等事项。

(8)基金的投资政策和限制:如淄博基金规定将不少于60%的基金总额主要投资于符合国家产业政策、经济效益好、有发展潜力、已进行规范化股份制改造或经过严格的资产评估划分股权的淄博乡镇企业,以及为乡镇企业提供服务的有关产业的股权或股票,同时为了分散风险,减少资金闲置损失,还可以将部分资金投资于其他的金融资产,但不得超过40%,同时,也对共同基金的投资作了如下限制:

①对任何一个企业或企业集团的投资额不得超过基金资产净值的15%。

②不得对任何一个企业或集团拥有50%以上的股权。

③不得从事负无限责任的投资。

④不得从事物质产品的贸易活动。

(9)基金的投资收益的分配、时间及给付方式,基金应负担的费用给付方式及时间。

(10)基金的资产估值和经营情况公布。

(11)基金的会计和税收。

(12)基金的终止和清点。

一般地,各国立法都规定共同基金需要有章程。章程是公司设立的要件,它应载明的事项由立法规定。一般地,在基金的章程中,其内容可以分为绝对记载事项和相对记载事项。所谓绝对记载的事项,是法律规定必须记载的事项,否则无效。例如公司的名称、地址,所经营的事业,资本的总额,发起人(委托人)的姓名等。相对记载的事项是可以任意记载的事项,可视具体的情况而定,但必须与基金的绝对记载事项不相冲突、矛盾。是否记载及记载哪些内容由共同基金的发起人自行决定。

下面即以淄博乡镇企业投资基金公司章程为例,进一步丰富和说明以上所说明的共同基金章程的内容,以便读者对它有更进一步的了解。

附:淄博乡镇企业投资基金公司章程

第一章 总 则

第一条 淄博乡镇企业投资基金公司(以下简称本基金)由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司、中国工商银行山东信托投资股份有限公司等单位根据中国人民银行的有关规定,参照国际上投资基金的通行办法。结合中国国情发起设立的。

第二条 本基金经中国人民银行总行批准设立。中国人民银行为本基金的主管机关。

第三条 本基金的中文名称为:淄博乡镇企业投资基金公司。英文名称为:ZLBO

TVES Fund Ltd。

第四条 本基金注册地址为:山东省淄博市。

第五条 本基金为公司型封闭式基金,通过发行基金证券的方式募集设立,以发行实收资金为本基金注册资本金。

本基金发行总规模为面值 3 亿元人民币,分期发行。

本基金期限 5 年,经基金证券持有人大会同意,主管机关批准可以延期。本基金存续期内各期发行的基金证券,分计期限,但各期的结束期均不得超过本基金的结束期。

第六条 本基金的宗旨是:以新的融资方式支持淄博市乡镇企业的发展,配合国务院批准的淄博市乡镇企业股份合作制试验,并为本基金的投资者谋取最大的投资收益。

第七条 基金盈利由投资者共享,风险由投资者共担。

第二章 基金的管理

第八条 本基金不设立专门的经营管理机构,委托淄博投资基金管理公司为本基金的管理人。

淄博投资基金管理公司注册地址:中国山东省淄博市张店区。

第九条 本基金管理人的职责是:

一、按照有关法律、法规和本基金章程管理本基金。如在实施管理的过程中,因管理人违反法律、法规及本基金章程而致本基金损失时,由管理人承担责任。

二、选择基金投资对象。与本基金直接投资的企业签订投资契约,并有责任监督所投资企业生产经营活动。

三、与有关证券机构签约以购买和出售证券。

四、负责本基金的资产估值、资产和经营状况的公告。

五、负责制定本基金年度经营计划,财务预决算和收益分配方案,上报本基金董事会。

六、负责答复社会对本基金的询问。

第十条 本基金委托中国农业银行淄博分行为本基金的保管人,其注册地址为:山东省淄博市张店区,法定代表人为:曹绪彬。

第十一条 本基金保管人的职责是:

一、负责保管本基金全部资产。保管人必须将保管的基金资产设置独立帐户,单独核算。

二、保管本基金证券持有人登记名册;

三、按照本基金管理人的指令负责本基金投资事项的资金拨付,证券交割和过户;

四、按照本基金管理人的指令,向本基金证券持有人派发投资收益;

五、监督本基金管理人按本章程和本基金委托管理契约履行职责并审核有关帐目。

第十二条 本基金将聘请会计师事务所的注册会计师为本基金的审计会计师,负责本基金的审计工作。

第十三条 本基金将聘请律师事务所律师为本基金律师,负责本基金的法律事务。

第三章 基金证券

第十四条 本基金通过向社会公开发行基金证券的方式募集资金。基金证券是证明该证券持有人对本基金拥有资产所有权、资产收益权和剩余财产分配权的凭证。

第十五条 基金证券为记名式、可挂失、转让、继承、抵押的有价证券。但在本基金期限未届满前基金证券不得赎回。

第十六条 基金证券票面应载明以下内容：

- 一、本基金的名称；
- 二、管理人和保管人的名称、地址；
- 三、计值币种及每份面值；
- 四、本基金发行基金证券的总数；
- 五、本次发行的日期和数量；
- 六、基金证券编号；
- 七、本基金年限；
- 八、基金证券过户登记处名称、地址；
- 九、管理机关批准发行的文号和日期；
- 十、基金证券持有人登记栏目。

第四章 基金的发行和转让

第十七条 本基金的3亿元基金证券分期发行。第一期发行基金证券面值1亿元人民币。首先由本基金发起人认购27%，其中由中国农村发展信托投资公司认购900万元；淄博市信托投资公司认购600万元；交通银行淄博支行认购300万元；其余部分面向社会发行，其中向法人定向配售1300万元，向社会公众发行6000万元。由本基金组织承购包销团，承购包销。

第十八条 本基金的初期费用按面额的3%计入发行价格，不列入本基金资产。

第十九条 承购包销银团由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行等单位组成，中国农村发展信托投资公司作为本基金的保荐人和承购包销银团主干事，淄博市信托投资公司和交通银行淄博支行为副主干事。由中国农村发展信托投资公司负责上海市的发行，由淄博市信托投资公司和交通银行淄博支行负责淄博市的发行。

第二十条 本基金以后各期的发行时间和方式，由本基金视经营状况，在不损害出资人利益的前提下确定，并报本基金主管机关批准。本基金证券持有人可以优先购买新发行的基金证券。

以后各期发行的基金与首期发行的基金分计期限、分帐管理、独立核算、自负盈亏。

第二十一条 本基金首期发行期限：从1992年12月1日至1993年1月31日。

第二十二条 本基金证券首期发行期满半年后，经批准可以在上海证券交易所上市交

易。

由本基金证券持有人委托有上海证券交易所会员单位资格的证券机构代理交易。上述证券机构将在淄博设立证券异地交易代理机构,以方便本基金的异地交易、交割。

第二十三条 法人认购的基金证券在上市后半年内不得转让,在基金存续期内各发起人所持基金证券不得低于发起时各自认购基金证券的 10%。

第五章 投资政策及限制

第二十四条 本基金主要投资于淄博乡镇企业以及为乡镇企业提供服务的有关产业的股权或股票。这部分投资应不少于本基金投资总额的 60%。

选择投资的乡镇企业必须具备以下条件:

- 一、符合国家产业政策;
- 二、经济效益好;
- 三、有发展潜力;
- 四、已经进行规范化股份制改造或经过严格的资产评估划分股权的。

第二十五条 为分散投资风险,减少资金闲置损失,本基金也可投资于其他金融资产。其他金融资产是指国库券、政府债券、金融债券、企业债券和股票及其他经证券主管机关批准发行的有价证券。这部分投资不高于本基金总资产的 40%。

第二十六条 为分散投资风险,保证投资安全,本基金投资作如下限制:

- 一、对任何一个企业或企业集团的投资额不得超过本基金资产净值的 15%;
- 二、不得对任何一个企业或企业集团拥有 50%以上的股权;
- 三、不得从事负有无限责任的投资;
- 四、不得从事物质产品的贸易活动。

第六章 资产估值和经营情况公布

第二十七条 本基金管理人在本基金发行后,每半年对本基金资产净值估值一次,估值结果须经本基金审计会计师审核并经所在的会计事务所盖章后向社会公告。

公告方式为至少在一份全国性报纸、一份上海市报纸和一份淄博市报纸上公布。

估值日应确定为每年相同之日。如估值日不是本基金之营业日,估值日将顺延为该日之后的第一个营业日。估值内容包括本基金之资产净值总额和每份基金证券之资产净值。

本基金估值方法按照国家有关规定确定。

第二十八条 本基金管理人每季对基金的经营成果和财务状况公告一次。每个会计年度终了,由本基金审计会计师对本基金经营成果和财务状况进行审核,由基金管理人向社会进行年度公告。

公告方式为至少在一份全国性报纸,一份上海市报纸和一份淄博市报纸上公布。

第七章 费用和年度分配

第二十九条 本基金的费用为期初费用、期中费用和期末费用。

一、期初费用为发行基金证券所支会的费用,以及与募集基金相关的其他费用。期初费用按面值的3%列入发行价格,不列入基金资产。

二、期中费用包括基金管理费、保管费、基金管理人的奖励费及其他应由基金负担的费用。其中管理费为基金资产净值的2%(按年计),保管费为基金资产净值的0.24%(按年计)。每月按经注册会计师审计通过的最近资产净值月平均余额计算,每季提取支付,年终按决算结果调整。

三、期末费用为基金清算所需费用,按清算时实际支出从基金资产中提取。

第三十条 本基金每年分配一次收益,于每个会计年度结束后一个月内公布收益分配方案。

第三十一条 本基金资产净值分为以下三项:

一、发行基金证券之实收资本;二、资本利得;三、投资所获利息收入。其中第三项用于年度分配,第一、二项不用于年度分配。

第三十二条 年度分配按下列方式计算和分配:

一、投资所获之息、利收入扣除基金管理费、保管费为基金用于年度分配的净收益。

二、若基金用于年度分配的净收益为负,则应从基金净资产中扣减,并从下一年的净收益中提补;此项未弥补前,不得进行年度分配。

三、若基金净收益率(净资产/基金发行总额)超过20%,超过部分的15%作为基金管理人的奖励费,此项奖励每年计算,从基金净资产中提取支付。

四、基金用于年度分配的净收益减去提补上年亏损金额后的剩余金额由基金证券持有人按基金证券额平均分配。

第八章 基金证券持有人大会及基金公司董事会

第三十三条 基金证券持有人大会由全体基金证券持有人或委托代表参加。基金证券持有人大会为本基金最高权力机构。

第三十四条 基金证券持有人权利:

一、参加或委托代表参加基金证券持有人大会;二、按本章程规定转让基金证券;三、在本基金分配时取得相应的红利;四、在基金终止清算后,分得相应的剩余资产;五、对基金管理人公布的本基金财务和经营报告进行质询;六、向基金管理人反映对本基金的投资、收益分配、清算方案的意见和要求;七、本章程规定的其他权利。

第三十五条 基金证券持有人大会的权力:

一、听取董事会报告;二、修改本基金章程;三、选举基金董事会成员;四、决定基金管理人;五、决定基金保管人;六、决定延期或提前终止本基金;七、本章程规定应由基金证券持有

人大会决定的其他事项。

第三十六条 本基金设立董事会,董事会为基金证券持有人大会的执行机构。董事会由九名董事组成,由基金证券持有人大会选举产生。其中设董事长一名,副董事长两名,董事长、副董事长人选由董事会选出,报主管机关核准。董事长、董事任期为五年。

第三十七条 董事会行使下列职权:

一、决定召开基金证券持有人大会并向大会报告工作;二、执行基金证券持有人大会的决议;三、制定本基金发行及基金证券交易方案;四、制定本基金公司章程修改方案;五、制定本基金公司延长及提前终止方案;六、负责监督管理本基金公司章程、委托管理协议书和委托保管协议书的执行。

第三十八条 董事长为本基金公司的法定代表人,董事长行使下列职权:

一、主持基金证券持有人大会及董事会;二、检查基金证券持有人大会决议的实施情况并向董事会报告;三、代表本基金公司签署基金证券、委托管理协议书和委托保管协议书等法律文件。

董事长因故不能履行职务时,可授权副董事长行使董事长职权。

第三十九条 董事会召开应遵循下列规定:

一、董事会每半年召开一次例会,如有特别需要,经董事长或半数以上董事提议,可以召开董事会临时会议,每次董事会召开前应由董事会秘书在 7 天前发出书面通知,并通知会议议程、地点和时间;

二、董事会由董事长负责主持召开,副董事长协助董事长工作,并在董事长因故不能出席时或经董事长授权代行董事长职责;

三、董事会实行一人一票的表决方式,董事因故不能参加,可以书面授权其代表参加,并说明代表是否具有表决权;

四、董事会须有三分之二以上董事参加方能召开,决议需经半数以上出席者通过方能生效。董事长在争议双方票数相等时有两票表决权。

第九章 会计与税收

第四十条 本基金的会计年度为日历年度。

第四十一条 本基金税收事务按国家有关规定执行。

第十章 终止与清算

第四十二条 本基金期限可以延长,是否延长或延长时限,由本基金董事会在基金期限届满前一年,根据本基金经营状况提出建议,经基金证券持有人大会通过,报本基金主管机关批准,并须至少在一份全国性报纸、一份上海市报纸和一份淄博市报纸上公告。

第四十三条 本基金发生下列情况之一时,本基金董事会可提出提前终止本基金的建议:

一、本基金发生严重亏损,无力继续经营时;

二、本基金由于不可抗力无法继续经营时。

第四十四条 本基金终止时,须报主管机关批准,并以适当方式公告。

第四十五条 本基金终止时,由主管机关组织各方面专家组成清算委员会,对本基金进行清算。

第四十六条 清算委员会的职责是盘查本基金的财产,编制资产负债表和财务目录,制定清算方案,报主管机关批准后执行。

第四十七条 清算期间,清算委员会代表本基金起诉和应诉。

第四十八条 清算后,本基金全部剩余资产按基金证券面额,平均分配给基金证券持有人。

第四十九条 本基金终止后,其各种帐册由本基金管理人保存,十年内不得销毁。

第十一章 附 则

第五十条 本章程解释权归本基金董事会。

第五十一条 本章程自中国人民银行总行批准之日起生效,修改时间同。

第二节 订立信托契约

按照有关规定,共同基金必须将其资产委托给管理公司和保管公司后,才能向社会公开募股,因而信托契约的订立便成为共同基金运作的一个至关重要的环节。信托契约有广、狭义之分。广义的信托契约是指由委托者与受托者之间签订的契约,它既包括由共同基金投资公司与共同基金管理公司签订的委托管理契约,共同基金投资公司与保管公司为设立基金而订立的委托保管的契约,同时也包括共同基金投资者由于购买共同基金受益凭证而形成的契约。狭义的共同基金信托契约仅指前面两种契约,以下我们将着重介绍这两种契约。

一、委托管理契约

委托管理契约是由共同基金和共同基金管理公司订立的契约。委托管理契约主要包含以下几个方面的内容:

第一,委托方与受托方的名称和地址。如淄博基金委托管理契约载明:甲方(委托方):淄博乡镇企业投资基金公司;受托方:淄博投资基金管理公司。

第二,订立委托契约的原因。

第三,受托方受托管理的资产的有关事项,包括:

(1)委托方委托,受托方愿意接受委托成为基金的管理人,全权负责该项基金的投资管理与经营。委托方承诺除本协议终止外,不再另行委托他人为该项基金管理人。

(2)受托方受托管理的基金资产为委托方通过发行基金证券所募集的全部资金(扣除本章程所规定的期初费用)及由该资金所形成的各项资产和各项未分配利益。

第四,订明共同基金管理公司应该履行的职责,这些职责经常包括以下几方面内容:

(1)按照有关法律、法规及基金章程确定的投资政策和投资限制,负责基金的投资与管理。在实施投资时,受托方运用专门的投资知识和经验,对每一笔投资活动进行可行性分析,必要时应聘请投资顾问。

(2)在进行证券投资时,受托方负责选择适当的证券经营机构并与其订立委托买卖协议,负责将该投资指令送达基金保管人,督促其及时办理有关清算、交割及本息或红利的收取事宜。

(3)在进行股权等非上市证券投资关在该项投资转化为上市证券投资时,受托方代表委托方签署有关法律文件,行使该投资的权利与义务并负有该投资的监督与管理职责。同时负责将该投资指令送达基金保管人、督促其及时办理有关资金拨付、收益结算等事宜。

(4)受托方负责制定基金的会计制度的核算办法。对基金资产单独设置会计帐册进行会计核算,受托方不得将自身资产和受托管理的其他基金资产混淆。

(5)受托方负责按基金章程规定的估值方法、计算标准及日期对基金的资产净值进行估值,并按基金章程规定的方式和日期进行公告和向有关方面呈报。

(6)受托方负责按基金章程规定的日期和编写内容,编制基金的会计报表(资产负债表,损益表,收益分配表)和经营财务报告,经基金保管人复核签署,并经注册会计师审核签证,报送委托方董事会通过后,按章程规定的日期和方式进行公告和向有关方面呈报。

(7)受托方负责按基金章程规定的收益分配原则,拟定基金收益分配方案,报经基金保管人签署,基金公司注册会计师审核签证和委托方董事会批准通过后,按基金章程规定的日期和方式向有关方面呈报和公告。

(8)受托方应妥为保管每项投资或交易的记录及文件,以及资产净值估值报告,会计帐册,会计报表和经营财务报告等资料备查。

(9)受委托方委托办理基金证券在证券交易所的上市申请和向该证券交易所呈报所需资料等事宜。

(10)受托方负责办理基金有关税收事宜。

(11)受托方负责于每年委托方董事会和基金证券持有人大会召开前向委托方董事会提出本年年度经营计划、上年度会计报表、经营财务报告和收益分配方案。

(12)受委托方董事会委托,负责按基金章程规定的时间、方法办理基金证券持有人大会和基金公司董事会会议的组织、行政和秘书工作。

(13)受托方负责向社会和基金证券持有人答复质询。

(14)受托方负责向主管机关提交有关资料。

(15)基金终止清算时,负责向清算委员会提供基金的所有资料。

第五,订明受托的限制及责任免除条款。这些条款一般含有以下几方面内容:

(1)受托方应尽职尽责为基金证券持有人谋取最大利益,不得为自己及与其有利害关系的公司或人士谋求不正当利益,但受托方对资金的必然盈利不负责任,受托方在办理基金投资事宜时,因违反法律、法规和基金章程或故意过失而造成的损失负有赔偿责任。

(2)受托方不得以基金的名义,用自己和基金以外的资金从事证券买卖或其他交易。

(3)受托方所发出的投资指令与成交后所形成的资产不一致时,受托方应与基金保管人核查并将核查结果向委托方董事会报告,在投资指令无误的情况下,受托方不负任何责任。

第六,共同基金的管理费、经营基金的奖励费及其他一切有关的费用也在委托管理契约上加以订明,内容主要有以下几个方面:

(1)委托方需按月支付给受托方基金管理费,基金管理费视各国及各基金的情况而定。我国的淄博基金规定:按注册会计师审核通过的最近估值日的资产净值月平均余额的2%(按年计)计算,年终按决算结果调整。该基金管理费由受托方根据上述原则提出,经基金保管人审核签字。由保管人负责将该基金管理费在每月5日内从基金帐户中划入受托方指定帐户。

(2)以下费用不在受托方所收取和基金管理费之列,按实际发生从基金资产中提取。由保管人在审核无误后或在投资结算、交割时,从基金帐户中支付:

- ①上市初费和月费;
- ②注册会计师和律师的有关费用;
- ③公告和宣传广告费;
- ④向基金证券持有人提供文件、资料的印刷费和邮资;
- ⑤基金证券持有人大会和基金董事会的会议费;
- ⑥证券投资的委托代理费;
- ⑦其他经双方认定应由基金承担的费用。

(3)委托方根据基金经营业绩,需向受托方支付奖励报酬。其办法如淄博基金规定:扣除基金管理费、保管费和前项所列各项费用支出外,年末经注册会计师审核验证的基金资产净值,加上本年基金收益所产生基金资产净值增值部分,减去以下两项后增值幅度超过20%的部分的15%作为受托方的奖励费用,在基金收益分配前,经基金证券持有人大会通过,一次支付给受托方。

- ①过去年度的亏损;
- ②过往年度增值幅度与15%差额的部分。

第七,载明有关契约的调整、变更、终止事项,其主要条款大致如下:

(1)委托方须就以下事宜向受托方通报并及时调整、变更委托事项:

- (1)增加股本或第二次增发基金证券;
- (2)更换基金保管人或修改基金保管协议;
- (3)更换注册会计师;
- (4)修改基金章程;
- (5)提前清算。

受托方保留是否接受委托事项的调整与变更直至提出辞去基金管理人的权利。

(2) 契约的变更和修改需经双方共同协商拟定,报主管部门批准后执行,重大修改和变更须经基金持有人大会通过。

(3) 在受托方出现因管理不善或重大失误而导致基金严重亏损,因破产而无力经营,基金证券的价值超过总发行价值 50% 以上的基金证券持有人书面提出要求撤换基金经理人,或受托方严重违反基金章程、契约或有重大的违法行为时,委托方可提出终止委托管理契约。协议的终止还必须经有关主管部门的批准后才能生效。

第八,委托管理契约的生效及其条件。

在日本,对于委托管理契约的内容,《证券投资信托法》有比较明确的规定,证券投资信托契约应记载的事项大致如下:

- (1) 受托者及委托者;
- (2) 受托者有关事项;
- (3) 委托者及受托者业务上的有关事项;
- (4) 信托资本额的有关事项;
- (5) 受托证券的有关事项;
- (6) 信托资本及收益管理的有关事项;
- (7) 信托资本的偿还及收益的管理运用的有关事项;
- (8) 信托契约期限、期限的延长及信托契约期间解除契约的有关事项;
- (9) 计算信托契约的有关事项;
- (10) 受托者接受委托者的信托报酬、其他手续费的计算方法、支付方法及支付日期的有关事项;
- (11) 变更信托契约条款的有关事项;
- (12) 其他大藏大臣认为,为了保护公益和投资者,有必要在大藏省令中作适当规定的有关事项。

二、委托保管契约

共同基金的信托财产一般由保管公司负责保管,以充分保障共同基金投资者的权益,防止基金的信托财产被随时挪作他用,由此必然产生由基金投资公司与基金保管公司签订的契约,即基金保管契约。委托保管契约一般包含以下几个方面的内容:

第一,委托方和受托方双方的名称与地址,通常受托方,即基金保管公司是由兼营信托业务的金融机构担任,可以是商业、银行或储蓄银行也可以是专业银行或信托投资公司。

第二,委托保管资产的有关事项,包括:

(1) 受托方受托保管的基金公司资产构成项目包括:基金公司募集所得净价金、基金公司负债、用基金公司资产购入的各项资产(股票、债券以及非上市公司股权投资等)以及由此等资产所产生的资本利得、利息、股息收入等项收益;

(2) 受托方必须以诚实善良之操守,依据本协议以委托方及投资人的利益为最高利益,行使基金公司资产的保管权,全权负责基金保管资产的安全与完整;

(3)受托方受托妥善保管和控制基金资产,但对基金公司投资的盈亏不负任何责任;

(4)受托方应保证其债权人不得出于自己的债权,对基金公司资产请求扣押或行使其他权利;

(5)保管于受托方的基金保管资产中的现金资产,应按银行的规定按日计息并将利息计入基金公司资产帐户,同时受托方必须满足在管理人指令下随时支出现金的要求;

(6)受托方应分别设立“基金公司资产帐户”和“基金公司资产分配帐户”,分别进行帐务记录与处理。每次分配收益时,应将核准的可分配总金额从“基金公司资产帐户”提存于“基金公司收益分配帐户”,并根据基金公司收益分配方案,进行拨付和结算。

第三,受托方应该履行的义务,主要包括以下几项内容:

(1)受托方在进行有关基金保管资产的处理时,应遵从管理人的指令,除非受托人认为这些指令与委托管理契约以及有关文件法令相互抵触,方可拒绝管理人的指令,但应立即报告委托方;

(2)受托方须依照委托管理契约和管理人的指令,负责基金公司资产的投资与运用事项的资金划拨、证券交割、过户以及清算事宜;

(3)受托方必须根据管理人的指令,负责收取由基金保管资产所产生的各种收益,并根据管理人的指令负责向投资者派发收益;

(4)受托方负责保管基金公司持有人登记名册;

(5)受托方负有监督管理人按委托管理契约履行职责的义务,并在一定的时间内向委托方提交一份管理人履行委托管理契约情况的报告;

(6)受托方应复核、审查管理人有关本基金公司资产的财务和业绩报告,并有据实签署管理人有关基金公司资产财务及业绩报告的义务;

(7)受托方应据管理人要求提供有关基金保管资产会计财务数据;

(8)受托方应主动与管理人定期对照、核实基金保管资产帐目,以确保基金公司资产完整无误;

(9)受托方应将自有资产与基金保管资产严格区分,分帐管理,不得以任何理由擅自将基金保管资产与其他资产相混;

(10)受托方应在一定的时间内向委托方提供一份基金公司资产的财务报告。在委托方认为必要时,受托方还有提供其他文件的义务;

(11)除非委托方指定了新的保管人,保管人将不允许放弃或停止其作为保管人的职责;

(12)受托方应履行为基金公司保密的义务,未经委托方或管理人同意,不得随意将与该基金公司有关的信息向外泄漏,但主管机构需获得上述信息时,不受此限;

(13)受托方应接受管理人对其履行保管契约的监督。

第四,受托方违约的责任,主要的内容有:

(1)受托方在履行保管职责时,因其自身失误或错误造成基金保管资产意外损失时,应立即恢复基金保管资产,并赔偿委托方因此而遭受的经济损失;

(2)基金保管资产一经保管确认收讫后,受托方对未经经理人同意而对基金保管资产所作的擅自变动造成的损失负赔偿责任。

第五,受托者接受委托方的委托报酬,其他手续费的计算方法、支付方法及支付日期的有关事项。

第六,委托保管契约的补充、修改、终止的有关事项。

第三节 受益凭证的发行与认购

共同基金在委托管理后,即取得向社会发行的权利,共同基金的发行大致与股票的发行相似,通常采用公开发行和私下发行两种方式。

公开发行又称公募,就是发行单位不是直接把发行的基金受益凭证卖给一般投资者而是通过承销集团和销售集团分散地和小批地卖给一般投资者。采用这种方式的好处是,发行面比较广,购买者比较普遍,发行的受益凭证容易为广大的投资者所了解、熟悉,以后若再发行受益凭证时,容易被广大的投资者所接受;其缺点是手续比较繁杂,需要很多说明资料,需报主管机关审批,时间长、费用大。

私下发行又称私募,即发行单位直接把所发行的受益凭证卖给投资者,免去承销集团的中介参预,有时他们也参加,但不插手受益凭证发行的具体业务,而只是以中介人的身份,把买卖双方拉到一块,具体的问题由买卖双方洽谈。在这种方式下,买方大都是机构投资者,每年买卖的数额都比较大。采用这种方式的好处是,不需要向主管机关报批,节约时间和许多准备文件、资料的工作,不用支付承购包销的大量费用;其缺点是这种受益凭证不得向公众出售,除非补办报批手续,而且发行面很窄,只限于少数大机构,投资公众对这种基金根本不了解、不认识。

按照有关的规定,共同基金向社会公开发行受益凭证时,它有披露信息的义务,其中最为主要的是向社会发布募股说明书。

一、募股说明书

募股说明书有时也称基金证券发行说明书或公开发行说明书,是共同基金的说明性文件。共同基金在向社会募股时,通过特定的报刊或印发小册子向公众披露有关的资料,使基金的投资者在分析和估价受益凭证发行人、证券的风险和利润的基础上作出自己的投资决策。从法律的角度看,募股说明书是一种含有受益凭证发行条件的法律文件,是向投资者提出的,要他们认购或购买发行人发行的受益凭证的书面要约。以下将以淄博基金为具体例子说明。一般地,募股说明书的包含事项要使读者能更为详细具体地阅读募股说明书的内容。基金的募股说明书与股票发行的募股说明书是有区别的,它的具体内容包括:

第一,关于共同基金的简介和性质的说明。如我国的淄博乡镇企业投资基金在募股说明书中对共同基金的简介和说明是:淄博乡镇企业投资基金是参照国际上有关投资基金的

惯例,经中国人民银行总行和国家经济体制改革委员会批准的在境内设立的第一个投资基金,是第一个以乡镇企业为主要投资对象的公司型基金。其宗旨是:以新的金融方式支持乡镇企业发展,配合国务院批准的淄博市乡镇企业股份合作制试验区的体制改革试验,为基金公司的投资者谋取最大的投资收益。基金公司将公开向机构和个人投资者发行基金证券。总发行规模为3亿份,每份面值人民币1元。其中第一期发行1亿份,平价发行,发行价每份1元,另收发行、宣传等费用0.03元。

基金公司由中国农村发展信托投资公司、淄博市信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司和中國工商银行山东信托投资股份公司共同发起,通过发行基金证券的方式募集设立。

在第一期发行的基金证券中,由基金公司发起人认购2700万份。其中:中国农村发展信托投资公司认购900万份;淄博市信托投资公司认购600万份;交通银行淄博支行认购600万份;山东证券公司认购300万份;中国工商银行山东信托投资股份公司认购300万份。其余部分向社会公众和机构投资者发行。其中向社会公众发行的部分不低于发行总额的40%。基金公司经营期限为8年。在基金公司存续期内,各发起人所持基金证券不得低于其认购发起人基金证券的56%。

基金公司注册地址:山东省淄博市

法定代表人:尹蓝天

基金公司董事会由9名董事组成,其中5名由基金公司各发起单位委派,余下4名为专家董事。

董 事 长:尹蓝天 中国农村发展信托投资公司副总经理

副董事长:杨 力 淄博市信托投资公司经理

王玉杰 交通银行淄博支行副经理(副行长)

董 事:张宗厚 山东证券公司总经理

张志远 中国工商银行山东信托投资股份公司总经理

专家董事:历以宁 北京大学经济学教授

李青原 国家体改委宏观调控司副司长、经济学博士

夏 斌 中国人民银行金融研究所副所长、经济学硕士

赵家和 清华大学经济学教授

董事会是基金公司的最高权力机构,其职权是:修改基金公司章程;确认董事资格,聘请专家董事;决定基金管理人和基金保管人;决定延期或提前终止基金公司;以及基金公司章程中规定应由董事会决定的其他事项。

第二,共同基金的管理公司的介绍及有关的事项。大致包括:基金管理人的名称、注册资本、地址、管理人管理的资本额、法人代表、共同基金管理人的具体职责及其所承担的法律責任。如淄博基金对管理人介绍如下:

基金公司将第一期发行募集的1亿元人民币全部委托基金管理人经营管理。

基金管理人——淄博投资基金管理公司是由淄博市信托投资公司、中国农村发展信托投资公司、交通银行淄博支行、山东证券公司和中國工商银行山东信托投资股份公司发起设

立的非银行金融机构,经中国人民银行总行批准设立。注册资本为 1000 万元人民币。其中淄博市信托投资公司出资 340 万元,占注册资本的 34%;中国农村发展信托投资公司出资 220 万元,占 22%;交通银行淄博支行出资 220 万元,占 22%;山东证券公司出资 110 万元,占 11%;中国工商银行山东信托投资股份公司出资 110 万元,占 11%。注册地址为:山东省淄博市。

淄博投资基金管理公司董事长(法定代表人):杨力。总经理:邓兆瑞。

基金管理人的职责是:

- (1)按照有关法律、法规和基金公司章程的规定管理基金公司资产;
- (2)为基金公司选择合适的投资对象实施投资;
- (3)为基金公司买卖证券,进行证券投资;
- (4)负责基金公司的资产估值、资产和经营状况的公告;
- (5)负责制订基金公司的年度经营计划、财务预决算和收益分配方案,上报基金公司董事会;
- (6)负责答复社会对基金公司的询问;
- (7)办理基金公司委托的其他事项。

如基金管理人在实施管理的过程中因违反有关法律、法规和基金公司章程规定而致使基金公司遭受损失时,由基金管理人承担责任。

第三,共同基金保管公司的地址、名称及共同基金保管人的职责,保管人对基金资产的处理应遵守的指令、由保管人所造成的损失应负的赔偿责任等,如,我国的淄博基金对保管人作了如下规定:

基金公司的全部资产将委托基金保管人——中国农业银行淄博分行保管。

基金保管人的主要职责是:

- (1)负责保管基金公司的全部资产;
- (2)保管基金证券持有人登记名册;
- (3)按照基金管理人的指令负责基金投资事项的资金拨付,证券交割和过户;
- (4)按照基金管理人的指令,向基金证券持有人派发投资收益;
- (5)监督基金管理人按基金公司章程和委托管理协议履行职责并审核有关帐目。

基金保管人在进行有关基金保管资产的处理时,应遵守基金管理人的指令。但当基金管理人的指令与有关法律、法规、基金公司章程或委托管理协议相抵触时,基金保管人有权拒绝执行基金管理人的指令并向基金公司董事会报告。

若基金保管人因其自身失误或错误,或因其未经基金管理人同意而对所保管的基金公司资产作擅自变动从而给基金公司资产造成损失时,基金保管人应负责赔偿。

第四,共同基金信托契约的主要内容与期限。

第五,共同基金的顾问、会计师、律师等有关负责人。

第六,共同基金的投资范围、投资政策和投资限制。募股说明书这部分的内容是相当重要的,它是投资者估计与评价共同基金受益凭证的基础。这部分内容一般对共同基金的主要投资对象及其投资比例、为分散风险而进行的投资组合,以及为分散风险而进行的限制都

有较为详细的规定,如淄博共同基金在其公开说明书中记载:

基金公司的资产将主要投资于淄博市符合下述条件的乡镇企业或为乡镇企业提供服务的有关企业的股权或股票,且这部分投资应不少于基金公司资产总额的 60%。

- (1)符合国家产业政策;
- (2)经济效益好;
- (3)有发展潜力;
- (4)已进行规范化股份制改造或经过严格的资产评估划分股权。

此外,为分散投资风险,减少资金闲置所带来的损失,基金公司还将投资于其他金融资产,即国家债券、金融债券、企业债券和上市公司股票等。这部分投资不得高于基金公司资产总额的 40%。

为分散投资风险,提高投资的安全可靠性,基金公司对投资作出如下限制:

- (1)对任何一个企业或企业集团的投资额不得超过基金公司资产净值的 15%;
- (2)不得对任何一个企业或企业集团拥有 35%以上的股权;
- (3)不得从事负有无限责任的投资;
- (4)不得从物质产品的贸易活动。

第七,基金发行的单位数、金额及是否要追加发行受益凭证及其转让等的有关事项。

第八,受益凭证购买的有关事项,包括程序、地点、价格及费用等。

第九,共同基金的收益分配的有关事项。

第十,共同基金证券持有人的权利;主要包括以下几个方面的内容:

- (1)按基金公司章程规定转让基金证券;
- (2)在基金公司分配时取得相应的红利;
- (3)在基金公司终止清算后,分得相应的剩余资产;
- (4)对公布的基金公司财务和经营报告进行质询;
- (5)向基金管理人反映对基金公司的投资、收益分配、清算方案的意见和要求;
- (6)基金公司章程中规定的其他权利。

第十一,共同基金的终止与清算的有关事项。

第十二,共同基金受益凭证单位资产净值的计算及公告方式。

募股说明书的内容一般有以上十二方面,但若是海外共同基金一般还要刊载投资对象有关国家的市场、政治、法律和经济状况等。

二、受益凭证认购

投资者参与共同基金的投资,在日本通常是通过购买证券信托投资公司的受益凭证形式来实现的。在美国,由于共同基金是公司形式,所以,一般是通过购买投资公司的股份实现的,形式是投资公司发出对帐单(Statement)。共同基金在向投资者募集资金时,向投资者发行表明其基金单位数的受益凭证。基金单位,也即投资者认购的最低投资额,投资者认购的单位,有的国家有限制,有的国家无限制。其价格按其最初认购价面值计算,以后追加

认购和购回的价格是依资产净值计算。

共同基金的投资者在认购基金时,所认购的单位数记载于其所领取的受益凭证上。共同基金的受益凭证是无面额的有价证券,可以自由转让。它表明受益人依基金单位数比例分享基金权益的一种资格,以及对基金管理公司或基金保管公司行使共同基金管理办法和信托契约所规定的权利,其中最为主要的有本金受偿权、权益分配权,及参与受益人大会表决权等。受益凭证一般经管理公司和保管公司共同签证后才能发行,分为记名式和无记名式两种,记名式受益凭证是指受益凭证上载明持有人的姓名及其代理发行机构的名称,债权人须凭印鉴领取利息。无记名式受益凭证是指受益凭证在发行时不登记购买人的姓名,持有者凭受益凭证收回本金。记名式受益凭证如果遗失或者毁损,可以向共同基金保管公司办理挂失登记。共同基金的受益人可以根据自己的要求选择记名式或无记名式受益凭证认购,并可以根据需要申请变换。受益凭证通常有规定的格式,并载明以下各项内容:

- 第一,共同基金的名称,受益权单位数,发行日期;
- 第二,共同基金是否将追加发行事项;
- 第三,共同基金的管理公司、保管公司的名称和地址;
- 第四,共同基金的投资对象、投资政策的有关事项;
- 第五,共同基金的期限的有关事项;
- 第六,共同基金单位的购买及其费用的有关事项;
- 第七,共同基金资产净值及其计算方式;
- 第八,受益凭证的认购或购回程序、时间、价格及支付方法;
- 第九,管理公司、保管公司收受费用的时间、方式的有关事项;
- 第十,共同基金投资收益的分配时间、方式的有关事项;
- 第十一,共同基金终止后的清算方式;
- 第十二,信托契约的变更、终止程序及公告方式的有关事项。

共同基金的认购程序与股票的认购程序相差无几,手续也差不多。但是由于共同基金有不同的类型,对不同类型的认购存在一些微小的差别。例如,开放型的共同基金的认购,其基金单位的价格,如果是在发行期内认购,一般按发行的面额计价,如果发行结束后,则按前一营业日或后一营业日的资产净值计算。而认购封闭型的共同基金,投资者只能在发行期内认购,认购价格按面值计算,发行期过后,投资者要认购,只能通过证券商在交易市场上竞价购买,认购的价格按当时挂牌的交易价计算。认购海外基金比较复杂,一般是通过证券投资顾问公司向国外购买,或是到该共同基金的国内代销银行购买。投资者以“指定用途信托资金”的方式,直接缴款,购买所选中的基金持有份额。

第四节 资产净值的公布

为了阐明共同基金的运作,一个重要的概念,即是资产净值(Net Asset Value)。共同基金的资产净值是基金经营业绩的指示器,也是共同基金在发行期限到期后单位买卖价格的计算依据。通常,如果共同基金拥有由多种证券构成的资产,就很容易在每一交易日结束时确定共同基金拥有资产的市场价值。例如,一个拥有某证券交易所普通股票的共同基金公司能很容易地查出每天的收盘价,用价格与其拥有的股数简单相乘后进行累加,减去公司未清理的所有债务,除以公司公开发行的股份数目,可以得到共同基金的资产净值。共同基金的资产净值可以用下面的公式来表示:

$$\text{资产净值} = \frac{\text{基金资产的市场价值} - \text{基金债务}}{\text{基金公开发行的受益凭证数目}}$$

例如:1990年12月5日,某基金拥有4000000份公开发行的受益凭证,其资产由累计市场价值102000000元的受益凭证所构成。基金的债务数目为2000000元。则当日该基金的资产净值 = $\frac{102000000 - 2000000}{4000000} = 25$ 元/股,即共同基金的资产净值为每股25元。在这

里以下几项应加以说明:一般地,上市股票、公债、公司债、金融债等,其计算标准是以计算的证券交易所的收盘价格为准,如计算日无收盘价格则按其前日收盘价格计算;未上市的公债及金融债务,以其面值加计至计算日应收的利息为准,这些证券投资产生的利息或收益,应列入资产的价值。短期票券以买进成本加计自买进日起到计算日止应该收的利息为准,投资产生其他利息或收益时,应列入资产的价值之内;现金与相当于现金的资产、应收的款项,已付(如果未在计算日或之前扣除的话)及迟延费用应列入它的全价或市价;尚未履行的资产取得或处分契约,应视同已经履行;债务应以逐日提列的方式计算,管理公司会同会计师如认为有任何资产可能无法全部收回时或共同基金已有或将有负债时,可以预留适当的折价或提列准备;债务应该包括依信托契约规定至计算日止对保管公司或管理公司应付未付的报酬,如遇特殊情况而无法或不宜按照以上标准确定资产净值时,共同基金的管理公司应当按有关主管机关的规定办理。

应该注意的是,共同基金的资产净值是每天都在变化的,因为其资产的市场价值、公司债务及其受益凭证的数目都是在不断发生变化的,共同基金的资产净值与基金单位的价格从总体上看是趋向一致的,成正比例关系。共同基金的资产净值越高,其基金单位的价格也就越高;基金的资产净值越低,其单位的价格也就越低。但这种情形也不绝对地成立。一般地说来,开放型共同基金的这种情况得到较好体现;封闭型的共同基金则不尽如此。由于封闭型共同基金是在证券交易所上市的,其价格除了受到资产净值的影响外,还受到其他外来因素的影响,如证券市场上的供求关系变化、经济形势等。因而共同基金的资产净值与其单

位的价格经常发生偏离。这样,对于共同基金资产的净值的多寡而判定基金单位的好坏并没有一个统一的标准。在实践中,我们通常根据以下几个标准来衡量基金单位的好坏。

第一,根据共同基金的投资对象,特别是其投资的证券的质量。共同基金的资产净值计算中,基金资产的市场价值与其资产净值是成正比的,而其市场价值则由共同基金的投资对象所决定。因而,如果共同基金的投资者所购买的共同基金的投资对象是收益比较稳定、市场价格波动幅度小的有价证券时,共同基金的资产净值当然是越高越好。

第二,投资于共同基金的目的在于获利,其中资本获得的利益是不可忽视的因素。这项收入本身就是靠有价证券在市场上的“逢低吸纳、逢高抛出”来实现的,从这种情况看,基金的资产净值应该在资产结构,特别是有价证券组合结构方面常有变化,这种变化表明共同基金的操作在证券投资方面比较注意有价证券市场价格的变化,在投资中采用了比例较大的短线作业,其收益和风险可以同时增长。

第三,在估量基金的资产净值时,别忘了共同基金的债务情况,一般地,债务越高,共同基金的资产就越低。

第五节 受益凭证的购回与转让

投资者退出共同基金的形式,一般是通过购回或转让其受益凭证而完成的。购回或转让是针对不同类型的共同基金而言的,对开放型的共同基金而言,一般是要求基金公司购回其认购的受益凭证而退出共同基金。对封闭型的共同基金而言,一般是通过在证券交易所转让其受益凭证而退出共同基金。其转让的方式,与在证券交易所里股票的转让一样,通过经纪人直接在股票市场以竞价的方法出售。我国目前的绝大部分共同基金都属于封闭型的共同基金,其转让是通过在证券交易所或证券交易中心的买卖完成的。如淄博基金、广东广信基金在上海交易所;天骥基金在深圳交易所,沈阳交易中心的通发、富民、银海等基金。

开放型共同基金的购回申请一般是在受益凭证发行后的一定时期后才能提出。至于这一时间的限定,各国有不同的限制。申请基金购回,其受益凭证的投资者,可以在自己选定的任何一个营业日内携带受益凭证、购回申请书等有关证件向管理公司或管理公司指定购回的申请收件地点提出其购回申请,也可以通过挂号的形式将有关证件邮寄给管理公司并提出其购回申请。管理公司或其指定的购回申请收件人收到购回申请后,应交付受益人或其代理人保管单,在保管单内载明购回人员领取购回价款的日期,并在购回申请的同一营业日,将购回申请的内容通知管理公司。对于受益人请求购回部分的受益凭证,其所剩余的单位额度,各国有不同的规定,有的国家对此额度有一定的限制,有的国家无限制。

受益凭证中每受益权单位的价格,一般是以每受益权单位的资产净值计算的。因而,受益人在开始时,并不能知道其可以得到的买回价款。这是由共同基金的资产净值的计算方式所决定的。

第六节 投资结果报告

共同基金运作过程中的一个重要的环节即投资结果报告。这是共同基金定期向投资者反映共同基金资产的运用以及其收益情况的报告。投资结果报告通常由管理公司或投资公司在每一投资期结束时(如半年、或一季度)制作,由证券公司或承销机构分发给受益人,或在指定的报刊上加以公告,一份比较完整的投资结果报告通常由管理人报告、保管人报告、财务报告等几个部分构成。对投资者来说,这三部分内容中,较为重要的是财务报告和经理人报告。财务报告是投资者对共同基金投资运作状况加以研究分析的主要材料,一般包括资产负债表和利润表及附注。如广东广信基金的1994年中期投资结果报告的财务报告如下表所示。

表 3.3.1 资产负债表

1994年6月30日

单位:人民币千元

资产		负债	
流动资产	75958	流动负债	40
银行存款	3681	其他应付款	40
应收帐款	7621		
其他应收款	358		
短期投资	64298	受益人权益	136476
		实收资本	128754
长期资产		未分配利润	10334
长期投资	60558	未实现投资收益	-2612
资产合计	136516	负债与受益人权益合计	136516

表 3.3.2 利润表

1993 年 12 月 19 日~1994 年 6 月 30 日

单位:人民币千元

营业收入	12512
利息收入	675
投资收入	11837
营业支出	2178
经理年费	1352
信托年费	225
律师及会计师费	80
上市费用	40
公告费	479
其他	2
利润总额	10334

中期财务报表附注:

附注 1:本中期财务报表未经审计

附注 2:主要会计政策

2.1 会计制度

本基金会计年度自公历每年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止,本会计期间从 1993 年 12 月 19 日起至 1994 年 6 月 30 日止。

2.2 资产估值

本基金净资产估值按《南方证券交易中心投资基金估值暂行办法》执行。

2.3 未实现投资收益未实现投资收益为本基金资产估值总额与资产成本总额之差。

附注 3:应收帐款

应收帐款为本基金信托投资应取得的分红。

附注 4:短期帐资

短期投资是包括证券投资和一年以内信托投资。

附注 5:长期投资

长期投资包括股权投资和一年以上信托投资。

附注 6:实收资本

本基金实收资本计 128754000 元,是本基金首次募集的基金总额,每基金单位面值和发行价格均为人民币 1.00 元。

附注 7:其他

7.1 本年利润已扣除上半年经理人和信托人年费,其年费率分别为期初净资产的 1.8%和 0.3%。

7.2 本基金税收事宜按国家有关规定办理,本会计期间尚未作各项应纳税准备。

财务报告中的资产负债表是一张平衡表,根据会计学上复式簿记的计帐方法,公司的资产和负债在帐面上必须平衡,资产负债表实际上就是资产与负债的平衡表。资产作为会计上的“借方”,列在表的左边,负债作为会计上的“贷方”,列在表的右边,两边的总金额必须相等。

利润表,也称收益表,它反映共同基金在一定时期内的经营业绩的成果的好坏,在利润表上列明一定时期内的各项收入和各项支出的总额,两项相差表示共同基金在投资期的盈余或亏损。

投资者对共同基金公司的财务报告的阅读仅能对共同基金的实力、经营规模、盈利状况有一个基本的了解,但若想具体的了解,显然是还不够的,还必须进行深入细致的分析。

对于投资者来说,阅读经理人报告与阅读财务报告一样重要。在经理人报告中,一般指明,该时期的投资市场的情况,共同基金的投资策略、营运进展状况,共同基金的证券投资组合的名称、数量及它们所占的比例等。以下是广信基金 1994 年中期报告的经理人报告,通过对它的阅读,我们便可更为具体地了解经理人报告的主要内容。

广信基金经理人报告

1. 本期投资市场形势回顾

本基金自 1993 年 12 月投入运作以来所面临的投资市场形势:

- 适逢国内投资过热,通胀蔓延,自 1993 年下半年以来,政府实施宏观调控,紧缩银根;
- 中央政府大规模发行国库券;
- 由于大批新股相继发行上市,上市公司送配股以及部分内部职工股上市流通等原因,致使沪、深股市不断扩容。

- 因国家有关证券发行及交易的政策法规尚处于试验、探讨阶段或在拟定之中,以致于证券市场的发展在规模、速度、规范程度和监管力度等方面都存在不同程度的不确定性;

- 上市公司在经营业绩、分红配股、信息披露、规范运作等方面不尽人意。

由于以上原因,1994 年以来投资市场呈现出以下几个特点:

1. 股市持续下跌,长期低迷。从 1993 年 12 月 7 日至 1994 年 6 月 30 日,上交所综合指数从 901 点降到 469 点;深交所综合指数从 256 点降到 119 点;STAQ 指数从 102.67 点降到 69.03 点;NET 指数从 68.03 点降到 30.01 点;其跌幅分别为 47.95%、53.52%、32.76% 和 54.42%。自 7 月份以来,沪、深股指又有进一步的下跌。

2. 股票市场上投机性交易越来越占主导地位,股市交易量不断萎缩,股市投资风险明显增大。

3. 受银根紧缩的影响,企业普遍面临较为严峻的市场形势,资金周转困难,“三角债”再度扩展。

4. 房地产市场受“紧缩”影响显著,价格回落。

上述因素都使得基金投资的选择范围受到限制,投资风险大大增加,而要想取得较高的投资回报十分困难。而另一方面,由于广东经济增加快、资金缺口大、市场利率高于全国平均水平,受益人对基金投资回报的期望值较高,这又进一步增加了经理人投资操作的难度。

2. 本期基金投资策略

针对去年下半年以来宏观经济形势的变化及其对投资市场的影响,经理人为减少投资风险,并尽量降低资金的机会成本,争取较高的投资回报,及时调整了投资策略,首先将原拟以证券投资为主,其他投资为辅调整为以信托投资为主,其他投资为辅,并充分利用本基金发起人广东国际信托投资公司(以下简称“广信公司”)客户关系广、企业情况熟、投资机会多、选择范围大等优势,在征得信托人同意的情况下,将绝大部分基金以信托投资方式,通过广信公司进行投资,并取得了较好的效果,从资金运用的安全性、盈利性和流动性来看,均达到基金投资管理的要求。其次,本基金经理人也将少部分资金投放于沪、深上市公司股票和有上市前景的公司的股权,以形成相对分散的投资组合。但由于股市持续下跌,使本基金对上市股票的投资遭受到相当程度的亏损。再次,经理还注意使资金保持一定的流动性,以便对可能出现的有利投资机会作出及时的反应。本基金投资详见“广信基金投资明细表”。

3. 广信基金投资明细表

表 3.3.3

1994 年 6 月 30 日

单位:人民币元

投资类别	市价	占净资产比例(%)
证券投资	17585615.06	12.88
工业	9794019.44	7.17
商业	337973.00	0.25
金融	1322898.64	0.96
房地产	1513390.00	1.11
公用事业	3361660.00	2.46
综合	363510.00	0.27
其他	892164.00	0.66
股权投资	20558000.00	16.06
信托投资	80000000.00	58.60
其他投资	5000000.00	3.66
银行存款	5393384.92	3.95

投资类别	市价	占净资产比例(%)
应收帐款	7979000.00	5.85
合计	136516000.00	100.00

注:1. 证券投资全部为深、沪交易所上市流通股股票。

2. 股权投资为未上市公司股权和上市公司非流通股权。

4. 当前基金投资形势及经理人对策

本基金经理人认为,当前政府对宏观经济的调控已见成效,国民经济的发展可望回归到适度增长的轨道。但由于产业结构的调整和企业机制的转换均需较长时间才能完成,通胀威胁依然存在,故政府对防止经济“过热”定会坚持不懈。股市经过近一年空前深刻地调整,投资价值日益显著。但由于新股发行仍将有计划地继续展开,并趋于制度化,同时法人股的问题也有待明朗化。因此,经理人将密切注视证券市场动向,审时度势,相机扩大证券投资。同时将会遵循分散投资风险的原则,在继续保持相当比例信托投资的前提下,研究扩大基金投资领域的可能性和稳妥的操作方案。经理人将在符合国家和主管机关有关法规的前提下,按本基金信托契约设定的原则和规定,兼顾基金资产的现期回报和中长期增值,努力为本基金受益人获取利益。

第四章 共同基金的投资计划

第一节 证券投资的基础分析

共同基金的投资对象是有价证券,所以共同基金在决定其资金投向之前,必须进行必要的分析。证券投资的基础分析包括经济分析、行业分析和公司分析,其范围由大到小,由整个市场到个别证券,并把目标盯在证券价值上,这样就比较容易找出证券价格变动的规律。

一、证券投资的经济分析

经济分析从收集经济信息入手,最终得出关于经济形势的概况:哪些行业具有良好的投资机会?哪些行业是应当放弃的?经济分析主要包括对国内外的经济情况的分析。

经济状况对共同基金的投资有着极其重大的影响,例如,当经济稳步增长,发展情景看好时,投资于普通股就更有利可图;当经济形势暗淡时,投资于固定收入的债券则比较安全。经济分析所依据的资料主要有以下几种:

1. 国民经济总体状况的指标

衡量总体经济状况的最为常用的经济指标是国民生产总值(GNP)。国民生产总值就是一国在一定时间内生产的最终商品(包括商品和劳务)的市场价值的总和。这是衡量总体经济形势时最为常用的指标。但是,由于通货膨胀因素的存在,国民生产总值常被高估,为了反映国民生产总值的实际增长状况,常用不变价格来衡量。如果国民生产总值的真实值持续增长,那么普通股投资的收益率将大大提高,如果国民生产总值的名义值不断提高,而真实值不变,即发生持续的通货膨胀,那么股票价格不但不会有大的提高,而且有可能降低,从而使普通股投资收益率降低。

构成国民生产总值的几项具体项目即个人消费支出、国内私人投资总额,净出口额和政府购买额等,它们各代表着不同的意义,共同基金应对这些项目加以分析。

个人消费支出。这一项反映了个人和非盈利性机构购买的商品和劳务的市场价值,这些商品和劳务包括耐用消费品、非耐用消费品和劳务。耐用消费品指使用寿命在三年或三年以上的消费品,如家用电器、汽车等,它是消费支出中最容易变化的部分。非耐用消费品通常指使用寿命在三年以下的消费品,如食物、衣服等,非耐用消费品比耐用消费品稳定。劳务是指运输、医疗、娱乐等无形商品。分析这三方面的消费支出的变化,有利于共同基金的投资方向的选择。

国内私人投资总额。这一项包括固定资产投资额和商业存货的变动额。前者是指企业、非盈利性机构和个人购买或建造生产设备、厂房、商店、学校、医院、住宅等的投资额,固定资产投资的作用在于为将来的消费提供商品和劳务的生产能力。后者是指商业企业存货的货币价值的变动额。国内私人投资总额通常呈周期性的波动状况。

因此,必须认真分析这些周期性的波动,以便抓住由此带来的有利投资机会。例如,如果居民建造住宅的数量急剧增加。那么,生产木材、水泥、家用电器、家具的公司的利润就会大增。这时,共同基金若将资金投资于这些部门的证券,就可以收到比较好的效果。

净出口。即出口额减去进口额后的净额,包括商品和劳务的净出口。它表明该国的经济实力以及各种产品在国际市场上的竞争能力。

政府购买额的多少反映了政府在经济中作用的强弱;政府支出的趋向反映了政府的意向,同时也反映了政府在经济中的作用。

总之,根据国民生产总值及其构成因素的有关资料判断整个经济总的前景以及各部门的发展趋势来评定各种证券的价值,即可判断以后的股市和具体行业的动向,从而抓住有利的投资时机。

2. 商业指标

最有用的一种商业指标是周期指标,用来分析现行经济形势及其前景。经济周期的波动可以通过很多指标来预测和衡量,如果按照时间和迟早来划分,这些指标可以分为三类,即先导指标、一致性指标和滞后性指标。

先导指标是指在总体经济活动之前到达高峰和谷底的经济时间序列,这些指标可用于预测未来经济周期的波动趋势。最常用的先导指标有货币政策指标、财政政策指标、国民生产总值缩减指数、劳动生产率、消费支出、住宅建设、市场证券价格指数等。

一致性指标是跟总体经济活动同时到达高峰和谷底的经济时间序列,这些指标可用于确定经济到达高峰和谷底的时间。一致性指标常用的有以不变价格计算的国民生产总值、公司的利润率工业生产指数、失业率等。

滞后性指标是指在经济总体活动之后到达高峰和谷底的经济时间序列。其常用的指标有商业票据利率、存货、资本支出、优惠贷款利率、商品零售额、零售物价指数等。

通过上述的各种指标分析,共同基金管理公司即可判断经济的发展趋势。如,住宅建设的增加说明经济情况看好;失业率降低表明经济的回升或增长加快;公司利润提高说明经济好转;外贸逆差和本国货币汇率下降说明本国经济疲软;个人收入增加而且消费者信心增强是经济好转的标志;在通货膨胀的情况下,商业存货的增加说明经济有了起色,而在物价稳定的情况下商业存货增加则说明经济增长速度将减慢;在经济萧条时期,财政赤字的增加将

有利于经济的起色,而在通货膨胀时期则不利于经济发展,在一般情况下,利率水平的提高不利于经济的发展,特别是利率提高将使股价下跌;在经济衰退时期,储蓄增加会使经济恶化,而在通货膨胀时期则会导致经济好转。共同基金可以根据分析结果采取相应的投资策略。

二、证券投资的行业分析

行业分析,简而言之即对国民经济和各个行业进行分析。一般从行业的经济结构入手,分析产品的供应和需求等情况,使共同基金对各行业的增长有比较系统的把握,从中确定投资的方向。

1. 经济结构分析

行业的经济结构分析即分析各行业中企业的数量、产品的性质、企业控制价格的程度等因素。各行业的经济结构可分为四种:即完全竞争、不完全竞争即垄断竞争、寡头垄断、完全垄断。它们之间的区别主要表现在企业的数量、产品差别、企业对价格的控制程度等几个方面。从企业的数量来看,完全竞争的企业数量最多,其次是不完全竞争,寡头垄断的企业数量相当少,而完全垄断的企业则只有一个。从企业生产的产品的差别来看,完全竞争的企业产品是同一的,而不完全竞争的企业的产品则存在着观念上或实际上的差别,寡头垄断的产品是同一的或仅存在微小的差别,完全垄断的产品则只有一种,当然也就谈不上差别。从企业对价格的控制程度看,是依完全垄断、寡头垄断、不完全竞争、完全竞争的顺序不断下降的。

在现实的经济生活中,大多数行业处于不完全竞争和寡头垄断这两种情况之间,它们既有完全竞争的特征,又有完全垄断的特征,而且很多行业的产品都有替代品,当一种产品的价格过高时,消费者就会转向价格较低的产品。各行业的经济结构决定其发展前景、盈利潜力和风险的大小。一般说来,竞争程度越高的行业,其产品价格和企业利润受供求关系的影响越大,因此该行业证券投资的风险也就越大。

2. 行业成长周期分析

行业成长周期就是行业的不同发展阶段,它跟人的生命周期差不多,在早期发展阶段,其增长率很高,到中期发展阶段,增长率逐渐变慢,经过一段较长的成熟期后,甚至会出现停滞和衰退。大致来说,行业的周期可以划分为创业阶段、扩展阶段和停滞阶段三个阶段。

第一,创业阶段。行业的第一个发展阶段即创业阶段的出现,是行业新产业的“孩提”时期,其出现主要是技术进步所引起的。这一阶段的主要特征是产品的销售量在强劲的需求推运下迅速增加,没有成功的经验和十分成熟的技术。许多公司在利润的吸引下加入该行业,加剧了竞争。其结果是弱小企业被大企业所吞并,利润急剧下降。到了创业阶段的晚期,该行业将只剩下几家竞争实力雄厚的主导公司。

第二,扩展阶段。扩展阶段的主要特征是从创业阶段生存下来的企业继续增长,企业的数量减少,利润很高,但已有下降的趋势,生产技术成熟,市场趋向稳定、竞争比较激烈,少数几家大企业控制了整个行业,它们通过合并和接管等形式联合起来。这些大企业在创业阶

段的晚期成功地渡过了财务逆境,因此资金充足,财务状况良好。它们有既定的股利政策,可以通过内部筹集资金来扩张,从而比较相对地独立于资本市场。

第三,停滞阶段。在停滞阶段,市场规模和利润都过了最高点而开始向下滑动,很多行业由于需求的下降而停止了增长,从而导致了该行业竞争地位的削弱。某个行业竞争地位的下降主要有以下几个原因:

(1)劳动力成本的提高。由于需求的减少,为了保持竞争能力,产品的价格必须降低。但是产量的减少使产品的单位成本特别是劳动力成本提高了,该行业就无法降低价格,这就导致该行业竞争地位的下降。

(2)技术进步。技术进步是削弱某些行业的竞争地位的另一因素。技术进步有利于行业在国内外市场上的竞争能力,但同时也使被机器进步所代替的那些旧机器行业的竞争地位削弱。

(3)社会潮流的改变。每个时代都有适合时代需求的产品,而社会的习俗和潮流是不断地变化的,社会潮流的改变会导致产品过时,从而削弱生产该产品行业的竞争地位。例如,当吸烟与癌症存在着一定的因果关系的研究结果公布后,很多人就戒除了吸烟的习惯,这种情况无疑会导致烟草行业的衰退。

(4)政府的影响。政府对行业的影响首先表现在它对行业的不同程度的管制和干预。政府管制的更改或实行新的管制有可能削弱受管制行业的竞争地位。例如,政府颁布最低工资法案、提高外国投资者的税率、颁布环境保护法、改变折旧办法等都会影响到行业的竞争地位。同时,政府还是一个最大的购买者,它的军费以及其他各方面需求减少也会使某些行业的竞争地位下降。

通过上述的各个阶段中行业的特征分析,我们即可找出其产业周期的位置,然后看其前景如何,是否值得投资。一般地,在创业阶段虽然整个行业的增长率很高,盈利机会较多,但是,由于情况不断变化,很多经营不善的企业往往会倒闭,因此这一阶段风险和收益率都很高,较适合积极成长型的共同基金的口味。在停滞阶段的行业,因为处于这一阶段的行业没有发展前景,投资收益率比较低,风险也比较大,共同基金最好不要投资于这一阶段的行业。而处于扩展阶段的行业,各公司的竞争实力比较强,而且有一定的发展潜力,通常是稳定增长的状态,因此这一阶段被称为投资成熟期,是共同基金投资的最好时期。当然对于扩展阶段行业的投资也不能盲目地进行,基金选择扩展阶段的行业进行投资,最好是选择那些竞争能力强,有较大发展潜力的公司进行投资。衡量行业的竞争实力可以通过两种办法来完成,一是比较行业增长率和国民经济的增长率,该方法一般被称为相对法。另一方法是衡量该行业本身的增长率。该法也称为绝对法。由于经济存在周期性波动。相对法比绝对法较为合理,因此常被使用。

共同基金管理公司为了通过这种方法分析行业竞争能力,基金必须首先获得各行业产量或销售量的可靠数据,并计算出年变动率,然后用国民生产总值增长率、国民收入增长率或者个人可支配收入增长率比较,通过比较就可以发现哪些行业增长率快于国民经济增长率,哪些行业与国民经济同步增长,哪些行业增长较慢。通过比较,如果某行业产值占国民生产总值的百分比上升,表明该行业增长率大于国民经济增长率,如果百分比下降,表明前

者小于后者,不变则表明两者相等。一般地说,行业的增长率大于国民经济增长率则表明该行业较具投资价值。相反,其投资价值则比较小。同时,基金的分析者也可以把各行业产量和国民生产总值标在图上,并且用小二乘法找出两者的关系曲线,即趋势线,然后通过这条趋势线预测各行业的未来产量和增长率,看看这种行业的将来发展趋势,然后再决定是否投资及投资的时限。

三、证券投资的公司分析

1. 公司竞争地位分析

公司在行业中的竞争地位是由以下几个因素决定的:即年销售额、年销售额增长率和年销售额的稳定性。因而,对公司的竞争地位的分析主要是对这三个因素进行分析。

(1)年销售额。公司的竞争地位一般是与其年销售额成正比的。年销售额越大,表明公司的竞争地位越强。年销售额越小,其在行业中的竞争地位就越弱,这一点大概大多数人已经认识到了。销售额在整个行业中占前几名的公司通常被称为主导公司。一般说来,市场主导公司比次要的公司更能应付经济与财务的逆转情况,更能应付经营中出现的不可预料的情形。从公司的发展过程看来,现在的主导公司在将来很可能还是主导公司,如美国的福特汽车公司、日本的丰田汽车公司以及可口可乐公司几十年来一直处于主导公司的地位,相反一些小公司则很可能在竞争中消亡。

共同基金管理公司可以根据各公司的销售额多少把它们从大到小排列起来,以确定其中的主导公司,然后根据各主导公司销售额和盈利的预期增长率选择发展潜力最大的公司进行投资。

(2)销售客年增长率。在判断公司的竞争地位时,公司销售额的年增长率跟年销售额的绝对值是同样重要的。公司的销售额的年增长率与公司的竞争地位也是成正比的。销售额的年增长率越高,说明公司的盈利能力越强。销售额的年增长率低,则说明该公司的竞争地位较弱或正在削弱。在这里,增长是相对的概念,是指一个公司跟同行业其他公司的对比。如果一个公司比同行业其他公司的增长速度快,则称这家公司为增长公司。至于公司是通过外延还是通过内涵的扩大再生产来促进使销售额增长,这并不是判断公司是否是增长公司的标准。在判断某公司是否为增长公司中,最为重要的是公司能否获得更大的市场份额以便最终获得最大的利润。

共同基金判定一个公司的增长速度是否比同行业其他公司快的通常的做法是将该公司的销售客的年增长率跟全行业的销售额的年增长率相比较,如果公司销售额的年增长率超过全行业增长率,那么它就是增长公司。由于公司的行业性质不同,还可以采用不同的比较方法,较为常用的是将增长率同国民生产总值、国民收入或个人可支配收入的增长率相比较。例如,零售行业公司的增长率可同个人可支配收入增长率比较,工业建筑业公司的增长率可同国民生产总值的增长率相比较。

同时,对于单一行业的公司和跨行业公司,判定他们的销售额增长率的做法也是不同的。这里所称的单一行业公司指的是生产同类型而不同花色品种的产品的公司。而跨行业

公司指的是生产毫不相干的产品公司。对单一行业公司而言,可用上述方法判断它是不是增长公司,而对跨行业公司来说,共同基金应分别计算该公司不同产品的销售额年增长率,然后分别跟这些不同产品所在的不同行业的销售额年增长率相比较,最后再加权平均,权数是该公司不同产品销售额占该公司总销售额的比重。如果这样做有困难,共同基金也可把跨行业公司销售额的年增长率跟国民生产总值等增长率相比较,来判断该公司的增长状况。

(3)年销售额的稳定性。年销售额是否稳定,也是考察公司竞争地位的一个重要因素,共同基金在进行投资时,也必须分析公司的销售稳定性,一般地,在其他条件一样时,公司的销售收入越稳定,它的盈利水平也越稳定,说明基金投资面临的风险越小。相反,则表明共同基金的投资必须承受较大的风险,公司销售收入的稳定程度是由该公司所在行业的性质所决定的。一般说来,提供基本劳务和生产生活必需品公司的销售收入较为稳定,而生产生产资料或高成本耐用消费品公司的销售收入较不稳定。

(4)公司销售状况的预测。通过各种不同公司的发展情况的公析表明,公司未来的销售情况是与公司过去、现在的销售情况紧密联系在一起。一般说来,过去竞争实力强、增长速度快的公司在将来仍会继续保持雄厚的竞争实力和较快的增长速度。但事实也并不尽是如此,有普遍性就会有特殊性,为做到有充分的把握,共同基金在决定将其资金投向前,还必须对公司未来的销售状况作尽可能准确的预测。

预测公司未来销售状况的方法主要有以下几种:第一,运用最小二乘法找出公司销售额的趋势线;第二,算出公司销售额占全行业销售额的百分比,然后运用回归分析法预测未来二者的百分比;第三,销售额与人口增长率比较法。即把公司销售额同人口增长率联系起来,估计人均销售额;第四,消费者分析法。具体的做法是通过分析消费者的种类,分析对公司产品的需求,如把需求分为军事和非军事需求,农业需求、工业需求、消费需求,国内需求和国外需求等。把产品分为奢侈品和必需品,耐用消费品和非耐用消费品、高价和低价商品,然后分析这些因素对产品需求的影响。通过以上几种方法,即可分析出一个公司将来的增长速度及在将来某段时间内的竞争地位如何。

总之,共同基金在选择公司作为投资对象时,应当遵循以下几个原则:即应选择行业中占主导地位的公司;应选择预计增长速度比其他竞争对手快的公司;并且所选择的公司在其所生产的不同产品所在的不同行业中都应有强大的竞争实力。这样,共同基金即可达到风险小、收益大的投资目的。

2. 公司盈利能力的分析

任何主要的证券的基础分析都必须包括公司的盈利能力的分析,这是因为,基金的投资的主要目的也是为了盈利,如果其投资对象不能获利,那么,投资的目的也将难以实现。对于一个公司来说,强大的竞争实力固然有助于公司利润的增长,但是公司在取得销售收入之前,必须支付一定的成本、税收、行政费用以及其他的支出费用,只有当公司的销售收入大于销售成本、税收、行政支出和其他费用时,公司才能盈利。因此,公司的盈利并不仅仅通过销售额就能表现出来,还必须通过一系列的分析。一般地,衡量公司的盈利能力的指标主要有毛利率、资产周转率,投资收益率、销售收益率、普通股产权收益率和每股平均盈利收益率

等。

(1) 毛利率。毛利率是指公司营业利润跟营业收入或销售收入的比率。毛利率所反映的是公司每百元销售收入或营业收入的盈利水平,它是衡量公司销售收入和盈利水平之间关系的重要指标。在这里,营业利润是指销售收入或营业收入扣除营业费用和商品成本后剩余的部分,所得税、利息以及其他非营业性费用和收入都不计在内,毛利率可以通过以下公式来计算:

$$\text{毛利率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{销售收入(营业收入)}} \times 100\%$$

(2) 资产周转率。资产周转率虽然并不直接衡量公司的盈利能力,只得反映公司经营效率的指标。但是在其他条件相同的情况下,资产周转率和公司的盈利能力成正比例关系。资产周转率越高,公司的盈利能力也越强。资产周转率越低,公司的盈利能力也就越弱。这是因为,公司的经营效率跟盈利能力之间有着非常密切的关系。资产周转率可以通过下面的公式来计算:

$$\text{资产周转率} = \frac{\text{销售收入(营业收入)}}{\text{平均资产总值}} \times 100\%$$

(3) 投资收益率。投资收益率是指公司每百元平均资产总值所能获得的税后净收益,它反映了公司运用资产的经营效益,它等于税后纯收益和平均资产总值的比率。税后纯收益等于营业利润加非营业收入再扣除利息、所得税后的余额,投资收益率用公式来表示即为:

$$\text{投资收益率} = \frac{\text{税后纯收益}}{\text{平均资产总值}} \times 100\%$$

(4) 销售收益率或营业收益率。销售收益率或营业收益率是反映公司盈利能力的重要指标,它等于税后纯收入和销售收入或营业收入的比率,用公式来表示即:

$$\text{销售收益率} = \frac{\text{税后纯收入}}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

$$\text{营业收益率} = \frac{\text{税后纯收入}}{\text{营业收入}} \times 100\%$$

(5) 普通股产权收益率。普通股产权收益率是投资普通股基金,特别是成长型和积极成长型基金必须特别加以注意的比率。在其他的条件相同的情况下,普通股产权收益率与公司的盈利能力成正比例关系。用公式来表示即为:

$$\text{普通股产权收益率} = \frac{\text{税后纯收入} - \text{优先股股息}}{\text{平均普通股产权}} \times 100\%$$

(6) 每股平均盈利额。每股平均盈利额反映公司发行在外的每一普通股的平均盈利能力,它比每股红利的范围更广。不仅包括每股红利,同时也包含未支付给股东而留于公司里用于扩大再生产及各项支出的公司留利。每股平均盈利和发行在外普通股平均股数是成反比的。用公式来表示即为:

$$\text{每股平均盈利} = \frac{\text{税后纯收入} - \text{优先股利息}}{\text{发行在外普通股平均股数}}$$

通过以上各项指标分析,可以判断公司的盈利能力的强弱,但是,共同基金管理公司通过某行业各主导公司盈利能力指标之间的比较判断公司盈利能力的强弱,仅仅反映了过去

的盈利情况,共同基金在决定其资金的投向之前,不仅要注意现在的或过去的公司的盈利能力,从某种程度上说,分析公司过去的盈利能力的目的在于预测其未来的盈利情况。

因此,为了达到投资的收益性、安全性和流动性的目标,还必须对公司的未来盈利能力进行分析。预测公司的盈利能力的方法很多,我们在这里主要介绍两种:

(1)以过去每股平均盈利为根据,预测未来每股平均盈利额。具体的做法是:根据公司过去每股平均盈利额资料找出趋势线,并向未来延伸,然后据此估计未来每股平均盈利额。这种预测方法可能不是很准确,因为公司盈利额的多少取决于很多内外部因素,而有的因素可能是意外的,即过去没有发生过的,因此,每次发生影响公司盈利水平的重大因素时,基金的分析者就要调整趋势线。

我们可以通过具体的操作来加深对这一方法的理解,如图 3.4.1 所示,共同基金可根据 1984 年至 1990 年每股平均盈利额资料找出趋势线,并将它向前延伸,然后,据此估计 1991 年至 1994 年的每股平均盈利额。

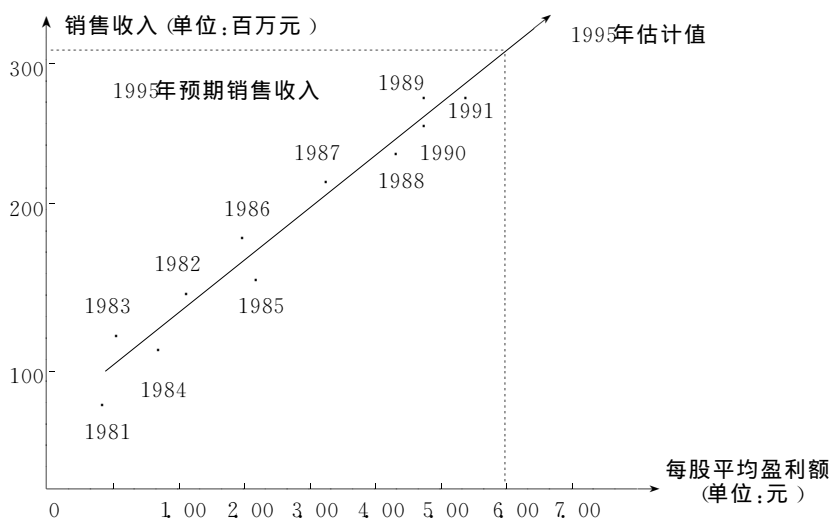


图 3.4.1 每股平均盈利额增长趋势图

(2)以公司过去销售收入和每股平均盈利额之间的关系和未来销售收入的预期值为根据,预测公司未来的每股平均盈利额。如,根据 1981 年至 1991 年某公司销售收入和每股平均盈利额资料,找出两者关系的趋势线,然后向外延伸,再根据该公司未来的预计销售收入预测该公司未来相应年份,如 1995 年的每股平均盈利额。如图 3.4.2 所示。

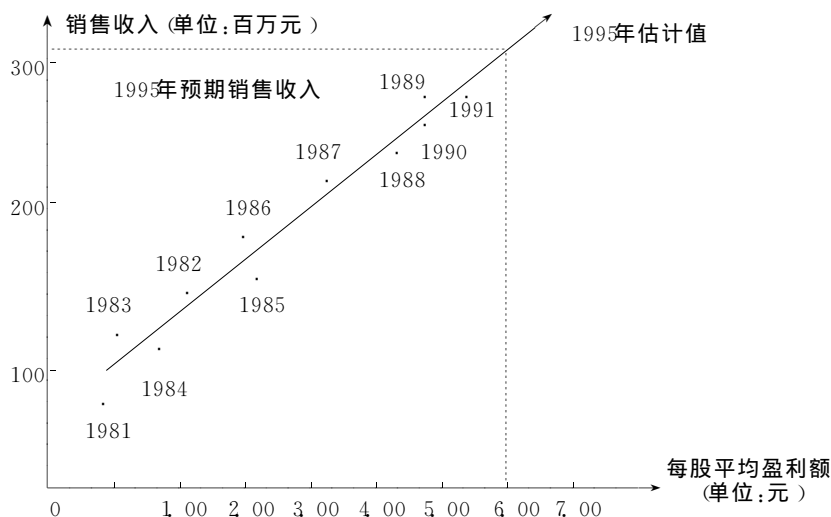


图 3.4.2 销售收入和每股平均盈利额关系图

3. 公司管理水平分析

在证券投资的分析中,必须考虑公司的管理水平,因为一个公司的卓著管理是公司的一项重要资产,公司管理水平主要体现在以下几个方面:

(1)是否能维持公司在市场上的竞争地位的能力。公司管理水平的高低,管理是否有效,主要是看该公司的管理系统是否能维持该公司在市场上的竞争能力。如果公司的管理系统能使公司所占据的市场份额不断扩大或公司通过扩张、兼并、接管等形式提高公司竞争地位。那就说明该公司管理系统在维持公司在市场上的竞争地位的能力比较强。相反,则说明其能力比较弱。

(2)保持较高的毛利率的能力。公司管理的一个重要的目标就是保持高水平的毛利率。但是,如果公司只能通过增加成本和减少利润来增加销售量,那么,该公司管理就不是很有效率。相反,如果整个行业的毛利率处于下降阶段,那么只要公司毛利率的下降幅度低于本行业其他公司,就不能说该公司管理能力差。如果该公司能降低营业费用和成本从而维持或提高毛利率,能够充分利用生产能力,并使经营水平维持在盈亏平衡点之上,则更说明该公司具有卓越的管理能力。当然,降低成本不能以牺牲新产品的开发为前提,因为这样做会降低公司长期的盈利能力。

(3)公司的融资状况。公司的融资状况决定它到期支付债务的能力。同时,它反映了公司持有足够现金或流动资产应付意外事故的能力,公司的流动资本是其在流动资产上的投资,如现金、有价证券和存货等。因为流动资产会产生足够现金以偿还公司的流动负债,并满足日常经营的需要。所以,流动资产的状况对一个公司来说是相当重要的。如果公司能充分动员内部积累资金,并适当利用债务融资,及时、足量地满足公司各方面的资金需要,那就说明该公司管理系统方面的能力还比较强。

(4)处理公司和职工关系的能力。公司的管理中,对人的管理是相当关键的,从某种程度上说,人是一个公司运行的决定性因素。因此,公司能否使职工的收入随劳动生产率的提高而增加,能否正确处理公司和职工的分配关系,能否实行严格的奖征制度,以便充分调动职工的积极性,是判断一个公司管理系统是否有管理能力,及其管理能力强弱的另一重要因素。

(5)运用现代管理办法的能力。卓越的管理必须能够跟上社会的潮流和节奏,必须能及时地把现代科学技术和现代管理技术运用到经营管理中,如计算机、成本管理、质量管理等。以提高管理效率。

此外,共同基金还可以通过公司的科研经费的投入,新产品开发计划、公司适应环境变化能力等方面来考察管理的能力,最后把各方面能力的考察结果综合起来,得出对该公司管理水平的总体评价。

4. 公司的财务状况分析

公司的财务状况的分析,是证券投资分析的主要内容,其目的是判断公司的财务和经营状况是否良好,并以此为根据预测公司的未来,财务分析可以从公司的短期财务状况和长期财务状况两个方面加以分析。

(1)公司的短期财务状况分析。公司短期财务状况分析的目的是为了判断公司支付到期债务的能力,从而分析公司是否有足够的流动性。流动性对公司的盈利水平有比较大的影响,如果公司的流动性不足,那么公司就有可能因无法偿还到期债务而破产,如果公司流动性过多,则会使公司盈利水平过低。因此公司财务管理的一个重要目标是保持适当的流动性。公司的短期流动性状况通常由流动比率和速动比率反映出来。

流动比率是指流动资产与流动负债的比率。它是变现力比率中最一般性及常用的比率之一。这里所说的流动资产包括现金、有价证券、应收帐款、存货等项目。而流动负债包括应付帐款、短期应付票据、一年以内到期的其他债务、应付未付的工资以及应付未付的税收等。在一定范围内流动比率与公司的支付流动负债的能力成正比,流动比率越高,说明公司支付流动负债也即短期付债的能力越强。但是流动比率太高则会影响公司盈利水平。至于流动比率保持在什么样的水平较为合适,并没有适用于所有公司的统一标准。例如,公用事业公司的流动比率标准就不同于制造业流动比率标准。但通常认为流动比率为2是较为适宜的。

速动比率又称为酸检比率,它是用以补充说明流动比率的指标,是将流动比率中扣除存货的部分与流动负债的比率。因为在计算流动比率时,流动资产包括了存货部分,但是当公司需要偿还流动负债时,存货一般很难马上出售变为现金。如果公司的存货太多而流动负债又需要清偿时就可能导致公司出现短期性资金周转不灵的现象。由于该比率着重于现金、有价证券及应收帐款等与流动负债之间的关系,因此就变现力而言,较流动比率更能提供透彻的衡量。

如果速动比率等于或超过流动负债,就说明该公司的短期财务状况是良好的。换句话说,只有当公司的应收帐款可以容易地转化为现金时,大于等于1的速动比率才能保证公司有足够的流动性。如果公司应收帐款中大部分是呆帐,那么速动比率也不能确切地说明公

司的流动性状况。

为了保证流动资产能确保立即支付流动债务,必须把应收帐款中呆帐部分扣除掉。但是一般的基金很难确切知道呆帐的数目,因此通常认为速动比率略大于1较为合适。同时,速动比率若与同业相比过低,表明该公司在资产流动方面冒更大的风险。若比率过高,则表明低收益资产为数过多,或应收帐款的回收上存在问题。

(2)公司长期财务状况分析。长期财务状况分析就是通过分析公司资本结构中长期债务的比例以及它对公司盈利水平和稳定性的影响来判断公司长期的流动性状况。其目的是为了判断公司偿还长期债务的能力,长期财务情况分析包括优先股分析,资本结构中债务分析等几项。

资本结构中优先股的分析:对发行公司而言,优先股是一种灵活的融资工具,而对于共同基金来说,评价优先股是比较困难的,优先股的股东和普通股股东对资本结构中优先股比例的看法是不同的。

优先股股东所关心的是如果公司经营不善而发生倒闭的情况,其股息是否有保证,优先股权利是否能履行。因此,优先股股东要判断的是当公司盈利发生正常或不正常的波动时,公司在支付税收和利息之后,是否有足够的税后利润支付优先股股息。优先股的股东为了明白在公司倒闭后,是否会满足其要求权,还要检查公司资产的性质以及对资产的要求权。公司的资本结构中存在优先股虽然会产生一定程度的盈利杠杆效应,但是由于优先股的股息一般不能从应纳税的利润中扣除,而只能在税后利润中支付,因此,优先股的杠杆效应不如债务的杠杆效应大。尽管如此,如果公司盈利趋势较稳定,高于优先股股息率,而且有不断升高的趋势,那么即使考虑到税收因素,优先股杠杆效应也会使普通股每股盈利额增加。相反,如果公司盈利水平不稳定,那么公司资本结构中优先股过多会导致普通股收益的不稳定。特别是如果公司资本结构中有较多的可转换优先股,当公司的盈利较多时,可转换的优先股就会转换成普通股,而当公司的盈利减少时,公司又必须首先得将其盈利用于支付优先股的股息,两种情况都会使普通股的收益受影响。因而投资于普通股的基金应当了解公司的优先股所占的比例,至于公司资本结构中优先股应占多大比重,并不存在一条固定不变的标准。但共同基金在进行公司分析时应明确以下几点:首先,优先股的使用必须有助于加强公司的财务实力,过多地使用优先股会给公司带来难以承受的股息负担。其次,优先股的使用应使普通股的盈利最大化,并使普通股每股盈利额趋于稳定。如果公司盈利水平本来就不稳定,还使用优先股,那么势必造成更大的不稳定,这对投资于普通股的基金来说是极为不利的。再次,特殊种类的优先股(如可转换优先股)的使用应以不减少普通股盈利为原则。同时,优先股和债务总额不能超过公司的有形资产净值。

资本结构中债务分析:共同基金在研究某家公司的财务状况时,首先应该注意的是该公司资本结构,因为任何不精心规划负债与权益的公司都会面临很严重的财务风险,一家公司的财务结构中,负债融资比例对投资者的决策将产生影响。适当使用债务会给普通股股东带来很大利益,但是如果使用不当,也会导致普通股每股盈利额的不稳定甚至迫使公司破产而损害投资于普通股的基金的利益。一般说来,如果公司的盈利水平比较稳定,那么,与公司股东或收入再投资有关的公司增长极大地依赖于负债基金;如果公司的盈利水平很不稳

定,那就要慎重使用债务。分析债务使用应注意,几个界限:

第一,固定资产界限。债务数量应跟公司固定资产总值保持适当的比例;第二,负债与资本净值的比例一般不能超过1,负债与资本净值比率就是负债总额除以股东权益。这个原则一般适用于工业公司的融资;第三,债务保障倍数,主要用来衡量公司支付利息能力的强弱,通常债务保障倍数与债权人所得到的利息是成正比的。债务保障倍数等于公司的营业纯收益,即支付利息和所得税之前的收益除以债务利息总额,又称为盈利利息比率。这三个原则都不是绝对的,共同基金在分析时应具体问题具体分析。在有的情况下,公司资本结构中债务比重似乎太大,但仔细分析了公司财务状况和发展前景后,共同基金可能会发现这种债务比重是合理的,它有助于公司的发展。而在有的情况下,虽然公司的债务数量很小,但它仍会危害到公司的长期财务状况。

总之,共同基金通过经济分析、行业分析和公司分析后,就可以预测各种证券的收益和风险,算出各种证券的内在价值,并同各种证券的市场价格比较,以便选择价格被低估的证券。关于证券的内在价值可以通过以下的公式来计算:

股票的价值计算公式是:

$$S_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+R_t)^t} = \frac{d_1}{1+R_1} + \frac{d_2}{(1+R_2)^2} + \cdots + \frac{d_{\infty}}{(1+R_{\infty})^{\infty}}$$

式中

S_0 ——第0期股票的价值;

d_t ——第t期股东预期可以得到的股利;

R_t ——第t期适当的折扣率。

这一公式表示,股票的价值等于未来各期所有预期股利的现值的和。

一般来说,股票是没有到期日的,但它可以通过证券市场转让,如果共同基金打算在第n年把股票卖出,那么股票的价值为:

$$S_n = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+R_t)^t} + \frac{S_n}{(1+R_n)^n}$$

式中

S_n ——第n期该股票的价值。

同样,债券的价值也可以通过公式来计算,即:

$$S_0 = \frac{C_1}{(1+R_1)} + \frac{C_2}{(1+R_2)^2} + \cdots + \frac{C_n}{(1+R_n)^n} + \frac{F}{(1+R_n)^n}$$

式中

S_0 ——第0期债券的价值;

C_n ——第n期的债券息票收入;

R_n ——第n期适当的折扣率;

F——债券面值。

第二节 证券投资的技术分析

共同基金在将其筹集的资产运用于证券投资前,必须对所投资的证券有充分的认识,而证券的价格不仅由内在价值所决定,它同时也受到供求关系的影响,因而,仅仅对证券进行基础分析是不够的,还必须对证券进行技术分析。证券的技术分析也称市场分析或内部分析,它主要是以市场的技术性强弱变动为分析对象,技术分析认为,证券在市场上的价值,主要取决于其供需关系的变化,因而,可以从过去股价的变动,成交量的增减等技术性演变,从中捕捉市场变化的指示信号,用以预测证券市场行情的变化。证券投资的技术分析主要有以下几种:

一、道氏理论

道氏理论是由查尔斯·亨利·道创立的。道是《华尔街日报》的创办者和编辑,在20世纪初,他发现,股票市场中存在着一种明确的趋势,这一趋势可以从某一组具有市场代表性的股票运动识别出来。1902年,道去世后,道氏理论得到进一步的发展,并被《华尔街日报》记者正式命名为“道氏理论”。此后该理论又几经修改,出现了几种变体。道氏理论虽然常被用来对个别股票运动作预测,但其最初创立的出发点是用来预测市场的未来运动。

道氏理论认为,证券市场在任何时候都存在三种运动:即日常的运动、中间运动和主要运动。中间运动的时间从两月到一年或更长。主要运动的时间至少四年以上。在股票上升时称为多头市场,在股票下跌时称为空头市场。道氏理论认为,尽管人们不能精确地预测主要运动趋势的确切时间长度,但无论如何,投资者都应追随这一主要趋势的过程。在这里,主要趋势主要是指看涨市场和看跌市场。中间运动只持续几个月。道氏理论认为,中间运动的股价运动方向与主要运动的趋势相反,所以其中所包含的风险较高。它是投机的最好机会。但投资者一般不应该从中间运动中追逐利润。日常变动是无意义的随机波动,因为这种波动无法预测,也没有规则,它们所反映的只是由各种因素引起的交易行为型式。但是制图者为了画出主要趋势和次要运动的轮廓,必须每天画出一种证券的价格或市场指标。

道氏理论主要用道·琼斯工业股价平均数和交通运输业股价平均数来测定主要趋势和中间运动,只有这两种平均数都出现了不断上升或不断下降的山峰时,道氏理论才肯定新的主要趋势出现了。道氏理论认为,股票价格的运动是有规律的,这种规律即股价的运动具有惯性,即股价一旦沿着一定的方向移动时,这种运动的惯性会使股价沿着同一方向继续移动,形成主要趋势,但是,这种趋势并非始终如此,这是因为股价的“支撑区”和“阻碍区”有可能使这种惯性终止。所谓股价的阻碍区是指股票价格高峰也即当某一种股价(或股价平均数)达到一个价格高峰并向下移动时,这个价格高峰就称为阻碍区。而所谓支撑区就是股票

价格的前一个谷底,道氏理论认为:在价格高峰没有出售股票而失去机会的投资者将在价格下次到达这个高峰时出售股票,从而阻碍了价格超过原来的高峰。如果股份真的超过这个价格高峰,那么,这个阻碍区就被冲破,价格将在看涨势头的推动下继续上升。相反,在股价谷底没有买进股票而失去机会的投资者将在股价下一次达到这个谷底时买进股票,从而对股价起支撑作用,使之不跌落到原来的价格谷底。如果股价真的低于前一个谷底,那么这个支撑区就被冲破,股价将继续下跌,形成看跌市场。因此,投资者应在股价高于前一个高峰时购买,而在股价低于前一个谷底时出售。

技术分析者除了寻找支撑区、阻碍区和主要趋势外,还寻找更为复杂的价格运动形状,作为股价高峰和谷底的信号。

二、制图法

制图法是股价技术分析中运用最广泛的方法,它们是分析个别股票的工具,技术分析者把价格运动绘制成图形,然后,通过对图形的分析来研究股价的变动状况和预测股价的趋势。制图法的基本图形有两种即棒状图和点形图。

1. 棒状图

棒状图的基本做法是在一个坐标内,用纵轴描述价格运动,用横轴表示交易时间。这里的时间分析的尺度是由分析者自己来确定的。可以用天、周,也可以用月、年。在图上,描述的方法不是用点,而是用纵线来表示在一定时期内的股票价格幅度。竖棒的顶端表示最高价,底部表示最低价,而在竖棒右边有一条短短的棒状,则表明该时期的收盘价格。

2. 点形图

点形图又称点数图。从技术的角度看,它是一种最简单的图示方法,但又是最难理解的一种方法。它的绘制和棒状图的绘制有两个主要区别:第一,点形图的绘制随被制图股票价格水平的不同而不同,并忽视股份的微小变化,只是通过预先确定的点数来将股票的价格记录在图表上。对价格水平较高的股

票来说,只有3点或5点以上的价格变动才被绘入图中,而对价格水平较低的股票来说,只有半点或1点的股价变动才被绘入图中。这就有了半点点形图、1点点形图、3点点形图和5点点形图等。第二,它缺乏时间尺度,没有时间坐标。在棒状图中,每个直栏表示一个交易日,而在点形图中,确定交易日常常是不可能的,因为它的每个直栏不是表示交易日,而是表示幅度较大的价格转向,即由上升变为下降,或由下降变为上升。这样,当某一交易日发生两次幅度较大的价格转向时,这一交易日就需占去两个直栏,而没有发生价格转向的交易日就不标在图上。也就是说,棒状图是两维的,而点形图则只有一维。横轴和纵轴都表示价格,其中纵坐标表示价格单位,横坐标表示价格转向。

点形图不仅可以用来观察股价趋势和轨迹的方向变动,而且可以通过寻找密集区来预测股价。所谓密集区,就是股价围绕着某一水平不断转向而产生的众多的“×”和“0”组成的密集的水平带。密集区的出现是由于股票的供求基本平衡,股价在一定的价格水平上下波动形成的,当某一栏“×”往上增加突破密集区的顶部,表示股价将持续上升,这表明可以买

进。当某一栏的“0”往下增加穿透密集区的底部,即发生穿透密集区时,表示股价将持续下跌,这是卖出的信号。

三、信任指数分析

所谓信任指数是被用来反映投资者利用市场程度的指数,常用高级债券收益率跟低级债券之间的比率来表示,当投资于债券的基金对经济状况比较信任时,其所持有的低级债券的数量比较多,以便获得较高的收益率,这样低级债券价格就会升高,从而增大信任指数。信任指数的上限为1,因为高级债券的收益率永远不会高于同类的低级债券。在经济繁荣时期,投资者对经济抱乐观的态度,不再厌恶风险,高低级债券之间的收益率差距缩小,信任指数上升。技术分析者认为:信任指数与股价是成正比的,信任指数上升就会使股价上升,因为信任指数的上升表明投资者是乐观的,这种乐观态度会波及股票市场。因此信任指数的上升预示着乐观主义抬头和股价上升。相反,信任指数下降,则会使股票价格下降,这是因为,信任指数的下降说明低级债券收益率上升得比高级债券收益率快或前者下降得比后者慢,反映了投资者厌恶风险程度的加强和悲观主义抬头。因而信任指数的下沉预示着股价下跌,对信任指数的分析,经常通过点形图来进行。

四、市场宽度分析

市场宽度用于衡量股价上升或下降的潜在力量。市场宽度与股市的行情是成正比的,通常市场的宽度大,则表明股价上涨的种类比较多,市场的行情看好;相反,市场宽度缩小,则表明股价下降的种类较多,市场行情虚弱或看跌。衡量市场宽度的方法很多,其中最简单的是每天把价格上升的证券种类数量减去价格下降的证券种类数量,以求出一定时期内价格净上升或下降的证券种类积数。技术分析者通常把市场宽度数据绘在线形图上,即把市场宽度的各点连成趋势线,然后与一个或两个股价平均数曲线比较。如果道·琼斯工业股价平均数上升而升降线下降(即市场宽度缩小),这说明许多小股票价格开始下降而那30种“蓝筹股票”的价格还在上升,它是市场需求疲软的指示器和市场可能下跌的信号。相反,如果道·琼斯工业股价平均数下降而升降线上升,则表明股价可能上升。

五、相对强度指标分析

证券的相对强度是指证券的价格在看涨市场中比其他证券价格上涨得快。相对强度通常采用 x 日内收盘价涨数总和与 x 日内收盘价跌数总和之比,其中 x 日是由分析者确定的,一般为6天、12天、14天或30天等。相对强度的论者认为,投资在过去被证明具有相对强度的证券上会带来较高的收益,因为证券的相对强度不会随时间的推移而消失。

相对强度的概念适用于个别股票或某一行业的股票,但不适用于市场分析。衡量证券相对强度的方法很多,常用的办法是通过观察某些指标来判断某种证券或某一行业的相对

强度。例如,X公司是电子行业的一家公司,我们可以根据表3.4.1的一些数据来分析X公司和电子行业的股票的相对强度。

通过表3.4.1可以看出,从1990年和1991年X公司股票在电子行业中具有相对强度,其股价比率 P_x/P_{EIX} 从1.78上升到2,但是电子行业股票对比整个工业股票来说则具有相对弱度,因为其股价比率 P_{EIX}/P_{MIX} ,从0.081降到0.072,这样,X公司的股票相对于整个工业股票来说就没有什么相对强势可言,因为X公司股票相对于电子工业股票的相对强度被电

表 3.4.1 X 公司相对强度数据

年份	$P_x^{\text{①}}$	$P_{EIX}^{\text{②}}$	$P_{MIX}^{\text{③}}$	P_x/P_{EIX}	P_x/P_{MIX}	P_{EIX}/P_{MIX}
1990	30	17	210	$30/17=1.78$	$30/210=0.144$	$17/210=0.081$
1991	36	18	250	$36/18=2$	$36/250=0.144$	$18/250=0.072$
1992	72	20	285	$72/20=3.6$	$72/285=0.253$	$20/285=0.070$

在表中, P_x 表示X公司股价平均数; P_{EIX} 表示穆迪电子行业股价平均数; P_{MIX} 表示穆迪工业股价平均数。

子工业股票相对于整个工业股票的弱度所抵消。因而,X公司股价比率 P_x/P_{MIX} 保持在0.144不变。相反,从1991年到1992年,因为在此期间电子行业的股票价格上升得几乎跟整个工业的股价一样快。X公司的股票价格在电子工业中又具有相对强度,其股价比率从2上升到3.6,因而,X公司的股票相对于电子工业和整个工业来说又具有相对强度,其股价比价从0.144上升到0.253。

技术分析者通常把有关相对强度的两个指标即某证券对于本行业的相对强度和该证券对整个市场的相对强度绘在图上,并从中挑选出某些具有相对强度的行业或企业进行投资。

另外,还可以根据历史资料计算各种证券的收益率,然后把平均收益率高的归入高相对强度类的办法来衡量证券的收益率。

一般地,在行情看涨时,价格上升比较快的证券在行情看跌的市场中,下降得也比较快,也即具有相对强度的股票在看跌市场中也下降得比较快。

六、移动平均数分析

移动平均数也称变化速度,是判断每天证券价格的参考系数,因此常被用于分析个别证券和市场指数。这一分析主要被一些非专业的中期投资者所采用,该方法是由美国的葛兰威尔所提出的。

移动平均数是在方格上将某一期间的平均股价逐日连接而形成的股价移动趋势图。通常以6天、10天移动平均数观察股价短期走势,以10天、30天移动平均数观察中短期走势,

以 30 天、73 天移动平均数观察中期走势,以 100 天、200 天移动平均数分析长期走势。大多数技术分析者在进行移动平均数分析时都采用 200 天收盘价格的移动平均数。这个移动平均数每天都会随着新的一天的加入和第 201 天的退出而变动。这一分析法导源于道·琼斯理论,着重于观察市场的整体动态,并不着眼于偶然变动。下列公式表示了计算道·琼斯工业股价平均数(DJIA)在第 t 天的 200 天移动平均数(MA_t)的方法。

$$MA_t = \frac{1}{200} \sum_{i=1}^{200} DJIA_{t-i}$$

当证券价格从上往下穿透移动平均数曲线时,它通常在几个月之内不会回升到曲线之上,因此这是一个出售信号。如果证券的市价在移动平均线之上但两者的距离很短,这是看涨市场可能结束的信号。因此移动平均数创始人葛兰威尔曾就 200 天平均数的运用方法提出了几项原则:①200 天移动平均曲线变平,而且该股票上升突破移动平均数曲线是买进的信号;②200 天平均线在股价下方变动,当股价接近平均线未突破而再度回升时,是买进的信号;③股价急速滑落突破平均线,但在短期内又回升到平均线上方,是买进的信号;④股价在平均线下方变动加速下跌,远离平均线,为买进的时机,又因为这是超卖的现象,股价不久将重新回到平均线附近。而在下列的情况下,共同基金应当考虑卖出股票:①移动平均数曲线变平,而且该股票价格穿透该曲线;②移动平均数曲线正在下降,而该股票价格上升突破该曲线;③股票价格下降穿透移动平均数曲线后回升,但在到达该曲线之前又回落。

以上介绍的是几种共同基金常用的技术分析方法,共同基金可以结合自己的情况选择使用。

第三节 共同基金的投资组合管理

共同基金一般在开始设立时就确定了它大致的投资组合,共同基金投资组合确定的第一步是确定该组合应该达到的投资目的,而该目标的确定必须以投资者的条件、特点和需要为依归。投资目标确定后,即可根据确定的目标选择购买证券,通常共同基金在选购有关的证券时,都是在基础分析和技术分析后做出的,关于证券投资的基础分析和技术分析,我们在本章的第一、第二节已经作了比较详细的阐述。一个达到分散风险和专家化投资的基金组合,一般会将其资金投资于 15 至 25 种证券之间,至于资金分配的比例,则视共同基金的投资目标和组合管理策略而定。

一、基金投资组合管理的目标

1. 基金投资组合管理的基本要素

共同基金普遍实行投资组合,其目的就是为了降低投资风险,并获取较大的收益,共同

基金的投资组合管理是个很复杂的过程,它主要包括以下几个要素:

(1)目标。基金投资组合管理最重要的要素就是投资目标。不同的目标决定着不同的行为;没有目标,必然导致行为混乱。因此共同基金第一步就要确定明确的投资组合管理目标。

(2)计划。有了目标后,基金应制订周密的计划以保证目标的实现。如果共同基金没有一个周密的投资计划,那么他常常会发现自己持有的投资组合无法实现自己的目标,而且很可能造成损失。共同基金必须事先确定它准备承担多大风险,然后通过周密的计划使投资组合在这个风险水平约束下能带来最大可能的收益。

(3)时机选择。时机选择是投资能否成功的另一重要因素。证券市场随着整个政治经济气候的变化而波动,因而共同基金必须选择恰当的时机执行投资计划,也就是尽量在证券价格最低时买进而在价格最高时卖出,这就需要对证券进行多方位的、多层次的分析。共同基金这方面的任务大多由证券专家来执行,大多数的基金能够对证券的走势作出比较正确的预测,但也有一些基金在这一方面的表面不是很好。

(4)理性主义。在进行投资决策时,共同基金应采取理性主义的态度。因为投资的一个重要方面是减少风险,并时刻为持有受益凭证的投资者着想。不能轻率地承担不必要的风险。风险是和收益成正比的,承担风险要有相应的收益作补偿。特别是收入型基金和平衡型基金更为注意这一原则。

(5)调整。共同基金在确定投资组合后,并非一劳永逸,一方面是基金的目标会发生变化,另一方面各种证券也在不断地发生变化,共同基金必须不断地检查自己投资组合中的证券是否都是最理想的证券,并及时地把自己不满意的证券卖掉,补进较理想的证券。

2. 投资组合管理目标

为了证券的组合投资,共同基金必须确定其投资目标,如体现资本的长期增长或短期投资收益,或者资本增长和收益并重,每个共同基金目标的确定都在其愿意承受的风险水准上,获得最高的期望总收入。具体地说,投资组合管理目标有以下几方面内容:

(1)本金安全。本金安全不仅指维持原来的投资资金,而且是指使本金不随通货膨胀的出现而降低购买力,保护本金的购买力。本金安全应是共同基金投资组合管理的首要目标。只有本金安全了,才能借以取得收入和谋求增长。有两种共同基金常常忽视本金安全,从而承担不必要的风险。一种是规模比较小的共同基金,这类基金由于资金比较少,为了获得较高的收益率不得不进行风险较大的投资或投机,这样需要很强的市场预测和分析能力,一旦发生错误,即有可能损失本金。另一种是规模相当大的共同基金,这类基金对市场的反应能力相对来说比较迟钝,有时也会因为资金充足,不把个把损失当作损失,这样也可能产生大量的资本的损失,从而损失本金。

(2)收入的稳定。在现实股利和股息收入与将来的股利和股息收入承诺之间,投资者总是更喜欢前者;在稳定收入与不稳定或不确定收入之间,投资者总是偏好前者。因而,共同基金在确定投资目标时,收入的稳定应是着重考虑的因素。因为,只有稳定的收入才能吸引投资者。特别是对于收入型的共同基金来说,稳定的收入更是至关重要的。

(3)资本增长。资本增长是投资组合管理的一个重要目标。这个目标并不意味着每个

共同基金都必须投资于增长股票,即迅速增长公司的股票。因为许多增长股票不符合许多共同基金的需要。资本增长既可以通过购买增长股票来实现,也可以通过再投资股息和利息收入来实现,前者的风险比较大。资本增长对于成长型或积极成长型共同基金来说,是必须加以着重考虑的,因为该类型的基金的投资目标即是在于随着时间的进展而增加投资总值。

(4)变现性。变现性是指一种证券是否能方便、迅速地买卖。影响变现性的因素是多方面的,如证券的价格和市场规模,而证券的市场规模又取决于发行该证券的公司的规模,持有该证券的投资者的人数等。例如高价格证券的变现性比低价格证券差。小公司的股票比大公司的股票变现性略差。因为大公司比较稳定,股票质量往往比较高,而且发行在外的股份数量也比较大,其交易量的增加有利于股票保持一个连续的市场,这就使规模较大的公司的股票具有较强的变现性。

同时,证券交易的场所对证券的变现性也有一定的影响。例如在纽约证券交易所和美国证券交易所挂牌的股票比在地方证券交易所和场外市场交易的股票具有更大的变现性。在上海证券交易所和深圳证券交易所挂牌的股票比在我国各地方证券交易中心交易的股票具有较大的变现性。

(5)流动性。流动性是指投资资产应该能够在尽量短的时间内变换成现金而不引起损失。共同基金进行决策时面临的一个重要问题是在收益性和流动性之间进行选择,因为证券投资的盈利性和流动性既互相制约又互相依存,其相互制约表现在:从投资的期限上看,期限越长,收益率就越高,但流动性就越低。因此,为了追求较高的收益,共同基金必须牺牲流动性而投资于长期的、高风险的证券,为了追求较强的流动性,共同基金必须牺牲证券投资的收益而投资于短期的、低风险的证券。至于采取何种做法在于共同基金确定什么样的投资目标,如果基金是成长型的或积极成长型的,一般采取前者;如果基金是收入型的,一般采取后者。两者的相互依存表现为:只有保持较强的流动性,共同基金才能抓住突然出现的富有吸引力的盈利机会,才能避免不利的市场环境造成过大的损失。因此,基金通常要维持一定的流动性。这方面对于开放型的共同基金更是如此,因为开放型的共同基金的投资者往往要求基金赎回其所持的受益凭证,尽管共同基金通常将一部分资金存放于银行以备急需,但当大量的受益凭证的持有者都要求赎回时,存放于银行的资金就可能不够。因而,对于开放型的共同基金来说,保持适当的流动性是必要的。

(6)多样化。多样化或分散化投资是共同基金的一个主要特点和优点,共同基金是通过多样化来降低资本和收入损失的风险的,因而多样化也是共同基金投资目标管理的主要内容之一,基金投资多样化的方法很多,主要有:①债券与股票多样化;②到期日多样化;③行业多样化;④公司多样化;⑤国家多样化;⑥投资时间多样化;⑦真实资产与金融资产多样化。一般来说,每个基金都有自己的多样化投资政策,如果基金的主要目标是收入的稳定性,则基金就会采取较大程度的多样化,而那些只单纯投资在一个部门的普通股票或具有特殊要求的基金,它们多样化的程度是有限的。

(7)税收。与其他投资者一样,共同基金作为机构的主要的投资者,所关心的主要问题也是税后收益多少,基金必须在制定投资目标及投资计划时,充分考虑共同基金的税收问

题,并争取有利的税收地位。关于基金投资的税收问题,各国税法及有关的法律都有规定。这些法律、法规一般规定共同基金在满足一定的条件后即可免税。例如美国规定:一家正规的投资公司(共同基金)必须遵循下述规定才可以免税:

- ①90%以上的总收入来自股息、利息和净资本收益,30%以下来自短期利润;
- ②其支付的股息至少占净投资收入的90%;
- ③它不是一家控股公司,并不保持大量的多元化经营(这由法律规定)。

由此一家可免税的投资公司定期交纳未分配收入的这一部分公司所得税,而对分配给股东的这部分收入不缴纳公司所得税。投资公司作为股东领取股息的渠道,由它通知股东(即共同基金的投资者)领取股息。这些股东对来自于利息、股息和短期资本收益要缴纳个人所得税,并且对来自长期资本收益的这部分收入缴纳资本收益税。

日本税法规定:共同基金管理公司运用信托财产取得的收益,只要遵循有关的规定,就不必缴纳所得税,同时,共同基金的管理公司也不被视为法人,因而,也不必交纳法人税。

目前,世界各国大都规定共同基金在满足一定的条件后,其收益可免交纳税收。共同基金收益可以免税的理论是传导理论。该理论认为:共同基金具有特殊性,它仅仅是一种有组织的导管,介于投资者和多元化的证券之间,不过是一个委托代理机构,它所经营的财产并没有所有权,基金并没有经营的实名,其义务是将收益比例分配给投资者,因此,如果对其征税,必将产生重复征税的情况。

共同基金在考虑其投资目标时,应详细了解法律的有关规定,争取较为有利的税收地位,争取获得免税待遇。

二、基金投资组合管理的政策

基金的投资组合管理政策指的是共同基金对各类有价证券投资目标进行选择的策略,各类基金为了实现其投资组合目标,实现其宗旨,往往制定不同的投资策略。投资组合管理较为常见的策略是收入型策略、成长型策略以及两者的混合型策略,用这种方法来划分组合的不同政策,其意义是着重于基金所需要的收益形式,强调的是本期收入还是资本利得。

收入型策略强调本期收入的最大化,它忽视资本利得和增长。收入型策略的投资对象大多是中级债券、优先股、支付股利的普通股。有的收入型基金也将部分资金投资于普通股,但往往不占很大的比例。

成长型策略强调投资资金的增长,而延缓当前的收入,可让投资者以后有条件提高收入水平和增长速度。成长型策略的投资对象是现金红利较低但有升值潜力的普通股。

收入成长混合型策略则处于二者之间,共同基金既强调当期收入,又希望资本成长,共同基金必须在当期收入和资本增值之间进行权衡。混合型策略的投资对象既可以是收入型证券和成长型证券的综合,也可以是兼有收入和增长潜力的证券。

1. 收入型策略

收入型共同基金强调当期收入的最大化。为此,共同基金可以购买红利较高、有一定增长潜力、而且比较安全的普通股。同时,收入型共同基金比较强调本期收入的稳定性与规则

性。为此,共同基金可以购买信用等级较高(一般是 BBB 级以上)的公司债券、市政债券、财政部债券、优先股等。

为了兼顾本期收入的最大化、稳定性和规则性,收入型共同基金往往把符合要求的股票和债券融合在一起,共同组成收入型的投资组合。而最为保守的收入型共同基金往往将其资金投资于债券,即所谓的债券基金。债券基金组合的风险相对来说比较小,但其收益也比较低。基金组合中的债券通常包括政府债券和公司债券。债券还有长、短期之分,若基金的目标是以经常性收入为目标,则其投资的债券大都由长期的高质量债券构成,若基金的目标是以本金安全为目标,那么,在其组合中,大部分将是短期债券。在由股票和债券共同构成的组合中,普通股和其他证券的比例主要取决于股票市场的前景、政治、经济文化气候,以及各种证券的收益率。

共同基金在实施证券的投资组合时,它首先面临着各种风险。这些风险具体包括:利率风险、市场风险、营业风险、违约风险、购买力风险、流动性风险等。基金的任务是使这些风险最小化。为了降低利润风险和市场风险,基金可以通过到期日的多样化来解决;为了降低营业风险和违约风险,基金可以通过购买高质量的收入型证券来解决;为了降低购买力风险,共同基金可以通过购买浮动利率债券或普通股来解决;为了降低流动性风险,基金可以通过购买大公司证券或政府债券来解决。同时,基金在实施投资组合时,还必须了解各基金市场对基金投资组合管理的规定,一般地,为了保护投资者的利益,各国都有对基金的投资组合作些必要的规定。如香港的单位信托基金委员会,对它认可的基金规定,投资在同一股票上的资金不得超过该基金总资产的 10%,台湾则规定,投资于某种股票的数额不得超过该股票发行总额的 10%。

基于上述考虑,共同基金可以从众多的证券中选择合意的证券组成收入型投资组合,表 3.4.2 就是收入型投资组合的一个典型例子。

表 3.4.2 收入型投资组合

证券名称	各证券市价占投资组合总价格的比重(%)	1992 年收益率(%)	1993 年收益率(%)
90 天国库券	10	12.50	8.48
6 个月国库券	10	13.00	8.72
1 年期 财政部中期债券	10	14.65	8.83
3 年期 财政部中期债券	10	14.69	9.89
5 年期 财政部中期债券	10	14.22	10.12

10 年期 财政部中期债券	10	14.74	10.57
收入型普通股	30	10.00	9.00
20 年期 公司债券	10	14.00	11.00
合计	100	12.78(平均)	9.46(平均)

2. 成长型策略

成长型投资组合策略的目标不在于当前收入的多少,而在于投资组合的未来价值尽量成长。成长型共同基金较强调资本利得,较少考虑经常收入,以牺牲近期的当期收入来换取资本的增值。在各种证券中,普通股票最适合于体现这种目标,要使一个成长型股票组合的管理获得成功,必须认真地应用基金分析的原理进行分析。共同基金在选择成长型股票时首先应记住的是分散原则。因为投资组合中证券数量太少会导致风险过大,而证券数量太多则会提供不太满意的收益。基金应确定自己愿意承担的风险水平和希望达到的收益水平,然后根据这个目标选择适当数量的证券。

确定证券数量后,就应着手选择高效率的股票,即相对市场一般水平来说,其收益率较高而风险较低。选择成长型股票主要有以下几个原则:①盈利与股息将有大量增长;②盈利增长率比较稳定;③发放低股息;④高预期收益;⑤预期收益的变动较低。

为了达到以上各项原则,基金在选择成长型股票时,必须利用基础分析法,深入分析各公司的产品需求、竞争地位、经营特征、行政管理效率等情况,据此对各公司的盈利和股票红利作出评价和估计。公司所属各部门也应该进行研究分析,看看它们在国民经济中的地位、发展前景、竞争状况等。研究分析的总目的,是通过各种股票的内在价值和市场价格的对比,选择价格被低估,从而预期收益率较高,风险又较低的股票。

成长型基金和收入型基金一样,也面临着各种投资风险。为了避免各种不同的风险,并获得最大的资本利得,基金可以采取不同的措施,例如,为了降低购买力风险,基金可以投资于收益率高于通货膨胀加上一定真实收益率的证券;为了降低营业风险和违约风险,基金可以选择竞争力量雄厚的公司;为了降低市场风险和利率风险,基金应选择适当的时机买卖证券。

对于成长型基金来说,其所选购的股票应当根据市场上预期增长的情况,如果市场价格较低,基金应将全部资金都投在普通股上,如果市价过高,基金应尽量减少普通股的保存。这就要求基金在实施成长型投资组合之前,预计市场变动方向和利率走向。当基金预计到经济将由危机转为复苏,利率将逐渐上升时,它就应增大高风险的普通股在成长型投资组合中的比重,因为这时股票的市场价格往往低于其内在价值,即股票市价被低估;相反,当共同基金预计经济将由繁荣走向衰退,利率将下降时,他就应增大投资组合中无风险的防御性证券,如短期债券或货币市场工具所占的比重因为这时股票的市价被高估。

基金的投资采取防守还是进攻的态度,一般可以分为三类,并可以从证券组合中表现出来。第一种是积极成长型,其组合一般为:股票占 90%,无风险的证券占 10%;第二种是平衡型的,股票 50%,无风险证券 50%;第三种是成长收入型的,股票 10%,无风险证券 90%。当然,这种组合是比较典型的。实际上,在基金的投资组合中,其组合的比例远比我们在这里所论述的典型组合要复杂得多。

总之,成长型的基金投资组合的证券选择,大都是选择高预期收益,低风险和低息率的普通股票。主要表现在股票的收益对风险的比例上。收益对风险比例的具体计算方法可用股票的预期收益率减去无风险的证券的收益率,再除以这种股票的风险的大小(通常用标准差来表示),如果计算出来的结果大于或等于 1.00,则这种普通股票是较为满意的选择;相反,如果计算出来的结果小于 1.00,则最好不要选择该种股票。例如,某公司的预期收益是 10%,该公司股票计算出来的标准差为 6.00,当时国库券的收益是 5%,则,收益对风险的比例为: $(10\% - 5\%) \div 6.00 = 0.833$, 低于 1.00,表示这种股票是不可取的;相反,如果该公司的预期收益为 15%,其他因素不变,那么,收益对风险的比例为 $(15\% - 5\%) \div 6.00 = 1.67$, 大于 1.00,表明这种股票是可取的,应该选入投资组合。

三、基金投资组合的收益率衡量

共同基金所投资的各种证券的预期收益和风险要受到各种内外部因素的影响,因此,在投资组合的管理中,要求对投资组合的收益率进行监视、计算,并且为维护组合的目标得以完成,应作出相应的调整。计算基金投资组合收益率的方法很多,这里主要介绍两种,即价格加权法和时间加权法。

1. 价格加权法

价格加权法是计算投资组合在一定期间内的内部收益率的一种方法。这种方法的特点是只考虑投资组合价格的变动,忽视变动的时间,并只能告诉投资组合在一定期间内的内部收益率。其计算公式为:

$$R = \frac{P_1 - P_0 + I}{P_0}$$

式中 R——投资组合收益率;

P_1 ——投资组合的期末价格;

P_0 ——投资组合的期初价格;

I——在一定期间内基金所得到的股利和利息收入。

例如,如果某投资组合季初价格为 180000 元,季末价格为 220000 元,在这个季度内,共同基金得到的股利收入 500 元,则内部收益率为:

$$R = \frac{220000 - 180000 + 500}{180000} = \frac{40500}{180000} = 22.5\%$$

但是,如果在这一季度中,共同基金又发行受益凭证,并筹集到 15000 元现金,如果基金又从外部把 15000 元现金加入到原有的投资组合中,这 15000 元现金可以以现金形式保留

在投资组合中,也可以购买证券加入投资组合,如果再运用价格加权法来计算,就可能会高估该投资组合的收益率,因此,必须采用另一种方法来计算,这就是时间加权法。

2. 时间加权法

时间加权法就是以各种证券投资时间的长短为权数来计算投资组合的收益率的方法,其公式为:

$$R = \frac{P_1 - (P_0 + C)}{P_0 + (T \times C)}$$

式中 C——在一定时期内新注入的现金净额;

T——使用该现金的时间占整个投资期间的比例。

其他几种符号所代表的事项同价格加权法中同类符号所代表的事项一样。

例如,如果投资期间为 90 天,基金在第 46 天得到一笔 1500 元的现金,那么 T 就等于 $\frac{1}{2}$ [即 $(90-45) \div 90$]。假设基金也是在第 46 天得到 500 元股利并立即用于再投资,投资组合的期末和期初价格仍为 220000 元和 180000 元,那么,该投资组合的收益率为:

$$R = \frac{220000 - (180000 + 20000)}{180000 + (\frac{1}{2} \times 20000)} = \frac{20000}{190000} = 10.53\%$$

如果这个收益率持续一年,则年收益率为:

$$(1 + 10.53\%)^4 - 100\% = 49.25\%$$

通过以上两种方法,共同基金即可计算出它在某一段投资期间的投资组合的收益率,并据此与投资目标比较,看是否能实现投资目标。如果该投资组合不能达到预期的目标,则应调整原来的投资组合,使其与投资目标一致

第四节 证券投资基金理论

证券投资基金的传统方法是先确定投资目标,然后根据投资目标选择证券的种类和数量,投资组合建立后随时检查每种证券收益和风险的变化,必要时作出适当的调整或者改变原来的投资目标。在传统的证券组合中,证券种类及其构成的方法,多偏重于定性分析,而缺乏定量分析。投资者虽然对证券的收益和风险都有所估计,并利用若干数量资料来计算。但是,从总体上看,他们所预期的最高收益和最大的风险都是无从确定的,而这一点正是投资者所关心的。同时,在传统的投资组合中,投资者虽然知道投资的分散会降低风险和收益,但是,往往无法知道到底证券投资要分散到何种程度才能达到风险和收益的最佳配合,也即如何达到最高收益和最低风险。在这种情况下,为了精确地解决这些问题,现代证券投资基金理论便应运而生。这些组合理论的产生,不仅具有科学性,而且具有较强的实用性。证券组合理论较为广泛地用在股票组合上,它主要是从风险和收益的关系入手,提出一套证

券分散的方法,使投资者把组合的风险降低到最小程度,并使投资者选出一个含有最小风险的最有效的投资组合。

证券投资组合理论最早是由马科维茨在 1952 年提出的,是年,他发表了一篇题为《证券组合选择》的论文,创立了现代证券组合理论。其中心观点是,证券组合的管理,不仅要重视证券的预期收益,而且应该考虑风险,因为大多数投资者的投资目的虽然是获得最高收益,但是,他们同时也希望能够尽量避免风险。据此,马科维茨认为,建立一个有效组合,不仅要关心预期收益,也必须注意其所包含的风险。他应用数学上的二维规划建立起一套模式,系统地阐述如何通过有效的分散化,来选择最优组合的理论和方法。他认为一个组合的风险的大小,不仅决定于各构成组合的证券的风险程度,还受到它们的相互关系的影响,这可用它们的协方差加以测定,并依此计算出组合最小风险的水平,以供投资者比较选择,作为投资决策的主要依据。

马科维茨理论产生后,许多经济学家对这个理论作了大量的改进,并提出了若干新的模型。其中较有影响的是夏普的简单模型和托宾的资产选择理论。后者主要将马科维茨的理论动用于所有实际资产和金融资产的分析。前者主要是对马科维茨组合理论的计算程序的简化。

一、现代证券组合理论的内容

现代证券组合理论与其他经济模式一样,为了抽象说明理论的真谛,必须作出许多假设,这些假设是:

假设投资者都不喜欢风险,如果他们承受较大的风险,必须得到较高的收益的补偿。投资者对风险的估计是以收益率的可变性来度量的。

假设市场是有效的。即每个人都知道或者可以得知市场上每种证券的风险和收益的变动及其产生的因素。

假设投资者都希望得到较高的收益率,而不是低收益率。收益与风险是共生的,收益高风险也就会增大,因而,证券组合管理者(投资者)在若干证券的组合中所希望得到的,是在每单位的风险上收益最高的,而在每单位的收益上风险是最小的。

假设每种证券之间的收益都是关联的,那么,如果了解了各种证券之间的相关系数,则可能决定证券组合所能产生的最低风险。

假设资产和负债具有完全的流动性,从而证券组合的购买和销售将不会影响市场的价格和预期收益。

假设投资者(证券管理者)希望减少风险,必须在组合中增加其他证券,但是这样一来,收益也随之减少。相反,如果证券的种类减少,风险和收益则会提高。

根据以上假设,并运用分散原理和概率分析方法,马科维茨建立了他的证券组合模型。该模型的具体内容主要是通过一系列的计算来完成的,如:证券组合的风险和预期收益的计算。在马科维茨的模式中,为了决定一个有效的组合,收益风险(即方差或标准差)以及每种证券与其他证券之间的相关系数是必需确定的,这些变数的计算方法是:

(1) 预期收益的计算。预期收益可用加权平均数的方法计算,以每种证券的价值占全部证券价值的比例作为权数,其公式是:

$$E_p = \sum_{i=1}^N x_i E_i \quad (1)$$

式中 E_p —证券组合的预期收益;

x_i —在证券组合中投入证券 i 上的比重;

E_i —证券 i 的预期收益;

N —证券的数目。

(2) 风险的计算。风险通常以标准差(σ)或方差(V)为代表, $V=\sigma^2$,计算个别证券的标准差和方差通常也用加权平均数的方法以,并以概率作为权数。但在计算证券组合的风险时,不仅要计算各种个别证券的风险,而且要考虑各种证券的收益之间的相互关系。这种相关的程度可用协方差或相关系数表示出来。为了计算的方便,我们只以组合两种证券为例。那么,两种证券的收益的协方差是每种证券收益与其预期收益的离差的乘积的加权平均数,以离差的概离作为权数。两种证券收益的相关等于它们的方差被除以它们标准差的乘积,如果被组合的两种证券用 y, z 表示,则表示方差和相关的关系如下: $C_{yz}=r_{yz}S_yS_z$ (1)

$$\text{或 } r_{yz} = \frac{C_{yz}}{S_y S_z} \quad (2)$$

式中 C_{yz} — y 收益和 z 收益之间的协方差;

r_{yz} — y 收益和 z 收益之间的相关系数;

S_y — y 收益的标准差;

S_z — z 收益的标准差。

如果在两种证券的收益之间计算出相关系数,就可以表示出一个由两种证券构成的组合其中风险的关系及其他有关的变量。

$$V_p = x_y^2 V_y + 2x_y x_z C_{yz} + x_z^2 V_z \quad (3)$$

式中 V_p —组合收益的方差;

V_y —证券 y 收益的方差;

V_z —证券 z 收益的方差;

C_{yz} —证券 y 收益与证券 z 收益之间的协方差;

x_y —证券 y 在组合价值中所占的比重;

x_z —证券 z 在组合价值中所占的比重。

(3) 相关关系的计算。通过公式(3)可以看出证券之间的相关情况,对组合的风险所能产生的作用程度,如果相关的情况是完全正相关、完全负相关和不相关三种特殊情况,那么我们可以作如下说明:

第一,收益完全正相关。公式(3)中的 C_{yz} 可以用公式(1)来表示,则:

$$C_{yz} = r_{yz} S_y S_z$$

正相关的系数等于 1,代入这一公式中,即整个公式变为 $C_{yz} = S_y S_z$ 。同时,由于 $V_y = S_y^2, V_z = S_z^2$,所以 $V_p = S_p^2$,代入公式(3),则公式(3)变为:

$$S_p^2 = x_y^2 s_y^2 + 2x_y x_z S_y S_z + x_z^2 S_z^2$$

$$= (x_y S_y + x_z S_z)^2$$

$$S_p = x_y S_y + x_z S_z$$

这种情况说明,只要 $r_{yz}=1$,即两种证券的收益完全相关,以标准差度量的风险的结合,就是每个构成证券的加权平均数,以市场价值作为权数,将这种情况应用于两种以上的证券组合,其原理也是一样的。这种情况表明,投资的分散并不会使风险减小,而只是风险的平均。

第二,收益完全负相关。如果收益完全负相关,则 $r_{yz}=-1$,将其代入(3)式中,则公式(3)变成:

$$S_p^2 = x_y^2 S_y^2 - 2x_y x_z S_y S_z + x_z^2 S_z^2 = (x_y S_y - x_z S_z)^2$$

由于在证券组合中,两种证券的比重与其相对风险是逆向相关,即:

$$\frac{x_y}{x_z} = \frac{S_z}{S_y}$$

对其加以整理即可得出:

$$x_y = \frac{S_z x_z}{S_y}$$

将其代入公式(3)中,即可得出:

$$x_y S_y - x_z S_z = \frac{S_z x_z}{S_y} S_y - x_z S_z = 0$$

由上述计算,即可得知,组合收益的标准差是0,由此,我们可以知道,当两种证券的收益是完全逆反相关时,就有可能把它们结合成为消除全部风险的样式,在进行套期保值交易时,常应用这种情况。

第三,收益不相关。当组合的两种证券的收益无任何关联,也就是说当 $r_{yz}=0$ 时,协方差为:

$$S_p^2 = x_y^2 S_y^2 + x_z^2 S_z^2$$

如果在证券的组合中,被组合的证券超过两种,并且它们之间的收益是不相关的,那么其公式则为:

$$S_p^2 = x_1^2 S_1^2 + x_2^2 S_2^2 + x_3^2 S_3^2 + \cdots + x_n^2 S_n^2$$

马科维茨模型的实质是在不损失收益的条件不最大程度地分散投资风险。以上的公式正说明:随着证券数目之间的关系的增加,组合的风险,也即标准差就逐步减小。如果不足够的数目,组合的风险将几乎降低到0。这表明,如果组合的各个构成证券之间是不相关的,那么通过分散投资可以大量地减少风险。马科维茨本人在解释这一点时指出:“由60种不同铁路证券构成的资产组合在分散风险方面不会好于由一些铁路、公用事业、采矿业及各种制造业等证券构成的、同样是由60种证券构成的资产组合。其原因在于,同一行业各公司的证券在收益率和风险方面的关系是相当密切的,而不同行业内各公司的证券收益率和风险方面的关系的密切程度则低一些。”事实正是如此。

上面所谈的是以两种证券的组合为例,然而在实际情况下,投资组合并不仅包括两种证

券,如果我们用 E 代表预期收益, V 代表方差,则证券组合的预期收益为 E_p , V 则变化 V_p ,那么证券组合的收益计算公式为:

$$E_p = \sum_i x_i E_i$$

式中 x_i —第 i 个证券或组合中所有证券的比重或数量;

E_i —第 i 个证券或组合中所有证券的预期收益。

由 n 种证券构成的方差的计算公式为:

$$V_p = \sum_i \sum_j x_i x_j C_{ij}$$

式中 $x_i x_j$ —有效组合中每个 E 的权数;

C_{ij} —各种证券的收益对其他每种证券收益的方差。

马科维茨理论在证券投资组合方面其贡献是不可抹杀的,但也存在着理论上和实际运用上的缺陷。

在理论上,马科维茨认为大多数的理性的投资者都厌恶风险,这也是他的主要理论假设,然而许多人对这一假设的真实性表示怀疑。如当投资者遇到一种证券能得到 $6\% \sim 24\%$ 的收益,另一种证券的收益为 $8\% \sim 22\%$ 时,因为这两种证券的平均收益都为 15% ,因此,如果他愿意接受前者而放弃后者是不理智的。

同时马科维茨的其他观点如预期收益和风险的估计是一个组合及其所包括证券的实际收益和风险的正确量度;相关系数是未来关系正确反映的概念;方差是度量一个风险的最恰当的指标等等观点,也都遭到人们的怀疑。

在实际应用方面,马科维茨的现代证券组合学说也存在着许多困难,特别是其计算的程序相当复杂,产生一套组合要求具有相当复杂的计算机程序来进行操作。例如从 1000 种证券中选择证券来建成有效组合,必须算出 1000 个预期收益,1000 个方差和 499500 个协方差。由于其中的数学概念相当复杂,许多证券管理人员并不清楚其中所含的数学概念,并认为这种方法不可靠,有些证券管理者虽然能够应用这套方法,但他们在应用过程中也发现,这些技巧在减小证券组合的风险方面并不尽如人意。

二、资本资产价值模型

由于马科维茨的组合理论在实际应用中存在着许多不足,因而,在其理论出现后,夏普等人对证券市场的价格机制进行了积极、有效的研究并出版了许多有关方面的书刊,提出了资本资产价格模型(CAPM),意在说明各种证券(资本资产)的价格是如何决定的。在提出这一理论时,他曾假设了一些重要的条件,即:各个投资者都可以得到同样的信息,并以同样的方法进行分析和处理;各个投资者因而都同意有关证券的将来前景,也即投资者对证券报酬的期望值、方差和协方差具有相同的预期;投资者只关心证券的风险和收益,不存在税收和交易费等其他市场不完善性,这使得证券价格是一种均衡价格;各个投资者都能按短期国库券的收益率借入或贷出资金等。

1. 证券特点线

在夏普的模型中,关于资本资产价格模型的概念,可以用证券特点线来概括,并用数学

公式和图形将其表现出来。

$$E(R_i) - P = a_i + \beta_i m [E(R_m - P)] + r_i \quad (1)$$

式中 $E(R_i)$ —证券 i 的预期收益;

P —无风险证券利率;

$E(R_i) - P$ —证券 i 的超额收益;

a_i —市场组合的超额收益为 0 的条件下证券的预期收益;

$\beta_i m$ —度量在市场组合的超额收益变动 1% 时, 证券 i 的预期超额收益的变动程度;

$E(R_m - P)$ —市场组合的超额收益;

R_m —市场组合(在组合中包括所有证券, 每种证券价值所占的比重, 等于它在市场价值中所占的比重);

r_i —证券 i 上的超额收益中, 非市场部分的不确定的一部分。

如果将公式(1)加以改变, 即能更为清楚地将其分为与市场有关的超额收益和与市场无关的超额收益两个部分。改变后的公式如下:

$$E(R_i) - P = \underbrace{\beta_i m [E(R_m - P)]}_{\text{超额收益的市场部分}} + \underbrace{(a_i + r_i)}_{\text{超额收益的非市场部分}} \quad (2)$$

通常用 a_i 来代表非市场超额利益, 用 r_i 代表这种期望的离差。虽然 r_i 在实际上不可能为零, 但最好的猜测 r_i 可以正负离差相互抵消为零, 当出现意外的好消息时, 可以使 r_i 为正的, 相反, 意外的坏消息则使 r_i 变为负的。它是用标准差来说明的, 因而, 证券的非市场风险是它的超额收益对市场组合的给定收益之间的标准差, 可用 $S(r_i)$ 来代替, 表示证券 i 的非市场风险。这种关系如图 3.4.3 所示。

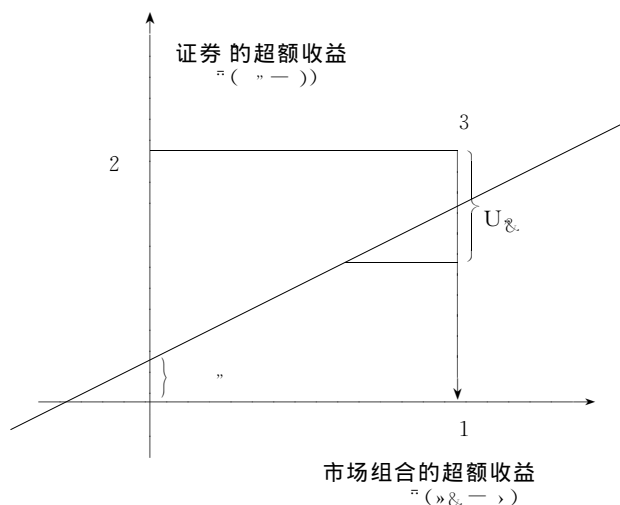


图 3.4.3

如图 3.4.3 所示,如果市场组合的超额收益是 x ,证券 i 的超额收益为 y 时,则实际非市场超额收益就是 z 。非市场风险是这个离差的可能数量的一个估计。

以上所描述的特点线是针对个别证券而阐发的,证券组合的特点线的描述与以上的描述相似,只不过稍微复杂一点,我们可将上述的公式(2)用来阐述证券组合的特点线,其公式为:

$$E(R_p) - P = \beta_{pm} [E(R_m - P)] + (a_p + r_p)$$

证券组合 P 的
证券组合 P 的超额
证券组合 P 的超额
超额收益
收益的市场部分
收益的非市场部分

式中 $E(R_p)$ —证券组合 P 的预期收益;

a_p —证券组合 P 的超额收益中非市场部分的期望值;

r_p —证券组合 P 的超额收益中实际非市场部分与其期望值之间的离差;

β_{pm} —证券组合 P 的超额收益对市场组合的超额收益的敏感性。

一个组合的 a 的价值,是它所包括的各种证券 a 的价值的加权平均数,以各种证券的价值在证券组合全部价值中所占的比重为权数,如果用 x_i 代表第 i 个证券所占的比重,则:

$$a_p = \sum_{i=1}^N x_i a_i$$

在一个证券组合的 β 的数值也是如此,即:

$$\beta_{pm} = \sum_{i=1}^N x_i \beta_{im}$$

一个证券的组合中,其非市场风险是多种多样的,但最终取决于三个条件,即:第一,证券组合中各种证券的非市场风险;第二,各种证券的非市场风险相互之间的各种相关;第三,各种证券价值在证券组合全部价值中的比重,因而可以通过下面的公式来表示:

$$[S(r_p)]^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N [x_i x_j P(r_i, r_j) S(r_i) S(r_j)]$$

式中 $S(r_p)$ —证券组合的非市场风险;

x_i —证券组合的市场价值投在证券 i 上的比例;

x_j —证券组合的市场价值投在证券 j 上的比例;

N —证券组合中证券的数目;

$P(r_i, r_j)$ —证券 i 的非市场收益 r_i 和证券 j 的非市场收益 r_j 之间的相关;

$S(r_i)$ —证券 i 的非市场风险;

$S(x_j)$ —证券 j 的非市场风险。

如果假定所有 r_i 的价值都不相关,那么:

$$[S(r_p)]^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 [S(r_i)]^2$$

如果这样,则表明这种证券组合并不集中在任何一个部门或地区,如果组合不符合这种条件,则它们的非市场风险有可能被严重地高估或者低估。

2. 证券市场线

根据资本资产模型的假设条件,证券市场线的公式可表示为:

$$E(R_i) = P + \beta_{im} [E(R_m) - P] \quad (1)$$

将这个公式表示出来如图 3.4.4 所示。

在图 3.4.4 中纵轴代表证券或证券组合的预期收益,横轴代表证券或证券组合的 β , P 表示无风险债券的收益, P_{xmy} 代表证券市场线。

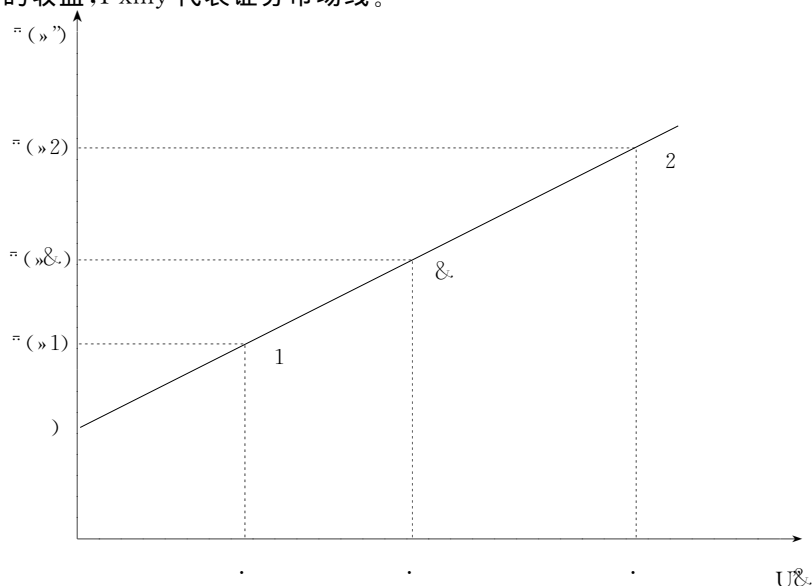


图 3.4.4

通过图 3.4.4 我们就可以清楚地看到,当 $\beta=0$ 时,将其代入公式(1),那么证券的预期收益则为, $E(R_i)=P+0[E(R_m)-P]$, 即其收益是无风险证券的收益,如果 $\beta=0.5$,则表示证券管理者将其 50% 的资金投在市场组合,另 50% 的资金投在无风险证券上。将其代入公式(1),则其收益为 $E(R_i)=P+0.5[E(R_m)-P]$ 。例如,如果无风险证券的收益率为 12%,市场组合的收益率为 15%,则证券 x 的收益将是 13.5% $[12\%+0.5(15\%-12\%)]$ 。这种关系也可以应用于各种证券组合的情况上。

3. Beta 分析法

我们上面所谈到的证券特点线的公式及其相互之间的关系,实际上是回归方程式的具体表现,说明证券的预期收益,由 a 、 β 和 ϵ 三个变量来决定。回归方程式是夏普对统计数据研究所应用的方法。它表示为 $Y=a+\beta x+\epsilon$, Y 代表因变数, x 代表自变数, a 代表截距, β 代表回归线的坡度,以 $\Delta Y/\Delta x$ 来度量, ϵ 表示误差(其平均应为 0)在回归线与一个资料点的垂直距离来衡量。投资者只要知道 a 、 β 和 ϵ 三个变量的具体数值,他们就可以按自己的条件、偏好和对风险的态度,来选择比较满意的证券,以及建立符合自己目标的证券组合,各种变量的大小,通常都以市场作为比较的标准。市场的各种指标,在美国一般以司登达玻尔 500 种股票为代表,证券的 a 可以是 0、正值或负值;证券的 β 可以大于 1.0,小于 1.0 或 0, ϵ 是误差因素,理论上应该为 0,但实际上并不一定如此。如果证券 a 是 0,那么与市场一样,如果大于 0,表示胜过市场,如果小于 0 表示不及市场。如果 β 大于 1.0,表示证券风险比市场大,如果 β 小于 1.0,表示风险比市场小,如果 ϵ 的数值较大,表示证券的非系统风险较大。

按照资本资产价格模型理论,证券管理者的有效投资策略包括所有证券的结合、借款和贷款。在所有证券的结合中,每种证券在全部价值中所占的比重与该种证券仍在市场上交易尚未清偿部分的价值,在市场上全部证券的总价值中所占的比重一样。当有风险证券构成偏爱组合,所包含的每种证券与市场成正比例,以及市场上的总交易额在一部分投资者愿意借入和另一部分愿意贷出资金之间取得平衡时,市场即进入均衡状态。实际上,在现实的投资情况下,不可能找到这种全面的市场组合。一般都以各单位编制的市场指数,如司登达玻尔 500 种股票指数,纽约股票交易所综合指数、道·琼斯工业平均数等来代表。证券管理者了解这种情况相当重要,对于采取何种投资组合策略也具有重要意义,如果一个组合本身就是所有证券的结合(市场组合),那么用证券特点线公式来表示组合的特点线,即:

$$R_p - P = \alpha_p + \beta_{pm}(R_m - P) + r_p$$

同时,由于市场组合的特点是:

$$\alpha = 0, \beta = 1, \epsilon = 0 \text{ (在以上的公式中用 } r_p \text{ 表示)}$$

$$\text{代入公式即: } R_p - P = 0 + 1(R_m - P) + 0$$

$$R_p - P = R_m - P$$

如果将资金全部投在无风险证券上,因为无风险证券的特点是:

$$\alpha = 0, \beta = 0, \epsilon = 0$$

$$\text{代入公式即为: } R_p - P = 0 + 0(R_m - P) + 0$$

$$\text{经简化,便可得出: } R_p - P = 0$$

如果一个证券投资组合中包括无风险证券和市场组合,并使 x_m 代表证券管理者的资金投资于市场组合,那么这种组合的特点为:

$$\alpha = 0 \quad \beta = x_m \cdot 1 \quad \epsilon = 0$$

这种情况是证券管理者除了专门投资在市场组合($\beta_m = 1$),以及专门投资在无风险证券($\beta_m = 0$)这两种特殊情况外,对投资策略的选择,就是视 β 值的高低为转移。 β 是决定市场风险大小的依据。

据以上分析,如果需要预测普通股票的未來收益,就可以用回归方程式即股票的特点线来完成。假设,已知一种股票的特点线为 $r_s = 0.6 + 1.0R_m + 0.4$,在这一公式中, R_s 代表该种股票的预期收益, R_m 代表市场的预期收益,再假定市场的预期收益为 18%,则 $R_s = 0.6 + 1.0(18.0) + 0.4$, $R_s = 0.6 + 18 + 0.4 = 18.6\% \pm 0.4\%$,亦即这种股票的收益率在 19% 和 18.2% 之间。

但是股票的价格是不断发生变化的,股票在上涨市场与在下降市场时,其 β 是不同的,解决这种情况的办法就是投资的分散化,在股票的组合中,如果被组合的股票数目较多,往往有一个比较稳定的 β 和不同的回归关系。所以证券管理者可以多组合一些股票,通过投资的分散,使 α 和 ϵ 都变为 0。在这种情况下,一个有足够有股票数目的投资组合,可以使 $\beta = 1$,也即组合的风险和市场风险一致,从而避免非市场风险。如果证券管理者愿意承担较多的风险,他可以选择 β 值比较高的股票,这样可以获得比较高的收益,我们仍用上面的例子,如果某投资者愿意承担较高的风险,他所选择的股票的 β 值比较高,其组合的平均 β 为 1.5 而非 1.0,市场的预期收益仍为 18%, α 和 ϵ 由于分散投资而相互抵消变为 0,那么,其组

合特点公式 $(R_p - P) = a_p + \beta_{pm}(R_m - P) + r_p$ 就成为 $R_p - P = 0 + 1.5(18.0) + 0 = 27\%$, 可见, 这一组合的预期收益已经超过了市场的平均预期收益 9%。相反, 如果证券管理者较为谨慎保守, 他可以选择 β 值较低的股票进行组合。当然, 这样, 他所得到的收益将少一些。

夏普的资本资产价值模型虽然有一定的实用价值, 然而由于它的过分的假设条件而使该理论受到怀疑。如, 在该理论中, 假定存在一种无风险资产, 并且投资者可以不受限制地以无风险利率进行借入和贷出。然而, 在市场中并不可能存在这种情况。在现实生活中, 投资者通常不能以相同的利率借入和贷出。另外, 通货膨胀的因素也普遍存在, 使得没有一项投资是无风险的。同时, 市场的指数如司登达玻尔 500 种股票指数不一定能真实地反映全部股票的市场情况, 因为一个投资者的组合, 可能做得与市场指数一样, 但在实际市场上未必能够获得这样的收益。这种情况都表明夏普的资本资产价值模型是有局限的。

三、套利价格理论

套利价格理论是由史蒂芬·罗斯于 1976 年创立的, 与资本资产价格模型一样, 套利价格理论也是一个决定资产价格的均衡模型, 是在市场上通过股票价格的套做而达到均衡的。该理论对资本资产价值模型的发展, 是认为证券的实际收益并不只是笼统地受市场组合变动的反应性大小的影响, 而是分别受对经济中许多因素变动的反应性大小的影响。因此证券分析的目标在于识别经济中的这些因素, 以及证券收益对这些因素变动的不同反应性。反应性一般以 Beta 来说明, 这种关系也即“证券收益的因素模型”, 因素模型的一般形式为:

$$\tilde{R}_i = a_i + b_{i1}\tilde{F}_1 + b_{i2}\tilde{F}_2 + \cdots + b_{im}\tilde{F}_m + \tilde{e}_i$$

式中 $\tilde{R}_i$ —证券 i 的(不确定的)报酬;

a_i —无因素相关报酬;

b_i —证券 i 之报酬对因素 F 的反应系数;

$\tilde{F}$ ——因素的(不确定的)报酬;

$\tilde{e}_i$ —(不确定的)证券个别报酬;

~—事前不知道的, 即不确定的。

上面的公式包含三个假定, 即: 第一, 各种证券个别报酬的期望值为 0, 第二, 证券个别报酬与各因素无相关, 第三, 证券个别报酬无相互关联, 再假定 m 个因素已被确定, 与他们相关的证券收益由上式给出, 再假定存在着很多的证券并且证券之间对这些因素的反应程度不大相同。这样, 就可以建立一个“纯因素作用”的投资组合, 即: 第一, 该投资组合只对某一个因素敏感而不受任何其他因素的影响, 第二, 高度可多样化, 使证券个别收益为 0。

一个纯因素投资组合的预期收益, 依赖于该有关因素的期望值, 为方便计, 投资组合的预期收益可分为 2 个部分, 即(1)无风险利率, (2)预期收益与无风险利率之间的差额, 用 λ 表示。通过一系列的论证后, 罗斯认为, 证券的预期收益与风险的关系可用公式来表示, 即:

$$E_R = R_f + b_{i1}\lambda_1 + b_{i2}\lambda_2 + \cdots + b_{im}\lambda_m$$

式中 E_R —证券 R 的预期收益;

R_f —无风险证券收益;

b_{i1} —证券 i 对因素 1 的敏感性;

b_{i2} —证券 i 对因素 2 的敏感性;

b_{im} —证券 i 对因素 m 的敏感性。

假设证券收益受影响的因素有 2 个,则以上的公式应分别列为: $E_1 = R_f + \lambda_1$, $E_2 = R_f + \lambda_2$, 余此类推。如果假定 $E_1 = 15\%$, $E_2 = 14\%$, $R_f = 6\%$, 则 λ_1 就是 $15\% - 6\% = 9\%$, λ_2 是 $14\% - 6\% = 8\%$, 这就是说, 9% 和 8% 分别是对因素 1 (λ_1) 和因素 2 (λ_2) 每单位敏感性的超额预计收益。

套利价格模型的目标是确定资产均衡价格,即确定预期的风险和报酬,该方法用比较实际和实性的观察——证券更受市场中具有普遍影响因素的影响为出发点,然后运用相同的投资组合应提供相同的收益以防止套利这一经济原理,推导了影响证券收益的各种因素的市场价格,证券的均衡收益于是就与他们对各种因素的敏感度和各种因素的市场价格相联系。然而,在资本资产价值模型中,只有一个市场因素、一个敏感系数、一个该因素的市场价格。因此,套利价格模型比资本资产价值模型更进一步,它能更好地描述均衡证券的收益,但是在套利价格模型中,其缺点是未能说清楚究竟有多少个因素,这些因素的影响有多大,这不能不影响其实际运用。

共同基金在运用以上的理论进行分析时,最好能将它们结合起来使用,事实证明资本资产价值模型与套利价格理论是互相补充而非互为替代的,如果把两者结合起来,就能比单独应用其中的一种作出更为精确的预测,从而为投资决策提供更为充分的指导。

第五章 共同基金投资实务

第一节 投资者投资条件与共同基金的选择

共同基金的最大优势之一就是投资分散,其风险已经大大地降低,因而,严格地说,共同基金并没有好坏之分,只有是否适合于投资者之别。所以,对于投资者而言,分析自己的投资目标,投资决策,自己属于何种类型的投资者就显得比任何投资都要来得重要。本节试图通过对投资者的投资动机、投资目标的分析,从而对投资者的类型进行划分,并进一步确立投资共同基金的基本原则。

一、投资者的投资动机与共同基金投资

共同基金的投资受到各种因素的影响,投资者购买共同基金的受益凭证,不仅由于各人对经济发展前景的预期不同,对共同基金了解及其创设人的展望不向以及对共同基金知识掌握的程度不同而使其投资决策不同,而且由于个人投资动机的不同,也使其投资决策呈现各种形态,因而,投资者在入市之前,分析自己的投资动机是非常必要的,根据投资者对待盈利和风险的态度,通常将投资者的动机划分为以下几种:

1. 稳定的投资动机

稳定的投资动机,一般是指投资者视本金的安全性为第一考虑,对他们来说,投资的安全是绝对的,至少必须回收本金。买进证券后长期持有,期望能够获得较高股息、利息当期收入,即所谓的长线投资者。他们的投资期限通常比较长,长线投资者在进行投资时,一般着重研究熟悉所投资的有价证券,进行基本的分析,了解基金的管理阶层,公司的经营能力,还要摸清共同基金的红利分配及盈利能力等,比较注意各种不同的有价证券的红利的差别,同时也注意证券的质量,以求稳定地获取较高的红利收入。这种投资者的性格一般比较稳

健,在投资时往往量力而行,避免承担过多的风险,不会轻易借钱投资。

2. 激进型的投资动机

激进型的投资动机主要是指不以取得红利为主要目的,而是愿意承担较大的风险,希望在买进卖出或卖出买进之间,谋取差额利益以期取得较高的投资收益,即所谓的短线投资动机者,他们持有有价证券的期限可能仅有几天,甚至只有几个小时。他们极为重视证券市场中的供求关系和价格变动趋势,把资金投资放在价格波动幅度较大的基金上,在买卖受益凭证时,往往要进行技术分析,以研究和判断其所购的有价证券价格的涨跌,所选择的有价证券也多为价格波动很大的热门证券。

3. 中庸的获利动机

买进证券后同时希望获取红利或差额利益,即所谓投资与投机相结合的中期投资者。他们持有有价证券的期限常在一年以内,有时仅为一两个月,一旦投资者需要资金或股价暴涨时就迅速脱手,等到价值回跌后再买进。

中期投资者往往要同时进行基本分析和技术分析,研究影响有价证券价格的各种因素,以选择适合中期投资的证券和适当的卖出买进动机,因而本益比这一投资指标对投资者来说就很重要,若公司在几个月内可能提供较低的本益比,那么这种证券就是中期投资的最佳选择。

这种动机的投资者在证券市场上比较注意平衡风险和收益的关系,力求在保本的前提下获得尽可能多的利润。

4. 自我表现动机

这种动机的核心是显示自己,从中获取心理上的满足。腰缠万贯者和社会名流以拥有巨额证券资产来显示自己的富有、地位和声望;一些自认为能力超群的人通过投资有价证券赚取比别人多的收益来表明自己能力的不同凡响;一些退休者或家庭主妇从事证券投资,希望借此得到社会承认;而一些青少年参与投资以表明自己已长大成人;还有一些人专门购买大公司的有价证券,甚至将有价证券镶入镜框挂在墙上,借以炫耀自己是大公司的股东,并热衷于参加股东大会,积极在股东大会上发言质疑,抛头露面,但他们持股比例极小,对公司决策实际上不起任何作用。

5. 安全动机

有的人参加证券投资,是觉得用现金购买证券比把现金放在家里安全,可以防止盗窃,也可以防止意外事故造成的损失,使现金更有保障。

持安全动机的投资者也重视投资收益问题,他们认为把钱存入银行和购买证券的安全程度相差无几,但投资证券能获得更高收益,所以采取了证券投资方式。这种投资往往把高等级证券(如A级)作为投资对象。他们在交割有价证券时,往往要求领取寄存证而不是证券本身以增加安全系数。

6. 其他动机

这主要包括以下几个方面:

(1)选择动机。在消费者的商品购买过程中,边际效用递减规律在发挥作用。这个规律的基本内容是:随着购买数量的增加,消费者从每一个购买单位中得到的满足是逐渐递减的。由于这个规律的作用,消费者不会把大量现金花费在一种商品上,不管这种商品对他有多大吸引力。

由于证券越来越被认为是一种“金融商品”,因此,在购买这种特殊商品的过程中,边际效用递减规律同样在发挥作用。投资者总是买卖一种证券就感到乏味,事实上也不存在能够满足投资者全部需要的一种证券。由于这个原因,投资者总会不断地改换他的投资对象,在这个过程中获取最大的边际效用。

(2)习惯动机。习惯动机是指有的投资者因长期从事证券投资,证券投资已成为其日常生活的重要内容,因而他参加证券投资已成习惯,否则就会显示出不安和烦躁。这类投资者投资成癖,每天都异乎寻常地关心证券行市的变动。这种动机容易导致非理智投资。

(3)情绪动机。情绪动机是指由于喜欢、好奇、好胜、嫉妒等情绪原因促使投资者投资的动机。由于这种动机引发的投资行为比较特殊。诸如有的人从未看到过证券,见到证券便觉好奇,于是想尝试一下;有的人眼红人家炒股赚了钱,自己便也萌发出从事证券投资或扩大投资规模的念头。

一般认为,因情绪动机引发的证券投资行为,具有冲动性,欠稳定性等特点。

投资者的证券投资的动机是多种多样的,在这种种的动机中,获取收益是最为根本的动机,因而,大多数的投资者的投资主要是出于上述的前三种动机,一般说来,称第一种为“投资”,第二、第三种为“投机”。

共同基金的投资者在选择共同基金进行投资之前,必须先衡量自己的投资动机,根据自己的条件精心选择共同基金。那么,如何在种类繁多的基金中求取报酬和风险的平衡,选择自己最为适合的共同基金呢?最为关键的是衡量自己对风险的承受能力,最简单的衡量办法是将一般投资者所能承受的风险能力的平均值当作“中程度风险”,然后考虑自己能否接受中程度风险,或是能够接受更高或较低的风险,然后再看自己的投资动机属于哪一种类型。一般而言,能够承受较高风险的人是属于激进型的投资动机。那么,他最好选择积极成长型或者成长型的共同基金。相反,属于稳健型的投资动机的投资者,则可以选择收入型的共同基金;属于中庸型的投资者则可以选择收入成长型的共同基金。

二、投资者的投资目标和共同基金投资

不同的投资目标决定不同的投资行为、投资方式,从而也对投资的风险和收益具有很大的影响。因而,基金的投资者在选择共同基金进行投资之前,仅仅通过衡量投资动机而选择共同基金是不够的,还必须分析投资目标,从而明确自己投资的目的。

1. 投资者的个人目标分析

在投资者中,绝大部分努力通过制定和实施投资计划来满足个人的一定需要,这即是投

资者投资经营的个人目标。大多数的投资者的投资是为了增强经济实力和对其资产的控制,旨在别人面前树立良好的形象。

投资者投资的中心问题是为了各自的目的而取得收益,这些需要可能是为了子女受教育,提高生活水准,购买住宅,也可以是为了退休或个人的寿险保险等

由于投资者个人的需求是可伸缩的,因而其可供投资的资金量既可以缩小又可以扩大。当然,随着年龄的变化,投资者的投资目标也可能发生变化,这或是由于他们的观念发生变化,或是由于他们周围的环境发生变化。另外,投资者投资经营的个人目标也会随着一些不规则因素的出现而发生变化。下面将分析一般投资者投资经营的个人目标。

(1) 人寿保险。

不少投资者把人寿保险作为主要的财务规划。一般情况下,老户主过早死亡,人寿保险便能给其家属提供财务上的保障,这种形式的保障是有幼儿的年轻父母的最大需求,而当投资者接近退休年龄且子女长大后,那么人寿保险对他来说并不重要。

(2) 购买住宅。

大多数人的投资目标是购买住宅。投资者决定购买住宅时,得连续地追加资金以应付住宅所有权的需要,包括添置家具费用、水电费等等,因而投资者还必须考虑取得房产后,有比较稳定的收入。

(3) 子女教育。

在现代文明社会,子女教育越来越成为许多家庭投资计划的一个重要目标,通过投资在一定时间内能积累资金以满足未来的教育费用之需。不少投资者购买固定收益证券,主要包括公司债或联邦储蓄债券,作为子女教育目的而储蓄货币。然而,投资者必须明白,这类形式的储蓄在许多年后可能会使这部分货币购买力下降,如果投资者有足够时间使可变收益证券升值的话,那么适当选择购买共同基金的受益凭证或许会抵消上述风险。因此,为子女教育而投资的手段的适当坚持原则的基础上也可灵活机动。

(4) 为退休后生活准备资金。

在投资大众中,也有一部分投资者的主要目的是为退休准备资金以补充来自雇主或社会保障的养老金。显然,这一目的重要性因人而异,年轻家庭对这一目的并不太看重,他们有其他更重要的要求,但是随着时光的推移,他们也要考虑退休后的稳妥收入。有些投资者由于过分依赖社会保障救济金、其他公共退休计划和私人养老金计划,因此,他们在退休后的资金灵活性很有限。对希望风险最小和摆脱资产管理事务的人来说,共同基金会给他们带来合理的长期稳定收入。但是这类投资形式的收益是分为各种形式的,最常见的有成长型、收入型、收入成长型等共同基金,这几种类型的共同基金是按照共同基金的投资目标而划分的,对于为退休生活准备资金的投资者来说,他们多是希望资产组合的价值上升幅度大于通货膨胀率,那样他们就会有足够的积蓄来满足退休后的收入需求。投资者在投资基金中较为理想的投资计划。较为合理的是以固定收入的基金(或收入型的共同基金为主)并配以成长型的共同基金。

共同基金的投资者最好根据个人目标适当地选择适合自己的投资共同基金;如投资者是为了子女教育而投资的一般需要资本金较为安全,并且有较为稳定的收入,那么,投资者在共同基金的投资组合中应以收入型或收入成长型为主。

2. 投资者财务目标分析

投资者进行投资经营除了上述个人目标外,还有财务上的目标。投资者追求财务目标的过程也就是满足财务需求的过程。

投资者的财务目标可分为资本安全、资本升值、收入的稳定、通货膨胀的防止、税收因素等等。

(1) 资本安全。

这里的资本指的是投资本金,因此资本安全也即本金的保值。资本安全对于绝大多数投资者来说是最重要的财务目标。而只有当证券易于出售和价格稳定时,投资者才能出售证券重新获得本金。那些具有规定到期日的证券,若未遇到违约情况,最终会在到期日重新获得本金。急需基金需要有充分的流动性,但只有牺牲一部分收入才能获得流动性。银行短期存款和短期票据能满足上述需要,但其收益率较低,必须指出,随时可抽回的本金往往是家庭总需要的一部分。为子女教育的投资一般需要有充分的资本安全性,并且在未来可随时兑现。

在大多数情况下,如果投资者在较短的时间内有资金需要,他是不愿意将货币作长期储蓄以冒风险的。

资本安全是指收回的资金比投资原值大,能维护原有购买力。因此,投资者应该投资于预期会升值的证券,收入型或成长收入型资金在短期内对付通货膨胀是一种完善的保值方法。

(2) 资本升值。

投资者之所以参与投资,一个很直接的原因是投资者希望投资于证券的本金升值。然而这并不意味着每个投资者均应该持有积极成长型基金,因为这会与一些投资者的要求不相一致。通常投资者的短期和长期需要决定是否将升值作为主要目标。为了达到升值目标,投资者可将收益再投资或购买成长型基金以改善在实现个人目标中的长期财务情况,也可以保持投资资金的购买力。为了达到资本升值,投资者必须注意,在追求长期目标时避免无为的风险,无固定收益基金要比固定收益基金风险大,因为固定收益基金在投资终期时,可确保投资者得到预想的资金额。但是,无固定收益基金,即变动收益基金,如股票基金,资本升值的可能性更大。

(3) 收入的稳定。

投资者在投资基金时,应努力达到收入的稳定性。稳定的收入会使投资者有机会从基金投资组合中得益,收入的稳定性使投资者能更精确、更合理地制定长期投资计划。股息和利息形式的目前收入通常要比未来所承诺的等量股息或利息更有价值。有保证收入的投资者应该选择那些能为他们提供期望收入的安全基金,在这种情况下,主要投资对象是收入型

基金或货币市场基金。追求高收益率的投资者可选择一些收入成长型基金。

(4) 通货膨胀的防止。

消除通货膨胀的影响一直是投资者所关心的问题,尤其是依靠产生收入基金作为主要收入来源的投资者更是关心货币购买力损失的可能性。

投资者在规划投资组合结构时,必须考虑这样一种事实:货币的购买力总是要被削弱,因此在所选择的各种证券之间进行平衡时,要考虑这些证券对防范通货膨胀进行合理保值的可能性。

其实,如果投资者既要获得高收益,又要获得升值基金以应付未来可能的购买力损失,这是很困难的。因为当投资者购入成长型证券以防范通货膨胀时,他必须放弃高收入基金,高收入与高成长同时兼成的基金是不存在的。因此,投资者也必须在确定预防通货膨胀所需资金量时,还要使投资计划达到其长远目标。

(5) 税收因素。

投资者收入越低,所交的税收就越低,因而税收因素对他们的投资计划影响不大;投资者收入越高,税收因素对他们的投资行为作用也就越大。因此,对处于税级特别高的投资者来说,税收因素可能是决定因素,投资者不会不重视未来高额个人所得税和财产税。免税的市政债券、特别资本利得备付和隐蔽纳税投资均是高税级投资者特别感兴趣的对象。由于个人所得税的累进税率使投资者保留其所得收入的大部分很困难,为此,投资者需要尽可能地采用资本利得和投资所得收益形式。

总之,投资者的投资目标对共同基金的选择的作用很大,一般地,由于投资者的目标不同就会影响其对风险的承受能力,就会有不同的行为方式与不同的选择。如需要每月每季有固定收入,还是想要有复利报酬、期待固定收入的话,最好选择可转换公司债券基金,或收入成长型基金,如果有能力做长期投资,那么,选择股票基金有可能获得较高的资本增值,如果,视投资作为兴趣并可借此获得一些利润,则应作小量而多样化的投资,以便从中学习些技巧。

3. 投资者的投资内部环境与共同基金选择

选择基金必须要根据自己的经济与资金状况,例如:投资者需要在1~1.5年内套现的,那么所作的投资应当保守,因为在这样短的时间内,试图作激进型的投资成功的机会一般比较小,除非市场条件特别有利,如果投资者的资金比较充裕,投资期至少3~5年,相应投资于海外基金,特别是增长潜力大的地区基金或国家基金,可能会获得较理想的收益水平,投资收益水平一般会高于存款利息,因而投资者在选择基金前必须先分析自己的内部投资环境,具体包括以下几个方面:

(1) 投资资金的来源与稳定。

投资行为是以投资者拥有资金为前提的,不论开设资金帐户与否,投资者都需要有一定的自有资金,而且,投资的过程是一个不断持续的过程,当证券下跌时,投资者要增购证券,就需要有灵活的资金在手中,或者必须有其他的借款来源。此外,某些投资策略要能够实

施,也必须定期地投入一定量的资金。例如,在定时定量投资计划中,投资者必须以稳定的投资额来购买股票基金,这就要求要有稳定的可投资的资金来源,否则投资计划的实施就会被迫中断。因此,在从事投资活动前,首先需考虑个人收入的高低,算一算在扣除了必要的开支和留足了预防准备金后,还能有多少剩余可用作投资。其次要注意收入来源的稳定性,收入还有无增加的可能性,如果已经积累了一笔相当数量的储蓄,不妨用来投资。如果每月均有一笔可观的收入,也可以拟定一个按月或定期的投资计划,日积月累,必有成就。

(2)对投资收益的依赖程度。

如果一个家庭负担较重,收入不丰,在个人的工资或薪金收入之外,希望能以投资收益来补充生活或支出不足,那么在拟定投资计划时,就应当考虑购买收益稳定而又完全可靠的收入型或货币市场基金以及有稳定股息收益的基金收益凭证;对投资收益依赖程度小的投资者,如果家庭经济状况良好,人口不多,收入不少,为将来的子女教育及其他目的着想,则不妨选择一些具有成长性的受益凭证或积极成长性的受益凭证为投资对象,以期受益凭证在将来增值,获得较多的收益。对收益依赖程度大小的分析,实际上也就是个人承担风险能力大小的分析,是投资前的心理准备。有了这个分析,即使在投资中出现失误,遭受到一定的损失也能够从容应付。

(3)掌握证券投资知识的程度。

一般的投资者并不需要对《证券投资学》这门学问有透彻的研究,但是,掌握和了解证券市场的有关知识,对投资者来说还是十分必要的。例如,了解有关法令规章、交易制度、财务分析方法、股价变动的特征,掌握股市的分析与预测方法、投资的策略与技巧等等,对取得投资收益会有很大帮助。如果投资者对证券市场没有相当的认识就贸然投入资金,并不排除可能靠机遇捞上一把,但多数情况下对收益的期望很可能是很少的。

(4)从事投资的时间是否充裕。

资本和知识需要自己加以很好的运用才能获取好的收益,而运用则要花费一定的时间,例如,搜集和处理有关资料,分析财务状况,分析基金资产净值变动的因素等等都需要时间,特别是必须经常注意公司的财务状况与基金资产净值的变动,以便当机立断,作出买卖的决策。时间充裕的投资者,在其他条件允许的情况下,可以从事投机性较强的买卖,否则只能从事一些较为安全的基金买卖。

第二节 共同基金的回报率与共同基金选择

投资者在对共同资金进行选择时,不仅要对自身因素进行分析,同时也应该对共同基金的回报或收益及影响共同资金的收益和回报率的因素进行分析,以选择适合投资者的共同

基金进行投资。

一、共同基金的收益及其分配

共同基金由于各自有自己的投资目标和投资策略,有的主要投资于股票,那么其收益的来源和方式则主要以买卖股票而获利;有的以投资于工商业和房地产,那么其主要的收入来源则以通过长期抵押或短期抵押,或为一些房产建设提供贷款而获利。总之,由于共同基金的目标和策略不同,其收益的来源和方式也是有别的,但不管出于什么样的目标和策略,共同基金的收益主要来自于利息收入、股利收入、资本利得和资本增值四个方面。

1. 共同基金的利息收入

共同基金在进行投资时,为保证其投资的安全性、收益性、流动性、同时,也使投资者在赎回时可以立即付现,共同基金一般会保留某些比例的现款,这一比例现款根据不同的国家及共同基金的投资策略的不同而有所区别,一般是在5%左右,这些现金一般被存放于银行或其他的可以获利的金融机构。这些存放的资金每隔一段时间即可获得利息收入,有些共同基金,如货币市场基金,由于基金投资的对象大都是商业本票,可转让存单以及其他票券,因而其收入全部都是利息收入。

2. 资本利得

资本利得是共同基金收入的另一项主要来源。共同基金,特别是股票收入型基金,将部分资金投资于有价证券并通过低买高卖的操作获取资本利得。共同基金通常将其已经实现的资本利得分配给共同基金投资者。

3. 股利收入

大部分共同基金都会将资金投资于股市,购买股票,上市公司定期计算其收益、税后盈余,除部分保留用于健全财务结构或投资外,一般将部分剩余依股数多少,发放给股东。这部分发放给股东的盈利即称为股利。而共同基金通过持有上市公司的股票,即取得获取股利的权利,成为共同基金收入的一个主要来源。

通常上市公司股利的发放要受到下列因素的限制:1. 对外借款,借款契约书有时会对公司盈余的处置有所限制。特别是财务结构不够健全的公司,贷款者往往要求其财务未改善至某种程度之前,纵有盈余亦不能分配股利。2. 倘若贷款者未对公司限制股利的发放,但为保障债权人的利益,公司的股利发放不得超过保留盈余。3. 股利的发放可采用现金股利与股票股利两种方式,其中现金股利受到公司内存有的现金的限制,除非公司有足够的现金变现能力,否则现金数额将是股利发放的限制。

4. 资本增值

基金的资本增值是指共同基金通过投资运作其资产净值,比原来的资产净值的增加额。共同基金通过操作营运,由于其所投资的对象增值,如证券的增值,固定资产的增值,且不断地通过投资取得收益,共同基金的资产净值也就不断增加。例如某共同基金在发行时,每

单位资产净值为1元人民币,一年后其资产净值为1.12元人民币。某投资者拥有该共同基金1000基金单位,那么其资本的增值即为 $1000 \times 1.12 - 1000 \times 1 = 120$ 元人民币。这120元的增加额即为共同基金的资本增值。通常这项资本增值,共同基金是不用来年度收益分配或月收益分配的。

共同基金获取的收益扣除有关费用后,即按利润收益分配给受益人。共同基金收益的分配,在时间和分配方式上各个国家及不同的共同基金都会有不同的规定,这要阅读国家的法律条文及共同基金的募股说明书才能完全了解。通常共同基金收益在分配的时间上有一月、一季度、半年、一年。例如,美国的货币市场基金的收益通常是一个月分配一次。债券基金通常是每月或每季度分配一次,而股票基金通常一年为分配收益时间。台湾和日本共同基金原则上都是每年分配一次。我国共同基金大多数也以“年”为分配收益时间。在分配方式上尽管各种不同的共同基金会采取不同的分配方式。但基本上是下列几种,即:1. 投资者领取利息和股利、资本利得。资本利得通过按资金单位资产净值转换成相应的基金持分后滚入本金的再投资。公司型的共同基金则通过送配股的形式滚入本金再投资。2. 领取资本利得、利息和股利滚入本金进行再投资。3. 利息、股利和资本利息都滚入本金进行再投资。4. 领取利息、股利和资本利得,有的基金在募股说明书中采用的以上其中的一种方式。有的在募股说明书中同时规定二至三种收益的分配方式。甚至是四种收益分配方式均采用。投资者要作何种选择,通常在填写认股基金申请书时即要声明。如有更改,须提出书面的申请。

从我国共同基金的实践来看,大部分的基金以“年”为分配收益的时间,在分配收益的方式上,大都采取以上的分配方式的其中一种。至目前为止,很少有采用两种或三种甚至是四种方式并用的共同基金。如,淄博基金在其发行说明书中规定:

基金公司每年分配一次收益,于每个会计年度结束后一个月内公布收益分配方案。

基金公司资产净值分为三项:

- (1) 发行基金证券之实收资本;
- (2) 资本利得;
- (3) 投资所获息、利收入。

其中前两项不用于年度分配,第三项每年分配一次。

基金公司的年度分配按下列方式计算和分配:

(1) 投资所获息、利收入扣除基金公司管理费、保管费、基金管理人奖励费和其他应由基金公司负担的费用后为基金公司用于年度分配的净收益。

(2) 若基金公司用于年度分配的净收益为负,则应从基金公司净资产中扣减,并从下一年的净收益中提补;此项未弥补前,不得进行年度分配。

(3) 基金公司用于年度分配的净收益由基金证券持有人按基金证券持有份额分配。

二、影响共同基金收益的因素分析

投资者投资共同基金的最终目的是为了获得基金投资的收益,因而投资者在选择共同基金时还应对影响共同基金收益的因素进行分析,以免盲目投资,盲目入市。通常影响共同基金的收益或回报率的因素有以下几个方面:投资限制和规定、共同基金费用、投资目标、价格变化、分红、投资环境。

1. 投资限制和规定

关于共同基金的投资限制主要有两种。一种是国家或地区对共同基金的投资限制,另一种是共同基金通过发行说明书而规定的投资限制。关于第一种投资限制各国、各地区有不同的规定,如香港对共同基金的投资限制包括以下几个方面:

(1)基金如果持有任何单一发行人发行的证券,则该基金所持有的该等证券的价值不得超过该基金的总资产值的 10%。

(2)基金持有任何单一发行人发行的任何类别的证券数量不得超过该证券的数量的 10%。

(3)基金如果持有并非在许可市场上市或挂牌的证券,则其所持有的该类证券的价值不得超过该基金的总资产净值的 15%。

(4)即使第 1 条及第 3 条另有规定,基金最多可将其总资产净值的 30%投资于同一种发行类别的政府及其他公共证券之上。

(5)在第 4 条规定下,基金可将其全部资产投资于最少 6 种不同发行类别的政府及其他公共证券上。

(6)(a)基金可投资于认股权证及期权作套利之用。

(b)除上述(a)款外,基金投资在非用作套利的认股权证及期权的价值,不得超过其总资产净值的 15%。

(7)禁止提供空头期权。

(8)禁止提供证券投资组合买入期权,以行使价格来说,不得超过该基金的总资产净值的 25%。

(9)基金可为套利而订立金融期货合约。

(10)除第 9 条外,基金可以并非为套利而订立期货合约,但就所有未到期的期货合约来说,该类合约价格的净总值,不论是须付给该基金或由该基金支付,连同以下第 11 条所持有的投资总值,均不得超过该基金的总资产净值的 20%。

(11)如果基金持有实物商品(包括黄金、白银、白金及其金条)及以商品为基础的投资(从事商品的生产、加工或贸易公司的股份除外),则所持的实物商品及以商品为基础的投资价值,连同根据以上第 10 条持有的投资净总值,不得超过该基金的总资产净值的 20%。

(12)基金如果持有其他基金的单位或股份,其总值不得超过基金本身的总资产净值的

10%,此外,该类型基金不可以明文禁止的投资为主要投资,持有该类基金也不可违反有关限制。

(13)即使第12条另有规定,基金可将其全部资产投资于某单一基金,并可以应认可成为直接投资。在这种情况下:

①所投资的基金必须已获得监察委员会认可;

②契约文件说明该基金是其所投资的基金的直接基金;

③直接基金不可借进超过其总资产净值10%的款项,并须限于将借款用作应付赎回要求或支付营运费用。

(14)如果基金所投资的各项基金由同一家经理公司或该公司的关连人士管理,则由持有人或该基金承担首次费用、经理公司年费或其他费用及收费的整体总额则不可因此而提高。

(15)基金不可投资于任何类别的地产(包括楼宇)或地产权益(包括期权或权利,但不包括地产公司的股份)。

(16)如果卖空会引致基金有责任交付价值超过其总资产净值10%的证券,则不可进行卖空。

(17)拟卖空的证券在准许进行卖空活动的认可市场,必须有活跃的交易。

(18)如果事先未获保管公司书面同意,基金不可进行放贷、承担债务、进行担保、背书或直接或偶然地为任何人士的责任或债项承担责任。

(19)基金不可取得任何可能使其承担无限责任的资产。

(20)如果管理公司任何董事或高级人员拥有一家公司或组织的任何类别的证券,而其票面值又超过该类别全数已发行证券的票面总值的0.5%,或管理公司的董事及高级人员共同拥有该类别证券,其票面值超过全数已发行证券的票面总值的5%,则有关基金不可投资于该类别的证券之上。

(21)如果证券有任何未缴款项须应催缴通知而予以清缴,则基金的投资组合不可将此证券包括在内,但有关此类证券的催缴款项可由基金投资组合用现金或近似现金的资产全数清缴者则除外,就第7条而言,这类现金或近似现金的资产数额并未计算在内。

(22)基金不得借进超过其总资产净值25%的款项(但资本市场基金则不得超过10%)。

(23)除非有相反的规定,本条例的规定不适用于雨伞基金,但是,本条例的规定却适用于雨伞基金的每一个成分基金。本条例第2条不受本条例限制。根据该条规定,成分基金投资在任何单位一发行人所发行的任何类别的证券的集合投资总额,不可超过该类证券的总数的10%。

(24)如果出现违反投资限制的情况,管理公司的首要目标是在合理的时间内,采取一切必要措施进行补救工作,并且须适当地考虑持有人的利益。

(25)如果基金的名称显示某个目标、某个地区或市场,则该基金最少须将其非现金资产70%投资于可反映该基金所代表的某个目标或某个地区或市场的证券及其他投资之上。

共同基金的投资限制除了有关国家的法律规定的限制之外,共同基金即使是同类型或同地区的基金,其投资限制及其规定也不尽相同。这些限制一般都是在基金的发行说明书中列明,如我国淄博基金在其发行说明书中规定:为分散投资风险,提供投资的安全可靠性,基金公司对投资作如下限制:

- (1)对任何一个企业或企业集团的投资额不得超过基金公司资产净值的 15%。
- (2)不得对任何一个企业或集团拥有 35% 以上的股权。
- (3)不得从事负有无限责任的投资。
- (4)不得从事物质产品的贸易活动。

由于共同基金的投资限制不同,其表现也可能受到影响。

2. 共同基金费用

共同基金在运作过程中,必须支付一定的资金给管理人、保管人等有关人员,还必须支付一般行政费用,如银行的收费、律师费等。这些费用即为基金的费用。通常基金费用由以下几个部分组成:

(1)管理费:即共同基金的管理公司和投资顾问为管理、操作基金而收取的一定比例的费用。许多国家都对管理费收取的上限作了规定,如美国,每年的管理费一般不超过基金总资产的 1%,一般是在 0.7% 左右。基金的管理费的收取一般是以基金资产净值的一定比率每年收取,如在台湾,基金收取的管理费用为总资产净值的 1.5%,我国的淄博基金规定管理费用为公司资产净值的 2%(按年计)。若基金公司净资产的收益率(当年净资产增加额/上年净资产额)超过 20%,则超过部分的 15% 作为基金管理人的奖励费,此项奖励费每年计算,从基金公司净资产中提取支付。

(2)保管费:即共同基金的保管公司为保管、处分基金资产而收取的费用,此项费用一般是以基金资产净值的一定比率收取,但收取的比例视各国各地区和各种不同基金的情况而定。如美国,保管公司每年的费用标准一般为总资产净值的 0.2%,计提的方式一般是逐日累计,按月支付。我国淄博基金规定,保管费为基金公司资产净值的 0.24%(按年计),每月按审计会计师审核通过的最近资产净值月平均余额计算,按季提取支付给基金保管人。年终按结算结果调整。

(3)行政费用:这些费用包括基金在操作过程中的杂项费用,例如银行的收费、聘请律师的费用、监督费、印刷费、稽核费等。这部分费用所占的比例较小。同时这些费用一般按有关规定或当事人的收费标准适时支付,大体上是比较固定的,因此基金的规模越大,总费用分摊的部分就相应地比较低,反之单位平均成本则高。

(4)销售费用:销售费用也称为附加费用,是一种商品销售佣金,是投资者支付的成本。在美国的共同基金中,这种费用一般占购入的基金单位总金额的 4%~9%,通常为 8.5%,例如投资者支付给一家共同基金公司销售代理人 1000 美元,销售手续费为 8.5%,基金单位的资产净值为 915 美元,其余的 85 美元为销售手续费。销售费用一般随着投资量的增加而逐渐下降(见表 3.5.1)。因此,随着投资量的增大,其付出的销售费用也就越少。一个大

量购买基金单位的投资者只需要支付一笔相对来说比较少的手续费。

对于一般投资者来说,销售费用是一笔相当不小的成本,许多投资者在投资共同基金时都不断地抱怨其所收取的费用太高,使投资者在投资时一想到共同基金所收取的费用即犹豫不决。收取销售费用的共同基金的主要缺点是:该费用降低了投资者以及共同基金的资产。销售费用的存在无疑使投资者在投资一开始即要付出大笔的手续费,降低了投资者的资金投入,从而也降低了共同基金的资产。

表 3.5.1 销售费用的一般收取比例

购买金额(美元)	销售费用率(%)
1~12499	8.5
12500~24999	7.5
25000~49999	5.75
50000~99999	4.0
100000~249000	3.25
250000~999999	2.50
1000000~	1.00

计费的共同基金的另一风险为:通常投资者在支付了 8.5% 的销售费用后,其投资价值必须提高 9.3% 后才能达到损益平衡点,如果要销售费用基金的经营成效与道·琼斯股价指数的涨幅相等,必须经过一整年才能达到。这就使投资者产生了被套牢的感觉。

据于此,一些人别出心裁地创设了不计费共同基金(No-Load Funds)。它首先出现在美国。不计费共同基金出现后,发展相当快,在 1972~1976 年间,许多计费共同基金为了吸引更多的投资者,都转为不计费共同基金。不计费共同基金在其设立以来有较好的业绩。如在美国自 1965~1985 年间,其平均增长率超过 14%。

不计费的共同基金越来越受到人们的欢迎,其理由有:一是较低的交易费用,这些共同基金不收销售费,因为除了直接作广告外,即使基金会不作其他推销共同基金单位的努力,也能比较容易地销售其股票。因此,如果一个投资者有 1000 美元投入一家不计费共同基金,这笔钱就全是共同基金的价值。如果他马上赎回基金单位,就能收到 1000 美元。这种交易对于投资者来说,无疑是相当有利的。二是不计费共同基金在其设立后的一段时间内,经营的业绩颇佳,使许多投资者打消了“一分钱一分货”、“物有所值”的投资观念,纷纷投资于不收费的共同基金。

(5) 赎回佣金:许多基金特别是不计费共同基金,如果在购入股票后的六个月内赎回,一

般总要收取少量的赎回佣金。其比例一般为投资额的 $0.5\% \sim 1\%$, 其目的在于限制不计费共同基金单位的频繁交易。

投资者在选择共同基金时, 应当考虑共同基金所收取的费用。一般来说, 费用越高, 投资者的投资成本就越高, 其获利的机会就越少, 反之, 则有较大获利机会。因而投资者在选择共同基金时应首先考虑费用较少的基金, 特别是不计费的共同基金。但这并不是绝对, 并不是所有不计费的共同基金或收费低的共同基金其业绩都优异, 如在经营业绩相同的情况下, 投资于收费低的共同基金, 投资者当然可以获取较高的收益。

3. 投资目标

不同的共同基金有不同的投资目标, 我们在前面“基金的业务种类”中已将共同基金根据其投资的目标分成各种不同的类型, 由于共同基金的目标不同, 其收益及回报率也是不同的。如积极成长型共同基金的主要目标是最大程度地达到资本增值。这些基金尽可能地借入资金以便增加其证券价值量。它们希望收益超过借入资金的成本, 并能使股东获利。投资者在选择共同基金前必须对共同基金的投资目标有所了解, 还要对照个人的投资目标与共同基金的投资目标是否大体吻合。此外, 即使同一市场的基金, 因为其分类很细, 如股票市场基金可以分别集中于二三线股(即质量不是很高的, 非热门的股票), 场外交易股, 或科技股、医药股等等。它们的回报和风险就各不相同。投资者应对它们详加分析。

考虑投资目标对投资收益的影响不能忽视的另一因素是有价证券的周转率。长时间以来, 许多人认为有价证券的高周转率是共同基金投资政策不稳定的标志, 并且带来较高的管理成本, 从而降低投资者的投资收益。但是近来根据国外的经验和专家对较高收益的分析研究表明, 较高的周转率能纠正过去的投资失误, 特别是对于成长型基金来说更是如此。因而证券周转率与投资绩效之间的关系并无必然的因素联系。相反, 周转率的提高不但没有降低共同基金的收益, 而且能够纠正以往投资错误, 从而使基金降低风险, 提高收益, 因而, 基金的投资者可以挑选拥有高周转率证券的共同基金。

4. 价格变化

价格变化包括共同基金所投资的证券的价格变化和共同基金受益凭证的价格变化, 价格变化对共同基金的收益也有很大的影响。同时基金受益凭证的价格变化与投资者个人的投资收益是紧密相关的。有些共同基金所投资的公司证券集中于一个地区上市, 由于各地的供需情况不同, 股价会受到影响, 基金表现也会出现差异。对于基金本身的受益凭证而言, 投资者一般均希望基金的价格稳定。这样可试图通过投资者个人持份的回收和销售实现流动。如何确定基金价格变化, 这一问题的解决可从共同基金的历史记录中得到解决。一般也可根据在市场行情看涨或看跌两种状况下的基金运营记录来进行比较。近年来基金的经营状况的衡量已有所发展。有些国家已经把风险结合进来加以具体考察。这样, 在对基金进行选择时, 风险和经营状况被认为是同样重要的, 风险也就以总收益率的变化情况而不是以价格的变化情况表示。

5. 分红

衡量共同基金的涨跌盈亏,固然可以从买卖价位的升降来作标准,大多数基金不断地将净投资收入和短期资本收益、全部或部分已实现的长期资本收益作为收益。每月、每年或每季、每半年进行分红或派息。在这种情况下,共同基金的投资者就要将这两者结合起来考虑其投资价值。

6. 投资环境

投资环境主要是证券市场的环境。在股市下跌时,要投资于比较保守的基金,但若股市大幅度上升时,则宜选择积极成长型的共同基金。因而,对于共同基金的投资,最好了解一下影响股价变动的原因,以便对整个投资环境有较为先见的、系统的了解。

通常,社会政治经济及其他因素的变动都会影响证券市场。具体地,下列四类因素是影响证券价格的主要原因。

(1) 经济性原因。

证券反映了是否景气的动向。景气好,企业利润就会增加,反之,如果景气差,企业的利润则会减少。也即是说,景气与否是与企业利润成正比的。景气与否受财政收支和金融利率的影响。一般来说,财政支出的增加会扩大需求,财政支出的减少会缩小需求,需求增加时证券价格上升,需求减少时证券价格下降。当然这种情况的前提条件是财政收支没有恶化从而没有出现通货膨胀。金融利率的变化更为明显,一旦紧缩银根导致利率上升,企业会因利息负担增加而景气不振,甚至抛售证券,兑换现金,证券的价格必然下跌。如果放松银根而使利率下降,那么投资活动会相应积极,证券的实际收益则相对有利,证券价格也呈上升趋势。

另外,国际收支情况给证券价格所带来的影响也日益增大。假如国际收支赤字严重,政府一般要采取相应的对策,实施以提高中央银行贴现率为主的紧缩政策。国际收支赤字更为直接的影响是大量的外国投资。汇率的变化后果表现在外国投资的买卖动向上。如果本国货币上涨会吸引外国投资增加购买;相反汇率的下跌外国资本会谨慎投资,出售增多。此外,世界主要股票市场和技术革命也会引起证券价格的变化。

(2) 非经济原因。

非经济因素对证券市场的价格变化的影响主要是一国的国内政局、国际政治局势和国内的劳资纠纷等等。通常,一国的政局是否稳定与证券市场的价格是朝同一方向发展的。政局不稳、人心不定是证券价格的消极因素,从而引起证券市场价格的变化。

(3) 证券市场原因。

证券价格不仅受到经济性和非经济性原因等外部因素的影响。同时证券市场自身的变化更会改变证券的需求关系从而使其价格发生变化。在证券市场上有三类投资者。第一类是个人投资者。他们的投资规模主要看其拥有的金融资产以及资产选择形式。这部分人主要注重投资的收益性。第二类是机构投资者。这部分人主要关心的是资金运用成果,对证券投资持比较积极认真的态度。第三类是外国投资者。这部分投资者主要考虑投资的国际政治经济是否稳定,投资以长期投资居多。这三类投资者的动向会影响证券市场的变化。

同时,证券市场上的大证券公司的行动。过度的投机行为等也会影响证券市场的价格的变动。

除上述的三种原因外,企业收益、通货膨胀的程度等也会影响证券市场价格的变化。证券市场价格的变化直接影响共同基金的收益。共同基金的投资者在购买受益凭证时,必须了解整个证券市场的大动向。

(4) 认股证。

一般基金多投资于股票,但有些基金比较灵活,通常有部分资本投资于认股证或期权。由于两者均有放大作用,所以基金有无在这方面投资,对其风险度及回报率有很大影响。

(5) 投资工具。

不同的基金会有不同的投资工具。股票基金不仅与黄金基金、外汇基金不同,而且因选择不同的股票作投资对象,所以股票基金本身仍有很大的差异。如有的集中于蓝筹股,有些则偏好于二三线股。不同的股票组合会影响基金的表现。

第三节 共同基金管理公司选择

在选择共同基金进行投资时,另一个必须考虑的因素就是基金管理公司的优劣。投资者必须对基金管理公司的组织结构、人事、过去的投资业绩、管理水平和信誉情况加以考虑。在选择基金管理公司时,主要从以下几个方面入手:

(1) 公司的背景和内外联系。投资公司的母公司或联系公司的所在国如果是发达国家或国际金融中心,往往能因而掌握不少第一手和独有的消息与资料,使其当地的投资表现相对于其他公司来说更佳。

(2) 资讯网络。金融投资最主要的是要有健全的资讯网络,即使是一些较小的公司,只要其网络分布广而合理,能够接触世界各地的资讯,资料来源充足,其表现就不会比大公司逊色。

(3) 公司结构。有的公司组织结构严密,隶属层次分明,但也因而每遇重要决策,均需逐级请示批核,结果在分秒必争的金融竞争中慢人一步。在这方面,一些公司组织架构简单,反倒灵活易变。当然,公司结构严密也有其长处,因为其运行原则类似集体领导,于是因个人偏好或一时失误的可能性也就相应减少。

(4) “王牌产品”。不少证券投资公司都有自己特别擅长的“王牌产品”,即在众多基金或投资对象中表现最好的产品,这也是公司最着意宣传和加以研究的品种。为了保持竞争优势,公司必然会集中最优秀的专家和资源用于这些品种的研究和开发。至于一些较小或较新的公司,虽然没有什么“王牌”,仅仅只有一二种基金,但由于存亡所系,也会全力以赴,因

此它们的投资绩效也不一定会差。

在对所选基金,投资公司作了一定的考察选择后,还应当对该公司具体的基金经理人的情况有所了解。如果投资者对经理人的情况全然无知,也会有一定的投资风险的。对经理人员的选择可以从以下几个方面考虑:

(1)个性。性格常常会影响一个人的行为方式,每个人的性格不同,其作风和手法就会有差异,有的人天生乐观进取,有的人较为稳重和保守。由于个性的差异,有的经理人可能是牛市专家,有的则擅长在熊市搏守,投资者最好是根据自己的投资目标,挑选与自己合适的经理人,尽量做到择人而用。

(2)经验阅历。经验在投资上是非常重要的,但这里所谓的经验并不是指年龄与资历,资历深厚的经理人未必在操作上就胜于初生牛犊,证券市场上千变万化,加上现代发达的资讯,旧的经验未必就能胜于新的投资形势,不过,一个够格的基金经理人最好是在牛市和熊市都能够胜任投资操作。此外,由于每个人的精力有限,每个经理人都不可能对所有的产品都熟悉,但每个经理人总有一两种产品是他特别熟悉的,他对从事这些产品的投资当然就会积累相当的经验,对这些产品的发展规律性有比较深入的了解。

(3)知识面。随着社会分工越来越精细,各种领域都相当讲究专业化,这种情况在投资领域也不例外,但在基金的操作中,在要求经理人有专门知识的同时,又要求经理人员有较宽的知识面,证券投资是一门相当复杂的学问,它与各国的政治、经济、科技发展,文化背景都有极大的联系,这就需要专业人员通晓世界大事,了解各行各业的情况,只有见多识广,才容易迅速掌握第一手的资讯,作出最快的投资决断,帮助专业化的投资,反之如果知识面过狭,就不可能对自己所投资的对象作出纵深的分析,从而贻误商机。

(4)对未来的看法。共同基金的经理人所作出的投资决断,往往是基于他对目前的形势和未来的经济形势的估计和判断,因而,了解共同基金经理人对未来形势的判断可以大体测量出他的投资决策和表现。

(5)独立判断能力。共同基金的经理人是否具有独立判断能力是相当重要的;投资经理人每日都面临着大量的资料、信息。如何作取舍并非易事。一个称职的经理人必须具有独立判断能力,不能人云亦云,否则就会丧失投资机会。一个人云亦云的人是不可能作出最好的投资决断,走在别人前面的。经理人必须在同事与同业的竞争和压力、舆论的环境中独具慧眼,敢于作出判断并作出果敢的决定。这也是经理人能力和信心的体现。一个缺乏能力和信心的人是不适合当投资经理人的。

(6)反应迅速、敏锐。由于投资事业和各行各业有着广泛的联系,可谓“牵一发而动全身”。在这一行业中,无论工商业或金融的发展都会影响投资决定,加上市场千变万化,现代社会信息的发达,作为投资经理人和顾问,如果不对任何对投资有影响的事或物作出迅速、敏锐的反应,就会丧失投资机会。

总之,基金的投资管理是一种服务行业。人的因素是非常重要的。找到一个称职的经理人,不仅要看其业务水平,同时对该经理人的道德品行也要有相当的了解。投资者在选择

基金进行投资时,应事先对经理人的情况作较多的了解。这样才可能使投资更为理性,减少盲目的投资。

通过投资者知己知彼的投资分析,对自己的投资目标、共同基金的回报率及其影响因素以及共同基金的投资经理人、管理公司等情况进行分析后,即可以挑选出适合于自己投资的共同基金。

有几种方法可以缩小范围以选定适当的共同基金。一种是听从有经验的投资顾问的劝告;另一种方法是研究投资服务机构关于共同基金业绩和选择的出版资料。除此以外,图书馆往往提供大多数主要共同基金咨询服务资料,许多独立的投资咨询服务公司向客户提供共同基金选择的咨询服务,并收取手续费。在作出任何投资之前,投资者必须获得一本该基金的最新募股说明书,其中包含投资目标和政策、投资顾问姓名、投资合同的详细情况(手续费和其他费用、职员和董事的姓名和背景、联邦税、资本收益和股息分配政策及选择权,证券组合的投资限制)、资本股票持有人的表决权、资产净值评估和财务报表。

在美国,许多金融服务机构都发布对共同基金业绩评价的资料,投资者可以在大多数商业性杂志上找到当期业绩的情况简要。在 60 年代,人们对共同基金业绩评估的条件滥加运用,几乎所有的金融机构都试图寻找一个投资经营业绩最好的基金会。

许多共同基金一般都会通过图示、表格和文字资料等形式向公众投资者报道共同基金的增值情况,通过对这些报道的数字分析、投资者可以了解其投入资金的增值速度以及复利计算的货币时间价值,尤其在长期内这更为重要。为了选定一家共同基金,投资者不仅要评价该基金的过去情况,而且要牢记该基金的投资目标,如果有一家共同基金过去的投资业绩相当差,那么,投资者就很少有理由去期望它未来会有很大的发展。除非选举出新的管理阶层去管理经营基金,使基金在人事上有较大的变动。除此之外,投资者在评价基金时,最好能对基金的表现有较充分、全面的了解,仅用某一年的资料来评价共同基金,可能会扭曲共同基金的整体经营业绩。

第四节 共同基金帐户

投资于共同基金,投资者必须开设帐户。如果投资者一开始就能适当地设立帐户,那么以后在投资中就会比较轻松。因而,投资者在开设共同基金帐户时,必须注意以下几个原则:

(1)充分利用服务代表。每一个共同基金都有投资服务代表或顾问,要充分利用服务代表。一个具有良好的服务态度的工作人员也正是一家管理完善、工作效率高的共同基金所必备的。充分利用服务代表,可以省去你在投资中的许多麻烦。

(2)设立的第一个帐户的基金应该是一个货币基金。即使在一开始时就不想投资于货币市场基金,而打算投资别的类型的共同基金,最好也还是先开设一个货币基金帐户,然后再把存入这个货币基金帐户的资金,除了该基金所需的最低存款额外,都取出来转移到所要投资的基金中去。只要在货币基金的帐户中保留最低的存款额,在投资中就不会出现进退两难。

(3)资料要统一。在所有的基金帐户中,基金帐户、银行记录、签名卡、个人资料等都要使用同样的名字和地址,做到资料统一,这样就可以简化基金帐户中许多会计和档案处理的工作。

(4)开设联合帐户。在填写签名卡时,一定要特别指明你和你的配偶的签名都具有同样的法律效力,这样可以为投资提供许多方便。例如你不能亲自前往,让你的配偶去,而所有的财产都在自己的基金帐户里。这样,你自己必须在财产确认后才能运用。在某些情况下这种确认要花相当长的时间。但如果在一开始设立帐户就指明你和你的配偶的签名具有同样的效力,那么只要把你所需的钱转入货币基金帐户,然后开设支票或打电话要求提前解约即可。

(5)假如某基金没有电话交换的服务,那么必须事先向基金问清楚以邮件进行转移的步骤。大部分的共同基金都会针对转移投资提供一定格式的信件,在寄出这样信件之前,要先确定自己已经正确又毫无遗漏地填上表格,一般来说,以信件提取资产的正确程序包括以下几个方面:

①向基金的服务代表问清楚信件的格式和上面所要填写的资料。

②问清楚是否在这种信封上要保证签名。

③根据提取计划,提出自己的条件和要求。

④确定写下的帐户号码。

⑤在该信件上签名,一定要和基金帐户的签名一样。

⑥如果是联合帐户,而当初在设帐户时是指定要配偶签名的,那么现在就要确定你的配偶也应在信件上签名。

(6)基金帐户最好分开,分别设立。针对各种不同的投资目标设立不同的帐户。这样可以使你在投资中方便。

投资者明确了投资共同基金帐户的原则后,则可以着手决定开设何种类型的帐户。通常每个共同基金所提供的帐户有三种,即定期帐户、累积帐户和提款帐户。

一、定期帐户

定期帐户允许投资者在选定的时间购入共同基金的单位,投资者收到存单,上面注明他的股东身份,基金投资者可将基金单位存入受托管理人银行金库,投资者无需自己负责保存(除非他自己愿意)。此外,基金的投资者也可以追加投入资金,购入共同基金发行零星单

位。对大多数人来说,这种程序是比较有利的,因为它消除了基金转让代理人、银行和投资者之间的凭单转移,操作起来方便。来自共同基金投资的任何收入均要支付给共同基金的投资者,或按季支付,或半年支付,或按年支付,有时则要每月支付。许多投资者宁愿要股票股息而不是现金股息,其目的在于将其所得进行再投资。

二、累积帐户

累积帐户包含两种计划,即自愿性计划和契约性积累计划。自愿性计划给予投资者在追加资金数量上的灵活性,大多数累积帐户允许投资者以少量的资金开设帐户,但是投资者要定期追加投入。在契约性计划中,投资者同意在一定期限内,通常是10年或15年,按规定间隔期投入一定数量的资金。但是,在这里契约性这一名词并不副实,实际上投资者在连续追加投资方面并无法律责任。当投资者希望偶尔或不追加投入资金时,上述两种计划都类似于定期帐户。从原则上讲,累积帐户的设想是比较理想的,因为它强制投资者连续投资。为了做到这一点,有些契约性计划的销售费用订得相当高,有的在计划的第一年达到投入资金的50%,这些费用逐年减少。因此,一旦某项累积帐户有很大的管理费开支的话,那么取消或收回单位所付出的代价是相当大的。近年来,有些国家如美国的证券交易委员会已限制了这种计划的范围和滥用。

三、提款帐户

随着时间的推移,运用共同基金投资可以达到积累资金的目的,以便投资者在以后达到其目的,如子女受教育、个人的退休计划、购买住宅之用,提款帐户计划允许客户定期提取资金,投资者每月或每季可以自动地收到共同基金寄来的收益;许多投资者在晚年时需要从提款帐户得到收益,以补充社会保障和养老金收入的不足。估计共同基金投资收入和客户定期提款数是非常必要的,如果提款大于基金的投资收入,那么客户提款将会不断地减少投资资本,甚至在一定时期内取竭其帐户中的资本。因此,基金会需要确定一个适度的提款数额。投资者要注意这个问题,因为提款数额往往是以基金会资本量的百分比表示的,所以当基金会价值变动时,提款数额也相应变动,这对于需要稳定资金来补充收入的退休者来说是件十分麻烦的事。

投资者虽然可以不管他所选定的帐户属于什么类型,他们都有权随时在开放共同基金中进行投资和提款,但是累积和提款计划将有助于投资者以一个系统的计划来实现其目的。

第五节 期货市场的基本概念及其主要特点

对于共同基金来说,其投资存在着投资组合问题,对于投资于共同基金,以共同基金的受益凭证为投资对象的投资者来说,为了达到投资的安全、收益和流动性,也同样存在着投资组合问题。共同基金的投资者应根据个人的投资目标和不同的基金运行的特点、投资目标、方向而确定自己的投资组合。此外,共同基金在其运作过程中其业绩是不断地在变化的。随着时间的推移,一些新出现的基金可能业绩比你以往投资的任何基金还要好,因而还必须根据具体的情况更换投资组合。本节的目的向读者提供在投资过程中最为常见的投资组合与对投资组合活动的详细、具体的原理。

一、共同基金投资的投资组合

投资者的投资组合与个人的投资目标是不可分的。投资者的投资目标正如我们前面所述,虽然有七八种投资动机,但最为基本的投资目标有如下三种:即稳定的或收入型的投资目标。这种目标不是以追求资本的最大增值为目的,而是为了获取日常生活中所需的收入。中庸的或成长收入型的投资目标,这种投资既想获得红利又想获得长期的资本增长,这种投资适合于中期投资。激进的和积极成长型的投资目标,这种投资者往往希望使资本尽快地成长,而且这种投资往往与投机有比较密切的联系。该投资适合于短期的投资。投资者在基金投资过程中,应根据具体的特点寻求最佳的投资组合。典型的投资组合是为了确保投资者的收益、流动和安全性而形成的,在基金投资中以下的组合形式比较典型:

1. 稳定的或收入型的投资目标的投资组合

如果投资者的投资目标是稳定的或收入型的话,那么,他可以用如下的方法来安排其投资组合:将投资者资金的 50% 投资于一个或一个以上的收入型或收入成长型基金,再将 25% 的资金投资于债券或债券基金。另将 25% 的资金投资于货币市场基金或存入银行。将钱存在银行的优点是安全,但其缺点是利率不高、获利不多,而货币市场基金的优点是几乎没有什么风险,其所产生的利息可以自动转换成基金单位(或股份)加入本金实现再投资,而且从以往货币基金的总体表现看,其获利的可能性通常是比较大的,因而,投资者若对自己有信心,可将存于银行的钱投入货币市场基金,即可获利又安全。

2. 中庸的或成长收入型的投资目标

中庸的或成长收入型的投资目标在投资者中为绝大多数,如果投资者属于这一类型,他又对投资于共同基金感兴趣,那么,他可以通过以下的投资组合实现投资。将投资者的一半

资金(即 50%)投资于成长及收入型的共同基金。以确保其资金的投入符合投资者的投资目标,将 20%的资金投资于成长型基金或积极成长型基金,再将剩余的 20%和 10%的资金分别投资于利息率比较高的债券或债券基金和货币市场基金和银行存款。

3. 激进的或积极成长型的投资目标

激进的或积极成长型的投资者在股票市场上往往不是以获取股利为主要目标,而是通过在股票市场上的买进卖出或卖出买进的差额获取利润。这类投资者在基金市场上主要是希望获取资本的增值而不是以获取收入为主,对于这类投资者,其理想的投资组合是将近半数的资金(大约 40%左右)投资于股票基金或积极成长型基金,另将 30%左右资金投资于成长收入型基金、利息高的债券或债券基金以及货币市场基金,因为注重收入,其成长的空间比较小。它们在投资组合中,应占相对比较小的比例。大约分别占投资基金的 20%和 10%即可。

总之,共同基金的投资组合应视投资者的目标而定。一般地,投资者确定投资目标后,那么与该种类型的投资目标相对吻合的共同基金一般要占投资资金总额一半左右,以确保投资目标的实现。其余的资金再视具体情况进行分配。

二、共同基金投资组合的管理

投资者确定投资组合策略、并将自己的资金投入运作后,并非一劳永逸,从客观情况看,共同基金的表现,基金经理人以及共同基金的资产、收费都在不断地发生变化。这些变化可能会对投资者的投资目标构成或大或小的影响。而且,投资者自身的投资目标随着年龄、个人收入、收支情况的变化也会发生变化。投资目标发生变化,基金的投资组合如果不改变,无疑新的投资目标是不可能实现的,因而无论从主观因素看,还是从客观情况的变化看,都需要共同基金的投资者在投资后还要从主、客观两个方面加强对共同基金投资组合的管理。

从客观因素看,投资共同基金的投资组合管理必须注意以下几个方面的因素:

(1)注意评估共同基金的业绩。共同基金的投资者最好是每隔一段时间就要看一下自己所投资的共同基金之表现,评估自己所投资各类基金的业绩。在评估基金的业绩时有各种各样的方法,如目标研究、资产规模、计费和不计费的对比、风险水平衡量等,但衡量基金业绩的方法通常是以各期每股价值为基础。首先记录基金会当期的最终决算的每股资产净值,然后加上该期支付的每股股息和资本收益,减去期初每股资产净值,最终余额是每股升值或贬值,最后将余额除期初每股资产净值以求出升降率,见下例:

年末每股资产净值	11.82
加:年内每股股息	+0.42
加:年内每股资本收益	+1.27
调整后每股总值	13.51
减:年初每股资产净值	-12.21

该年每股升值

1.30

$$\text{该年每股升值率} = \frac{1.30}{12.21} = 0.106 = 10.6\%$$

若不进行调整,基金的价值似乎是从年初的每股 12.21 美元跌至年末的 11.82 美元。这显然是扭曲的。

通过衡量评价,如果发现共同基金的业绩与你在投资时的业绩相差无几,或有较为突出的表现,如果你的投资目标没有改变,那么你以前所投资共同基金还是值得青睐的,反之,投资者就应该选择更为合适的共同基金。

(2)注意对共同基金的资产的分析。共同基金的资产的情况会影响共同基金的表现,因而,投资者必须定期通过阅读有关的资料了解共同基金资产的情况,主要是了解基金资产的增减情况与基金资产使用的组合情况。

资产的增减对于共同基金来说,其影响是不可忽视的,例如,由于共同基金资产的急剧减少,造成共同基金的规模过小,那么,共同基金分散投资的能力就有限,共同基金也难以负担庞大的研究费用和其他的开支,这样就会影响共同基金的风险分散和专业投资这两种最为突出的优点,甚至使共同基金的优点丧失殆尽。在这种情况下,基金的投资者最好考虑退出这些基金,另寻出路。另外,当共同基金的规模过于庞大时,共同基金大多积累了大量的证券。在这种情况下,若证券市场是牛市,基金公司处理起这些证券来是比较容易的,只要出手即可盈利;但如果证券市场是熊市,或者基金公司所持有的证券的公司处于萧条阶段或临近破产而各处都竞相抛出该公司的证券时,企图在短时间来处理掉这些证券并不是一件容易的事。这样与其他规模小或适中的基金公司比较而言,规模过大的公司在反应上是比较慢的,在这种情况下,共同基金的投资者也应该考虑转换或退出共同基金,或重新调整个人的投资组合。

基金资产的组合是指共同基金将筹集到的资金按一定比例投资于股票债券,留存现金等资金的使用组合,共同基金的投资组合情况一般会在共同基金的募股说明书加以说明,共同基金的资金投资组合通常要经过受益人大会或股东大会的表决才能改变。共同基金的投资组合情况的改变,共同基金投资组合情况的改变,不但会改变影响共同基金的业绩,有时也会改变共同基金的投资目标和投资决策,共同基金的投资者应该对共同基金的资产组合的改变,结合个人的投资目标,适时地调整投资组合计划。特别是在我国当前的情况下,由于共同基金的管理还没有完全纳入法制化轨道,许多共同基金的投资组合的改变并没有按照十分严格的法律程序,有的共同基金甚至随时调整自己的资产组合。同时,由于共同基金的经理人才奇缺,一些共同基金合同因为考虑到自己的人才配备情况也经常改变资产的组合情况。这就更需要共同基金的投资者密切注意基金资产组合情况的变化,并在适当的时候调整自己的投资组合,这样才能实现自己的投资目标。

(3)共同基金费用的变化。共同基金的费用包括销售费用、赎回费用、管理费、保管费和其他的行政费用等,后三项费用一般是比较固定不变的,而前两项费用即销售费用和赎回费

用都是经常变化的。这种变化一方面表现为各个共同基金的收费标准的不同,另一方面也表现在每一个共同基金的收费标准也是经常变化的。共同基金的销售费用收取的标准一般是购入基金单位总金额的4%~9%不等,通常为8.5%,赎回费用一般为0.5%~1%不等。共同基金的销售费用和赎回费用一般在募股说明书中加以说明。但也有一些共同基金,在以后会提高其收费标准,甚至一些开始时号称不收费的共同基金,在以后会变成收费基金,甚至收取相当高的手续费。遇到这种情况的时候,共同基金的投资者无疑会增加投资成本。这一点我们在前面已经分析过,基金的投资者必须仔细核算后,看看是否合算,如果觉得不合算,即应立即转换共同基金或退出该种基金。

(4)注意共同基金的经理人的变动。共同基金的人事变动也是投资者在管理投资组合时不容忽视的因素。一方面,投资者在选择共同基金时已经对共同基金的经理人有了一定的了解,之所以选择这个经理人而不是别人,即是对该经理人的性格、经验、能力等各方面的条件较为了解、满意。另一方面,投资者选择共同基金的经理人是以自己的投资目标为依据的,经理人的变动,可能会使共同基金投资者的投资目标的实现受到影响,通过对以往的共同基金经理人变换的研究结果表明,当基金的经理人变换后,基金的表现总有一段时间并不是很好,特别是那些表现比较好的共同基金突然间撤换经理人,往往会使基金的表现呈现下降的趋势。因而,共同基金的投资者必须注意共同基金的经理人变动,以预测这种变动对基金所产生的影响,及时作出投资组合的适当调整,当然,如果投资者原来所投资的基金的表现比较差,共同基金经理人的变换可能改变共同基金的表现,在这种情况下,投资者可以先对基金的经理人作些了解,不要急于转换或退出共同基金,以免失去机会。

总之,共同基金的投资活动是由一系列的要素所构成的,共同基金中人、财、物的变化可能影响共同基金的投资目标,甚至使共同基金的投资目标发生根本的变化,投资者如若不注意这种变化,就会使自己的投资目标的实现受到影响。

从投资者的主观因素看,对共同基金投资的组合管理必须注意以下几个方面:

(1)投资者投资目标的改变。投资者随着自己年龄的变化、社会阅历、经验的变化,或者由于个人收入等情况的变化而改变自己的投资目标。这时,投资者有必要重新调整其投资组合,以适应新的投资目标。

(2)投资动机的变化。我们经过分析,发现投资者随着年龄的增长,其投资动机也会发生变化。例如:大多数的投资者往往在年轻时是激进的或积极成长型的投资者,到了晚年则以保守型或收入型的投资者居多。投资动机的改变同时也要求不同的投资者调整自己的基金投资组合,如以前出于积极成长的目的而投资,其组合应是成长型或激进型,现在其动机变为中庸型的,那么其组合也应是成长收入型的投资组合。

(3)投资者内部投资环境的改变。投资者的内部环境包括:投资者资金的来源是否稳定,对投资收益的依赖程度,投资者所拥有的时间是否充裕,投资者对证券投资知识掌握的程度等因素。这些因素的变化会使投资者的投资动机发生变化,从而影响共同基金的投资。通常投资者可以过一段时间将自己现在所拥有的内部环境与过去投资于基金时所拥有的内

部环境作一下比较,看看是否已经出现差别,差别的程度有多大;再看看自己是否还愿意承受这种差异,如果个人发现这种差异已经发生了质的变化。如:投资者认为过支对投资收入持不依赖的态度,而现在个人的生活则必须依赖于投资收入,那么这种变化就是投资者内部环境发生了实质性的变化,在这种情况下,投资者就必须考虑调整其投资组合,以适应新的内部环境的变化。

三、转移或退出共同基金

共同基金投资者由于主、客观因素的变化,常常需要考虑转移或退出共同基金。

一般地说,每个共同基金都有自己的转移规则,因而基金的投资者必须了解其中的转移权利;这个问题一般可以通过询问基金的服务代表来解决,投资者向服务代表查询的问题包括:

从一个基金转移到另一个基金的频率如何?

转移基金时是否还要收费?如果要,收多少费用?

假如转移的次数比该基金规定的次数要多,是否有特许的规定?

假如转移的次数太多,该基金将会采取什么行动?

他们是否能够给客户简化转移手续的建议?

基金转移的程序是:首先先赎回原来所投资共同基金种类的参与单位(或股份),然后发出新的基金种类的单位。新参与的单位的数目的确定,一般根据以下公式:

$$N = \frac{O \times R \times C}{S}$$

在这里:N代表的是将予配发的新分类参与单位数目;O代表将予转换的原先分类参与的单位数目;R代表在有关交易日原先分类股份的赎回价格;C代表有关交易日上午11点决定的兑换率,该兑换率一般用分数表示,用于有关基金之间转换资产所采用的兑换率;S代表交易日新分类的单位的认购价,该认购价包括有关经理人的费用。

例如:某共同基金的投资者拥有的原单位数目为1000单位,其有关的交易日的兑换率为50:100,原单位在有关交易日的赎回价格为每股1.6元,新分类单位的代表交易日的认购价为每股是1元,那么新参与的单位的数目应该是:

$$\frac{1000 \times \frac{1}{2} \times 1.6}{1} = 800$$

退出共同基金投资的手续一般要比转换共同基金单位的手续来得简单。投资者只要将自己所拥有的基金的受益凭证卖给基金管理公司即可。基金赎回受益凭证的价格一般是以收到投资者卖回指令的营业日的收盘价向投资者赎回受益凭证。投资者卖出受益凭证的方式大致有以下几种:

第一,亲自将受益凭证带到管理公司,并将其卖出。一般在几天后,比较快的在一天内

即可取得卖出受益凭证的款项。

第二,书面签字通知卖出受益凭证。以这种方式卖出受益凭证,必须写明共同基金的名称、帐号,卖出的受益凭证的数目、身份证的号码等事项。如果投资者要求将其款项电汇给他,还必须说明银行的名称、帐号、卖出的受益凭证数目、身份证号码等有关事项。

第三,通过中介卖出受益凭证。这里的中介可以是基金的保管或代理机构、经纪人或财务顾问。以这种方式卖出受益凭证,投资者可以写信,也可以通过电话或其他的办法通知他们。

第四,通过开支票的办法卖出受益凭证。这种方式是最为快捷方便的办法,但是这种方法要求投资者必须在同一个基金管理公司中同时投资两个以上的共同基金,其中必须有一个是货币市场基金或收入基金。这也是我们为什么在开设基金帐户一节中,建议投资者先开设货币市场基金帐户的原因。通过开支票的办法卖出受益凭证。一般要求支票的面额有一个最低的起点,至于该起点是多少,各个基金管理公司有自己的规定,投资者在开支票时,一般先要了解其最低限是多少。至于支票的张数,一般没有限制。用这种方法在兑现时,可用电话通知把股票基金的资金一部分或全部转移至货币市场基金,然后开出支票。显然,这种方法比其他的方法要来得简单得多。

第六节 投资共同基金的收益评价

对于共同基金的投资者而言,不管出于什么样的投资动机,计算其投资收益都是令人激动的事。然而,一般的投资服务报告所提供的有关收益的资讯,都是以往的收益或是在一段特定期间的收益,而不是未来可能的收益情况,他们一般都是假设投资者在某一特定的时间持有某一基金,或是投资者用股息进行再投资,或是继续持有股票领取现金股利。这样的投资服务报告,可以告诉投资者哪项投资能使他赚得比较多,哪个基金因为管理比较好而表现比较突出。他们还可以比较出各项共同基金的投资成果,但是这些报告都无法报告投资者有关的未来的投资变化以及应该在什么时候进行投资,应该投资于何种共同基金。在投资于何种共同基金方面,我们前面已经作了分析,这里试用通过投资收益的计算,使投资者能通过收益的比较而选择合适的基金。

投资收益并不像有些人所主张的那样不可估量,其实共同基金的投资收益是可以计算的,而且,针对各种投资项目,有各种不同的计算方法。

我们暂以股票基金为标准,来计算共同基金的投资收益,要计算一个股票基金的投资收益,有一个基本的公式,这个公式能使投资者计算出股票基金的总收益,也就是投资者所作的投资而获取的各项收益,包括股息收入,资本利得分配,以及投资的增值或减值。

假如投资者购买了每股 10 元的股票基金 1 股,并且持有 9 个月。如果在这段时间内,投资者收到 5 角钱的股息,7 角 5 分钱的资本利得分配,但是在同时,该基金每股股价下跌到 9.9 元,那么,投资者在这段时间内的总收益应该是这样的:

$$\begin{aligned}\text{总收益}(\%) &= \frac{\text{股息收入} + \text{资本利得分配} - \text{每股股价的降幅}}{\text{股票每股原来的价格}} \\ &= \frac{0.5 + 0.75 - 0.10}{10.00} = 11.50(\%) \end{aligned}$$

再假设债券基金或是货币市场基金在同样的时间可以为投资者赚得 13% 的收益,那么,投资者股票基金的收益应该算是高的或者是低的?要回答这个问题,投资者还必须算出年度总收益。换句话说,也就是要拿股票基金的年度总收益和债券基金或货币基金比较。投资者的年度总收益可以通过以下的公式计算出来,即:

$$\text{年度总收益}(\%) = \text{总收益} \times \text{全年} / \text{所有的时间} = 11.50(\%) \times 12 \text{ 月} / 9 \text{ 月} = 15.3(\%)$$

这样,从这个例子中可以看出,该股票基金的收益要比债券基金或货币市场基金高,该股票基金在 9 个月为投资者所获取的收益,相当于债券基金或货币市场基金在同样期间必须为投资者赚得 15.3% 的收益。因此,这个股票基金的收益比债券基金和货币基金的收益要来得高。

如果我们去掉前面所提到的假设性的数字,那么,年度总收益的计算公式应该是:

$$\text{年度总收益}(\%) = \frac{\text{股息收入} + \text{资本利得分配} + \text{每股股价变化}}{\text{投资天数}} \times 365(\text{天})$$

投资者可以把股票基金的各项数字代入这个公式,就可以看出,股票基金和债券基金,或是货币基金之间的比较情况。当然,在实际的投资活动中,由于不规则的投资以及通股、股息的再投资或兑现每股股价的变化以及是否卖出股票等问题,使我们对年度总收益的计算变得更加复杂。

投资者对投资报酬估计的另一种有效的方法是通过基金的资产净值计算投资者的投资报酬率,然后再将投资报酬率乘以投资总额,即可得出投资者在一定时期内所得到的投资报酬,具体的计算公式是:

$$\text{投资报酬} = \frac{(\text{期末资产净值} - \text{期初资产净值})}{\text{期初资产净值}} \times 100\% \times \text{投资总额}$$

如果基金的投资者将基金投资后所得的利息和股息等收益进行再投资,那么,投资报酬的计算就应该再加上利息和股利等收益。该计算公式为:

$$\text{投资报酬} = \frac{(\text{期末资产净值} - \text{期初资产净值} + \text{利息、股利等收益})}{\text{期初资产净值}} \times 100\% \times \text{投资总额}$$

例如,投资者投资于某基金,其投资时的资产净值为每股 1.10 元,持有 6 个月,在 6 个月后的资产净值为 1.20 元。投资者共购入基金股份 1000 股,那么即可计算出投资者在这 6 个月内的收益为 $\frac{1.20 - 1.10}{1.10} \times 100\% \times 1000 = 90.909$ 元。

如果投资者在这一时期内每股收到 0.2 元的股息和 0.05 元的利息,并将其用于再投资。那么,这期间的总收益即为:

$$\frac{1.20 - 1.10 + 0.2 + 0.05}{1.10} \times 100\% \times 1000 = 318.18$$

在这里资产净值一般每日都会公布一次,由基金管理公司执行,投资者每天都可以从基金管理公司了解到详细的指标数值。

通过以上两种对收益的评价的计算方法,投资者可以计算出在一定期限内,共同基金投资的收益,并将它与其他的投资形式进行比较。如:可以将它与股票投资进行比较。同时,通过以上的收益评价,投资者也可以计算出不同的共同基金,如货币基金、股票基金之间的收益情况,并从中挑选出适合自己的投资的共同基金或调整投资组合。

第七节 投资共同基金的常见方法

共同基金的投资方法相当多。这里仅介绍几种最为常见的投资方法。

一、再投资法

再投资法即指投资者不将投资所得的股息、利息、资本利得等收益变现,而是换取额外的基金单位。这种换取的额外基金单位一般无需再支付销售费用,并为投资者带来新收益,使基金的资产不断地得以增长。目前,国际上许多基金都提供再投资的服务,而且欢迎投资者将其收益进行再投资。我国的共同基金发展刚刚起步,分配收益的方式一般采用分发现金的形式或通过送配股,实际上,送配股也是一种再投资的形式,只不过采用股息利息等收益再购基金是由投资者自愿作出的,而送配股的方式其主动权却在于基金会而已。通过再投资,投资者往往可以收到复合成长的结果,我们可以通过以下两种投资方法了解到再投资与一般投资的不同结果(表 3.5.2、表 3.5.3)

表 3.5.2

单位:元

年平均复合 成长率 年 数	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0	10000	10000	10000	10000	10000	10000
5	12763	16105	20114	24883	30518	37129
10	16289	25937	40456	61917	93132	137858
15	20789	41772	81370	154070	284216	511857
20	26533	67275	163664	383375	867359	1900490
25	33863	108346	329188	953959	2646960	7056380
30	43219	174493	662114	2373750	8077900	26199800

表 3.5.3

单位:元

年平均 成长率 年 数	5%	10%	15%	20%	25%	30%
0	10000	10000	10000	10000	10000	1000
5	12500	15000	17500	20000	22500	25000
10	15000	20000	25000	30000	35000	40000
15	17500	25000	32500	40000	47500	55000
20	20000	30000	40000	50000	60000	70000
25	22500	35000	47500	60000	72500	85000
30	25000	40000	55000	70000	85000	100000

在以上两个表中,表 3.5.2 是将资本收益再滚入投资的再投资方法。表 3.5.3 则没有将资本滚入再投资,是一种简单的投资法。通过这两种方法的比较可以看出,在表 3.5.2 中,资本增长的速度要比在表 3.5.3 中资本成长的速度快得多,以成长率为 5% 计算,如果实行再投资,30 年后 10000 元的资本将增至 43219 元,而没有将收益滚入再投资的方法,30

年后,包括其获利在内,其资本仅增至 25000 元,还不到前者的 0.6 倍。如果成长率再高一点,这种差别更为明显。如果成长率为 25%,实行再投资,30 年后,10000 元的资本将变成 8077900 元,而没有将资本收益滚入再投资的方法,30 年后,其资本仅达到 85000 元,还不到前者的 0.01 倍,当然,这些收益还必须交纳必要的税收和其他费用。

从上面的两个表的比较中我们可以看出,资本收益滚入再投资方法具有以下几个方面的好处:

额外取得的基金单位或股份,无需再支付销售费用。计费基金其费用的相当大的一部分是销售费用。

投资者投资于共同基金必须支付从 4% 到 9% 通常为 8.5% 的销售费。这笔销售费随投资者的购买量多少而有不同的规定。一般是买得越少,费用越高,许多投资者就是因为销售费用较高,而对购买共同基金的受益凭证犹豫不决,实行再投资的方法,由于不用支付销售费用,那么它一开始就是赚得比较多。这种情况我们通过图 3.5.1 就可以看出。

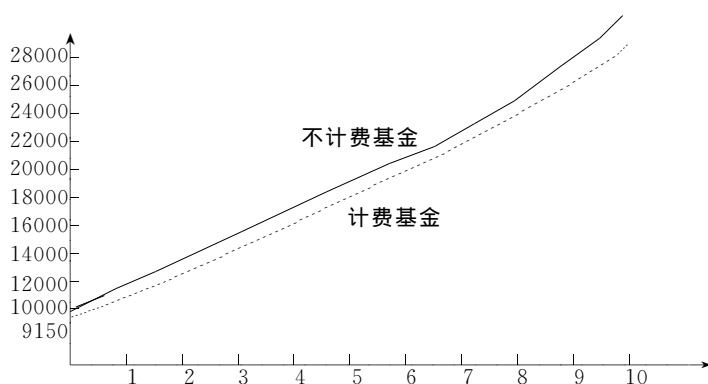


图 3.5.1 假设计费基金的费用为 8.5%, 年度复利为 10%

如图 3.5.1 所示,如果投资者在第一年投入的资本的收益为 10000 元,并将其滚入本金再投资,那么它就以 1 万元的资本实实在在地进行投资。如果不是将其滚入本金再投资而用于购买新的基金单位,那么投资者又必须支付一笔投资费用。如果这一投资费用(销售费)为 8.5%,那么投资者的实际投资额仅为 9150 元,这样,无论如何,在同样成长率的情况下,其增长速度总是不如收益滚入本金再投资的速度。如果收益实行简单再投资(即不滚入本金的再投资)并且投资者投资的基金为不计费基金,虽然可以省去这部分销售费用,但其收益仍然赶不上这种滚入本金的再投资。例:投资者将 10000 元的资金投入基金,以年成长率为 10% 计,若投资者利用滚入本金再投资的方法,那么其资本在 5 年后将达到 16105 元。

相反若实行简单的投资,其资本在 5 年后仅为 15000,这种差异随时间及成长率的增加而加剧。

利用利息滚入本金再投资的实现复合成长的另一优点是可以保持资金的购买力。各国的经济发展表明,只要经济处于不断增长之中,通货膨胀的可能性总是存在的,而在通货膨胀存在的情况下,投资者资金的实际购买力在下降,如果将来的 12 年内的通货膨胀率为 4%,那么 12 年后的购买力只能是现在的 61%,如果是 5%,那么,12 年后的购买力只能是 54%,但如果投资者将资金投资共同基金并让其利息滚入本金进行再投资,那么,就可以避免这种实际购买力下降的危险。

因而对于投资者来说,若计划实行长期投资,充分利用收益滚入本金再投资的方法无疑是一种比较好的选择,遗憾的是,目前我国所设立的共同基金都没有提供这种服务。但是,相信随着共同基金在我国的进一步发展、随着共同基金的规范化和竞争的加剧,共同基金为投资者提供再投资的机会已为时不远了。

二、定式投资法

定式投资法是指共同基金投资者的买卖活动按事先确定的公式进行,不论行情发生何种变化,始终坚持不懈,一直到计划完成。定式法的种类繁多,它比较适合于较长时期的投资。这种方法可以分为以下几种:

1. 投资金额平均法

投资金额平均法是基金单位(或受益凭证)买进的一种投资策略,具体的做法是投资人在一段较长的固定时间内以固定的金额,例如 100 元、500 元或 1000 元,在固定的间隔期,比如说一个月或者半年,不去考虑共同基金受益凭证的波动情况,有规律地投资于同一种共同基金的投资方法。由于共同基金的单位价格在证券市场上不单是以其资产净值进行买卖的,往往还会受到供求关系的影响,如我国的淄博基金在刚刚上市时,其价格迅速地被抬高到每单位 5 元多,而其最低的价值仅为每单位 1 元多一点,由于共同基金单位价格的波动,因而投资者每次以相同的金额所能购买的基金的持份是不同的,如,我们假设一个投资者每月以 500 元左右购买一定量的同种基金的受益凭证,如表 3.5.4 所示。

表 3.5.4

单位:元

月份	价格	买进受益 凭证数量	成本	累积持份	累积成本	总价格
1991 年 1 月	10	50	500	500	500	500
2 月	11	45	495	791	5995	8701
3 月	12	42	504	833	6499	9996
4 月	13	38	494	871	6993	11323
5 月	14	36	504	907	7497	12689
6 月	15	33	495	946	7992	14100
7 月	14	36	504	976	8496	13664
8 月	13	38	494	1014	8990	13182
9 月	12	42	504	1056	9494	12672
10 月	11	45	495	1101	9989	12111

由表 3.5.4 可见,连续购买 10 个月后,投资者就可以以 9989 元的成本换取 12111 元价值的基金受益凭证,从中获利 2002 元,用平均金额法投资共同基金时,每次都以接近固定的金额购买受益凭证,这样当受益凭证的价格高时,购入的受益凭证的数量就少,当受益凭证的价格低时,购进的受益凭证的数量就比较多,这样,长期下来,就降低了购买每个基金受益凭证的平均成本,分散了投资于共同基金的较高价格认购的风险。

2. 不变比例投资法

不变比例投资法,其做法是通过采用各种共同基金的优化投资组合,即把投资资金按照一定的比例投资于股票基金、债券基金和货币市场基金等各种不同的基金的做法而分散投资。投资组合可以分为三个部分:一是成长性的部分;二是收入的部分;三是成长收入的部分。投资的资金在这三部分之间应保持平衡,至于这三部分之间的分配,则取决于投资者的投资目标,这可以参照我们在前面投资组合的介绍。这种投资的比例是事先确定的,故称为不变比例投资法。

例如投资者把股票基金或积极成长型的基金的比例定为 40%,成长收入型的基金比例确定为 30%,收入性的基金的比例定为 30%,当成长型的基金价格升值时就卖出成长型的基金的受益凭证,用来购买其他两种共同基金的受益凭证,使它们的比例仍然保持在 4:3:3 这一程度上。相反,当成长型的共同基金的价格下跌就卖出其他两种类型的受益凭证,或适当地购进成长性的共同基金的受益凭证,使它们保持原来的比例。

利用这种办法的投资,其优点是使投资者的投资经常处于一种低成本的状态,低进高出,可以获得差价的收益,但也有其缺点,这就是这种策略相对来说比较保守,不能抓住市场的有利时机。

3. 变动比例投资法

变动比例投资法是从不变比例投资法派生出来的,不变比例投资法要求各种类型的基金始终保持一定的比例,比较保守。变动比例投资法则要求投资者要根据当时的共同基金单位的价格,将资金按照一个比较恰当的比例分别投资于各种类型的共同基金,并根据基金价格的变化来调整各种资产的组合比例。

采用变动比例投资法需要确定以下几个问题:1、各种类型的共同基金的比例变动的上限和下限;2、各种类型的比例变动的幅度;3、买卖各种基金的受益凭证的等级差价幅度

例如,投资者将共同基金投资于三种类型的基金,即:成长型、收入型和收入成长型。开始投资于成长型、收入型和收入成长型的资金的比例为 4:3:3,在以后当成长型基金超过某种水平时,例如升高 10%,便出卖成长型基金受益凭证 10%,这样,依次售出成长型基金的受益凭证,使各种基金的比率在投资总额中发生变动,成长型基金不断呈减少的趋势。相反,则购进。这样,在成长型基金、收入型基金和收入成长型基金的比率呈不断变动的趋势。

4. 等级投资计划法

等级投资计划法是定式法中较简单的一种,运用这种方法,首先要确定一种共同基金作为投资对象,而后确定所选的基金受益凭证的市价变动的某一等级或幅度(如确定每升 0.5 元为一个等级),以后当受益凭证的价格升降达到一个等级时,就买进或卖出预先确定的基金受益凭证的单位数。例如投资者选定成长型的股票基金为投资对象,确定受益凭证每变动 0.5 元为一个等级,每次购进售出 100 单位,一开始,每单位的价格为 10 元,如果单位价格跌至 9.5 元,购买进 100 单位。再下跌至 9 元,再买进 100 单位,当降至 8.5 元时,再购进 100 单位。如果随着市场需求趋旺,基金受益凭证的行情开始看好,价格开始反弹,假设它先回升至 9 元,投资者适时地售出 100 单位,再升至 9.5 元时,再售出 100 单位,上升至 10 元,再售出 100 单位,那么这次买卖的结果,可以通过表 3.5.5 表示出来。

据表 3.5.5 所示,如果我们扣除手续费以及共同基金其他收益的分配,那么,这次交易的结果,共计买进 2700 元,共计卖出 2850 元,两者相抵共得资本的差额是 150 元。

表 3.5.5

市价	买进单位数	买进金额	卖出单位数	卖出金额
9.5 元	100	950 元		
9.0 元	100	900 元		
8.5 元	100	850 元		
9.0 元			100	900 元
9.5 元			100	950 元
10.0 元			100	1000 元
合计	300	2700 元	300	2850 元

以上四种方法是最为常见的定式投资法。从上面的实例和分析,我们可以看出定式投资法的前提是投资者的投资组合中有一部分是固定收入共同基金或现金,有一部分是成长型基金或积极成长型基金。而具体的比例则取决于投资者开始执行计划时的市场的高度。因此运用定式计划的投资者在开始执行计划前应确定市场的相对高度。如果市场较高,则较大部分(如 70%)的投资资金将用于收入型的基金和现金,而投资于成长型或积极成长型的资金只占一小部分(如 30%);如果市场较低,这个比例就反过来,即大部分投资于成长型或积极成长型,小部分投资于收入型和现金。

与其他的投资法一样。定式投资法也有其优缺点,其优点主要表现在:①定式计划具有自动的特征。一旦确定了定式计划,投资者就不必再根据当时的态度作出决策了。②定式计划也考虑到出售受益凭证的时间,不像其他法那样只强调购买。③定式计划具有多方面的适应性,它同时考虑了投资组合的防御性特征和进取性特征。当基金单位上升时,定式计划会使投资组合的防御性特征增强,当股价下降时,定式计划会使投资组合的进取性特征增强。

但定式计划也有它的缺点,主要表现在:①在变动比例的定式计划中,投资者必须对价格的相对高度作出价值判断,这种价值判断难免带有主观随意性,因此不尽准确。②如果价格继续上升,那么如果投资者采取购买——持有计划比定式计划将更有利可图。③投资者选择的基金受益凭证有可能跟市场不是高度正相关的。④投资者获得资本利得的机会很少。

第六章 共同基金投资分析

第一节 投资对象分析

一、固定收益证券分析

固定收益证券是指按期支付固定收益给投资者的有价证券。固定收益证券以各种类型的债券和优先股为典型代表,它们都具有相对固定的收益支付时间和收益支付金额。所谓固定性只是相对而言,随着时间的推移,投资会受到各种因素的影响而相对变化。固定收益证券对发行者来说,是一种债务工具,对于投资者来说,只是众多投资工具中的一种,对基金的投资来说,固定收益证券不仅为其提供了多样化的投资领域,更重要的是将基金投资在固定收益证券上,风险较低、收益较稳定,这也是与投资基金的投资方针相吻合的。

现在以构成固定收益证券的绝大部分——债券为例进行分析,投资者包括投资基金,购买债券就是希望得到定期的利息收益。投资者最关心的就是债券发行者的还本付息能力。这就应该选择某些能够测定出发行者还本付息能力的指标加以分析。以公司债券为例,投资者通常是选用下列指标来测试债券发行公司的还本付息能力:

1. 流动比率

流动比率是公司流动资产和流动负债的比值,该比值的大小可用来衡量公司的支付能力的强弱。

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

流动资产是指现金或一年之内可以转化为现金的资产总额。流动负债是指一年以内必须偿还债务总额,该比率的意义在于:应该在一年之内偿还的债务中有多大比例是能够偿还

的?流动比率的标准一般认为应当符合二对一原则,即该比率应该达到200%以上的水平。为什么要定在200%以上的水平呢?其原因在于:一是由于流动负债是短期债务,所以必须具备有随时可以动用的资金准备偿还,这就需要有100%的偿还能力;二是包括在流动资产中的商品等库存资产的价格随时有可能下跌,并且赊销债权当中也有可能出现死帐(例如客户倒闭等)。所以事先应当估计到这些危险性,留有足够的余地;三是在经营当中除了要准备偿还债务外,还要保证有一定的资金用于经营周转,这是必不可少的,从以上理由考虑,200%以上的水平是较理想的。但在实际中往往用不着必须保持那么高的比率。如果一定要确定一个实用的判定标准的话,下述比例是较为实用的:

$$\text{流动比率标准} \begin{cases} 150\% \text{以上为优秀型} \\ 100\%—150\% \text{为普通型} \\ 100\% \text{以下为不良型} \end{cases}$$

2. 流转比率

由于流动比率说明的只是以年为单位的支付能力,要想判断近期内的状况,还应当使用流转比率:

$$\text{流转比率} = \frac{\text{流转资金}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

流转资金是指流动资产中除去库存资产后剩余部分,包括现金存款、应收期票和赊销款等。这类资金都是在短期内可以转换为现金的,因此流转比率比流动比率更能说明支付能力。流转比率的优劣,历来以100%为一般公认的判定标准值,但实际上也不一定需要这么高,大致的评定标准可以采用下面的比值:

$$\text{标准流转比率} \begin{cases} 75\% \text{以上为优秀型} \\ 50\%—75\% \text{为普通型} \\ 50\% \text{以下为不良型} \end{cases}$$

3. 现金比率

有时候感到用流转比率衡量企业的即时支付能力还不够明确,干脆直接用现金量来衡量。即使用现金比率:

$$\text{现金比率} = \frac{\text{现金、存款}}{\text{流动负债}} \times 100\%$$

从现金比率的公式可以知道,这个比率能够说明企业真正的手头现金支付能力。那么现金比率的合格标准一般认为达到20%的水平就可以了。这个比率越高支付能力也就越强,但是在计算该比率时,应当注意从存款额中减去借款额,得出真正的净存款额,才能准确评定支付能力。

二、非固定收益证券分析

固定收益证券以债券为主,而非固定收益证券主要是以股票为代表,股票与债券相比,

总体上看风险大,但收益较高。现以股票中最基本的、最具有代表性的普通股为例来分析。分析包括:

1. 股利的获取

股利是普通股股票中最核心的内容,对股票持有人来说,股利的形式、股利的政策以及股利的支付日期等,直接关系到投资者的实际获利水平。股利的主要形式有现金股利与股票股利两种形式构成。

2. 含有风险的普通股评价

众所周知,投资股票是风险较大的一种投资行为,所以有普通股的评价就不能不考虑风险因素,其方法是把股票收益分解,逐项分析,最后汇总。常用的分析方法是将风险分成股利风险和价格风险。这是因为预期收益率是由股利率与涨价(亦称溢价)率构成的,基本公式是:

$$R = D_r + P_r$$

R : 预期收益率

D_r : 股利率

P_r : 涨价率

还有另一种分析方法,将收益分成无风险收益和有风险收益,基本公式是:

$$\text{预期风险收益}(R) = \text{无风险收益}(R_1) + \text{风险溢价收益}(R_2)$$

R_1 指定全性极高的证券(如国库券)的收益, R_2 指预期的市场收益(R_m)与无风险收益(R_f)之间的差额。在现实的经济社会中,各种普通股股票的安全性是不一样的,因而在测定风险溢价收益时,要用变异系数(β)乘以上述差额。所以,风险溢价收益的公式:

$$\text{风险溢价收益}(R_2) = (R_m - R_f)\beta$$

普通股的变异系数 β 表示普通股的风险程度,一般来说,它是由一些机构长期调查测定的结果,可直接从表中找到或利用下列公式计算得出:

$$\beta = \frac{\text{某种证券的预期收益} - \text{该期收益中的非风险部分}}{\text{整个市场证券组合的预期收益} - \text{该期收益中的非风险部分}}$$

把风险溢价收益公式代入预期风险收益公式:

$$R = R_1 + R_2 = R_1 + (R_m - R_f)\beta \quad (\text{这里 } R_1 = R_f)$$

现假设有两种股票,普通股 A 的无风险收益率(R_f 或 R_m)为 9%,该股票的市场预期价格上升率(R_m)为 12%,其变异系数(β)值为 1.8;普通股 B 的无风险收益率为 9%,市场预期价格上升率为 12%,其变异系数为 0.83,将数字代入公式,算出 A 与 B 的预期风险收益率分别为:

$$R_A = 9\% + (0.12 - 0.09) \times 1.8 = 14.4\%$$

$$R_B = 9\% + (0.12 - 0.09) \times 0.83 = 11.5\%$$

从计算结果可看出, R_A 大于 R_B ,表示 A 的变异性要大于 B 的变异性,即前者的风险程

度要大于后者的风险程度。

通过图 3.6.1 可进一步说明预期收益率与风险之间的内在关系。可以看出,随着风险程度的提高,预期收益率也相应提高,两者呈正比关系。

当然,股利增长率、市场预期收益率、特别是变异系数,都会产生相当的误差,这种误差有时甚至会导致错误的判断。但是,从评估的逻辑和基本原理来说,它是正确的。

至于上述对普通股的评估模型,在实际运用中,就是将所选择的不同的普通股的相应数值代入模型,然后将几种结果进行对比,选择较为优等的普通股投资,或买进或继续持有。

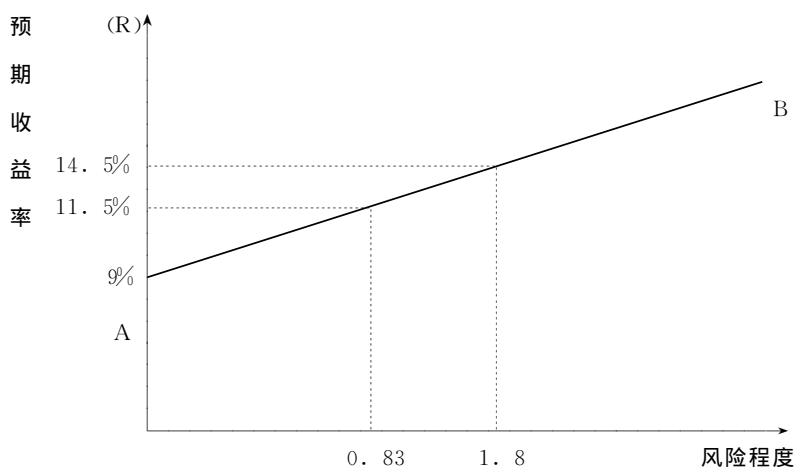


图 3.6.1

对于劣等的,则当机立断卖出。投资基金在利用模型对普通股进行评估时,除模型本身的各因素外,还须考虑下列因素:

(1) 投资基金本身的素质构成。某些投资基金经现公司的从业人员素质较高,专业技术力量强,对证券市场的行市变化非常敏感,并能从行市变化中看出某种普通股价格的变化趋势,根据这种观察,便可以对某种普通股的价格和收益作出某种预期,用这种预期与上述模型的结果进行比较,得出某种普通股是否持有,买进或卖出的决定。但是,另一些投资基金经理公司由于自身从业人员的素质不高,得出的预期可能与上述预期并不一致,从而可能会作出相反的决定。

(2) 投资基金本身的投资需求。某些投资基金资金实力雄厚,在投资证券市场,有本钱去进行风险较高的普通股投资,他们对普通股的评估一般都趋向于乐观的态度,或者总是抱着碰碰运气的态度。这样,他们根据自己的态度所作的预期可能就不同于一般模型提供的预期。而对于一些资金实力较弱的投资基金,在对普通股进行评估时,应将保险系数提得高

一些,对预期收益的估计也应该守些,其结果当然也不同于一般模型所提供的预期。

(3)获取信息的有效性。信息的丰裕程度、准确真实程度和及时性对普通股的真实收益具有很大的影响。投资基金经理公司的信息来源渠道广泛或拥有可靠的信息来源,对普通股评估的结果就越真实,投资效果就越佳。而对于另一些经理公司可能缺乏对信息获得的多方渠道或准确可靠的信息,只能依赖一般性信息来评估普通股,评估的结果可能降低投资效果。在信息获得中,经理公司本身是否拥有现代化的通讯设施也是使信息更有效的重要手段之一。

三、房地产投资分析

随着人们物质条件和生活水平的不断提高,房地产已不再是人们起居栖身之用,社会产业的分工与发达,社会交流的日益广泛,使房地产的商品特性越来越明显。同时,由于工地和房屋是不能随意移动的资产,使房地产又成为一种特殊的空间固定式投资方式。

在房地产的投资决策中,必须注意当地的报刊、广播、电视、广告和其他传播媒介,参考和分析其中反映出来的房地产出租和出售行情,以得到比较充分的决策信息,并在决策过程中积极涉入市场及市场以外的经营活动。

通常在投资房地产的决策过程中,应对一些具体的指标进行分析,加以选择。这些指标主要包括:

(1)房地产所在地区的生活消费条件。在房地产投资中,应详细地调查楼宇周围的生活服务设施,诸如商场、邮局、餐厅、银行、医院、娱乐设施、文化服务及其他生活服务网点。一般来说,生活消费条件齐备的地区,投资者愿意接受相应较高的价格,这也会使投资者将获得较高的投资利润。

(2)房地产所在地区的就业状况。地区的就业机会、种类和数额,失业人口的比率,政府的地区政策和发展规划,当地的资源和产业结构等等都是应该考虑的。因为就业机会较多的地区往往会吸引人们迁居,牵动房地产价格的上升。如果能在一个新兴的经济区及周围投资,往往能收到捷足先登的丰厚利润。反之,如果在一个经济发展过程中已趋于衰退阶段的地区投资,当地的失业者和低收入者众多,房地产价格也会久滞谷底,使投资亏损。

(3)房地产所在地区的交通状况。因为交通是衡量一个地区是否发达的重要标志之一,公路是否良好,是否靠近飞机场或码头、火车站,交通是否畅顺,交通服务设施是否齐备,良好的交通状况可使房地产价格上扬,投资利润增加。

(4)房地产所在地区的治安状况。由于房地产的不可移动性,要求投资者还应注意房地产项目地区的治安状况。治安状况较差的地区,其房地产必然衰落,反之,治安良好的地区,房地产价值总是在不断上升的。

(5)房地产所在地区的教育状况。教育状况的选择在众多选择因素中的地位显得越来越重要。教育状况是否优良,是当今购买房地产时考虑的重要因素。一般来讲,教育较发达

的高科技、高文化区域,房地产价格较高。一个地区的分层次教育格局尤为重要。从幼儿教育,到小学、中学教育直至高等教育的完整布局,往往是影响房地产价格的一个重要因素。

四、期货投资分析

期货交易就是参与交易的交易者按照期货交易规则在专门的期货交易所内买入或卖出期货合约的行为。作为投资基金参与期货交易,主要目的就是以自己愿意承受价格波动的风险而去获得相应的利润。由于在期货市场上交易流动性极高,风险较大,价格轻微的波动,既可能带来丰厚的收益,也可能蒙受巨大的损失,所以,对讲求安全性为主的投资基金来说,在投资期货时,就更应进行详尽的分析研究,制定正确的期货投资策略。

基金投资在期货市场时,一般应遵守几个方面的原则与策略。

1. 计划投资策略

基金投资于期货交易,应预先拟定计划,逐步调整设定的利润和损失点。没有计划地进行期货交易,当然也可以获利,但由于期货交易风险大,更易在行市的波动中迷失方向。若有了明确的获利目标、损失额度,再辅助以详细的基本因素分析和技术分析,就会使基金投资于期货能尽可能避免风险而获取收益。

按计划投资策略中,最重要的环节是设定获利目标,因为期货交易是风险极高的投资。一般来说,风险与收益是成正比的,高风险的承担者才能获得高报酬,高报酬低风险的交易是不存在的。作为基金投资来说,在期货市场风险大、不确定的情况下,要想保持风险对报酬因素的相对平衡状态,在进行期货投资时,就必须首先明白其所要达到的利润目标。

利润目标的确定,在理想的情况下,就是要设定一定时期内的投资报酬水平。例如,年交易的投资报酬率为50%,为了能达到这一目标,他将可能承担交易资金的20%的风险,当然在个别交易中要拟定出风险百分比是较困难的,因为有许多要考虑的因素的影响,但总体上,还是应该设定一个利润目标和交易的风险程度。利润目标的确定,也是整个投资计划的重点,因为它提出一个明确的目标,使投资者朝此目标前进。

同样道理,损失额度也和利润目标一样,都是投资计划的一个方面,是一项防守性计划,在实际交易过程中,出现意外而发生亏损,使利润目标无法顺利实现,就必须及时利用停止损失交易订单或其它方法限制风险,及时退出市场。

2. 分散投资策略

投资于期货,为了获取较高的利益,通常必须承担较大的风险,但由于风险的客观存在,仅仅愿意承受较大的风险,也并不能保证投资者就一定能获得较高的报酬。一般来说,投资人在作出投资决策时,必须谨慎地考虑自己对风险的承受能力,并在适当的风险水平上选择投资对象,以争取能够获得相应的报酬。投资的分散化,是减少投资风险的一种有效的方法,在进行期货投资时,务必在时间上、品种上、行业上适当的分散,不宜过分集中,不仅包括购买不同种类的期货,还包括购买不同行业、不同公司的期货,并在价格变动的不同阶段选

择购买不同的期货。对于注重安全性的投资基金来说,分散投资是十分必要的。不仅是总体投资的分散,具体的每一项投资也必须贯彻这一方针。

3. 保留适度保证金策略

各个期货交易所都有“最低保证金”的规定,在期货交易中很多投资者都喜欢将保证金载满。例如,如果有40万元保证金,若每张期货合约保证金是5万元的话,就一定要做满8张期货合约交易,这种投资方法是极危险的。因为期货交易所规定保证金若低于基础保证金的75%时,就会要求投资者立即追缴保证金,若是保证金低于基础保证金50%时,经纪商则有权帮投资者守户平仓,所以,每5万元做一张合约,实际上所能承受的风险有12.5万元,风险极高。因此,投资期货应将自己的保证金额度提高到交易三倍以上的标准,这样获利的机会较大,损失的可能性会大大减少。一笔期货交易,最好预留一笔资金作为后备力量,一来可以避免由于保证金不足而被迫平仓,从而遭受巨大的损失,尤其是在后市变动与投资者的预期相符时更是如此。二来是在价格变动对自己有利时,还可以追加投资,从而取得更大的投资收益。

4. 交易商品的选择策略

商品期货交易涉及到多种的商品,在交易时,一般应按下列策略选择交易的商品:

一是应尽量选择所熟悉并了解其价格变动规律的商品期货进行交易。不同的商品期货,其价格变化的规律是完全不相同的,因此,选择所熟悉的商品期货进行交易,将使投资者在期货价格走势的分析、判断和预测方面更为准确与可靠,这将有助于提高获利的机会。

二是应尽量在相关的商品中进行交易。同类相关商品期货的价格变动规律具有一定的相关和内在的联系,同时影响同类商品期货价格的各种基本因素也是大致相同的,因此,选择在相关系数较高的同类商品期货中寻找机会进行期货合约交易,也同样有助于提高获利的成功率。

对投资基金来讲,主要是看基金经理公司的实力与专业人员素质构成,例如我国深圳市规定经理公司必须具备的条件之一就是基金经理公司的从业人员中必须有1/3以上是具备二年以上的证券投资管理经验的大学本科经济类毕业生或相当于经济师职称的专业技术人员。由于这类专业人员目前较为缺乏,不可能使所有基金经理公司的人员素质构成达到如此高的水平,对这类经理公司应尽量在价格变动相对平稳的期货商品之间进行选择交易,以尽量减少期货投资的损失。而对于人员素质高,经验丰富的经理公司来说,应不失时机地在商品期货价格剧烈波动的过程中寻找机会进行交易,以获取最大投资收益。并可从产品期货投资扩展到风险更大的金融期货投资领域。

5. 适度投资策略

高风险的期货交易,以基金方式投资,还应把握投资的度,实行适度的投资,投资的比重不能过大。最好的方法就是将全部的交易资金设定一个百分比,然后再将这个百分比换算成投资金额数,这个金额数就是每次或每年投资的最高限额。适度的投资,不仅能在一定范围内限制风险,也能使投资者对盈亏做到心中有数,有心理准备。

五、外汇投资分析

外汇买卖是指本国货币与外国货币或一种外国货币与另一种外国货币的兑换行为。日常经济交往中因多种原因会产生外汇买卖交易,例如:国际贸易结算的需要,对外投资的需要,外汇保值的需要等其他需要。投资基金之所以投资外汇买卖,是因为通过参与外汇买卖获取较高的投资报酬。

外汇买卖也是一项高风险高报酬的投资活动。外汇买卖主要是通过经营外汇业务的各种金融机构间的交易进行。投资基金以投资者身份参与外汇买卖,鉴于外汇买卖专业性很强,基金经理公司也须具备具有专业知识和技术的经营管理人材,着重于分析和预测汇率变化,决定买卖的最佳时机。

外汇市场是一个充满机会与风险的动态市场,盈利与亏损有如一对孪生兄弟般密不可分。伴随在每一笔外汇买卖中,要想在动荡速变的外汇市场中避免外汇风险而获取利润,最重要的就是无论是将基金投资于短期外汇买卖还是长线投资,都必须保证基金买卖外汇的方向与外汇市场上外汇汇率变动趋势保持一致。由于政治、经济等因素的作用及各种投资、投机力量的左右,外汇汇率时刻都处在不断的波动之中。特别是冷战结束,世界政治、军事、经济格局都发生了极大的变化,外汇市场的力量不断壮大,西方经济强国联手干预外汇市场,维护外汇汇率稳定的能力不断削弱,外汇市场更显动荡,汇率波动更加频繁剧烈。基金投资于外汇买卖就有赖于经营管理人员能随时了解各种政治、经济信息,掌握分析外汇汇率变动方向的各种基本方法,以清楚地了解外汇市场的变化趋势,使基金的外汇买卖策略能与外汇汇率变动方向保持一致,包括在所做的外汇买卖与市场方向相一致的时候应持仓多久以获取较大利润,及在判断自己的买卖与市场变化相背离时选择适当的价位斩仓以避免更大的损失。只有这样,才能保证基金投资外汇买卖能够达到避免风险而获利的目的。

目前,在外汇市场上采用较广泛而实用的外汇买卖分析方法主要有基础分析法及技术分析法。基础分析法就是通过分析左右汇率波动的各种基本经济、政治等因素的变动,从而在较宏观的角度把握外汇市场的势态及汇率的变动方向、程度,例如判断汇率是处在上升、下降或是巩固调整阶段等。技术分析法就是将外汇汇率的变动以图表的形式记录下来,借助一定的技术分析工具,观测市场买卖力量的对比,测试外汇市场上供求双方的动态,从而在微观上把握外汇市场的变动情况。由于汇率是两国货币间的比价,影响两国间货币供求关系的各种因素都会对外汇汇率产生影响。同时货币供求的变化,汇率的波动也与各国政治、军事动态密不可分,因此对汇率进行基础分析时,不但要分析各国的经济情况,也要密切注视世界政治、军事格局的变动,才可以从总体上把握住外汇汇率的变动趋势,这就是基础分析法的宗旨。

但由于外汇被当作一种特殊的商品在市场上进行买卖,因而外汇汇率的波动不仅是基本因素制约的结果,也是参与国际外汇市场业务交易者全体人员的力量对比、心理活动及对

未来的预期的反映,包涵各种人为和非人为的因素。外汇市场上存在各种利益集团,它们基于各种不同的目的而在外汇市场上进行外汇买卖,买卖双方的实力消长变化会严重地影响外汇买卖从业人员对市场的判断及心理预期,从而极大地左右汇率的走势。而长期以来所形成的以图表形式表示汇率变动方式对参与外汇买卖的交易者在分析汇率变化方面有很大的帮助。因为图表是通过一定公式演变的参数而绘制的,而这些参数是运用统计学的原理计算得出。技术分析法简便实用,在不少次汇率呈现较大波动的前后都能较为及时、准确地预测反映出来,所以受到国际外汇市场的外汇交易人员的欢迎及采用。

基础分析法和技术分析法是相辅相成的,系统而熟练地掌握这两种分析方法,会对基金经营者提供极大的帮助,有助于基金经营管理人员将买卖策略和运作建立在理性的市场分析、判断基础之上而不是以冒险、赌博的心态参与外汇买卖,以保障基金本金的安全,获取利润。

第二节 投资风险分析

风险,从广义上讲应理解为一种机会,既有盈利的可能,也有损失的可能,但通常被理解为是损失的不确定性。每一种投资,都可能遭受到各种各样的风险,更何况投资基金的投资领域较广泛,面临的投资风险也就比单一投资方式面临的风险要大得多。一般来说,投资基金投资所面临的风险主要有:

一、财务风险

财务风险,有时也称为拖欠风险,它是由于投资的财务强度变动而引起的投资总风险中的相应部分。例如,当一个公司远离或接近破产时,这些财务强度的变动就会在该公司所发行的证券的市场价格上得到反映,若价格狂跌或无法分配股利,或使债券持有人无法按期收回本息时,则持有该公司股票或债券的投资者就会受到损失。财务风险的衡量,可以用投资者所承受的,由于发行证券公司的财务强度变动而导致的那部分报酬变动来完成。

财务强度,或者叫做财务实力,它是对公司财务状况好坏的反映。财务状况好,财务强度就大,公司发行的证券等级也高。财务状况的好坏,可以通过一些财务比率而得知。但从本质上讲,不外是公司所拥有的资金数量对它所需支付出去的资金数量的一种关系。公司资金对所需支付资金的比例越大,则公司财务状况越好,财务强度越大,而财务强度越大,财务风险就越小。

财务强度的另一方面,是指支付要求的强度。它是证券持有者要求证券发行公司支付

证券报酬的先后权利。支付要求强度大,说明证券持有者具有较优先的权利。这种强度的大小,可以从发行公司破产后,其拍卖财产所得的先后支付次序中体现出来。一般来说,当一家公司宣告破产后,其财产拍卖收益的支付顺序如下:

- (1)有关法律上的费用,如律师费等;
- (2)如果有剩余的话,公司雇员工资的支付;
- (3)如果有剩余的话,各种税收的支付;
- (4)如果有剩余的话,有担保贷款者的支付;
- (5)如果有剩余的话,一般贷款者的支付;
- (6)如果有剩余的话,优先股的支付;
- (7)如果有剩余的话,普通股的支付。

可以看出,普通股持有者的财务强度最低,因为他们的支付要求权处在最后,从而遭受的财务风险最大;其次是优先股;再次是无担保的一般贷款;有担保贷款的财务风险最小。而政府公债根本就没有财务风险,除非国家破产,而这是不太可能的。

基金不管是投资在普通股、优先股还是债券或其他公司证券,都面临着拖欠甚至破产的可能性。破产通常能够被财务分析者预知,因为不断恶化的财务比率和财务拖欠几乎总是先于破产发生。投资者所遭受的财务风险损失,实际上在破产可能发生前几个月就已开始。财务风险损失,主要是由证券价格跌落引起。当实际破产发生时,陷于困境的公司的证券的市场价格将已经降低到接近于零。因此,破产损失只占由拖欠所造成的总损失的一小部分。也就是说,更大程度上讲,是拖欠而不是破产,引致了投资者损失。而且,拖欠不一定导致破产,尽管它是破产的早期先兆。但无论如何,拖欠和破产都严重地影响到投资者得到应有报酬的肯定性。因此,投资者都要求高风险证券的发行者支付比低风险证券发行者高的报酬。从发行者的角度来说,他也只有对那些风险较大的证券支付较高的报酬来吸引投资者。

二、市场风险

市场风险是由有价证券的“空头”和“多头”等市场条件所引起的投资总收益变动中的相应部分。当有价证券指数从某一个较低点(波谷)持续稳定地上升,这种上升趋势称为多头市场(牛市),多头市场在市场指数达到某个较高点(波峰)并开始下降时结束。空头市场(熊市)则是市场指数从较高点一直呈下降趋势至某个较低点,从这个点开始,证券市场又进入多头市场。多头市场和空头市场的这种交替,导致市场收益发生变动,进而引起市场风险。多头市场的上升和空头市场的下跌都是市场的总趋势而言的,实际操作过程中,在多头市场上证券也可能出现阶段性的跌势,而在空头市场上,也可能出现阶段性的升势。

引起多头市场和空头市场交替的决定性因素是经济周期,它是整个国民经济活动的一种波动。经济周期包括高涨、衰退、萧条和复苏四人阶段,这几个阶段是依次循环的,但不是定期循环的。一般来说,多头市场是从萧条阶段开始,经复苏阶段到高涨阶段;而空头市场

则从高涨阶段开始,经衰退阶段到萧条阶段。基金投资在证券市场上,应该根据经济周期的变化,选择好投资的恰当时机,在证券市场价格于多头市场上升前买入,在证券市场于空头市场降低前卖出,贱买贵卖获取投资收益。

衡量市场风险的方法最常用的是用“贝他”系数, β 值的计算如前一节所述,作为整体的证券市场的 β 值为1。如果某种证券的风险情况与整个证券市场的风险情况一致,则该证券的 β 值就等于1。如果某种证券的 β 值大于1,说明其风险程度大于整个证券市场的风险水平,如果某种证券的 β 值小于1,说明其风险程度小于整个证券市场的风险水平。

三、利率风险

利率风险是指风险来自于利率的变动,这主要是就有关证券而言的,即市场利率的波动可能导致有关证券报酬的潜在变动,或者说,利率风险是由于市场利率的改变而引起有关证券总价格变动中的相应部分。利率风险通常对固定收益证券影响较大,当然也会影响到非固定收益证券,利率是用来衡量借款成本的,利率水平上升,会提高使用借款公司的成本,而成本的上升会减低公司的获利水平,从而导致借款公司的证券的市场价格下降。

以固定收益的主要代表债券为例,利率风险是除财务风险外的主要风险形式,它是由价格变动风险和息票利率风险构成。价格变动风险既由市场利率变动使债券价格发生相对变动而造成,也随着债券持有时间的增加而增大。因为债券的价值,就是其到期前每一个计息周期所获利息的现值,根据货币的时间价值的原理,现值与利率变动方向相反,现值的变动幅度也随着利息期的增加而增大。因此,当债券到期期限较短时,价格变动风险就会减少。也就是说,购买短期债券可以减少利率风险中的价格变动风险。但是这种做法会遇到另一种风险,即息票利率风险,它由债券每年的息票利率的波动造成。

非固定收益证券同样也会遭受到利益风险,因为它们的估计价值是其全部未来现金股利的现值。以非固定收益证券的主要形式普通股为例,当现行利率水平发生变动时,普通股的现值同样也会发生变动。不过普通股的价格变动不和债券价格同样地变动,因为普通股与债券相比较,更受到发行公司的财务前景的影响,也就是说,一个公司的利润展望会强烈地影响着财务分析者的现金股利预期,以致对于这些不确定的现金股利的现值的利率影响是微小的。相反,利率风险对债券来说是明显的,因为债券的利息支付是协议规定的且预先知道的。

四、管理风险

基金投资与其他投资者一样,通常情况下对他们所投资的资产的管理没有直接的作用,他们往往委托或招聘管理人管理其投资的资产。管理风险就是因这些管理人员所作出的管理决策而引起的由投资者承受的总收益变动中的相应部分。

管理风险的大小,与管理决策人员的知识水平,经验阅历等有关。一个受过良好教育、有着较丰富经验的管理人员,就有可能针对各种不利的情况,作出较为有利的决策,从而减少风险。但是,管理风险是不可能完全避免的,因为即使是一个最有知识、最富有经验的管理人员,也可能会做出错误的决定。

正因为管理风险是由于管理者的错误决策引起的且管理风险的大小与管理者的知识、才能、经验等有关,因此,投资者就有必要选择称职的合格的管理人员并对他们作出评价,这些评价常涉及到下列问题:

- (1)公司各级领导人是否充满精力,具有优异的领导才能?
- (2)管理人员是否太年轻或太老或有无经验?
- (3)公司主要领导人是否刚愎自用,压制他人?
- (4)是否有一支较好的中层管理队伍?
- (5)公司的计划是前瞻性的还是应急性的?
- (6)公司的销售是否局限于少数大顾客?
- (7)公司是否只能使用某一条市场销售渠道?
- (8)公司是否有充分的研究和开发规划?

五、购买力风险

购买力风险是由价格总水平变动而引起资产的总购买力的变动,投资者应该有理智地处理购买力风险的能力,否则,通货膨胀将会把投资者财富的购买力侵蚀光。

购买力风险不同于利率风险和市场风险,因为一种投资有可能在其价格持续上升的情况下丧失购买力。许多投资者错误地认为货币越多越富裕,这种货币幻觉使投资者忽视了通货膨胀的问题。例如,从时期1到时期2,投资者所拥有的货币数量翻了一番,而同时的物价总水平却翻了两番,从表面上看,投资者拥有的货币比原来增加了,但实际上他们比以前更穷了。要想知道投资者是否通过投资真正地富裕起来,那就必须了解名义投资收益率和实际投资收益率,名义投资收益率是未经通货膨胀调整过的投资收益率,实际投资收益率则是经通货膨胀调整过的投资收益率。名义投资收益率与实际投资收益率的关系可以从下列公式推导中得出:

投资本金为 P , 名义未来值为 F_n , 实际未来值 F_r , 名义收益率为 r , 实际收益率为 rr , 通货膨胀率为 q , 则有:

$$F_r = \frac{F_n}{1+q}$$

$$\text{即: } P(1+rr) = \frac{P(1+r)}{1+q}$$

$$\text{所以 } rr = \frac{1+r}{1+q} - 1$$

投资者只有把注意力集中在实际收益率而非名义收益率上,才能克服货币幻觉问题,而且只有当实际收益率为正值即名义收益率大于通货膨胀率时,购买力才真正有增长。

六、国际政治风险和外汇风险

当基金投资在外汇买卖或国际期货市场或其他涉外投资时,国际政治风险和外汇风险是不可忽视和低估的重要因素。

国际政治风险一般包括下列情况:剥夺非居民的资产;不让外国投资者撤回其资金的外汇控制;不利的税捐和关税;由非居民投资者给予当地居民部分所有权的要求;被所在国有敌意的居民破坏了外国投资者拥有的财产而得不到赔偿等等。因此,在国外投资必须获得比国内投资更高的预期收益率,也可以利用一些措施如获得外国高级政府官员的书面保证;在从事外国投资前使用外国规定的无追索权贷款等来减少国际政治风险。

外汇风险又称汇率风险,是指经济主体在持有或运用外汇的经济活动中,因汇率变动而蒙受损失的一种可能性,当然,汇率的变动也有可能使外汇持有者或运用者获利。但是稳健的经济主体一般不愿意让经营成果蒙受这种自身无法预料和控制的汇率变化的影响,投资基金的投资也不会例外,也须将外汇风险防范作为经营管理的一个重要方面。

第七章 共同基金的管理

第一节 共同基金管理的历史和体系

一、共同基金管理的历史

共同基金自其产生至今已有 100 多年的历史,这 100 多年既是共同基金不断为投资大众所接受,不断壮大的过程;同时,也是共同基金管理不断完善的过程。在管理方面,从共同基金的机构管理,到共同基金受益凭证的发行、资本的募集、财产的运用、共同基金的财产分配及解约偿还等方面,都已经形成了一套比较完整的、严密的法律、法规。特别是在几个共同基金发展比较快的国家,如日本、美国等,更是如此。在一些发展中国家和地区,如韩国、新加坡、台湾等,随着近年来经济的快速发展,共同基金也迅速崛起。国家为了加强对共同基金的管理,也制定了相应的法律、法规。

如韩国 1969 年 8 月颁布《证券投资信托业法》,并于同年 10 月颁布《证券投资信托业法施行令》,其目的即是为了确立证券投资信托制度,保护证券投资信托的受益者,从而使一般信托者顺利进行证券投资,并灵活动员多业资金,加强对共同基金的管理。台湾于 1983 年发布了《信托投资公司管理规则》,1984 年发布《台湾证券投资信托事业管理规则》、《台湾证券投资信托基金管理办法》、《台湾华侨及外国人投资证券及其结汇办法》等法令、法规。

世界各国一套完整的管理共同基金的法规的形成,经历了漫长的历史过程,纵观这一过程,大致可以划分为三个阶级:

第一阶段。共同基金管理的形成阶段。这一阶段从时间上看,大约从共同基金的产生到 1879 年英国股份有限公司法颁布。这一阶段的主要特点是:共同基金的管理没有专门的立法,仅处于框架的形成时期,有关共同基金的管理所涉及的方面不是很多,规定的条款不

是很细。但一些粗线条的法律、法规对共同基金的管理仍起了相当重要的作用。如当时的英国股份有限公司法的公布,共同基金不得不脱离原来的契约型态而发展为股份有限公司组织,这无疑是共同基金史上的一大变迁,也为世界各国建立多种类型的共同基金奠定了基础。但是,由于当时共同基金还处于起步阶段,其优点还未被人们充分地认识,共同基金的发展还比较慢,而在共同基金的发源地的英国,由于对证券的投资是以自律管理为主,因而,也不可能形成专门的有关共同基金管理的法律、法规。这种情况随着共同基金在 20 世纪初传到美国,并在美国迅速发展而打破。这就使共同基金的管理进入了第二个阶段,即共同基金管理的完成阶段。

第二阶段。共同基金管理的完成阶段。这一阶段以 1940 年美国颁布的《投资公司法》为标志。

在本世纪 20 年代以后,共同基金传到美国,并在美国得到很快的发展,特别是封闭型的共同基金发展更快。而且,共同基金利用信贷资金来营利,实际上,它们与个人投资者使用保证金的方式进行交易一样,并且能够得到同样的效果。由于当时缺乏有关的法律规范,对共同基金的管理仍然只能在很大程度上依赖于有关的行业管理和有关的证券立法如:《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》和《1935 年公用事业控股公司法》、《1939 年信托契约法》等。这些管理对共同基金的发展虽然具有一定的作用,但毕竟是有限的。由于共同基金的迅速发展,有些人却利用共同基金这种形式骗取钱财。同时,加上 1929 年经济危机,整个西方资本主义遭受了前所未有的灾难,英、美的许多共同基金的投资者均遭受了极大的损失,因而引起了广大公众的不满,纷纷要求对这些投资公司(共同基金)进行管理,在这种背景下,美国的《1940 年投资公司法》经证券交易委员会(SEC)作了详细的研究后产生了。随着这一法律的出现,共同基金也结束了没有自己的法律的历史。《1940 年的投资公司法》规定投资公司要进行登记,并完全公开信息,禁止投资的滥用,按规定的时限呈送报告,它要求诚实的和无偏见的经营管理,适当的资本结构,限定债券和优先股发行的金额和数量,投资公司的董事必须由股东选举,但在指定的期间内,有三分之二的董事掌握公司的情况下,缺额由该公司在外有表决权的股票持有人选出董事以补足缺额。投资管理合同由股东会通过,每年由董事会或股东会决定在 65 日前通知重订或取消,当董事会或股东会重订或取消投资合同时,要提前 60 天通知证券交易委员会。投资公司总资产的 75% 以上必须投资于证券,并且只许用总资产的 5% 投资于某一种证券。投资公司总资产的其余的 25% 无须进行多样化投资,换句话说,可投资于某一发行人的各类证券。《1940 年投资公司法》条款还涉及到手续费、代理人、证券征募书、年度报告以及投资公司股票购回等问题。

《1940 年投资公司法》的意图在于抑制投资公司行业的许多弊端。不过,实际上这个法是用法律来规定共同基金的董事、办事员、顾问及其他有关人员的职责。它把共同基金严格地置于证券交易所委员会的管辖之下,并规定一定要求和一定程度的公司情况的公开宣告。例如,该法要求每一共同基金必须规定投资目标;公司的资产必须由一个商业银行或交易所会员商行来保管;投资顾问协议必须由受益凭证的持有者大会批准,至少第一次必须如此。

公司的董事会不能超过 60% 由有交往的商行的成员构成等。这些规定的目的在于保护共同基金的股东的利益。

在共同基金管理的完成阶段,主要特点是共同基金管理立法的针对性强,有关的法律对共同基金的管理也比较全面、系统,并着重保护投资者的利益。说其针对性强是指共同基金有了自己的法律依据,不用通过证券法等有关法律来间接调整、规范共同基金。说其比较全面、系统是指法律详细规范了共同基金的组成及营运的法律要件,包括有关财务公开,董监事的任务、管理公司的选择以及销售和宣传方式方面的内容,为共同基金的投资者提供了完整的法律保护,并为以后共同基金的发展提供了保障。

第三阶段。共同基金管理在各国扩散和完善阶段。从时间上看,可以说从 1940 年至现在的一段时间都属于这阶段。这一阶段的特点是:

第一是有关共同基金方面的立法开始在各国扩散。自美国 1940 年制定《投资公司法》后,一些国家也先后加强对共同基金的管理;这既包括一些发达国家,如日本在 1948 年 7 月,证券交易委员会公布了证券投资公司法案后,又于 1951 年 6 月公布了实施证券投资信托法,该法共由六章构成,即:总则、委托公司的许可、委托公司的业务、监督、杂则、罚则。在内容上可分为第一章和其他各章两大部分,前者偏重于作为信托法,具有特别法的性质,后者具有行业法的性质。该法的内容主要包括:受益证券发行的方式及其记载事项;委托公司的申请,许可标准,不给予许可的询问,委托公司变更;共同基金信托契约的签订、变更和解除;委托公司的常务董事欲担任其他公司常务董事或经营事业的场合,必须经大藏大臣的同意;基金委托公司歇业、解散必须经大藏大臣认可;大藏大臣有权指派有关职员对委托公司进行检查并有权在法定的条件下取消委托公司;信息公开;证券信托协会的设立、业务、协会负责人的解任;违反该法的规定罚则等。该法的目的是谋求对证券投资信托受益者的保护,以利于一般投资者进行证券投资。除了日本外,一些发展中国家和地区,如韩国、新加坡、台湾、香港也纷纷加强了对共同基金的管理。

第二是已完成了共同基金专门立法的国家,主要是美国也对其法律、法规进行了一些必要的修改。美国在进行了广泛的调查后,证券交易委员会于 1966 年 12 月公布了关于投资公司的一份详细报告,该报告提议对 1940 年投资公司法进行多方面的修订,并要求授予证券交易委员会具有制订投资公司章程的权力。SEC 报告的主要建议是:废除“前—后”推销费合同计划,计划规定买者第一年的付款支付给推销员;将销售手续费限定在发行证券价格的 5% 以内,要求合理的管理费,管制或取消“让与”。所谓让与是指销售交易商所得销售佣金中,要让给其他交易商的部分,其他交易商是指给投资公司提供服务的交易商,或是无力推销大宗证券的小交易商等。

在经过长时间的讨论与听取意见后,美国国会于 1970 年通过了投资公司法修订案,但是它与证券交易委员会报告中的提议相去甚远,对于 SEC 的许多建议没有采纳进去。两者的主要区别是:修订案既无取消开办手续费又无取消第一年 50% 销售手续费的规定,但投资者可在 45 天内撤回全部交易,在第一个 18 个月期间,投资公司股东可以获得他所支付的

资金返回(低于服务手续费的 15%),此外,修订案也不规定销售手续费的上限,但投资公司股票要价不得包含过度的销售手续费;而销售佣金将由全国证券交易商协会规定。该修订案中未明确规定管理费用,但一般要求管理费用占投资公司经营资产净值的一定比例,而不允许在经营业绩基础上计算管理费,除非这种管理费的增减与该投资公司证券价格指数成正比。1970 年投资公司法修订案中,还要求投资公司的职员和董事以及顾问有信用责任,即以忠诚和慎重态度来保证股东的利益。

总之,共同基金经过 100 多年的发展,目前已经形成了一套比较完整的管理法律,当然并非世界各国都是如此。由于各国的政治、经济、文化发展的不平衡,有些国家发展较快,有些国家发展较慢,这就使各国的共同基金的管理与发展呈现不平衡的状态。但从总体上看,共同基金的管理从无到有,从没有针对性、专门性、系统性到具有专门立法,这一步世界许多国家已经做到了。

二、共同基金管理的体系

共同基金经过了长期的发展,各国(特别是共同基金发展比较早、比较快的国家)都已经有一套比较完善的管理体系。但由于各国的政治、经济、文化等背景的差异,从而形成对共同基金管理的不同体系,这些不同的管理体系对基金管理所持的态度,制定的法律、法规和采取的管理方法存在着一定的差异,这些差异主要体现在:

第一,在对共同基金的管理态度方面,有些国家对共同基金进行严格的法律与行政管理,有些国家则采取比较轻松和自律的态度,而有的国家则是介于两者之间,既采取严格的法律管理又辅之以共同基金行业协会的自律管理。

第二,在基金的管理方法方面,有些国家对共同基金资本的募集、受益凭证的发行、共同基金资产的运用、共同基金从业人员的管理,以及有关的民事和刑事等方面的法令规章汇集一体而制定专门的投资公司法或证券投资信托法等,而有些国家则只在本国的公司法、银行法、防止诈骗法等法律中附带说明。

第三,在共同基金的管理方法方面,有些国家对受益凭证或信托单位的发行与交易实行实质管理,而有些国家则只实行形式管理,另外,还有一些国家则实行形式管理与实质管理并用的管理方法。

据上述几个方面的区别,可将世界上各国对共同基金管理的法律大致分为美国体系、英国体系、欧洲大陆体系三种。由于美国体系中有日本和美国两个共同基金发展的大国,又是两种共同基金,即公司型和契约型发展的典型国家,因此,我们在这里将着重介绍美国体系对共同基金的管理。

1. 美国体系

美国体系的特点是对共同基金的管理比较规范,着重立法,一般都有共同基金管理的专门法律,如美国的《投资公司法》、日本的《证券投资信托法》等。在共同基金的管理上注重公

开的原则,并设立专门机构进行行政管理,如美国的证券交易委员会,日本的大藏省证券部都是共同基金管理的行政机构。同时还辅之以行业的自律管理,成立行业协会。美国体系对共同基金管理较有代表性的国家是美国、日本、韩国等。

美国对共同基金的管理既有立法管理,又有行政管理,同时又辅之以行业的自律管理。在立法原理上分为三级:

一是由美国联邦规定,并由国会通过的法令,这些立法除了前面已经介绍过的《1940年投资公司法》和《1970年投资公司法修订》之外,对共同基金管理联系较为密切的还有:

(1)《1939年信托投资法》。该法规定,在未向证券交易委员会呈交信托契约之前,不得向公众发行债务凭证(债务、公债等)。该法主要的目的是保护债权人的利益,并授予指定信托人有足够的权力。在契约条件下,公司发行债券在100万美元以上,期限为36个月;或者在无契约保证条件下,发行债券在25万美元以上,期限为12个月,这两者均要遵守信托契约法规定。信托受理人必须每年向债权人呈送报告,如果准备删省利息、本金或偿债基金,或者公司已被提呈破产,信托受理人须在90天之内向债权人报告。

(2)《1940年投资顾问法》。任何一个作为证券顾问的个人或组织,无论其提供的咨询是直接的或书面的,它必须在证券交易委员会进行登记注册。但是也有一些提供咨询者免于登记,它们是银行、律师和会计师,只对保险公司或投资公司提供咨询者,在上一年内客户少于15人的提供咨询者,或者一般不向公众表明投资顾问身份的提供咨询者。

早先,《投资顾问法》要求向SEC申报新规定的业务机构,主要顾问的教育程度和专门经验的情况,以及收费方法。开始时,这个法即被批评为只让SEC当一个人口调查员,它不能检查注册顾问的帐册、规定帐册的种类,或要求呈送报告。1960年制订一个修正案对SEC授予了这些权力。另外,这个法禁止不经客户同意制定报酬按资本增值的一部分来收取的合同,并禁止欺骗和虚假。

(3)《1970年证券投资者保护法》。该法案旨在通过一个非盈利性的政府机构,即证券投资者保护公司来保护投资者,使其免受经纪公司破产而造成的损失,该法在1978年又作了修订。在1980年,证券投资者保护公司能够保证的经纪公司,要求其帐户金额达50万美元。证券投资保护公司的资金来源是向其保证的成员征收1%的佣金收入;当需要追加资金时,可向美国政府财政部借入10亿美元。证券投资者保护公司属证券交易委员会管辖,它要与股票交易所和全国证券交易商协会密切协商,以便解决证券公司的一些困难问题,例如,当发现一家经纪公司处于财务窘境或不能履行债务时,保护公司将通过联邦法庭指定破产管理人去接办该经纪公司,或者将其拍卖,然后破产管理人立刻通知客户以提出索赔权,并相应地清算索赔。

美国对共同基金的管理由国会通过的法令,除上述的几种外,对共同基金管理有影响的还有《1933年证券法》、《1964年证券法修订》、《1934年证券交易法》等法令、法规。

二是由各州制定的管理法令,即州蓝天法。1933年的联邦证券法对各州证券发行的法规作了规定,尽管发行公司可能已按联邦证券法进行过登记。在有些情况下,可以豁免联邦

证券法,但要受州证券法的管辖。州蓝天法管理本州范围内的证券发行和销售。各州的这种规章形式不同,从而使登记程序更加复杂化,因为每种证券的发行均需要在其销售的州进行登记。

州蓝天法虽然在不同的州,其内容的侧重点也有区别,但其内容主要有五个方面所构成,第一,设立管理机构,如专管委员会或在州长、司法部长的办公室下设专门官员,或公司管理委员来执行这项工作;第二,要求证券商必须请领执照;第三,要求对发行和销售新证券呈报数字资料;第四,要求发行新证券必须符合一定标准,或者在新证券发行出售前须得到官方的批准;第五,界定欺诈行为和规定惩罚办法。

三是由自律机构和证券交易所和证券商同业公会所规定的有关章程,这些自律机构在政府的监督下,也保留有相当的自治权。这种在联邦、州以及自律组织所组成的既统一又相对独立的管理体系是美国的一大特点。

在机构设置方面,美国设有证券交易委员会,证券交易委员会是执行证券法的机构,根据联邦破产法第一章:它被授权作为对公司(包括投资公司)进行重组的一个团体,公司的重组问题或由自己决定(如果得到一家联邦法院批准)或由一家法院要求来进行。证券交易委员会独立行使职权,对共同基金和全国及各州际的证券发行、证券交易所、证券商等拥有根据法律行使全面管理和监督的权力,不受总统干涉,但其预算立法等事项应同有关部门协调,它是一个具有半司法性质的管理机构。证券交易委员会由五个成员组成,其中属同一政党的成员不得超过三人,成员均由美国总统指定,并得到参议院的咨质和同意,成员任期五年;委员会主席也是由总统指定;委员会每年向国会提交报告。

证券交易委员会由律师、会计师、工程师、证券分析家和监审人员组成,它分为各部和各办公室,每一办公室的职员领导由委员会指定,证券交易委员会的地区办公室调查投资者申诉或其他证券交易中的违法行为,投资者或一般公众向地区办公室的申诉是发现违法行为的主要渠道,地区办公室有权随时检查证券经纪人和交易商的文件记录以视其是否守法。

一般说来,证券交易委员会采用的调查方法是实地调查,如果调查结果确定存在违法行为,证券交易委员会即会采取一系列行动,它可以通过地方法院来制止违法行为。在发生欺诈和其他蓄意违法时,委员会将与司法部门联系,向联邦最高陪审团提出犯罪证据和起诉,证券交易委员会自己也可以通过一些办法来强化证券市场的管理,如拒绝、暂停、撤销经纪人和交易商的注册登记,暂停或开除交易所或全国证券商协会的成员资格。证券交易委员会若无这些充分的权力,许多证券法将难以付诸实施。但是该委员会并不是完全独自发挥作用,它与其他联邦、州和地方法律机构密切联系以发挥其功能。联邦储备体系管理局确定证券交易保证金,保证金交易是以信用购入证券,当证券市场和经济需要激励时,保证金减少。反之,则提高保证金比例。显然,改变保证金的权力是政府管理经济的有效工具。

日本也属于美国体系,一方面由政府制定《证券投资信托法》等有关法律加强对共同基金的管理。该法是共同基金管理的专门法。与美国有所不同,日本的共同基金大都是契约型基金,日本是当今世界上最为典型的契约型共同基金的国家,因而在《证券投资信托法》

中,主要规定委托公司、信托契约、监督、信息公开,证券投资信托协会等有关事项。在机构设置方面,大藏省证券局是共同基金管理的主要行政机构。另一方面,日本还通过设立行业协会即证券投资信托协会来加强对共同基金的管理。日本的证券投资信托协会的宗旨是通过自我管理,确保受益人与公众的利益,促进证券投资信托的健康发展为目的,证券投资信托协会的业务包括:

第一,就有关信托契约的签订及解除、信托财产的运用及信托本金的追加及偿还,为防止违反受益人利益的行为并求得信托财产的稳定与正当运用,开展必要的调查、指导、劝告及其他业务。

第二,为使受益证券的买卖及其他交易公正进行、谋求对投资者的保护、开展必要的调查、指导、劝告及其他业务。

第三,除以上的两项外,为实现证券信托协会的目的而开展必要的业务。

第四,进行有关投资信托的研究、出版、发行工作。

第五、与有关证券投资信托的立法机构与管理部门联系,不定期地提交调查报告与咨询意见书。

另外,证券投资信托协会受大藏省的监督,大藏大臣认为为了保护公益及投资者而必要且适当的时候,可以向协会提取有关其业务及财产的资料报告书;大藏大臣认为为了保护公益及投资者而必要且适当时,得通知协会,指派有关职员进行询问后,向协会说明理由,发出变更章程或业务规程以及其他有关业务监督所必要的命令;大藏大臣在协会负责人违反《证券投资信托法》等,行政官厅据该法等作出的处分或职务上的义务的场合,认为为了保护公益及投资者而必要且适当时,得通知协会,指派有关职员询问后,向协会说明理由,命令将该负责人解任。

证券投资信托协会的结构如图 3.7.1 所示。

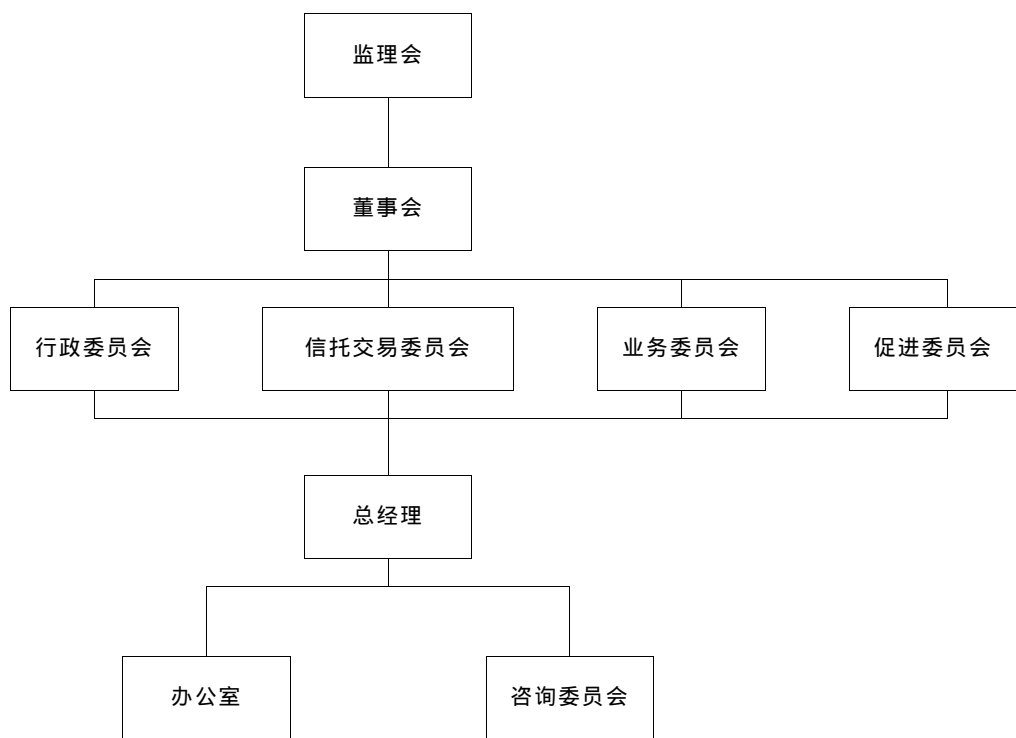


图 3.7.1 日本投资信托协会组织结构图

日本证券投资信托协会现有 24 家成员公司,其中证券公司 11 家,投资信托销售公司 4 家,投资信托管理公司 9 家。

2. 英国体系

英国体系的特点是以共同基金行业协会及证券交易所的自律管理为主,政府当局管理比较少在立法上,并没有单行法律,而是在《公司法》中作些规定、说明,并由防止欺诈条例和有关资本发行管理等法规组成,在机构设置上没有专门的主管机构负责管理,贸易局、英格兰银行分别有部分的管理权。目前,属于这种管理体系的主要有香港及一些英联邦国家。

3. 欧洲大陆体系

欧洲大陆体系大多采取严格的实质性管理,并在公司法等有关法律中规定有关共同基金的成立与共同基金受益凭证交易方面的规章。属于这一体系的主要是一些欧洲大陆国家。

第二节 共同基金管理的內容

世界各国虽然对共同基金的管理采取不同的态度、不同的做法,但从他们对共同基金管理的內容看,主要涉及以下几个方面:

一、对证券投资信托机构的管理

对证券投资信托机构的管理主要包括兩項內容,即对证券投资信托机构(共同基金)的資格管理和对共同基金从业人員的管理。

(1)对共同基金資格的管理。对证券投资信托机构資格的管理主要是要求共同基金的設立和变更,必须具备一定的、人、財、物的条件。

如美国的《1940年投资公司法》规定:公开募集证券的投资公司,资本金必须达至10亿美元;未经半数以上股东表决同意,投资公司不得随意改变其类型和投资政策,如开放型公司向封闭型公司的变更;资本的借入;证券的追加发行等等。美国《1939年信托契约法》规定,委托人的资本额及盈余不得少于15万美元,并对受托資格的喪失作了规定。日本的《证券投资信托法》规定:证券投资信托是依照委托者的指示,将信托财产投资和动用于特定的有价证券为目的的信托,并将受益权分割开来,使不特定的多数人取得受益权为目的。该法规定:资本金低于5000万日元的股份公司不能成为证券投资委托公司。委托公司的成立还必须经大藏大臣的许可,大藏大臣在对委托公司的审查时主要要检查以下几項,即:作为证券投资信托的委托者、人員构成、证券投资能力方面应具有完全的合格性;业务收支的前景预计良好;其所经营的业务从证券投资信托和证券市场的状况来看有必要的恰当的投资额度。获得许可的委托公司在以后变更商号、资本、业务时,必须经大藏大臣审查认可。同时,公司要申请成为委托公司时,必须向大藏大臣提出申请书,申请书记載的事項包括:商号及资本额、总公司、分公司以及其他营业所的名称与所在地、董事的姓名等。

在英国,任何想成为共同基金委托公司的人或机构,都必须首先获得相应协会的会员資格,而能否获得会员資格,要看申请人是否符合“适当会员資格与要求”。某一机构经过审查一旦获得了相应协会的会员資格,那它就享有该协会所规定的全部权利。如果这一机构是投资信托协会的会员,则该机构可以在它认为合适的任何时间,发行任何数量的共同基金,而无需得到任何形式的批准。韩国规定:要成为委托公司必须有5亿元以上的资本金并须得到财务部长官的许可。申请成为委托公司必须提交申请书。申请书必须記載的內容包括:记述有关商号和资本金的事項、章程、业务指南书及实施计划书、職員的名单、即存的会

社(相当于公司)的情况下为法人登记本的副本以及其他总统令所规定的材料。财务长官在接到申请书后,经过审查,若符合条件的即许可其成立。财务长官审查的事项主要包括:判断申请人是否具有投资信托委托者的能力;作为投资信托委托者,其业务收支前景是否良好。获得许可的委托公司在以后变更章程,变更业务指南书,拟新设分店或其他营业所,总店、分店或其他营业所停止或重新开业,解散或终止业务,合并或转让营业的全部或部分的时候,必须得到财务长官的许可。

在我国,申请设立共同基金必须经中国人民银行审批。中国人民银行规定,共同基金的发起人必须同时具备以下的条件:至少有一家金融机构在内;实收资本在基金规模一半以上;均为独立的企业法人;有两年以上的赢利记录;首次认购基金券的比例不低于20%,同时保证基金在续期内持有基金券比例不低于10%;主管机关在特殊情况下的附加条件。只有满足上述条件的企业法人,才有资格向中国人民银行申请设立共同基金。

(2)对共同基金的从业人员的管理。为了保证证券投资信托机构(共同基金)能够遵守有关法律,正常经营,各国的有关法律对证券投资信托机构的从业人员作了许多规定。如美国规定:投资公司董事会成员中与本公司利益有关系的人员不得超过40%;公司职员原则上不能充当证券经纪人和让券承销商。日本规定:委托公司的常务董事未经大藏大臣认可,不得兼任其他公司的常务董事,不得从事经营活动。韩国规定:从事委托会社常务工作的理事,不能从事其他会社的常务工作或经营其他事业。委托会社的现任职员,代理店主和法人代理店的现任职员,不得以任何人的名义,把自己的资金加入会社经营的信托,或进行有关信托财产的买卖。我国台湾省规定:证券投资信托事业及其董事、监察人、经理人或证券投资信托事业于其购入股票发行公司的股东代表人,均不得担任证券投资信托基金所购入股票发行公司的董事、监察人或经理人等事项。

二、对证券信手募集活动的管理

证券投资机构在募集证券时,都要接受有关法规的管理。关于这一方面,证券投资信托法没有对证券投资信托机构的募集活动有特别的规定,只是要求它遵守与其他证券发行人一样的规定。如,向证券管理部门上报证券发行申报书,公开财务内容;向取得证券信托(股票或受益证券)的投资者提交证券发行说明书、定期提供资金运用报告等;在推销证券信托方面,其所做的宣传、广告应该真实、可靠,不得有欺骗、不实及容易引起误解的内容;各证券投资信托机构之间推销证券应采取正当的竞争手段,不得以对别的投资信托机构进行造谣、诽谤等不正当手段来进行竞争。

基金的募集工作既可由基金发起人承担,也可由其委托的证券机构承担,一般说来,募集方式可分为公募与私募两种。通常采取公募方式时,应于募集工作开始前三天在主管机关指定的报刊上登载招募说明书;采取私募方式时,应让定向投资者在认购前获悉招募说明书内容。基金发起人拟委托证券机构承担募集工作时,应按国际惯例,采取招标的方式,选

择承销商。

三、对证券投资信托机构财产运用的管理

证券投资信托机构财产运用的管理是各国对共同基金管理最为主要的内容之一,各国在这方面的管理都比较严格。

日本的《证券投资信托法》及有关法律对共同基金财产的运用制定了一系列规则加以严格的限制。主要包括:

(1)信托财产运用范围方面的限制。日本政府对证券投资信托财产的运用范围有严格的规定,信托财产仅限于买卖有价证券,即股票、国债、地方债券、公司债券及根据法律规定公司法人发行的金融、公司债、外国或外国法人发行的证券或以证书表示的以上各项证券以及具有证书性质的证券。另外,在国内外市场的期货及期货选择权虽然不是有价证券,但可作为投资对象进行买卖的指示。此外,剩余款项亦可作短期贷款、金钱信托、银行存款等。

(2)信托财产运用结构方面的限制。为了减少信托财产的风险,规定证券投资信托要坚持分散投资的原则。一般来说,信托财产的投资结构由股票、公司债、金融债等债券,短期放款、金钱信托、银行存款等三部分组成。各部分所占比例因信托运用人对证券市场行情的分析及投资信托资金的供需情况而定。另外,还有流动性方面的规定,以满足信托解约和到期偿还的需要。

除了分散投资的原则规定外,还有几项针对风险大的股票投资而制定的数量界限。主要有:单位型证券投资信托,投资于股票的基金不得超过信托财产总数的70%;追加型证券投资信托,投资于股票的资金不得超过信托财产总数的60%~75%;各类公司投资于一种股票的资金不得超过信托财产总数的10%;投资于一家股票,不得超过该公司已发行股票总数的20%。

(3)信托财产运用方法的限制。主要有:禁止自我交易。委托公司及委托公司的董事或主要股东持有的有价证券,不得作为信托财产进行购置,并且不得向这些人销售、借贷作为信托财产所持有的有价证券。

限制信托财产相互之间的交易。即禁止由一个委托公司运用的信托财产相互之间的有价证券交易行为。

在信用交易中只允许通过股票授受来结算其交易。

禁止进行市场外交易。

允许有限度的期货交易,在国内允许东证股价指数期货交易、日经平均股价指数期货交易、50种股票期货、国债证券期货交易以及外币标价的外国国债证券期货交易、外国市场外币标价的利息期货交易及其期货选择权交易、股价指数期货交易及期货选择权交易、货币期货交易、债券存款的现货选择权交易等。以上期货交易分别制定了数量上的限制,以避免出现投机性。

(4) 信托财产所购买的股票必须具有下列条件, 即:

该股票的发行公司的资本必须在 10 亿日元以上;

该股票最近一年间平均买卖数必须超过 20 万股以上;

该股票股东人数在 3000 人以上, 且未满 5000 股的股东所持股数占有发行股数 20% 以上;

所购买的股票仅限于在证券交易所上市的属股票发行公司发行的股票, 但对股东分配所得的股票, 虽不属于上市公司发行的股票, 也可以被包括在内。

虽然上述条件均已具备, 但股票时价超出常规, 亦不得买卖。

另外, 如果共同基金是属于单位型的, 必须将受益凭证时价占本金差额的 60% 作为股价变动的准备金; 如果共同基金是公司型的, 得将受益凭证时价占本金差额的 20% 作为股价变动的准备金, 这一部分资金不能用于股票投资。

在韩国, 《证券投资信托业法》及其施行令对信托财产运用的规定主要有: 在信托财产运用的限制方面规定, 共同基金的委托公司应将财产主要投资于证券市场上的有价证券; 委托公司不得指示该信托的受托公司将投资信托的信托财产用于有价证券的接收或货币的贷出。除非得到财务部长官的许可, 下列的买卖活动是被禁止的: 即超过整个信托财产 10%, 而投资于同一种目的有价证券的行为; 其中, 如果受托者根据委托者的指示将投资财产向特定有价证券进行投资和使用的信托, 其目的是使投资信托的受托者获得受益权的信托除外; 超过同一会社发行的股份总数的 20% 而向该会社股份投资的行为; 获得非上场有价证券的行为, 但是, 依据上场股票的新股票接收权的获得可以例外; 受托者根据委托者的指示, 将投资财产向特定有价证券进行投资和使用的信托, 其目的是使投资信托的受益者获得受益权的信托的情况下所发行的受益证券以外的受益证券行为; 将自己会社或自己会社的职员和主要股东(指以自己或他人的名义, 持有总发行股票 10% 以上的股份的股东) 所拥有的有价证券作为信托财产而获取的行为; 把作为信托财产而拥有的有价证券卖给或借贷给前款规定者的行为。在信托财产的管理方面, 法律规定: 受托会社应将受托的信托财产与受托社会的固有财产或其他信托财产分别管理。在信托财产的运用方法方面, 韩国的法律规定: 委托会社可以按下列的方法运用部分信托财产: 向金融机关的存款或短期贷出(活期贷款), 买入金融机关、短期金融会社、信用保证基金或证券金融会社发行、保证或卖出的期票及债务证书, 买入韩国银行通货稳定证券, 其他的得到财务部长官承认的方法。

我国台湾省对共同基金资产的运用的规定主要有: 信托财产主要限于上市公司股票、公债、国库券、公司债券、金融债券或存放银行。在进行股票买卖时, 应委托证券经纪商, 在集中交易市场, 为现款现货交易, 并指示基金保管机构办理交割; 如果运用证券投资信托基金为公司债或金融债券买卖, 应以现款现货交易, 并指示基金保管机构办理交割。在证券投资信托财产运用的限制方面主要的规定有: 不得投资于未上市公司股票或承销证券; 不得放款或提供担保; 不得从事证券信用交易; 不得对于本证券投资信托事业经理的各证券投资信托基金间为证券交易行为; 不得投资于其他证券投资信托基金的受益凭证; 不得投资于与本证

券投资信托事业有利害关系的公司所发行的证券;除经受益人请求买回或因证券投资信托基金全部或一部不再存续而收回受益凭证外,不得运用证券投资信托基金买入该基金的受益凭证;投资于任一上市公司股票的总金额,不得超过该证券投资信托基金资产净值的10%;运用每一证券投资信托基金;投资于任一上市公司股票的股份总额不得超过该公司已发行的股份总数的10%;不得经营证管会规定的其他禁止事项等。

四、对证券投资信托机构经营方面的管理

主要包括以下几项内容:

(1)关于委托公司和受托公司缔结信托契约的规定

在信托契约的签订方面:日本规定,委托公司签订信托契约,必须以事先经过大藏大臣同意的证券投资信托约款为依据,信托约款应规定一些必要的事项(详见本书第三章)。韩国规定,委托会社拟签订信托契约时,必须依照得到财务部长官许可的证券投资信托契约。信托条款应记载以下事项:

- ①委托会社及受托会社的商号;
- ②有关委托会社及受托会社业务的事项;
- ③有关信托本金及受益权总份数的事项;
- ④有关受益证券的事项;
- ⑤有关信托财产使用及管理的事项;
- ⑥有关利益公配及回购的事项;
- ⑦有关追加信托的事项;
- ⑧有关受托会社及委托会社所得信托报酬及其他手续费的计算方法、支付方法及期限的事项;
- ⑨有关信托契约废止的事项;
- 10有关信托契约变更的事项;
- 11受益证券基准价格的计算方法;
- 12定有信托契约期限时,其期限;
- 13为保护其他公益及投资者而由财务部令所规定的事项。

我国台湾省规定,证券投资信托契约应记载的事项包括:

- ①契约当事人的名称、地址;
- ②证券投资信托基金名称;
- ③证券投资信托基金定有存续期间者;
- ④证券投资信托基金总额、受益权单位其期间总数,及得否追加发行;
- ⑤受益凭证之发行日期、购买每一受益单位的金额及费用;
- ⑥基金保管机构的义务与责任;
- ⑦运用证券投资信托基金投资证券的基本方针及范围;

⑧证券投资信托基金投资收益分配之项目、时间及给付方式;

⑨受益人请求买回受益凭证的程序、时间、地点、买回价金及买回费的计算方式,证券投资信托事业给付买回价金的时间、方式;

10证券投资信托基金应负担费用的项目及其计算方法、给付方式及时间;

11证券投资信托事业及基金保管机构所受报酬的计算方法、给付方法及时限;

12证券投资信托基金净资产价值计算方法;

13受益权单位净资产价值的计算及公告方法;

14证券投资信托契约的终止事由、终止程序及终止后的处理事项;

15证券投资信托基金不再存续时,基金的清算方法及受益人请求返还金额的计算方法、给付的方式及时间;

16其他经证管会规定应记载事项。

在信托契约的批准方面:日本规定,大藏大臣在收到委托公司记载信托条款的申请书之后,当信托约款的内容违反法令或对公益及投资者的保护不适当时,或在记载信托约款的文件中就重要事项有虚假记载或重要事项记载欠缺时,必须通知该委托公司,并派有关职员进行询问后,拒绝给予同意。除了上述情况外,大藏大臣须在自受理认可申请书之日起 30 日内予以同意。大藏大臣依以上规定予以同意或拒绝同意的场合,应及时将其主旨书面通知该委托公司。在拒绝同意的通知书中,须说明其拒绝的理由。韩国规定信托契约的许可,委托会社必须向财务部长官提交许可申请书,并附有记述信托条款,信托财产使用计划及受益证券发行计划的书面材料,财务部长官在接到申请后,认为符合法律要求的即予以批准。

关于信托契约的变更;各国一般规定信托契约的变更必须征得有关主管部门的同意。如日本规定,委托公司要变更信托约款时,须就其欲变更事项,取得大藏大臣的同意;韩国规定,信托条款的变更,必须征得财务部长官的许可。

关于信托契约的解除。一般规定信托契约的解除必须得到有关部门的批准。如日本规定,委托公司要解除信托契约时,必须取得大藏大臣的许可,大藏大臣在认为解除该信托契约违反信托约款,或者对公益及投资者的保护不适当时,必须通知该委托公司,并指派有关职员进行询问后,拒绝给予同意。大藏大臣在给予同意或拒绝同意的场合,应及时将其主旨书面通知该委托公司,并在拒绝同意的通知中说明其理由。韩国对于委托契约的解除有部分解除和完全解除之分,如果委托会社拟完全解除信托契约时,必须得到财务部长官的许可。另外,委托会社根据总统令的规定,可以解除部分信托。但是如果发行不能请求回购的受益证券时,必须得到财务部长官的许可;委托会社废止部分信托时,必须立即向财务部长官报告其内容。在部分废止但书的情况下应该公告其内容。

(2)委托公司和受托公司有关信托财产的证券买卖的管理。

日本规定:委托公司不得有指使受托公司向本公司的董事和主要股东出售作为信托财产的证券等行为。韩国规定,委托会社不得指示受托会社将自己会社或自己会社的职员和主要股东(指以自己或他人的名义,持有总发行股票 10% 以上的股份的股东)所拥有的有价

证券作为信托财产而获取的行为等。

(3)各国在投资信托机构的经营管理方面,一般禁止在信托财产中组入和委托公司有特别关系的分公司的股票。

(4)在投资外国股票时,一般要求以在外国证券交易所上市的股票为对象。

(5)在每个年度完了,委托公司需向主管部门呈报营业报告书,在信托计算期结束,向受益人及主管部门提交信托财产运用报告。

如日本规定,委托公司须于每营业年度(委托公司的营业年度,自每年10月1日开始,至次年9月30日为止)依大藏省规定的样式,编制营业报告书,并在每营业年度过后两个月内,将其提交大藏大臣;委托公司须于每一信托决算期间,依大藏省令规定的样式,编制该决算期间内有关该信托财产的报告书,在自该决算期间最终日起两个月内。将其提交大藏大臣;委托公司在信托契约终结的场合,须依大藏省令规定的样式,编制关于与该信托契约有关的信托财产总决算书,在自该信托契约终结之日起两个月内,将其提交大藏大臣。韩国规定,委托会社须按照财务部长官的规定,向财务部长递交各月的营业报告书及营业年度的业务报告书。

美国的共同基金多属于公司型,其对基金经营方面的管理主要是属公司型的管理,其管理的主要内容有:为保护投资者的利益,禁止投资公司用信用方式购买证券,禁止投资公司从事空卖活动;禁止投资公司与具有特殊关系的人发生证券买卖、资金借贷等行为;封闭型投资公司原则上不得发行以劳务、现金以及证券以外的财产为等价的债券;也不得买入本公司发行的证券;要求投资公司每半年或每季度向证券交易委员会和公司股东呈送一份关于业务经营活动的报告书。

五、对信托财产收益分配及解约偿还方面的管理

各国的有关法规对这方面均有较为严格的管理。信托财产的收益可分为两部分,一部分为所得增值,一部分为资本增值,所得增值是指股票股息、债券利息和短期贷款利息等收益;资本增值是指股票、债券等的买卖差价收益。

日本法律规定:受益者得到的收益分配在作了种种必要的扣除之后进行。一般情况下,所得收益要全部分配给受益人,单位型的投资信托在期中支付,基金型的证券投资信托,股票分红一年可办理两次,债券收益的分配每年办理一次。

当信托单位出现资本增值时,一般情况下扣除股票买卖等本期所支付的费用和股票买卖亏损后的剩余部分的十分之一,在期末结算时分配给受益者。在信托期末到期时,如果投资者向公司解约,要求将受益证券转换为现金,公司得以受益证券的时价购回该证券,受益证券的时价为当时信托财产时价除以受益证券的总数再减去手续费。

总之,各国对共同基金管理的内容主要包括以上几个方面,除此之外,各国的有关共同基金管理的法规大都还规定,受益证券应记载的事项,发行方式;主管机关有权对共同基金进行监督以及违反证券投资信托法或投资公司法等有关法令法规时应承担的法律法律责任。

附录:信托投资公司管理规则

第一章 总 则

第一条 本规则依银行法第一百条第二项之规定订定之。

第二条 本规则所称生产事业,其范围由“财政部”洽商有关机关定之。

第三条 信托投资公司之设立、变更、停业、解散,依银行法第二章之规定办理。

华侨或外国人投资于信托投资公司,应于发起人名册注明其身份及资金来源。

第四条 外国人投资于信托投资公司,应依外国人投资条例之规定办理。其投资额度,每一外国投资人不得高于各该公司资本额百分之二十。信托投资公司外国人投资之总额度,不得高于各该公司资本额百分之四十。

第五条 信托投资公司之最低资本额,由“财政部”视社会经济情况及信托投资业务发展之需要核定或调整之。其实收资本未达规定之最低资本额者,“财政部”应指定期限,命令办理增资,逾期未完成增资者,应撤销其许可。

第六条 信托投资公司除依信托契约经营者外,不得投资于非自用之不动产。其对自用不动产之投资,不得超过其投资该项不动产时之净值。

第七条 信托投资公司非经“财政部”核准,不得就其不动产设定担保物权或移转其所有权。

第八条 信托投资公司得将其现金存放于银行,并得参与银行同业间之短期资金拆放。

第九条 信托投资公司之会计处理准则,应与其同业协议,报请“财政部”核定。

第十条 信托投资公司经“财政部”之核准,得经营下列业务之全部或一部;其业务与外汇有关者,应先经“中央银行”核准;有关证券业务部分,应报请证券主管机关许可。

一、信托业务:

(一)收受、经理及运用各种信托资金。

(二)受托经理各种财产,包括受托管理运用各种年金及其他基金。

(三)担任证券投资信托之受托人。

(四)担任债券发行之受托人。

(五)受托执行遗嘱及管理遗产。

(六)担任公司重整监督人。

二、投资业务:

(一)投资公债、国库券、公司债券、金融债券及上市股票。

(二)承销有价证券。

(三)自营买卖或代客买卖有价证券。

(四)经营证券投资信托事业。

三、授信业务：

(一)办理对生产事业之中、长期放款。

(二)保证发行公司债券。

(三)办理国内外保证业务。

四、其他业务：

(一)担任债券或股票发行之签证人。

(二)代理证券发行、登记、过户及股息红利之发放事项。

(三)提供证券发行募集之顾问服务。

(四)办理与其业务有关之代理服务事项,包括经营保管箱及仓库业务。

(五)其他经“财政部”核准办理之业务。

第二章 信托业务

第十一条 信托投资公司经营信托业务,应依银行法第一百零四条规定订立信托契约。其经营信托业务之手续费标准,应由同业协议,报请“财政部”核定。

第十二条 信托投资公司依银行法第一百零八条第一项但书所为之交易行为,应于行为后一个月内报请“财政部”核备。

第十三条 信托投资公司处理每一信托户之会计应予独立。但由公司确定用途之信托资金,其各信托户得视为同种信托而合并为独立之会计。

第十四条 信托投资公司在未依信托契约营运前或在依约营运收回尚未继续营运前,其信托资金之临时营运应以存放银行或投资公债、国库券、有担保发行之公司债暨短期票券、金融债券及公司上市股票为限。

第十五条 信托投资公司除依银行法第四十九条规定于年度终了提报各种会计报告外,应于每季终了后十五日内,将该季信托业务之会计报告,连同其信托财产之评审报告,分别报请“财政部”及“中央银行”查核。

前项年度终了时,应提报之会计报告,应经政府认可之会计师查核签证。

第十六条 信托投资公司受托经理信托资金,所出给之信托凭证应予记名,并不得转让。

第十七条 信托投资公司在受理华侨或外国人之信托资金前,应将其预定汇入总额及运用途径列入年度业务计划,报请“财政部”核备。

前项信托投资之汇入与净利或孳息之汇出,以及信托契约终了时资金本息之汇出或转让,均应报请“经济部”华侨及外国人投资审议委员会核准办理。

第十八条 信托投资公司应依照银行法第一百零三条规定,就各种信托资金向“中央银行”缴存赔偿准备。

第十九条 由公司确定用途之信托资金,其营运范围如下：

一、办理对生产事业之中、长期放款。

二、投资债券及上市公司股票。

三、投资短期票券。

四、其他经“财政部”核准办理之业务。

“财政部”于必要时,经洽商“中央银行”后,得对前项信托资金之营运标准予以适当之限制。

第二十条 由公司确定用途之信托资金,其委托期限得为定期或不定期。

第二十一条 信托投资公司收受由公司确定用途之信托资金,其总额不得超过公司净值之二十倍。收受不定期信托资金之总额,不得超过公司净值之五倍。

第二十二条 由信托投资公司确定用途之信托资金,得于信托契约载明,由其负责本金之损失,并得保证最低收益率。

第二十三条 银行法第一百十条第四项规定之特别准备金提拨标准,应由信托投资公司同业协议,报请“财政部”核定。

第二十四条 信托投资公司依银行法第一百五十五条规定募集共同信托基金及设立证券投资信托基金,其管理办法另定之。

第三章 投资及其他业务

第二十五条 信托投资公司依银行法第一百零三条第三项之规定经营承销及自营买卖证券业务时,至少应提拨相当于其净值百分之十专款营运,并应分别报请“财政部”及证券主管机关核备。

第二十六条 “财政部”于必要时,经洽商“中央银行”后,得对信托投资公司各项投资对其净值之比率,规定其最高标准。其实际比率高于标准者,“财政部”得限制其分派现金股利。

第二十八条 信托投资公司对任一客户之授信总额,不得超过公司净值 20%。其中无担保授信之总额,不得超过公司净值 5%。

第四章 附 则

第二十九条 信托投资公司违反本规则者,依银行法及有关法令规定办理。

第三十条 在本规则修正发布前已经核准营业登记之信托投资公司,其章程规定或资金之收受及运用有与本规定抵触者,应于本规则施行后修正调整,并报“财政部”核备。

前项修正调整之期限由“财政部”以命令定之。

第三十一条 本规则自发布日施行。

第四篇

期 权 交 易

第一章 期权交易

期权是期货合约选择权(Option on Future Contracts)的简称,在英文里叫 Option 是期货市场中相当流行的一种交易方式。

期权交易的历史远比期货交易更为悠久。但现代意义上的期权交易则是与期货交易紧密地联系在一起的,并且在本世纪八十年代以来取得了长足的进展。期权交易不是以商品实体或标准期货合约作为交易的对象,它仅仅表现为一种权利合约的买卖。期权交易全称是期货合约选择权交易,而期权交易是港台流行的择法,欧美国家多称其为合约选择权交易。目前,期权交易已经成为国际商品、金融以及证券市场中相当流行的一种交易方式,它是随着期货市场的不断巩固和发展而逐步走向成熟的一个具有时代特点的交易手段,它同样是市场经济发展到一定阶段的产物。

第一节 期权交易概述

一、期权交易的概念

所谓期权交易,实质上是一种权利的有偿使用,买方通常按照交易双方事先在期权合约中约定的商品交割价格和特定的交货数量,以支付一定数量的保险金作为期权权利保证金,从而在一定期限内取得买进或卖出一定数量的某种特定的商品(包括实体商品、股票、证券或期货合约等等)的权利,但不负有必须买进或卖出的义务。买方在期权合约规定的交割日到来之前或在履约日之前,可有权随时决定是否履约的一种独特的交易方式。而期权交易的卖方即便是在买方可能不履约的前提下,仍然必须履行合约规定的义务。

期权交易的概念包含三层意思:

(1)选择权的内涵是:一定时间、一定价格和一定数量,逾此限度就超出了期权交易的范围。

(2)选择权的实质是权利而不是义务,一旦期权购买者购买了某项期权合约,他即拥有了该合约所规定的期权,他既可以实施也可以放弃,并且绝对不负有必须买进或卖出的义务。

(3)期权交易成立的媒介是权利金。只有买方愿让渡的权利金和卖方所能接受的期权价格相等,交易才可以成立。

二、期权交易主体

期权交易主体,是指期权合约交易市场的参与者,它们亦通常被称为期权交易当事人。期权交易主体一般有如下几种类型。

(1)出售者。出售者是指为出卖期权交易合同的当事人,出售者因出售期权交易合约而获得期权权利金,有时(它)也将期权权利金当作押金支付给经纪人或背书人。出售者一般是大户投资者。

(2)购买者。购买者是指购入并且持有期权合约的当事人。具有行使合约的选择权利。如为买空,履行期权合约则表示商品实体或期货合约的购买;如为卖空,则履行期权合约表示商品实体或期货合约的出卖,有时购买者相机决定不履行期权合约,他只承担损失的期权权利金。期权的期权合约购买者大部分为个人或者中小投资者。

(3)背书人。期权出卖者做成期权交易之后,为了增加期权合约的信用,他(它)往往会去请较大的期货交易所、证券交易所的会员经纪商为之背书。这种背书是保证出卖者对于期权合约的履行,如果出卖者不履行期权合约,则通过背书可以保护期权购买者。这样做的结果往往是,期权合约购买者实际上是期货交易所、证券交易所的经纪商缔结合约,而作为背书人的经纪商为了要保证期权交易履约的义务,当然也会挑选有信用的期权出卖者。因此,期权出卖者大多是大户的投资者,此外,出卖者要求背书,通常是要交出期权保证金,再存放到作为背书人的会员经纪商处。在买空场合,背书须支付的期权保证金约占期权权价 30%左右,在卖空场合,背书须支付的期权保证金约占期权权价的 25%。

(4)经纪商。期权交易的出卖者与购买者之间的交易都由 PCBDA(Put and Call Brokers and Dealers Association)的会员来介绍。在实际情况中,绝大多数情况则是由期货交易所、证券交易所会员经纪商介绍期权买卖的客户给 PCBDA 的会员。交易方式大多是前者将以一定条件卖出期权的客户介绍给后者,而后者则是寻找合适的购买者,最后的条件则是由买卖双方协商议定。

(5)买卖转换者。买卖转换者作为期权交易当事人的职能在于调节买卖双方的供需。一般来说,期权购买者多倾向于买空期权,而期权出售者为取得较多的期权交易权利金,则多倾向于异价卖空选择交易。其结果是,卖空期权的供给太少,而买空期权的需求很多,因而买卖转换者可以自由地穿梭其间,反向调节买卖双方的供需情况。

三、期权交易的特点

要深入地了解期权交易这一复杂的、独特交易方式。必须区分期权交易与远期合同交易、期货合约交易之间细微的区别。期权交易具有如下的特点。

(1) 期权交易与期货交易和远期合同交易的标的物不同。期权交易的标的物是一种合约选择买卖的权利,它代表一种期货合约选择买卖权利的形成与转移,而期货交易的标的物是标准化、规范化的期货合约,它几乎很少涉及到实体商品的交割,远期合同交易的标的物则是代表了一定数量的具体商品(比如外汇、证券、股票、黄金、商品等等)的具体交割。

(2) 期权交易与期货交易以及远期合同交易的“履约责任”在交易双方中分担有差距。在交易所内进行的期权交易,期权购买方通过付出一笔金额的期权保证金,并与出售方签订了期权交易合约后,购买方相应地就得到了一种可以随时根据市场或其它条件的变化,自由地决定履行或者不履行期货合约或商品实体售买的权利,而不必承担义务;与之相反的是,在期货交易与远期合同交易中,一旦签订合约或合同以后,即便是市场发生了巨大变化,参与交易的任何一方都不得在合约或合同的有效期内按照他(它)自己的意愿,对于已事先签订的合约或合同进行修改、放弃或立即执行,而必须在到期时候履行买卖双方各自履行其应承担的义务。远期合同交易,最后双方必须提供商品实体交割,期货交易双方如不交割实体商品的话,他们要对合约进行“对冲”

(3) 期权交易与期货交易的“合约条件”的具体条款极为近似,它们与远期交易合同条款的区别是极为明显的。在交易所内进行期货期权交易时,均以交易所制定的标准化、规范化合约作为基础,这些标准合约一般对商品品质、规格、数量、交货时间、交易最小涨跌幅、交割方式和交割地点等等都作了统一规定,期货期权交易的交易双方只需就价格、合约张数进行商谈确认即可。但是,期货期权交易与远期合同交易的合同、合约条款差距很大,远期合同属于交易双方为固定购销关系、减少价格风险而由双方签订的合同,且合同非规范和非标准化,转让困难。

(4) 期权交易与期货交易、远期合同交易的“风险责任与利润收益”有极为显著的区别。在期权交易中,期权购买方只承担有限的风险,他所承担的风险仅仅局限于所交纳给期权合约出售方的期权权利金(不少书中称之为保险费),一旦损失超出了期权权利金时,购买方即自动放弃他所拥有的期货合约选择权利。而在期权交易中的出售方也只有比较有限的利润收益。因为无论价格走势是多么不利,期权购买方至多丧失其所付出的期权权利金金额,而卖方则完全相反,不论价格走势对于期权出售方有利与否,他从期权购买方得到的期权权利金则是他所能获得的最大收益,这笔期权权利金也就是他因所承担的风险所获得的风险补偿或风险报酬。与此情况迥然相反的是,在期货交易和远期交易中,买卖双方的风险与收益是相当大的。理论上的合理演绎是:在价格走势出现剧烈波动情况下,买卖双方的风险和风险补偿——收益都是不可以估计和加以限制的。因而,不少行家盛赞期权交易是一种对于买卖双方都皆大欢喜的交易方式。

第二节 期权交易的历史功能

一、期权交易发展史

据考证,历史上最早的期权交易萌芽于公元前1200年,当时古希腊和古腓尼基国的交易者为了应付贸易上突然的和意外的运输要求,要向大船东交付一笔保证金或者垫付资金,以便于在必要的时候有权利从大船东手里得到额外的舱位,确保交货时间及时。尽管这不同于今天的期权交易,但这种作法已经蕴含了期权交易的最初思想,并沿袭下来。

现代意义上真正的期权交易是随着期货交易的兴起和期货市场的迅猛发展而产生。

1973年4月26日,美国芝加哥期权交易所正式成立,这堪称是期货期权发展史中划时代意义的事件。这个期权交易所的正式成立,标志着以股票期权交易为代表的真正意义上的期权交易,开始进入了完全统一化、标准化以及管理规范化的全面发展新阶段。规范化、全新化的标准期权市场,吸引了大量的期权经纪商以及投资者。

期权交易在美国的迅猛发展,使之成为世界上最大的期权交易中心。美国期权交易的迅速崛起和成功,带动了世界期权交易的形成与发展。1976年2月,澳大利亚悉尼股票交易所也开始推出了期权交易合约,1978年荷兰阿姆斯特丹期权交易所开业以后,它迅速与蒙特利尔、芝加哥、悉尼等地的期权交易所、证券期权交易所实现了二十四小时连续运转的交易体制,并且还统一了契约式样,发展了期权结算中心,同时欧洲各地也相继开展了证券期权交易。布鲁塞尔、苏黎士、巴塞尔日内瓦、伦敦国际金融期货交易所,也都争先恐后地推出了股票、债券、货币期权交易生意。而美国芝加哥期货交易所、商业交易所、纽约商业交易所则积极地把期权交易引入到农产品、能源期货之中。

目前,美国、英国、日本、加拿大、法国、新加坡、荷兰、德国、瑞士、澳大利亚、芬兰乃至香港都建立了期权交易所或交易所期权交易市场。期权交易也从最初的股票扩展到目前包括大宗商品(农副产品、金属产品)、金融证券、外汇以及黄金白银在内的近100个品种。可以说,几乎所有的任何形式的资产和负债都有期权交易存在。

二、期权交易的功能

期权交易无论采取哪一种具体方式,都存在买方和卖方。对于期权购买方来说,最大特点是收益不确定,风险有界定,即期权购买者最高损失程度限定在预先支付的期权权利金在内;而对于期权卖出方而言,其目的主要是以承担风险,去获取一定的收益补偿,期权交易主要具有保值功能。

1. 期权交易的保值功能

(1)从期权购买方角度分析。购入某种商品或合约的期权,实际上可以视为是一种对商品或合约价格波动的“保险”业务。例如,某农场主要出售一批小麦,现已是1992年12月份,按照惯例,12月份小麦是整个作物年中价格最低的时期,并且市况一般都看跌,为了防止小麦价格过低所带来的不应有的损失,该农场主决定运用期权交易来防范。其采取的交易策略如下:于1992年12月3日买入1993年3月份看跌期权合约2张,敲定价格为3.612美元/蒲式耳,权利金为35美分/蒲式耳,共计 $2 \times 5000 \times 0.35 = 3500$ 美元,同日国际市场小麦现货价格为3.715美元/蒲式耳。果如所料,到12月23日时,小麦现货价已跌为3.514美元/蒲式耳,同日,1993年3月份期货价为3.587美元/蒲式耳,敲定价格为3.612美元/蒲式耳的看跌期权价格涨为58美分/蒲式耳,共计 $2 \times 5000 \times 0.58 = 5800$ 美元,其财务结果如表中所列,该农场主通过买进看跌期权为自己的这批小麦确定了售卖价格,保值后还获小利299美元。

表 4.1.1

现货市场	期货市场
1992年12月3日,现货小麦价为 3.715美元/蒲式耳	买进2张1993年3月份到期,敲定价格为3.612美元/蒲式耳的看跌期权合约 权利金为0.35美元/蒲式耳权利金总额为 $2 \times 5000 \times 0.35 = 3500$ 美元
1992年12月23日,现货小麦价为 3.514美元/蒲式耳	卖出2张1993年3月份到期,敲定价格为3.612美元/蒲式耳的看跌期权合约 权利金为0.58美元/蒲式耳权利金总额为 $2 \times 5000 \times 0.58 = 5800$ 美元
亏损:每蒲式耳为0.201美元共亏损 $2 \times 5000 \times 0.201 = 2010$ 美元	盈利:2300美元
净盈利:299美元	

(2)从期权卖出方角度分析。假如某人拥有10张小麦期货合约,每张15000元,总值为150,000元,由于种种原因,他不想立即卖掉这些合约,但他又比较担心小麦价格下跌,他的这种预期和市场正好处在“熊市”相吻合。这时,他可以卖出看涨期权,敲定价格为每张合约100元。这样即便价格惨跌,也不会对该人造成损失,他不但可以保值而且还可收取期权权利金,可谓一举两得。

2. 期权交易的投机功能

期权交易的另一个主要功能是投机功能,下列案例可说明。

一般而言,交易客户只有在预期相关期货价格仅会出现小幅度波动或略有下降的情况下才会卖出看涨期权;相反,只有在预计相关期货价格会保持平稳或略有上涨时才会卖出看跌期权。卖出看涨期权或看跌期权的目的是只有一个,就是赚取期权权利金。对于看涨期权

卖方来讲,他们最惧怕出现这样的情况:相关期货价格上涨至足以使期权买方履约的水平,或者说相关期货价格的上涨是吞没掉所卖得的权利金。对于看跌期权卖方来讲,他们最担心出现的情况是:相关期货合约价格的下跌,跌到足以使期权买方行使履约权利的水平,或者说相关期货价格的下跌足以侵吞掉全部卖得的权利金水平。综合起来看,看涨期权卖方面对的是这样一种市场分布。

下面举一个卖出看跌期权,通过投机赚取权利金的例子来进一步说明。例如,尽管芝加哥商业交易所(CME)1993年5月11日小麦期货价格呈如下排列:

表 4.1.2

时间	1993 年 5 月	1993 年 7 月	1993 年 9 月
价格 (美元/蒲式耳)	3.555	3.312	3.115

但农场主约翰逊还是认定:小麦期货价格在 5、6、7 月份的价格保持平稳或上涨的可能性还是有可能出现的

据此,他在期货市场进行如下操作:卖出 10 张 8 月份小麦看跌期权合约,敲定价格为 3.421 美元/蒲式耳,权利金收入为 0.45 美元/蒲式耳,共卖得权利金: $5000 \times 0.45 \times 10 = 22500$ 美元。此时小麦的现货价格为 3.535 美元/蒲式耳,若到 5 月份,市场状况的变化如下:

(1)小麦现货价格上涨,如达到 3.535 美元/蒲式耳,则敲定价格为 3.421 美元/蒲式耳的期权买方不会要求履约,他会让该笔期权自动作废,约翰逊投机后的收入为期权权利金——22500 美元。

(2)若小麦现货价格与敲定价格一致,也为 3.421 美元/蒲式耳,则买方履约不履约,对约翰逊毫不影响,他也是得到了全部权利金——22500 美元,则约翰逊通过期权交易投机成功。

3. 期权交易功能与期货交易功能的比较

期权交易与期货交易都具有保值和投机的功能,但是这两种功能发挥的程度由于各种因素的影响,在具体表现上有相当显著的差异。弄清楚这些区别,对于任何一个需要进行价格风险防范的生产厂商或进行投机套利的投机者来说,可以根据实际需要,慎重地选择期货交易和期权交易。

(1)杠杆作用程度不一样。所谓杠杆作用是指投资市场上收益占投入资金的比率(类似于股票市场中的本益比),即每投入一元资金所取得的盈利究竟是多少,这实际上与证券市场投资收益有相同的含义。购买期权合约的最高资金投入限定在保险费(期权权利金)支出以内,而在期货交易中相同的收益所支付的投资,多于期权交易的投资即期权交易收益大于期货交易。举例说明,某投资人有现金 1,000,000 元,当时的 AXP 公司股票每股市价为 100 元。而期货交易保证金总在 10%左右,题中假定为 10%,该投资人购入 3 个月多头股

票,则他可购入 100,000 股。如果投机者不作期货交易头寸,而是购买该种股票 3 个月看涨期权,期权敲定价为 100 元,期权权利金为 4 元/股,则他可做 250,000 股的期权交易。当该股票市场价格上涨至每股 120 元,在不考虑佣金因素条件下,该投资者购买期货头寸可盈利 2,000,000 元。而他购买期权盈利额高达 5,000,000 元。大多数情况下,期权交易的杠杆作用大于期货交易的杠杆作用使用期权交易一定要慎之慎之。

(2) 损失限定不一样。如果预期的商品或资产价格出现相反的变化,期权投资的购买者最大的损失限定在期权权利金的支出上,而期货交易直接头寸投资面临的损失远远大于期权权利金损失。特别是卖出期货空头,在价格面临上涨的情况下,投资人的损失是有限定的,并且常常需要空头忍痛补仓,即在空头快要到期时不得不忍痛以较高的价格补回其已抛空的头寸。可见,期货交易损失比期权交易更大,购买者要细加思考。

4. 慎重地选择风险对冲策略,交替搭配使用期货、期权交易方式

期货交易和期权交易并不是互相排斥的,它们在实践可以交替搭配使用,从而达到保值或投机的最终目的。现实生活中,经常的例子是:采用保证金投资某种商品或资产的期货交易头寸,在价格骤然出现较大幅度的反向变化时,投资者要承担极其巨大的风险。但如果投资人在买卖期货交易头寸的同时,做一笔相反的期权交易,则可以辅助期货交易的风险对冲,以较小代价限定期货交易头寸的风险与损失。例如,投资人预期某商品的价格可能上涨,欲做“多头”买入该期货合约以期获利。但是如果价格没有上涨反而骤然下跌,他就会蒙受巨大的损失,损失的难以预估。在此情况下,他可以在多头买入期货合约的同时,购买该商品的看跌期权,一旦价格真的下跌,他在多头部位上的期货合约损失可以由期权权利金来弥补一部分,从而协助了期货对冲。而价格真如其所料,价格狂涨,该投资者可以坐享其利。同理,卖出期货空头与买入看涨期权并用,也可起风险对冲的相同效果。

期货市场的发育为期权交易的产生和发展奠定了基础,但反过来,期权交易的产生和发展为投机套利者、生产厂家进行套期保值、防范价格风险提供了更多的选择工具,进一步丰富了期货市场的交易内容。特别在价格风险防范的损失限定上,以及到期交割与否的灵活选择上,期权交易明显优于期货交易。

第三节 期权合约与分类

一、期权交易合约的基本要素

所以,期权合约的基本要素大致有如下几个要素。

1. 期权合约的敲定价格

敲定价格也常常在期货期权交易中被称为协定价格或履约价格,它是指期权合约交易

双方在签订期权合约时就已敲定的合约价格或商品价格。期权合约持有者在行使权利时,即按这笔期权交易的敲定价格买入,卖出合约或商品。期权合约价格一旦确定即不可更改。在一般情况下,当商品或期货市场正处于“牛市”时,该合约的敲定价格应比当时的市场价格略为高一些,反之则当市场处于“熊市”之时,敲定价格也就比当时市场价格略低些。

2. 期权合约中商品和数量

期权合约所涉及的上市商品与期货商品很有相似之处,一般都是选取价格变动频繁,价格波动起伏比较大,且难以把握走势的商品,期权商品可以是农产品,黄金、白银、也可以是外汇、债券、股票,甚至可以是利率指数、股票价格指数、市场价格指数等等。每张期权合约规定的商品数量因地而异,如股票期权在美国规定为每张合约为100股,而在澳大利亚股票期权合约每张为1,000股。

3. 期权合约有效期限

不同的商品在不同地点的期权交易有效期限是不一样的,期权交易一般不得达到9个月,多是3个月或6个月合约。美式期权合约可以是签约日至到期日期间随时行使权利;欧式期权合约必须在到期日才能行使期权权利。

4. 期权交易的地点

期权合约交易范围、地点比期货合约交易宽阔一些,期权合约交易在有组织的商品、证券交易所进行,也可以场外交易市场上进行。交易所内采用类似于期货合约的标准化期权合约。而在期权的场外交易中,往往是期权交易双方通过协商来确定。值得注意的是,能作期权交易的商品不是都能在期权交易所内进行交易。

5. 期权交易权利金(保证金)

它亦被称为期权权利保障金或者期权权价,它是期权的特殊价格是期权的购买或销售价格。期权购买者在购买期权时,必须支付给期权出售者一笔权利金,以换取期权所赋予的权利。期权权利金是合约中的唯一变量,其高低取决于整个期权合约、期权到期月份,及所选择的履行价格。

6. 通知日

在期货期权的买方要求履行期货期权合约时,必须在预先确定的合约到期日前的某一天预先通知结算所,再由结算所通知相应的期货期权的卖方,这一天就称为“通知日”(Notice day),也称“声明日”。关于通知日的确定,一般取决于期货期权合约的有效期限长度。在实际的期货期权交易中,期货期权合约的有效期限长度,最短可以是一个小时,甚至还有更短的,最长的可以是几个月,也可以更长。所以,通知日的具体确定是很复杂的,应具体而论。

7. 到期日

也称“履行日”(Exercise day),是指期货期权合约必须履行的这一天,它是期货期权合约的终点。它一般是先于期货合约交割月份的某一具体日期。

二、期权合约的分类

1. 按购买者权利来划分

按期权购买者的权利来划分,期货期权和现货期权一样,主要具有以下三种形式:看涨期权(Call Options)和看跌期权(Put Options)以及双重期权。

(1)看涨期权。所谓看涨期权,是指期货期权的购买者享有在规定的有效期限内按某一具体的履约价格买进某一特定数量的相关商品期货合约的权利,但不同时负有必须买进的义务。

看涨期货期权又称买权、买入选择权、延买期权等。有的干脆简称涨权。

(2)看跌期权。所谓看跌期权,是指期货期权的购买者享有在商定的有效期限内按某一具体的履约价格卖出某一特定数量的相关商品期货合约的权利,但不同时负有必须卖出的义务。

看跌期权又称卖权、卖出选择权、延卖期权等。有的干脆简称跌权。

(3)双重期权。所谓双重期权,是指期货期权的购买者既享有在规定的有效期限内按某一具体的履约价格买进某一特定数量的相关商品期货合约的权利,又享有在商定的有效期限内按同一履约价格卖出某一特定数量的相关商品期货合约的权利。这种期货期权实为在同一价格水平上看涨期货期权和看跌期货期权的综合运用。在使用这种期货期权时,期货期权的购买者一般相信市场会出现大幅度的波动,因而购入这种期货期权,就可以不管市场是大幅度上升还是大幅度下降,都能处于有利的市场位置。至于期货期权的卖方则相信市场价格的波动幅度不会很大,因而售出这种期货期权。

2. 按交割时间划分

(1)欧式期权。它实际上是指期权合约的购买方,在合约到期日才能按期权合约事先预定的敲定价格决定其是否履约的一种期权。

(2)美式期权。它实际上是指期权合约的购买方,在期权合约的有效期内的任何一个时间,按照期权合约事先约定的价格决定是否履约的权利。

3. 按期权内涵价值划分

(1)两平期权。又称等价期权、平价期权。它是指看涨期权或者看跌期权合约的敲定价格加上期权权利金,等于(或者非常接近于)相关的期货合约当时的市场价格时,这一看涨期权或者看跌期权被称为两平期权。

(2)实值期权。又称为优价期权、有价期权盈权。它是指具有内涵价值和可能在日后履行时获利的期权。当看涨期权的敲定价格与期权费之和低于相关期货合约当时的市场价格时,则该看涨期权具有内涵价值;而当看跌期权的敲定价格与期权费之和高于相关期货合约当时的市场价格,则该看跌期权具有内涵价值。这也就意味着,在以上两种条件下的期权交易具有“实值”,而且日后获利的可能性极大,故称之为“已到价期权”。

(3)虚值期权。又称为劣期权、无价期权失权,它是指不具备有内涵价值的期权。即当敲定价格与期权费之和高于当时期权价格的看涨期权,或者说敲定价格与期权费之和正好

低于当时期货价格的看跌期权。这两种条件下的期权与所述的实值期权的概念正好相反,它们不具备实值价值,故亦称虚值期权或“未到期期权”。

4. 按交易品种划分

(1) 外汇期权。

外汇期权(FOREIGN EXCHANGE OPTION)又叫货币期权(Currency option)是外汇交易双方根据标准化合约,买方买入在一定期限内可以按协定汇率向卖方购入或卖出一定数量外汇的权利,卖方收取期权费,并有义务应买方要求卖出或买入该笔外汇。期权的买方获得的是一种权利而不是义务,可以使其到期作废,损失的只是预付的保险费。

(2) 股票指数期权。

美国于 1983 年据出了股票指数期货的期权交易,它的出现既弥补了原来股票指数期货交易之不足,又保持了期货本身的许多优点。

由于股票指数期货合约的价格是以点数表示行市(如美国综合股票指数期货合约每点以 500 美元为计算单位),所以其期权合约的价格也是以点数来衡量的,这与股票期权直接以货币表示有很大差别。如协定价格为 150 的纽约证券交易所综合股票指数期货合约的 3 月份保险金的点数为 6.75,则这份协定价格为 150 的合约的保险金为 3375 美元(6.75×500)。

(3) 利率期权。

利率期权同样是一种权利,而不是一项义务,购买者在指定的日期接受或付出某一约定的协定利率。如果投资者预期利率下降,期货市场价格提高,他会考虑购买一个利率买入期权。相反,如果借款人预期利率上升,期货市场价格下降,而购买一个利率卖出期权,可从中获利。期权购买者要付给期权出售者一笔期权费,即保险金,同任何市场价格一样,其数额的大小由市场供求关系决定。

第一个把期权交易运用到银行票据期货市场上的是澳大利亚的悉尼期货交易所。随后,期权交易被世界上许多交易所广泛采用,其中以美国期权交易发展最为迅速,影响力也最大。美国芝加哥交易所于 1982 年 10 月 1 日率先推出长期债券期权;美国股票交易所于 1982 年 10 月 22 日推出了中期债券期权,1982 年 11 月 5 日又推出短期债券期权。

第四节 期权价格制定及交易战略

一、期权价格的制定

期权价格或期权费可用不同方法表示出来,一般是按单位计算,比如一笔英镑期权交易的期权费为每磅 0.05 美元,某股票期权费为 5 美元/股,或者玉米期权费为每蒲式耳 0.35

美元。期权费作为合约选择买卖的价格,被西方学者认为是由市场供求决定的,即由对期权合约的供求数量决定的,它反映出期权买卖双方对这一权利的价值判定。从理论上讲,期权的价值由两部分价值组成,即内在价值和时间价值。

1. 期权内涵价值(内在价值)

期权内涵价值,亦称内在价值。它是指立即履行期权合约时可获得的总利润,它反映了期权敲定价格和该商品或相关期货合约市价的关系。比如,一个玉米期权合约敲定价格为 3.05 美元/蒲式耳,而实际市价为 3.55 美元/蒲式耳,其期权内涵价值为 0.50 美元/蒲式耳;当市场价格等于敲定价格时,内涵价值为零;简言之,无论是看涨期权还是看跌期权,当期权处于有利价时,它具有内涵价值。反之则不具有内涵价值。

(1) 决定期权内涵价值的主要因素。

①敲定价格状况。看涨期权敲定价格越低,期权也就越易于转向有利价,使其对看涨期权需求增加,因此,期权购买方会在讨价还价中与卖出方用较高期权价购入。同样的道理,看跌期权敲定价越低,可能达成的期权价格越低。

②商品市场价格状况。在商品市场处于“牛市”时,看涨期权易转向有利价,而看跌期权则易于移向无利价,从而导致看涨期权价格上升,看跌期权价格下跌。相反的情况却是,在商品市场处在“熊市”时,看涨期权价格下降,看跌期权价格上升。

(2)期权的 Delta 和 Gamma 值。Delta 和 Gamma 是期权权利金或期权价格中的两个敏感性程度。Delta 用于衡量当每一单位相关期货合约价格变动时诱发的期权价格变动率, $0 < \Delta < 1$, Delta 为 1 的含义意味着期货价格随商品市场价格提高而成等比率增加, Delta 值越接近于 1,表明期权越处于一个极有利的价位。Gamma 则是衡量每一单位商品或相关期货价格变动所诱发 Delta 变化的变动幅度。

2. 期权时间价值

期权价格另一个构成部分是时间价值。时间价值是指当期权买方希望随着时间的延长,相关期货价格的变动有可能使期权增值时乐意为购买这一期权所付出的期权权利金额,它还可以表现为期权卖方所乐于接受的期权售价。通常决定期权时间价值的主要因素有:

(1)剩余有效期。如果其他条件不变,当期权价格临近到期日时,其时间价值衰减速度加快。这主要是因为可以导致期权转向有利价的时间不多。而到期日期权也就不再存在时间价值。此时说期权仍有价值的话,那也就只剩下内涵价值。而这期权价值随着到期日的临近而出现的衰缩率可以用 θ 值表示。 θ 值实际上表示时间衰减图中曲线下降幅度,许多期权交易者在卖出期权时用 θ 值来估计可能产生的潜在利润,而期权交易者买入期权时用 θ 值表示由于时间衰减而可能招致的风险程度。

(2)市场价格波动幅度。商品或期货市场价格的波动不仅直接影响到期权的内涵价值,也影响时间价值。期权交易中须慎重地考虑日价格的波动。当商品或相关期货价格波动幅度增加,那就会相应地增加期权价格水平。因为价格波动幅度越大,市场价格将该期权推向有利价的可能性也就越大,期权买方也更乐于接受卖出方提出更高的期权价格。

3. 期权价格模式

(1)影响期权价格的主要因素。

影响期权价格的主要因素有5个,下面我们试以股票期权为例来讨论这5个因素。在讨论某一个因素时,我们均假设其他因素不变。

①基础资产当前价格与协定价格之差。当股票期权被执行的时候,期权带来的盈利是股票市场价格超过期权协定价的部分(看涨期权)或其负数(看跌期权)。因此,对看涨期权而言,股价越高而协定价格越低,期权越是有利可图,从而期权价格越高;看跌期权则正好相反,股价越低、协定价越高的期权越昂贵。

②期限。在考虑期权的期限长短对期权价格的影响时,我们要区分一下美式期权和欧式期权。美式期权的期限效应比较简单,无论是看涨或看跌期权,期权价格与到期日远近呈正相关。这一点可以这样解释:假定有两份到期日有差异的期权,由于美式期权购买人在到期日前任何一天都可决定执行期权,因此,期权出售者在到期日前的每一天都承担着由于基础资产价格变动而使期权持有人决定执行期权的风险,到期日越远,对期权持有人而言机会越多,而对期权出售者来说则是风险越大,期权价格作为对出售者承担风险的补偿,就应该蕴含更高的时间价值。故期权价格应随期限长短而作同方向调整。

欧式期权则要复杂一些,因为它无论期限长短,对期权持有人来说,执行的机会都只是到期日的那一天。例如,有两份看涨期权,其中一份在1个月之后到期,另一份在6个月之后到期。虽然说作为标的物的股票在6个月内暴涨(对持有人有利)的概率一定比1个月内大,但我们无法断定股票在6个月后的那一天暴涨的概率比1个月后的那一天大,也很难说6个月后的股价超过协定价的幅度会大于1个月后的股价超过同一协定价的幅度。甚至我们还可以举出反例,如果某种股票预期在6个月之后有一次分红,从而6个月后股价会有一次下跌,此时,1个月的期权价格反应高于6个月的期权价格。

③基础资产价格的稳定性。基础资产的价格是否稳定或是否易变决定了我们对未来价格变化的把握,其具体的衡量指标通常是用价格的方差或标准差。如果一种股票的价格非常不稳定,易变性很强,那么这种股票的暴涨暴跌的可能都很大。对股票持有人来说,暴涨暴跌的结果可能会正好抵消,但对期权持有人来说,情况就迥异了,例如,股票价格暴涨能给看涨期权持有人带来巨额利润,但股价暴跌却不会对他造成什么损失,因为最坏的结果也就是放弃执行而损失一笔已付的期权费。因此,基础资产价格越是不稳定,期权持有人的损失可能性和损失上限不变,而盈利的可能性和上限却提高了,而对期权出售者而言,出售这样的期权被执行的可能性较大,潜在的或有亏损更高,故须以较高的价格出售期权来抵偿自己承担的风险。

④无风险收益率。在不用数学工具的条件下看无风险收益率的影响不是那么显而易见。股票作为一种有风险的投资方式,其平均收益率是在无风险收益率的基准上加上风险溢价,因此,无风险收益率上升后,股票总体价格增长率也应该上升。同时,期权持有人未来从期权得到的各种收益在上升后的无风险收益率贴现后下降了。这两方面的因素都会使看跌期权的价格下跌,但它们对看涨期权价格的影响是相互矛盾的:股票价格增长率的上升应使看涨期权变贵,而期权收益现值的下降又会降低它的价值。可以证明,第一个因素总是能盖过第二个因素,也就是说,无风险利率的上升将提高看涨期权的价值。

需要指出的是,我们在讨论各个因素的影响时,总是假定其他因素不变,但事实上利率变动(上升或下降)时,会马上给股价带来冲击(下降或上升),从而又影响期权价格。因此从一般均衡的角度来考察利率变动对期权价格的影响时,不仅要考虑直接效应,还要考虑间接影响。

⑤分红。分红将使股票在除息日之后价格下降,因此对看跌期权是好消息,而对看涨期权则是坏消息。所以,看涨期权的价格与预期分红的数额负相关,看跌期权的价格与之正相关。

上述分析列成表可一目了然(见表 4.1.3)。

表 4.1.3 影响期权价格的因素

变量	欧式看涨	欧式看跌	美式看涨	美式看跌
股票价格	+	-	+	-
协定价格	-	+	-	+
期限	?	?	+	+
价格稳定性	+	+	+	+
无风险收益率	+	-	+	-
分红	-	+	-	+

(2)布莱克——斯考尔斯公式。

1973年,两位伟大的金融理论和实务家,布莱克(F. Black)和休尔斯(M. Scholes)在他们的著名论文“期权定价与公司债务”中成功地解决了期权的一般定价公式。

最基本的布莱克—休尔斯公式假定期权的基础资产现货价格的变动是一种随机的“布朗运动”(Brownian Motion),其主要特点是:每一个小区间内价格变动服从正态分布,且不同的两个区间内的价格变动互相独立。则欧式看涨期权的价格(C)可通过以下公式计算得出:

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$$

其中,

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + 0.5\sigma^2)T}{\sigma T^{0.5}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/K) + (r - 0.5\sigma^2)T}{\sigma T^{0.5}} = d_1 - \sigma T^{0.5}$$

上式中 $N(x)$ 代表标准正态分布的累积概率分布函数(即某一服从正态分布的变量小于 x 的概率)。

欧式看跌期权(p)的定价为:

$$p = Ke^{-rT}N(-d_2) - SN(-d_1)$$

我们举例来运用布莱克—休尔斯公式进行期权定价。假定有个 6 个月期限($T=6$)的股票看涨期权需要定价。现行的股价(S)为 100 美元,股票收益率的年度标准差(σ)为 50%,期权的协定价格(K)为 100 美元,无风险收益率(r)为年率 10%。据公式算得:

$$d_1 = \frac{\ln(100/100) + (0.10 + 0.5 \times 0.25) \times 0.5}{0.5 \times 0.707} = 0.318$$

$$d_2 = 0.318 - 0.5 \times 0.707 = -0.0355$$

查找标准正态分布表可得:

$$N(d_1) = 0.6236$$

$$N(d_2) = 0.4859$$

代入公式可得:

$$C = 100 \times 0.6236 - \frac{100}{e^{0.1 \times 0.5}} \times 0.4859 = 16.14 (\text{元})$$

斯考尔斯和另一位经济学家默顿因为对期权定价公式的贡献而获得 1997 年度诺贝尔经济学奖,布莱克不幸于 1995 年逝世。

二、期权交易战略选择与案例剖析

1. 买入看涨期权

由于看涨期权赋予购买方在既定敲定价格水平上购入相关期货合约的权利,看涨期权购买方确信相关期货价格将会涨至弥补其为购买看涨期权所付出的期权权利金。在某些情况下,交易者购入期权倒不一定是出于投机目的,而只是通过买入看涨期权为其日后将要购入的现货商品确立一个最高价格水平或者用来对冲空头期货部位。我们可以通过一个实例来说明。

黄豆粕制造商预计,在今后晚些时候要收入豆粕,但他担心的是,购入豆粕之前,豆粕价格在下跌,而今后的走势又可能会上涨,豆粕制造商欲采取临时性保险措施以防止豆粕价格突然上涨所引起购买费用大大超出预算,但是他又不想放弃豆粕果真持续下跌而带来好处。于是,为防止豆粕上涨,同时又不排除在豆粕价格果真继续下跌时,他可能捞点好处,他决定买入豆粕看涨期权。现假定 5 月份时豆粕价格为 148 美元/吨,豆粕商以 15 美元/吨的期权费购入一张敲定价格为 165 美元的 9 月份到期看涨期权合约。而在 8 月份,豆粕果然涨至 163 美元/吨,但豆粕商估计豆粕仍未涨至顶点,今后还会大涨价,于是他以 31.5 美元的权利金卖出一张敲定价格为 165 美元的 9 月份到期看涨期权合约,以对冲期权部位。通过这一买卖过程,他在期权交易中获利 16.5 美元,得到这笔款项足以最大限度地弥补他在现货市场中购入豆粕时而价格上涨所支付的购买费用增加,并略有盈余(1.5 美元)。

表 4.1.4

现 状	期 货
5 月份现货豆粕 148 美元/吨	5 月份买入一张 9 月到期,敲定价格为 165 美元的看涨期权合约。价格:15 美元/吨
8 月份买入现货豆粕 163 美元/吨	8 月份卖出一张 9 月到期,敲为价格为 165 美元的看涨期权,价格为 31.5 美元/吨
结果:亏损(每吨)15 美元	获利 16.5 美元/吨

这一交易战略主要优越性表现为:豆粕商可以通过买入看涨期权,有效地防止可能出现的豆粕价格上升所导致的购买预算增加,该豆粕商选择是很明智的,如果现货价格下跌的话,豆粕商可以较低价格购入豆粕现货,而任其买进的看涨期权作废,或将期权转卖赚取时间价值,他为制定这一价格保险付出的最大代价仅是其为买入该笔看涨期权而支付的权利金。

2. 买入看跌期权

在许多情况下,交易者也可能通过买入看跌期权为日后将要卖出的现货商品固定一个价格下限或者对冲多头期货部位,下列情况可以说明利用看跌期权防止相关市场价格下跌引起的损失。

如上例中的豆粕制造商急于处理其库存豆粕因为豆粕供应量太大了。5 月份时,豆粕价格为 148 美元/吨,该豆粕商担心还下降,竞争对手可能利用原料豆粕价格下降之机,推销库存,于是他以 6 美元/吨的权利金买入一张 9 月份到期,敲定价格为 128 美元/吨的看跌期权,而在 8 月份,豆粕价格实际已跌至 138 美元/吨,于是该豆粕商以 15 美元/吨的权利金卖出 9 月份看跌期权合约,每吨获利 9 美元(15—6),他可利用看跌期权有效地与对手竞争,例如豆粕价格上升,豆粕商可任其买入的看跌期权作废或对冲手中的多头看跌期权部位以获取可能出现的时间价值,他为此采用此项措施付出的最大代价只是买入看跌期权付出的权利金。

表 4.1.5

现 状	期 货
5 月份现货豆粕 148 美元/吨	买入一张 9 月到期,敲定价格为 128 美元的看跌期权合约。价格:6 美元/吨
8 月份买入现货豆粕 138 美元/吨	卖出一张 9 月到期,敲定价格为 128 美元的看涨期权,价格 15 美元/吨
结果亏损 10 美元/吨	获利 9 美元/吨

3. 卖出看跌期权和看涨期权

交易者卖出看涨期权或看跌期权,本意只是为赚取期权权利金。一般而言,交易者只有在预计相关期货价格出现小幅度波动或略有下跌情形之下才会卖出看涨期权,只有预计到相关期货价格仅会保持平稳或略有上涨时才会卖出看跌期权,见表 4.1.6。总之,对于看涨期权卖方来讲,他们寄希望于相关期货价格不会上涨至使期权购买方行使履约期权的水平,或者即使相关期货价格上涨,上涨幅度也不要超出他们收取的权利金水平;然而对于看跌期权卖方而言,他们寄希望于相关期货价格不会下跌至使期权买方行使履约的水平,或者即使相关期货价格下跌,下跌幅度也不要超过期权权利金。

表 4.1.6 期权买卖双方对于相关期货市场预测

交易双方	看涨期权	看跌期权
购买方	看涨(牛市)	看跌(熊市)
出售方	持稳或略有疲软	持稳或略有上升

4. 期权套期图利

期权套期图利是指利用期货或现货部位,同时买入和卖出一张或更多的期权合约。由于同种或者相互关联的商品,但不同交割月份的两张期权合约趋于同方向运动,套利交易可以提供在价格出现始料未及的逆转或者剧烈波动时起到一种价格保护的作用,原因非常简单,套利交易中亏损的一方可以由盈利的一手或多或少地弥补。例如,假定由于价格上涨使套利交易的卖空合约出现亏损,则买空合约则会有所获利。

期权套利按照其实现方式可分三种,即:期权垂直套利、期权水平套利和期权转换套利。

①期权垂直套利可以将风险和收益限定在一定范围之内,其交易方式表现为按照不同的敲定价格同时买入和卖出同一到期月份的看涨期权或看跌期权,当交易者预期行市看涨时运用买空套利,反之在行市看跌时运用卖空套利。②期权水平套利是指期权交易者利用不同到期月份期权合约的不同时间期权费衰减,进行的期权套期图利活动。例如,某期权交易者在买进看涨期权或看跌期权的同时,按相同期权敲定价格,但不同到期月份卖出同一类型的期权合约,由于近期期权的时间衰减速度快于远期期权的时间衰减速度,所以期权交易者在卖出较近期期权的同时,买入较远期权合约。明智的期权交易者,在预期长期价格稳中趋涨时运用看涨期权水平套利,而在长期价格稳中趋疲时运用看跌期权水平套利。③转换套利,是指期权交易者利用期权价格与期货价格的差额进行套期图利。其中转换套利又有两种形式,包括正向转换和反向转换套利。正向转换套利通常是指交易者买入一个看跌期权,卖出一个看涨期权,再买入一手期货合约,看跌期权和看涨期权的敲定价格和到期价格都相同,在价格上应尽可能接近期权敲定价格。在此条件下,假如期货价格接近期权敲定价格。假如期货价格在到期日之前高于期权敲定价格,则期货期权转换套利者的空头看涨期权将被履行,并自动地与交易者多头期货部位相对冲,多头看跌期权可任其作废。若合约到期前期货价格低于看跌期权的敲定价格,则多头看跌期权将会被履约,并且自动地与多头期货部位对冲,而空头看涨期权可以任其作废。

反向转换套利交易包括买入看涨期权、卖出看跌期权,再卖出一手期货合约。其中,看跌期权与看涨期权的敲定价格和到期月份都是相同的,期货合约的到期月份与期权月份相同,在价格上则应尽可能地接近期权敲定价格。在些条件下,假如期货价格在到期时高于期权的敲定价格,空头看涨期权将被履约或行使,并且自动地与期权期货转换套利者的空头期货部位对冲,空头看跌期权则任其作废。假如期货价格在到期时仍低于期权敲定价格,空头看跌期权将被行使,并且自动地与交易者的空头期货部位相对冲,多头看涨期权则任其作废。

第二章 可转换公司债券

第一节 可转换公司债基础

一、可转换公司债的一般概念

1. 什么是可转换公司债券

(1) 五种金融工具。

在资本市场中,有许多金融工具(Financial assets),大体上可以分为五大类:

一类是直接权益求偿权(direct equity claim),代表了所有权,包括股票,以及可以用来购买股票的认股权(warrants)和选择权(options)。认股权与选择权可以让所有人在未来以既定的价格购买特定数目的股票。每份认股权通常转换为一股普通股,本质上属于长期投资,选择权则通常以 100 股为单位,本质上属于短期操作。

二类是间接权益(indirect equity),是将资金投入共同基金等投资公司中。投资公司汇集许多投资人的资金,用以投资股票或其它投资组合。

三类是债权人求偿权(creditor claim),是由金融机构、公司或政府所提供的负债工具。这类金融工具的报酬率通常都已经事先设定,但是实际的获利率则可能随着市场的状况而有所变动。它包括储蓄帐户、货币市场基金、商业本票、国库券、债券(普通债券及可转换公司债券)等。

四类是优先股(prefered stock),包括普通优先股和可转换优先股。这类金融工具是权益求偿权与债权人求偿权的混合体。

五类是商品期货(commodity future),包括小麦、玉米、大豆、铜、国库券或外汇等金融工具,种类繁多。它是在未来以既定价格买卖某种商品的契约。

由此我们可以看出可转换公司债券在金融资产种类中的地位,并可以得出这样的结论:

可转换公司债券是指在发行时标明发行价格、利率、偿还或转换期限,持有人有权到期赎回或按规定的期限和价格将其转换为普通股票的债务性证券。可转换公司债券归入负债工具一类,属于债权人求偿权,但它转换为股票,则就归入直接权益求偿权。要理解可转换公司债券这一介于股票与债券二者之间的混合型金融工具,首先要弄清债券与股票的相同点,尤其是各自的特征,以及可转换公司债券是如何产生的。

(2) 债券与股票的相同点。

①债券和股票都可以在证券市场上转让或买卖,并有市场价格。在还本期限到来之前,如果购买者需要资金必须转让或买卖,同样,股票所有者为了变现或取得投机效益也必须在市场上买卖。债券股票市场上的交易价格不同于面值,它主要取决于证券的预期收入和银行存款利率两个因素,此外还受政治、经济、心理等方面的影响。

②债券和股票的价格都是资本化了的收入,债券、股票都属于虚拟资本。

债券和股票不是劳动产品,没有价值,之所以有价格,是因为股票、债券的卖出等于出让了借此领取债券利息和股票股息的权利,能给人们带来收入。但是,它们并不能在生产过程中发挥实际资本的作用,故它们是虚拟资本。

③债券和股票的交易都具有双重作用。债券、股票交易既可以给债券、股票投资者提供变现的方便,又可以传递市场和企业的信息,引导资金的合理流向,有利于产业结构的调整和资金市场的培育。但由于股票价格易受国内外政治、经济因素的影响而大起大落容易为各类投机提供方便,引起市场上的虚假需求和混乱局面。

债券是代表借入资金,发行债券的公司必须有偿还债务的能力。当发行公司销售债券后,它就是向债券购买者借入了资金,而债券本身也就是一种债务的正式凭证。每一张债券是发行公司对债券持有者的一种契约,它必须依照面值按时归还本金,也必须自发行之日起至收回债券之日为止,按期支付定额利息。

(3) 可转换公司债券的产生。

债券与股票的差别之一就是,一个人购买发行所发行的股票,实际上就等于购买了发行公司的一部分产权;而购买发行公司的债券,则是将他的资金借贷给了发行公司。股东依据拥有股份的多少而从公司的利润中获得股息,而公司债券持有者只有从他的投资中获得利息,以作为他固定的投资报酬。

债券与股票的差别之二就是,如果发行公司经营业绩好,能获得短期经营利润,那么股东就可以分享实际的利益,因为这时的股票价格必定上升,红利也较高。而债券持有者却不敢有这种奢望。因为公司经营的好坏,一般都不会影响到债券持有人的利益,债券价格是很少变动的。当然,公司债券的投资与股票相比相对安全,因为债券构成了公司债务的一部分。假如公司经营不善而宣告解散,那么其资产分配顺序是公司债券所有者,其次是优先股股东,最后才是普通股股东。

但是债券也有它的局限性。从公司财务的观点看,债券与股票相比就具有一些缺点。债券的利息是固定的,不管公司经营情况如何,利息到期是必须支付的。普通股股东只是在公司赚钱的时候才获得股息的支付,而且对于公司极少有束缚性。利息的支付属于公司费用科目,在支付所得税之前,要从公司收益中扣除,而股息是从支付税金以后的公司净利中

分配给股东的。

鉴于上述债券的局限性,因而,经投资银行专家的研究,为了引起投资者更多的关注,在发行公司信用债券的时候,附上一个转换的条款,这样,一个新的金融工具——可转换证券(Convertible security)便产生了。与股票相联的、可于日后置换股票的金融工具大致可分为两种:第一种是可转换公司债券或可转换优先股,两者笼统地讲,又可称为可转换证券(Convertible security)。转换一旦发生,原来的证券便不存在。第二种是配发认股权证的债券。与可转换证券不同的是,认股权证是可以独立交易的,其债券部分不能转化为股票,而是在债券到期日由发行人还本赎回;认股权证持有人可在一定期限内行使认股的权力,以现金认股,从而增加发行企业之资本。

所谓可转换公司债券(Convertible Bond),就是根据投资者的意愿,将所持债券以市价转换为发行公司的股票,更多的则是以相应股票发行时的市价为基础,溢价转换。如果投资者行使转换权,转换后的债券持有者就变为股东,发行公司的债务栏减少,资本金栏增加。投资者也可以不行使转股权力,一直到债券期满为止。

可转换公司债券兼具债务和股本两种性质,二者密不可分。对投资者而言,该类债券提供了债券所能提供的稳定利息收入和还本保证,也提供了股本增值所带来的利益。对这类债券支付的利息或红利通常高于普通股红利收益,因而这种市场价值下跌潜在风险有限,具有固定收益的金融工具吸引了那些既渴望得到较高收益又不希望错过股票升值的潜在收益的投资者。对发行者而言,该类债券提供了在将来以高于现时股价的价格售出股票的可能性,并具有在债券转换前以低成本发行债券的吸引力。如果相应的股票价格没有达到现行的转换价格,可转换公司债券没有被转换,只要求发行人在到期日偿还发行的本金。这样,发行者的还本付息成本大大低于直接发行债券,同时有可能在股票价格下跌时以高于发行时的市场价格售出股票。所以说,对双方而言,可转换公司债券既非纯债券,亦非纯股本,而是一种混合金融工具。由于可转换公司债券具有和普通股双重特性,其价值也就是纯债券的价值加上股票部分期权的价值两部分的总和。发行者可以根据不同的市场条件和投资对象来调节这两部分的价值,达到吸引不同投资者的目的(参见图 4.2.1)。

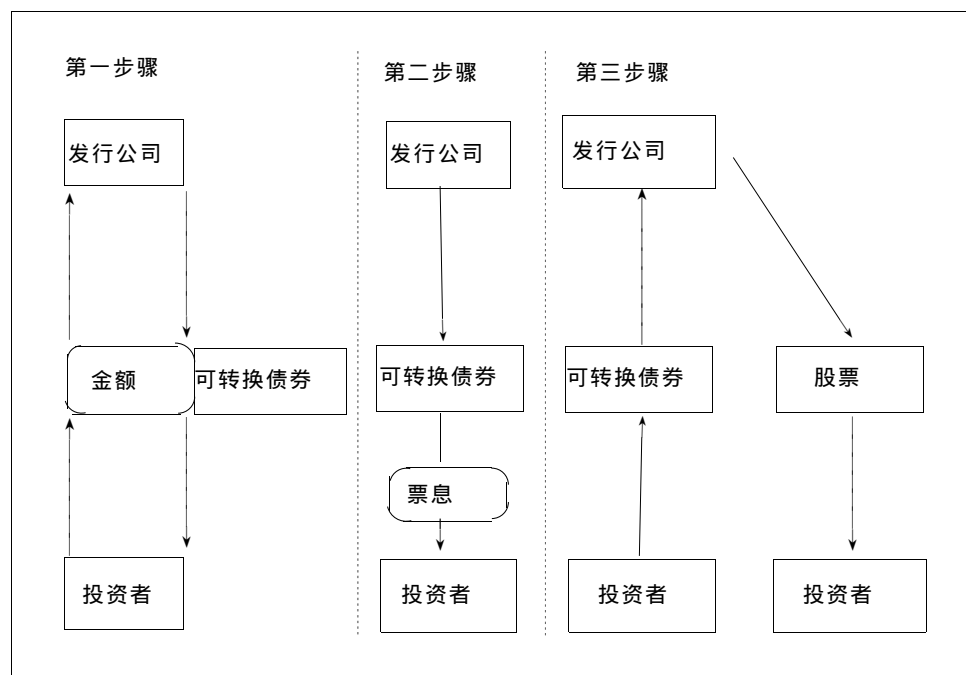


图 4.2.1 可转换公司债券原理

所有的可转换公司债券可按投资者的选择转换为指定数量的股票,此谓之所换股率。这一比率是在债券发行时依据由债券转换而来的股票的市价制定的债券发行时该股票的市价,而这价格通常高于债券发行时该股票的市价,高于部分即称为换股溢价。换股之权(亦称期权)通常在可转换公司债券期满前均可行使。转换时并无款项易手,而是由投资者将其转换为一定数量的股票,或持有或出售。

由于该类债券的现金流与换股和赎回模式有关而且无固定规律可循,这一金融工具和风险无法用利率和汇市管理技术来对冲。债券一旦换股,股本即得到扩大,而企业的债务即下降。由于换股期限涵盖债券的整个生命期,假定换股溢价订于合理范围内,那么该类债券在期满前转换为股票的概率就会非常的高。

总之,经过上述分析,我们可以给读者一个简要的概念,可转换公司债券的性质介于股票与债券之间,在还未转换之前,与普通的公司债券没有区别,可以坐收固定利息,一旦发行公司的可转换公司债券不可以摇身而变成股票,这就是“转换”的含义。正因为有这种特征,因此可以说可转换公司债券是兼具了债券与股票之长,在涨势中与股价连动,在跌势中则可收息保本,称得上是一种进可攻、退可守或者说,“上不封顶,下有保底”的投资工具。

2. 可转换公司债券的种类

根据发行地和定值货币的不同,可转换公司债券可分为国内可转换公司债券、境外可转换公司债券、瑞士法郎可转换债券等。

(1)国内可转换公司债券(Domestic Convertible Bond)。

这种可转换公司债券是在本国境内发行并且以本国货币定值的,例如深圳宝安股份有限公司 1993 年发行的宝安可转换公司债券就属于这种类型,它是以人民币标明面值,仅限于国内投资认购,而且仅能转换成该公司的 A 种股票。

(2)境外可转换公司债券(Foreign Convertible Bond)。

这种可转换公司债券是指本国发行人在本国境内或境外发行的以某种外国货币标明面值的或者外国发行人在本国境内以本国货币或某一外国货币发行的可转换公司债券。

境外可转换公司债券又分为三种:瑞士法郎可转换公司债券、欧洲可转换公司债券和欧洲美元可转换公司债券。

(3)瑞士法郎可转换公司债券。

这种可转换公司债券是指以瑞士法郎定值的可转换公司债券。瑞士资本市场是欧洲债券发行公司通常的替代性市场,其安排新券出售的程度几乎和欧洲债券相同,运作方法也极类似。中国的第一例海外可转换公司债券就是瑞士法郎可转换公司债券。

中纺机发行的可转换公司债券就属于这种类型,它是以瑞士法郎标明面值,供海外投资者(主要是瑞士投资者)购买的。该债券的面值为 SFr. 50000,转换期限为 1994 年 1 月 1 日至 1998 年 12 月 11 日,投资者可以在此期限内任何时候将债券按每股 0.43 美元的转换价格(瑞士法郎与美元之间的汇率固定为 SFr. 1.150/USD1)转换成该公司的 B 种股票。

(4)欧洲可转换公司债券(Eurconvertible Bond)。

这种可转换公司债券是指由国际辛迪加同时在一个以上国家发行的以欧洲货币(包括美元、英镑、德国马克、日元、加拿大元、荷兰盾等 13 种货币)定值的可转换公司债券。欧洲可转换公司债券有记名和不记名两种形式,不记名的债券只要持有该债券就拥有其所有权,转换起来也很方便,只要像货币那样简单地进行交付即可;而记名债券则要在债券上注明所有人的姓名和号码,转让时必须通过背书,即由原所有人声明将该债券转让给新所有人,并在其上面注明新所有人的姓名。大多数欧洲可转换公司债券每年支付一次利息,而且其利息可免征所得税。

(5)欧洲美元可转换公司债券。

亚洲的发债人最欣赏的品种之一便是普通的以美元标价的欧洲可转换券。该债券支付一固定的利息,其利率在发行时便已确定。债券以面值 1000 美元发售,到期仍以面值偿还。在债券到期以前,投资者可以按预先定好的转换价格将债券转换为发债人的股票。此“转换价格”在发行时就确定下来。且通常为溢价发行。欧洲可转换公司债券对于那些在欧洲市场上通过股权相关的产品融资的亚洲公司来说,一直是最主要的融资方式。该市场在 1993 年达到了一个新的高峰。

可转换公司债券的结构可以多种多样,以迎合发行者与投资者的需要。可转换债券位于融资系列的中间位置,我们可以使其带有更多的债券特点,亦可使其带有更多的股权特点。我们可以通过诸如加上卖出期权、变更票面息率或赎回价等手法设计不同的可转换公司债券。比如可退还债券是一种允许持有人在到期前的指定间隔期进行兑现的债券,它在亚洲深受欢迎。这种债券比普通可转换债券的票面息率低,但投资者通过溢价兑现而得到

补偿。

另一种最近在亚洲流行的可转换债券是“升水可转换公司债券”。与可退还债券相近,这种债券票面息率很低,但溢价兑现所得回报率高于美国同期国债息率。

根据可转换公司债券的转换条件(如息率),它又可分为“上市”债券、无息可转换公司债券、传统息票可转换公司债券等。

(6)“上市”债券。

近几年在亚洲发展起来的另外一个品种是“上市”债券。或称上市前预售可转换公司债券(Going Public Bonds)。这是欧洲可转换公司债券的一种新的变形。它的特点是投资者将来可以用债券转换的,不是发债人自身的股票,而是发债人将来可能上市的子公司的股票。在香港,恒基兆业首次发行“上市”债券,融资4亿2千万美元。这在当时是亚洲公司在欧洲市场上发行的最大的股权相关的债券。随后,Lai Fung也发行了“上市”债券,该债券允许投资者将债券换成其在中国的一家地产公司的股票,从而使国际投资者可以间接地投资于中国的地产市场。

这些债券的特点是息票利率的“逐级增长”——即债券的利息按发行时定好的时间逐渐增长,以及赎回方式——即允许投资者溢价兑现该债券的收益,高于同期美国国债。

为了应付美国利率不稳定的情况,1994年10月市场上又出现了另外一种变形。和记黄埔发行了一种“浮动利率上市可转换公司债券”,其转换是强制性的。若发行后3年内,公司未进行首资股票发行,则债券将要开始按浮动利率支付票息,直到期满。这个特点使得和记这家地产开发收入占据重要位置的综合性公司得以筹集资金来支持其在中国的基础设施投资。

(7)无息可转换公司债券。

在众多的可转换公司债券结构中,无息可转换公司债券可称得上是最罕见的一种。虽然在欧洲市场也有少量专注发行给瑞士投资者的无息可转换公司债券,但其主要发行地及市场仍是在美国本土。

无息可转换公司债券的票面息率为零,并通常以大幅的票面折让发行,使其“到期收益率”保持在一个可接受的水平。此类债券的转让溢价一般较高。无息可转换公司债券可在到期时以票面值赎回。

相对于普通纯债项,无息可转换公司债券可于发行前期为企业节省一定的成本,因此较为适合于发展初期的高增长企业。

(8)欧洲可转换优先股。

1993年3月,怡和策略控股公司发行了3.59亿美元欧洲可转换优先股。这是香港公司首次利用这种发行,因此开创了市场之先河。接踵而来,有几家著名的香港公司如淘大置业、富豪酒店等纷纷发行可转换优先股。可转换优先股可转换为一定数量的普通股,付红利而不付息。在债权上,它排在可转换债券之后,但在普通股之前。与可转换公司债券不同,它通常无固定到期日,并在许多方面可被视为永久债券。这种产品迎合了香港公司的特殊需要,而且也因为这是一种具有保证的回报和有限的下跌风险的股权投资,因而广受外国投资者的欢迎。

根据可转换公司债券性和股权性双重特性,它又分为下列五种类型。从第一种类型到第五种类型,债券性从强到弱,呈递减性,而股权性从弱到强,呈递增性。

(9)零息票可转换公司债券。

在欧洲市场上较少采用,通常是5年期证券(初次转换溢价一般为12—15%);95%为债券值;沽出机会为45—50%。

(10)溢价赎回可转换公司债券折扣可转换公司债券。

混合零息票及传统息票的可转换公司债券,是高股息的理想结构,欧洲市场投资者的高度认同性;一般为10年期(10—12%初次转换溢价),通常是短期可转换公司债券(5—7年期),85—90%为债券值,赎回机会为25—30%。

(11)传统息票可转换公司债券。

欧洲市场最流行的结构,对股利丰厚的股票来说较难设计结构,一般以10年为期(15—18%转换溢价),75—80%为债券值,赎回机会为15%,优先转换债券。

永久性证券,转换溢价通常为15—18%,在美国已有巩固基础,在欧洲正日渐受欢迎,在世界各地以记名方式出售,65—75%为债券值。

必转换债券,基本上就是递延股本的出售,100%肯定转换,一般期限为5年(转换溢价一般为0—5%)。

二、可转换公司债券的基本要素

1. 可转换公司债券的一般特征

公司债券是一种承诺偿还的特殊债务凭证,具有以下特征:

(1)定期偿还本金。公司债券发行时都注明到期日。债券到期,发行公司要按票面金额偿还所借款项,不得随意拖延。

(2)定期支付利息。债券发行公司债券发行条件中规定的固定利息率向债券持有者定期支付利息。付息时间通常在公司债约上规定,一般为每年两次。若发行公司未能按期履行支付利息的义务,持券人有权诉诸法律来解决。

公司无论发行何种债券,其债券主要由以下基本要素组成:

(1)债券面值。债券面值亦称债券的到期值,它包括票面价值的币种和票面金额两个基本内容。票面价值的币种是指以何种货币作为债券价值的计量标准。它可以是发行公司本国货币,也可以为发行公司所在国以外国家、地区的货币。其选择依据则以债券发行对象和需要确定。债券票面金额是指票面所标明金额的大小。

(2)债券利率。债券利率是指债券利息票面价值的比率。它主要受银行利率、发行公司资信、偿还期限、利息计算方式以及资本市场上资金供求情况的影响。

(3)债券的价格。从理论上讲,债券的票面价值就是债券的价格,但实际并非如此,由于发行公司的种种考虑以及债券市场供求关系的不断变化,在发行债券时,有时可能低于票面价格出售,有时可能高于票面价格出售;有时可能按票面价值出售,债券的票面价值是固定不变,而债券的价格则随着市场的变动而不断变化。

(4) 债券的偿还期限。债券的偿还期限是指债券从发行日起至偿还清本息之日止的时间。发行公司在确定债券偿还期限时,要考虑以下因素:①使用债券资金周转期长短;②未来市场利率的发展趋势;③债券流通市场的发达程度。若使用债券资金周转期长、市场利率呈上升趋势,加之债券流通市场发达、债券变现力强,应考虑发行中长期债券,反之,则应发行短期债券。

(1) 可转换公司债券的特征。

上述有关普通公司债券的论述有助于我们对可转换公司债券的理解。严格讲,普通公司债券的特征和基本要素,可转换公司债券同样具有,它同样需要定期偿还本金和支付利息,同样有债券面值、利率、价格、偿还期限等基本要素。因此可以说,可转换公司债券具有公司债券的一般特征,如果投资者在规定的期限内不进行转换,他仍可以向公司要求还本付息,从而获得债券上所注明的固定利息收入。

可转换公司债券的特殊性在于,持有人可以在一定期限内,按照一定条件将手中所持有的债券转换成公司一定数量的普通股股份。这种权利是一般的公司债券所不具备的。具体来讲,可转换公司债券具有下述几个典型特征:

较普通公司债券低的固定利息。

在换股之前,可转换公司债券一样产生固定利息。然而,其利息通常低于普通公司债券,其差额反映换股期权的价值。

(2) 投资者买入期权与卖出期权。

可转换公司债券包含了一个股票的买入期权,因此投资者希望发行公司的股票价格能向上涨,这样,这种股票的买入期权就能升值。与股票相比,发行可转换公司债券可能会被更多的投资者所接受。因为,信用等级较低的公司发行股票会有一定的难度,但却可以发行可转换公司债券。因为,在对可转换公司债券的定价时,会考虑到这一信用因素。对于处于生命周期的成长期的公司和处于成长行业的公司来说,更适合于包含了股票买入期权在内的可转换公司债券这种新的金融工具。同时,投资者也希望发行公司能多少支付红利。通常情况下,投资者希望可转换公司债券的利息能够等于或高于红利水平。因为,假如收益率不能高于原来的股票,投资者将不会对通过一种工具以溢价购买股票感兴趣。

卖出期权是投资者将可转换债券还给发行公司的权利。它使投资者有机会在债券到期之前,在某一指定日期将债券出售给发行人——通常是(但并非总是)以一定溢价售出。因此,卖出期权也可以称为投资人之期前回售权。是否附回售期权或卖出期权,以及何时行使该权力,要视可转换债券发行时的市场情况而定。这条权力对投资者和发行公司均各有利弊。由于通常卖出总以一个高于面值的价格行使,故对发行公司来说,卖出期权的行使是一件令人痛苦的事情。另一方面,由于投资者拥有卖出期权而使投资受到额外保护,与没有卖出期权的债券相比,发行公司亦相应享有支付低息和制定较高换股溢价的好处。因此,附有卖出期权或出售期权的可转换公司债券发行已为越来越多企业所接受。在卖出期权条款下,公司究竟以什么样的高于面值的溢价被动地赎回可转换公司债券,这通常取决于可转换公司债券被卖还给公司时所需要的收益率。投资人一般是在股票表现不佳或公司经营不如管理层在推销可转换公司债券时所描述的那样可观时才会行使卖出权或回售权。卖出收

益率保护了投资者的利益。卖出收益率和公司的债券收益率密切相关,因此,公司的信用等级越低,可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越高,反之,公司的信用等级越高,可转换公司债券发行时市场所要求的为卖出收益率也越低。投资人卖出期权的获得是以较低的利息收入为代价的。

(3) 发行人赎回期权。

由于所有的可转换公司债券具有债券的一般特性,因而可转换公司债券有一个预定的赎回期。但与可转换公司债券相关的赎回权则是指发行人在可转换公司债券最终期满之前赎回债券的权利。由于发行人支付低于普通公司债券的利息,因此它通常只会在股价大幅高于换股价的情况下行使回赎权以迫使投资者将债券转换为股本。可转换公司债券的赎回期权一般有两种:一是硬行赎回期权,即公司有权但非一定在事先确定的时间按事先确定的价格赎回发行的可转换公司债券。强行赎回一般在进入转换期方可执行。这里还有一个期满赎回。如果转换没有实现,可转换公司债券与纯债券一般在期满时将被赎回。投资者本金的安全由此得到保证(前提是公司仍有清偿能力)。如果发行公司之股票价格上升,投资者可将其债券转换为股票以收股价长期上升之利。二是软赎回期权。这种期权与它的股票表现有关,通常是当股价连续数日(一般为30天)达到事先确定超过转换价水平(一般是有效换股价的130—150%)时,发行公司可以行使但并非一定赎回其发行的可转换公司债券。事实上,当股票价格在上述价格水平上停留30天以上,很少有投资者仍将可转换公司债券保留在手中,而不实现转换,换句话说,这时,债券持有人更愿意将手中债券转换成有关的股票。由于软赎回期权加速了转换而被称为加速条款。

(4) 转换溢价。

可转换公司债券通常是以百分之百的面值销售,即通常所说的“以面值发行”。但实现转换时通常是有有一个溢价比例。转换溢价是可转换公司债券所包含的期权的特征。转换溢价是以百分比表示,以可转换公司债券发行时股票价格为基础的,它是目前市场价格与转换值的差,用公式表示为:

$$C_p = V_m - V$$

其中 C_p 代表转换溢价,

V_m 代表可转换公司债券的市场价格,

V 代表转换价格。

为了将一种其它的可转换公司债券进行比较,一般转换用百分比表示,称为转换溢价率,用公式表示为:

$$C_r = C_p / V$$

其中 C_r 代表转换溢价率。

可转换公司债券的换股溢价一般在5%至20%幅度之间,也有例外,具体的溢价比例则视债券期限、利息及发行地而定。换股溢价越低,即换股价越接近于债券发行时的股价,投资者尽快将债券转换为股票的可能性越大。

这里需要说明的是,换股溢价是资本市场成熟的国家的一般经验,它包括了债券的期权特征。但在资本市场处于初级阶段的我国,对于可转换公司债券的这一期权特征则不能有

过高的期望。在发行可转换公司债券的试验阶段,为了保证这一金融品种发行与转换的成功,换股溢价要尽可能地低一些,要尽可能的接近债券发行时的股价。对有些发行公司而言,可转换公司债券的发行甚至有可能低于当时的股票价格。

2. 可转换公司债券的基本要素

在弄清可转换公司债券的特征后,下面我们讨论它的基本要素或基本条件。

可转换公司债券的设计巧妙与否,对确定发行和转换成功起着十分重要的作用。除了一般公司债券的基本要素外,可转换公司债券有自己特定的要素或条件,具体讲有这样一些基本要素:基准股票、票面利率(conpenrate)、转换比率(conversion ratio)、转换价格、转换期、赎回条件、转换调整条件等。

(1) 基准股票。

基准股票是债券持有人将债券转换成发行公司的股票。发行公司的股票可能有多种形式,如普通股票、优先股,就中国公司而言,还有 A 股、B 股、H 股、ADR 等多种形式。如果中国公司发行以外币定值的可转换公司债券,就要求该公司具有 B 股或 H 股的上市资格。这样基准股票可以是 B 股或 H 股,有 ADR 的还可以是 ADR。确定了基准股票以后,就可以进一步推算转换价格。

(2) 票面利率。

确定合适的票面利率有利于降低发行时的风险。可转换公司债券票面利率可参照同期一般公司债券和政府债券的利率来定,一般来说,可转换公司债券的票面利率都低于其它不可转换公司债券,如前所述,这是因为其中包括了一个股票期权,但票面利率低多少,发行公司有一定的选择权,一般来讲,它会受制于两方面的因素:一是公司现有债权人对公司收入利息倍数等财务比率的约束,据此付计利率水平上限;二是转换价值收益增长及未来水平,据此付计利率水平下限。无论如何,最终还要取决于公司业绩预期增长状况。转换价值预期越高,利率水平相应可设置更低;反之,转换价值预期越低,利率水平相应可设置更高。

在其它条件相同的情形下,较高的票面利率对投资者更具吸引力,成功发行的把握较大,但转换前需支付的利息却相对较多,更为重要的是有可能影响到转换的比例。反之,较低的票面利率使债券的吸引力下降,相应加大发行的风险,优点在于转换前需支付的利率相对较少,在股票价格持续上扬的情况下,低票面利率更有利于债券的转换。

发行公司通常会根据证券市场的实际情况,确定合适的票面利率,使公司的风险和收益组合达到最优化,既有利于发行,又确保可转换公司债券的转换成功。

(3) 转换比率。

可转换公司债券与普通债券的最大区别在于“转换”二字,而转换能否成功,核心的要素则是转换比率和转换价格。转换比率就是可转换公司债券在实际转换时,一个单位的债券能换成的股票数量,其公式是:

$$\text{转换比率} = \text{单位债券} \times \text{固定汇率} \div \text{转换价格}$$

这个比率一般在债券发行时明确规定,这意味在可转换公司债券发行时,发行公司给予债券购买者以如下价格购买普通股的权利。

$$\text{票面换算价格} = \text{可转换公司债券的票面价格} \times \text{转换比率}$$

但是,在实际生活中,这个比率不可能不随股价变动而随时调整,前面我们曾讨论过换股溢价,即可转换公司债券在实现转换时有一个溢价比例,通常这个溢价比例在 5% 至 20% 之间。换股溢价构成了可转换公司债券价格的基础。

(4) 转换价格。

转换价格是指在可转换公司债券整个有效期间债券可以据此转换成基准股票的每股价格,其计算公式为:

$$\text{转换价格} = \text{基准股票价格} \times (1 + \text{转换溢价})$$

可见,转换价格的确定与股票发行的定价原理与过程相似。实际上,转换价格的确定反映了公司现有股东和投资者双方利益预期的某种均衡。

从投资者角度看,他们当然希望得到较低的转换价格,到时能转换成较多的普通股,以获取较高的收益。但公司现有股东不会接受很低的转换价格(除非发行的可转换债权的比重很小),因为转换后的普通股越多,股权稀释程度越大,对现有股东的控制是相当不利的。

转换价格通常随公司股票拆股和股利政策变化而相应作出调整。如公司宣布股票一股拆两股,公司的转换价格需自动调整为原定价格的一半。如公司公布的分配方案导致公司股价变动超过一定比例,也需相应调整转换价格。

事实上,设计科学合理的转换价格及调整措施并不能有效降低转换的风险(但可有效降低发行风险)。一旦转换前的公司业绩增长及股价水平并不如愿,转换价格高于股票价格,大部分可转换公司债券没有转换成公司普通股,导致的直接后果是:公司的债务(尤其是长期负债)负担过重,资本结构失调,公司面临过高的财务风险和经营风险,对公司今后的发展是十分不利的。

当然,公司在债券合同中可附加一些条款,如加速条款、赎回条款等,控制转换的风险,以避免出现上述对公司不利的局面。

(5) 转换期。

公司发行的可转换公司债券在何时进行债权向股权的转换工作,通常有两种方式。一种是发行公司制定一个特定的转换期限,只有在该期限内,公司才受理可转换公司债券的换股事宜。这种情况又分为两种类型:①发行后某日至到期日前;②发行后某日至到期日。发行公司制定一个特定的转换期限,是不希望过早地将负债变为资本金,从而过早地稀释原有股东权益。另一种方式是不限制转换的具体期限,只要可转换公司债券没有到还本付息的期限,投资者都可以任意选择转换的时间。这里也有两种类型:①发行日至到期日前;②发行日至到期日。由于转换价格通常高于公司当前股价,因此投资者一般不会在发行后立即行使转换权。之所以将转换期做此设计,主要也是为了吸引更多的投资者。无论是何种方式,在发行可转换公司债券时,发行公司都已经和投资者约定。

(6) 赎回条件。

可转换公司债券中的一个重要条件就是有关赎回的附加条款,这是为了避免金融市场利率下降使公司承担较高利率的风险,同时还迫使投资者行使其转换权。赎回条件分为二种类型。一种是无条件赎回,即直接设定赎回起始时间相应提前,反之则推后。另一种是有条件赎回,即发行公司设定股价水平上限和转换价值持续超过债券面值的比例。这是为了

减少股权稀释程度,迫使投资者行使转换权。期限在 5 年左右的可转换公司债券大多只设置有条件赎回条件,而长期限的可转换公司债券则常常二类赎回条件并存。

(7) 转换调整条件。

发行公司在发行可转换公司债券后,可能会对公司包括子公司进行股权融资、重组或发生并购等重大资本或资产调整行为。这种行为如果引起公司股票名义价格上升,则有前述“赎回条件”来对投资者进行约束;如果引起公司股票名义价格下降,那就必须对转换价格进行调整。否则。在公司名义不断下跌的情况下,原定转换价格就会大大高出公司当前的股价,这样将使可转换公司债券持有者根本无法进行转换,公司因此会蒙受损失。因此,转换调整条件是可转换公司债券设计中至关重要的保护可转换公司债券投资者利益的条款。

上市公司在发行可转换公司债券时附加的转换条件主要包括下列内容:

(1) 股利分配对可转换公司债券转换的影响,包括股票的分割、并股、分红利或送股等;

(2) 增资扩股对可转换公司债券转换价格的影响,包括认股权证、直接发行或配售价低于转换价格或新股发行时公司股票市价的一定比例,转换价格将会自动下调;

(3) 公司及下属子公司的资产重组、融资行为、并购等导致公司股价持续下跌时,转换价格相应下调。

可转换公司债券的转换调整条件也称为“向下修正条款”。在股票价格表现不佳时,这一条款允许在预定的日期里,将转换价格向下修正到原来转换价格的 80%。这在瑞士市场被广为使用,在某一特定情况下,也可以对外汇率作某些特定的调整。在某一特定时间,也就是被定为调整转换价格的同时,发行公司可以同时调整转换价格的汇率。当然,这时股票的平均价格等于或高于转换价格,则只对固定的汇率按照特定的公式作出调整即可。如果汇率没有变动或变动的方向有利于发行公司,那么或许只对转换价格向下调整。如果平均股票价格低于转换价格,而且汇率发生了不利于发行人的变化,则转换价格和汇率可同时按特定的公式作出调整。

三、从发行人和投资人的角度看可转换公司债券的投资价值属性

1. 可转换公司债券的价值

(1) 投机性与投资性。

任何一种金融投资工具都具有风险性,可转换公司债券也不例外,可转换公司债券是在一定条件下可转换为发行公司股票的特殊债券,本质上属于一种股票期权,即可转换公司债券的持有者在投资债券的同时,也获得了按一定条件获得股票的股票期权。这正是可转换公司债券区别于其他一般性债券的根本特征。期权就是一种可用于保值又可用于投机的金融工具。因为可转换公司债券的持有者既可获得可转换公司债券本金和利息的安全承诺,又可以在发债公司股价攀升时将债券转换为股票,获得股票价差收益的好处,因此,可转换公司债券同样兼具投资和投机的双重特性。

但对于可转换公司债券的投机性与投资性,孰大孰小,看法是不尽一致的。有人认为它的投机性要超过投资性,因而将之归入投机性金融工具一类。这主要是考虑到可转换公司

债券一般利率都很低,再考虑到通货膨胀风险和利率风险,有的时候,可转换公司债券几乎没有什么投资价值。而人们购买可转换公司债券主要是看在它能转换为股票的特性上。也有人认为,与股票相比,可转换公司债券的风险并不更大,因为可转换公司债券的利息尽管较低,但毕竟是有保证的,持有人至少可以有三种选择,一是在流通期,可以卖出可转换公司债券,取得收益;二是可以按照事先约好的转换价格转换为股票;三是在转换股票不合适时,其持有人还可以不予转换而作为债券使用,到期取本拿息。此外,在可转换公司债券的发行时,往往要有一些附加条款,例如“回售条款”等,以保护投资人的利益。因此,可转换公司债券的风险并不比股票的风险大。

无论如何,可转换公司债券的风险是存在的,而风险与收益又是并存的。

(2) 收益率。

我们先讨论一下可转换公司债券的收益。通常可转换公司债券的收益由两部分构成:①转换前获得的较低的固定债息收入;②转换后出售普通股的收入或获得的股息收入。如果债券持有人在转换前出售可转换公司债券,那么其收益包括获得的债息收入加上差价收入(支出)。

可转换公司债券的收益率可以通过对它的价值和市场价格的分析来深入了解。可转换公司债券如果在发行后立即转让,那么它的转换价值就是它的实际价值。作为不具有股票期权的同等条件下的公司债券价值,称为普通价值。普通价值的确定是以具有相同的质量评级及类似投资特点的普通债券的一般收益率为基础的。可以按照这一收益率计算出该债券的现金流量现值。如果投资者购买可转换公司债券,然后立即转换成股票,他为这每股股票实际支付价格,就是市场转换价格。这是一个重要的分析指标,一旦股票市价上涨到这个市场转换价格水平,任何进一步的股价上涨都必然会引起可转换公司债券价格上升。投资者购买可转换公司债券,一般会支付超过股票市值的溢价。作为对转换溢价的部分补偿,投资者从可转换公司债券获得的本期利息收入一般会高于相当于转换比率数的股票所得的红利收入。有限的损失和极大的获利潜力,构成其收益率的最大特点。

从理论上说,可转换公司债券的收益率应比不可转换公司债券为高,因为债券持有人有权通过行使转换权来分享公司良好的业绩增长。但实际上,如果公司的业绩增长和股价上涨并不如愿,可转换公司债券的收益反而可能低于普通债券。就可转换公司债券的理论价格而言,它取决于市场利率水平和股票价格。债券的理论价格是根据现值理论计算出来的。现值理论认为:由于时间和利率等因素的存在和影响,人们今天手中掌握的一定数量的现金作为本金会不断升值;不同的投资方式,时间和利率等因素的不同影响程度,决定了本金升值额也各不相同。因此,人们必须要计算在目前这种市场利率水平下,未来的货币收入额在现在要值多少钱,哪种投资方式升值更多,充分比较后做出投资决策。这个货币收入未来额对于今天的投资者来说即期终价值,简称期值或终值,而用当前的市场利率将终值折算成现在的价值,就叫未来货币收入的现在价值,简称现值。对债券投资者而言,债券所能够带来的未来货币收入便是债券的期值,而投资者为获得这些未来收入而购买债券时所支付的价格即投资者的投资额便是现值,实际上即是债券的理论价值。

(3) 理论价值。

可转换公司债券的价值由两部分组成:①债券价值,它为投资者提供价格下挫保护;②换股价值(认股权证),它为投资者提供主要的价格上升潜力。

决定债券价值的要素主要有:期限,票息,贴现率(借贷成本),赎回条款。

债券价值的评估参数以及对价值评估的影响:票息——较高的票息=较高价值;借贷成本——较高的借贷成本=较低价值;期限——视收益曲线形状而定;赎回限制——较长赎回限制=较高价值;沽出期权——较高沽出期权收益率(或到期回报率)=较高价值。

决定换股价值(认股权证)的要素主要有:期限,赎回条款,转换溢价,股息收益,股价变化,无风险贴现率,临时股票价值。

换股价值(认股权证)的评估参数以及对价值评估的影响:转换溢价——较高溢价=较低价值;当前相对股票的波动性——较大多变性=较高价值;当前相对股票的股息回报——较高股息=较低价值;无风险贴现率——较高无风险贴现率=较高价值;期限——较长期限=较高价值;赎回限制——较长赎回限制期=较高价值。

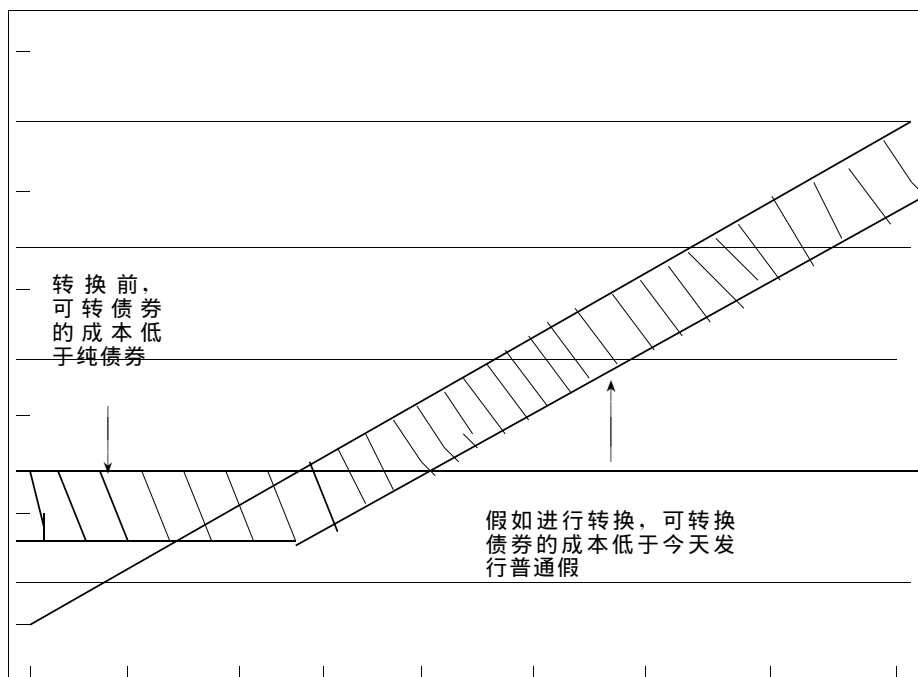


图 4.2.2 可转换公司债券、股票及纯债券比较

(4)可转换公司债券的风险。

普通债券与股票一样,会受到市场利率的直接影响。当利率水平上升时,债券价格下跌,股票价格也会下跌;当利率水平下跌时,债券价格会上涨,股票价格也会上涨。而可转换公

司债券的价格主要还是受本种股票价格的影响要大些,这是由可转换公司债券的可转换特性决定的。股票价格上扬,可转换公司债券价格也会有相应程度的上扬,反之亦然,可转换公司债券的价格和股票价格的波动几乎是一致的。由此可见,可转换公司债券的风险仍然是存在的。

尤其是带有赎回条款的可转换公司债券,由于发行公司可通过这些条款把部分经营风险和财务风险转嫁给债券持有人,因此,风险可能会更大些。为了降低利率风险,公司通常在发行前就订立赎回条款,规定公司有权在市场利率低于票面利率一定程度后赎回可转换公司债券。投资者在购买可转换公司债券时一定不能简单地看其票面利率的高低。因为,尽管有些可转换公司债券的票面利率较低,但由于公司对未来的市场利率的预测有一定难度,因此相对而言,低利率使公司承担的风险就相对较小,对投资者来说,其收益率可能会较稳定。相反,投资者对公司允诺的较高的票面利率则要格外注意,因为较高的收益率意味着需相应承担较大的风险。风险与收益总是相伴随的。

2. 发行公司:“不用还本的贷款”

随着我国资本市场的完善,越来越多的金融品种出现在企业面前,可转换公司债券就是继公司债券和股票之后,可供企业选择的一种新的融资手段。可转换公司债券的发行和上市交易,为企业在低成本融资、改变公司资本和债务结构、推迟公司的偿债期限、吸引长期稳定的投资者等方面起着重要的作用。

(1) 为什么选择可转换公司债券。

具体而言,可转换公司债券对于发行公司有下列几方面的有利之处:

①可转换公司债券使发行公司可以获取成本较低的资金,尤其是在换股之前得以低廉费用集得额外资金。由于可转换公司债券附带了企业的股票期权,作为补偿,债券票面利率一般比普通的公司债券为低,在一些资本市场、发达国家,可转换公司债券的利率一般比同类不可转换的债券低 20%。而且,投资人对该可转换公司债券价值预期越高,利率水平可相应更低。这样,公司在可转换公司债券发行后至转换前,可减轻利息负担,提高收入——利息倍数,增加低成本资本。

此外,当上市公司的股票市值与公司盈利水平相比,相对偏低,或者相对于公司预期的收益水平来说,股份相对偏低时,公司的一般筹资决策是暂延发行任何证券而待公司股票市价上涨时再予发行,但是,如果公司因项目经营所迫不得不增发证券来融资时,发行可转换公司债券无疑是一种明智的筹资决策。因此,对于那些业绩良好,有很好的经营项目,而股份又偏低的公司,尤其是对那些处于成长有良好的获利前景的公司,可转换公司债券具有更多的便利条件。

融资的首要目的,是公司选择证券发行品种的首要目的,可转换公司债券的低债息无疑是它的最大优点,对发行公司来说是最具诱惑力的地方。尤其是那些处于成长期的企业,更可以利用自己股票的吸引力,通过发行可转换公司债券,大幅降低资本成本,使公司获得更多的廉价的资本供给。

②可转换公司债券使发行公司可以获取长期稳定的资本供给。公司债券通常都有到期日,而股票则是没有期限的。而具有到期日的可转换公司债券却由于可以转换为没有到期

的普通股,可转换公司债券转换后,该笔债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司债务比例,明显减少了公司税后现金流量。因而,可转换公司债券的发行能为公司提供长期、稳定的资本供给。可转换公司债券是延期的股权融资,如果股市不利于发新股,或者公司不愿意发行新股而引起股市的震荡,而公司又需要长期资本,这样自然就会想到发行可转换公司债券,尤其是当可转换公司债券期限较长时,投资者可以在较长时期内将债券转为普通股并出售或持有。这样,鼓励投资者长期持有公司债券并最终长期持有所换普通股,以增强公司财务强度及今后借债能力。

③可转换公司债券使发行公司改善股权结构的债务结构,可在多数情况下延长债务的有效期限。事实上,可转换公司债券由于其具有债券和股票的双重特征,在转换前,它构成公司负债,而在转换后则构成了公司的资本金,因此,它成为调节公司股权比重和债务比重的调节器,如果公司的股权比重过高,可以通过发行可转换公司债券募集资金来回购股权以提高每股收益。这时,发行公司的总股本在一定时期内会发生减少,负债比率会上升,但可转换公司债券全部转换为总股本又会恢复到转换前的水平。当然,通过发行可转换公司债券而募集的资金并非全部要用来收购公司股权。如果公司的债务比重过大,尤其是短期债务过多,那么,可以发行可转换公司债券来替换短期债务,推迟公司的偿债期限,保证公司发展的连续性不受更多瓶口的制约。当公司效益良好,股价持续上升时,投资者会踊跃实现转换,从而导致公司总股本增加,公司的负债比率降低。短期债务→长期债务(可转换公司债券)→普通股。这就是可转换公司债券调节公司债务结构的流程。

④可转换公司债券使发行公司获得长期稳定的股票价格,有利于证券的销售。可转换公司债券的市场价格与股票价格的联动影响。当股票价格上涨时,可转换公司债券的市场价格也必然会提高,反之,当股票价格跌落时,可转换公司债券的市场价格也会下降。但反过来,可转换公司债券也会影响股票的市场价格。通常可转换公司债券的转换价格要高于公司当前股价,因此,在当前股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免了进一步降低公司股票市价,并减少对公司现有股权的稀释程度。同时,可转换公司债券转换期较长,即投资者可以在较长的时期内将债务转换为普通股并持有或出售,因此,对公司股价的不利影响不会像一次发售新股那样明显或剧烈。

此外,发行可转换公司债券与发行普通公司债券相比,对投资者可能会更有吸引力。有时,公司为换取公司债券的持有人在一些方面的让步,例如较低的资本报酬率,给予公司债券的持有者可转换普通股的权利,这样使其发行的证券有更大的吸引力,有利于证券销售。

⑤可转换公司债券使发行公司实现多元化筹资,并为国际筹资打下良好的基础。除所发行股票和普通公司债外,被上市公司普遍采用的另一种融资方式是配股融资方式。但随着股票市场的完善和发展,广大投资者已不满足于配股这种投资方式,一些上市公司也不愿仅仅通过配股达到增资的目的,企望有更多更新的筹资方式。可转换公司债券正是适应资本市场发展需要的一个新的金融品种。同时,由于可转换公司债券在国际上已是一个非常成熟的金融品种,在我国仅仅是试行,那么通过可转换公司债券在国内资本市场的发行,积累经验,为发行公司将来在国际资本市场融资打下良好的基础。

总之,对发行公司来讲,公司如果业绩不断增长,发行可转换公司债券后,股价会上升,

公司也不需要还本。因此,对高速发展的公司来说,可转换公司债券实际上是“不用还本的贷款”。

(2)对发行公司的不利之处。

可转换公司债券对发行公司来说并不都是有利的,也有一些不利之处,而这些不利之处正是发行公司需要慎重考虑和积极防范的。这些不利之处具体有下列几个方面:

①可转换公司债券有可能增加发行公司还本付息的压力。作为债券,就要承担到期还本付息的责任。可转换公司债券尽管票面利率一般低于同期银行存款利率,但这一低幅是很难确定的。利率高,成功发行的可能性大一些;利率低成本低一些,但有可能丧失吸引力。同时,即使低于同期银行利率,仍会承受利率波动的风险。可转换公司债券显然存在较长时间和机会转换为股票,甚至附加有回售条件,但总存在一次性偿付本息的压力。尤其是,一旦出现到期兑付,即意味着可转换公司债券的转换失败,债券持有者的不信任很可能造成公司的商誉危机,而这正是发行人不愿看到的。

②可转换公司债券有可能增加发行公司对股市预期的压力。通常来说,可转换公司债券的发行比公司新股的发行应该更为顺利,这是由它的性质决定。可转换公司债券这一金融工具的设计初衷,应当是对发行人和投资人都相当有利;对投资人而言,只有股市好,短期内可转换公司债券就可转换为股票,市场不好,到期即可还本付息;同样,对发行人来说,股市好公司债务可迅速变成股东权益,而在未转股以前,只需支付较低的利息。但这一设计有时也避免不了使发行人陷入尴尬的境地。除了发行人自身的素质外,这里关键是发行人对股市是否有个合理的预期,即发行时机是否能选择准确。从理论上说,可转换公司债券发行的最佳时机是利率高企、股市相对低迷期。利率下调有利于可转换公司债券的发行,利率下调,则可转换公司债券的价格上涨,对投资人较为有利,可见,判断市场利率大势,以制定正确的发行价格和发行计划,对发行公司来说是首要的防范条件。

③可转换公司债券有可能恶化发行公司的债务结构。可转换公司债券在发行时会提高发行公司资本结构中的负债比率,降低股东权益比率。如果转换成功,负债比率便会下降,股东权益比率重新上升。令发行人头痛的往往是另一种情况,即如果发行的股价表现不好或股市低迷,股价低于转换价格,投资者就会宁愿受利息的损失要求还本付息,放弃转换权,这样会直接导致公司的财务负担过重,债务结构恶化。因此,发行公司在决定是否发行可转换公司债券时,必须注意本公司的资本结构,例如公司现行资本结构是否有进一步提高负债比率的资源,净资产收益率是否高于债券发行利率等,当公司负债比率过高,超过70%时,发行可转换公司债券就极其危险了,因为一旦转换失败,公司在还本付息时就出现现金流严重不足的危险。

④可转换公司债券有可能增加公司的经营压力。如果发行公司决定选择可转换公司债券融资,就要保证可转换公司债券的偿还期限和公司融资项目现金流规划以及公司整体的现金流规划相匹配。为了保证按时还本付息,发行公司筹资项目的收益率应高于可转换公司债券的发行利率,甚至高于在发行人使用赎回条款时,投资人可得到的可转换公司债券的投资回报率。要实现上述这些条件,发行人就必须保持公司的经济效益稳定和较高的增长率。

3. 投资者:“有保证本金的股票”

(1)最具灵活性的金融品种。

对投资者来说,可转换公司债券是一种最具灵活性的金融品种,它包含了多种选择权,这些选择权与股票相比具有很多优点:

①可转换公司债券使投资者获得最低收益权。可转换公司债券与股票最大的不同就是它具有债券的特性,即便当它失去转换意义后,作为一种低息债券,它仍然会有固定的利息收入;这时,投资人以债权人的身份,可以获取固定的本金与利息收益。如果实现转换,则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。可转换公司债券对投资者具有“上不封顶,下可保底”的优点,当股价上涨,持券人可将债券转为股票,享受股价上涨带来的盈利;当股价下跌时,则可不实施转换而享受每年的固定利息收入,待期满时偿还本金。因此,最低收益权是可转换公司债券持有者所享有的初级权利,投资者能够在股票价格波动的市场环境中获得保值和增值的目标,换句话说,可转换公司债券是投资者“有保证本金的股票”。

②可转换公司债券使投资者获得转换权。转换权是可转换公司债券重要的性质,转换权实质上也是一种选择权,是该类金融品种赋予投资者的一种无可替代的权利。一旦进入转换期,投资人就可以随时行使债券转换为股票的选择权,一旦换成股票,投资者就改变了债权人的身份而成为公司的所有者——股东,开始分享公司的增长利益,原固定利率收益也就被公司的不固定的收益增长所代替。一方面,股东可以在不断增长的股票交易价格中随时兑现,另一方面也可在公司年终分享红利,由于转换权跨越整个债券有效期间,股票价格的不确定性联动影响可转换公司债券价格的不确定性,而可转换公司债券又反过来影响正股价格,从而使持有者在行使转换权时要充分考虑市场走势、时机、固定收益率、公司预期收益等因素。正是这一系列可知而又不可求的因素,使可转换公司债券为投资者提供了广阔的选择空间。

③可转换公司债券使投资者获得回售权。回售权是发行人为吸引更多的可转换公司债券投资者而在事先约定的一种旨在保护投资者利益的附加条款,并不是所有的(但却是大多数)发行公司都有这样的附加条款。根据这种回售选择权,发行人承诺在某一个时间内,如果股票的价格达到一定价位,此时实现转换,投资人可以获得远高于票面利率的收益;如果市场行情没有如期所约,则投资人按照指定利率回售可转换公司债券于发行人,发行人无条件接受自己发行的可转换公司债券,显然,根据这一条款,投资者有更多的保护性选择权利。

(2)投资者的防范之处。

可转换公司债券对投资者也不全都是有利之处,操作不好,也有许多弊端。具体讲,投资者在投资可转换公司债券时下列几个方面需要防范。

①可转换公司债券由于转换失败给投资者造成的损失。因为可转换公司债券的票面利率一般低于同期银行利率,所以,在不能转换时,会有利息损失。例如,1993年1月10日发行的宝安可转换公司债券的利率是年息3%,则投资10000元三年后兑换可换本息10900元,而同期三年期银行利率为8.28%,通过两次加息,以及1993年7月1日以后的保值贴补,则投资10000元可获本息17333.5元。可转换公司债券的收益为9%,存款的收益为73.3%。二者相差甚大,若买同期的三年期国债,收益更高。实际上,9%的收益和1993年

以来三年的通货膨胀相比是负收益,损失极大。

②可转换公司债券给投资者可能造成差价损失。即使是可转换公司债券能转换成股票,但由于公司的经营业绩不佳或者是宏观经济影响股价下跌,转换后也会造成差价的损失。当然,投资者在上述情况下,有可能放弃转换权,这样一来,同样有利息损失。

③可转换公司债券给投资者可能造成二级市场损失。在可转换公司债券的二级市场交易中,投资者同样面对和股票市场同样的风险,如果投资者在转换后,对股票市场走势判断发生失误,就会遭到损失。当然,严格讲,这不是可转换公司债券自身带来的,这是股票交易的一般风险。

④可转换公司债券给投资者可能带来条款陷阱。所谓条款陷阱是指可转换公司债券的发行公司有可能通过债券合同中的附加条款,如赎回条款,把财务风险和经营风险转嫁给投资者。因此,投资者对那些承诺较高的票面利率的可转换公司债券需特别小心,特别是含有赎回条款的可转换公司债券。

(3) 如何选择可转换公司债券。

由上所述,可转换公司债券对投资者来说,风险与收益并存。既然有风险,那么投资者在选择此类金融品种时就要多方比较、全面考虑。就可转换公司债券而言,投资者在投资之前,应考虑下列几个因素:

①公司信用与资产比率。可转换公司债券属于中长期无担保公司债,利率又低于普通公司债,因此,在债券期限内如果发行公司经营很差,财务状况急剧恶化,那么就有可能危及到债权人的利益。投资者要选择那些上市时间相对较长,信用良好的发行公司,其中尤其是要注意资本结构是否合理。一般来讲,发行公司的负债率不宜过高,应该低于 50—60%,投资者必须考虑到如果转股失败,公司所发行的转换债券将对公司现金流造成很大的冲击,在公司负债比率过高而股东权益比率偏低的情况下,甚至有可能导致公司破产。

②公司基本面的前景。可转换公司债券介于债券和股票之间,属于混合型金融品种,这样就决定了发行公司必须是一家股份有限公司,或者即将发行股票的公司,为规范起见,最好是一已经发行并上市交易的股份公司。因此,股票发行与上市交易的基本条件,应该成为发行可转换公司债券的基本前提条件。发行公司的经营能力、产业前景、财务状况等,这些会影响未来股价的因素,同时也是可转换公司债券能否实现转换和能否获得高利的关键。投资者有必要对发行公司的基本面的前景给予充分的分析研究。

③投资计划与资值潜力。可转换公司债券不仅票面利率要低于普通公司债,而且其转换价格通常要高于当前的正股价格,其溢价部分隐含了一种期权成分。正是这种期权性质,决定了可转换公司债券的发行公司必须是一种具有潜在成长力的公司,最直接的就体现在公司的投资计划中,投资者应考虑其投资计划是否良好,因为如果投资计划良好,未来将反映在企业的盈余以及股价上,否则,可转换公司债券的持有者可能受损。

④发行时机。可转换公司债券最终要实现转换,即转换为发行公司的普通股,这是发行人和投资人共同的心愿。转换能否顺利完成,除了其它一些因素外,转换价格的高低颇为关键,从投资者的角度来说,必须将转换价格与发行时机结合起来考虑。在股价的谷底期,发行公司所订转换价格较低,股价上升顺利,转换的机会也较大;反之,在股价的巅峰期,所订

转换价格较高,则转换的可能性就很小了。总体而言,投资者要选择那些转换价格高于正股价不太多,甚至在一些特殊条件、特殊市场环境下,转换价格低于正股价的可转换公司债券,选择这种债券会给投资者带来更高的回报。

⑤利率走势。可转换公司债券无论是在转换前作为普通债券还是实现转换而成为普通股,都会受到利率走势的直接影响,利率的走势,与可转换公司债券的价格息息相关。利率走势与债券价格成反比,利率越低,越有利于可转换公司债券的价格,可转换公司债券的价格呈上升,可为债券持有者带来更多的获利机会。相反,在利率走势趋于上升时,投资者选择可转换公司债券则一定要慎重。

第二节 可转换公司债的发行(一)

一、发行人的条件

1. 发行可转换公司债券的独特优势

从有着近二百年历史的西方发达的证券市场看,可转换公司债券这一新金融品种的推出也才不过近二十年的历史,70年代后期推出,80年代盛行。至80年代末90年代初才广泛为亚洲国家所采用。我国首家发行可转换公司债券的企业是1992年深圳宝安发行的五亿元人民币的三年期可转换公司债券。之后是中纺机和深南玻分别于1993年11月和1995年6—7月在海外发行的3500万瑞士法郎和4500万美元的五年期B股可转换公司债券。

可转换公司债券是一种仅凭发行人的信用而发行的无担保无追索权的债券,其信用等级较低,所评定等级一般比公司发行的不可转换公司债券要低,因而当公司破产时,其对资产的索赔权一般都后于其他债券,仅先于公司优先股。另外,可转换公司债券的市场价格波动较大,对投资人的风险相对公司其他债券持有着要高。加之可转换公司债券这一新型的融资手段和投资工具本身所固有的设计上的高难度和操作中的高风险,所以不是任何上市公司都可以轻易尝试的。

但可转换公司债券这一融资工具因有其独特的优点,对上市公司从资本市场直接融资有一定的诱惑力。在特定的经济周期和市场条件下,甚至会成为上市公司首选的融资手段。

首先,可以绕开发行一般公司债券时须涉及到人民银行关于企业债券额度控制的申请和审批的难题,其中大多中小型上市公司几乎是有可能获准发行企业债券的。即使少数大型公司或有产业政策扶持项目的中型企业发行债券,但由于企业债券的信用较低,所需支付的利率较高,一般须高于政府发行的国债利率水平,且到期必须还本付息。相比之下,可转换公司债券因含有预期转股套利的机动功能,利率水平一般都较低,大多为同期银行储蓄

利率的一半左右,资金使用成本低,财务费用支出少。

其次,当股市低迷时,公司在资本市场拟通过增资配股等发行新股的市场条件不利,且由于公司股票市价相对较低,发行溢价不高,所筹得的资金也相对地较少。同样,股市不振期间往往也是宏观经济形势偏紧,银行贷款利率居高且资金紧张,企业产品市场销售不畅之时,尚难以承受高成本的贷款。此时,便是上市公司发行可转换公司债券的冲动期,也会较为集中。

再次,可转换公司债券在转换成公司普通股以前的若干年里,公司所支付的债息可作为固定开支,打入企业成本,避免交纳公司所得税;而募股后的分红则必须是在交纳公司所得税后净利润中支付,且可转换公司债券一旦转换成公司的股票后,公司则用不着再付债息,省去了一笔固定的资本支出。虽说股票也要分红,但可视公司盈利情况而定,而没有责任必须支付多少数额。另外,可转换公司债券的成本也要比发行股票的成本要低,而日后又可逐步转换成公司股本。

对发行人来说,可转换公司债券的发行并转换成功可获得如下的预期利好效应:

(1)当年市场股权融资时机不佳时,发行可转换公司债券可以延迟当前低价股权融资,从而避免公司股票的市价因市场预期的除权效应而下跌,并减少对公司现有股权的稀释程度。

(2)由于可转换公司债券的利率明显低于普通的公司债券,所以公司在可转换公司债券发行后至转换前,可减轻利息负担,从而降低了公司的财务费用。

(3)由于可转换公司债券的转换期限较长,投资者在较长的时期年内将债务转换为普通股或出售或持有,对市场正股的利空影响不像一次发售新股那样明显和剧烈。

(4)可转换公司债券转股后,原先的债务因转为股权而消失或减少,股权资本增加,固定偿还的债务本金转为永久性资本投入,降低了公司资产负债比例,增强了公司财务强度及其举债的能力。

2.《公司法》及有关法规中有关可转换公司债券的发行人条件

虽说管理层提出了1996年内可选择部分有条件的企业进行可转换公司债券的试点,但在政府关于可转换公司债券试行办法出台之前,有关发行公司的选择还只能依据《公司法》中的相关条件。

《公司法》第五章第172条中规定:“上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券”,但“应当报请国务院证券管理部门批准”。发行可转换公司债券的公司“除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件”。

即便可转换公司债券试行办法出台,其内容也只不过是对《公司法》中相关的原则性条款进行进一步的细化而已,而不会于“大法”相左或者背离。所以就具体条件而言,也只会严于《公司法》而不会宽于之。

至于公司债券的发行条件,《公司法》第五章中已有较为详尽的规定;至于公司发行股票的要求,中国证监会每年对上市公司增资配股(即增发新股)都有明确的规定。具体分述如下。

《公司法》中关于发行公司债券的基本条件包括:

(1)股份有限公司的净资产额不低于人民币 3000 万元。由于《公司法》规定了上市公司的股本规模不得少于 5000 万元,所以上市公司当无此问题。只是对一些准上市公司拟发行可转换公司债券形式转换新股后上市有实际制约作用。

(2)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十。这除对个别已发行了企业债券和 B 股可转换公司债券的公司有一定的参照意义外,目前境内绝大多数上市公司尚无此问题。

(3)最近三年平均可分配利率足以支付公司债券一年的利率。对照沪深两上市公司 1993 年——1995 年的平均可分配利率,约有 80% 以上的上市公司是符合这一条件的。

(4)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。企业债券与政府国债相比,因其信用等级低,所以利率水平较之稍高。而公司可转换公司债券因其附有转股期权,所以利率水平则较一般企业债券和政府国债要低得多。

(5)筹集的资金投向符合国家产业政策。这对从事政府产业政策倾斜和扶持的以能源、交通、原材料、高科技和基础设施等为主导产业的公司则更为有利。

(6)筹集的资金必须用于审核机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。这就为发行人的筹资动机打了预防针,并对其专项资金企图挪作他用作了限制。

(7)前一次发行的公司债券已募足的。此条的制约对象如同前款第二条。

(8)对已发行的公司债券或者其债务未有违约或者延迟支付本息的事实,且已不处于继续状态。由于可转换公司债券是一种无担保和无索回权的低级债券,所以对发行人资信状况作相应的审核是必要的。

(9)国务院规定的其他条件。等等。

证监会关于上市公司 1996 年增资配股的条件包括:

(1)公司章程符合《公司法》的规定。

(2)配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定。这一条等同发行企业债券条件中的第五条。

(3)前一次发行的股份已经募足,并间隔一年以上,间隔时间是指从公司前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日,至本次配股说明书公布日,其间不少于十二个月。这一条也类似于发行企业债券条件中的第六条。

(4)公司在最近三年内净资产税后利润每年都在 10% 以上,属能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但不低于 9%。这一条更严于发行企业债券条件中的第三条。

(5)本次配股募集资金后,公司预测的净资产税后利润率应达到同期银行个人定期储蓄利率。这样就要求发行人对支付公司债权人的债息和股东的红利作一定的信用保证。

(6)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏,这一条也如同发行企业债券条件中的第七条,是对发行人的信用状况作必要的调查和把关。

(7)配售的股票限于普通股,配售的对象为股权登记日登记在册的本公司全体普通股股东。但可转换公司债券作为集债务性和股权性于一身的混合金融品种,一般都要面向社会公众公开发行的。当然,公司股东通过股东大会决议要求有优先认购权的话,那就必须是先股东后社会。

(8)公司一次配股发行股份总数,不得超过该公司前一次发行并募足股份后其普通股股份总数的30%;公司将本次配股募集资金用于国家建设项目和技改项目的,在发行人承诺足额认购其可配股份的情况下,可不受30%比例的限制。在可转换公司债券试点初期,由于发行额度控制较紧,不妨先可利用发行人当年总股份30%比例的可配股数乘以每股的转换价格的方法来确定可转换公司债券的发行额度。

3. 可转换公司债券发行公司的选择

目前我国上市公司的筹资渠道有增发新股(包括配股)、发行企业债券和向银行贷款等几种形式。由于增发新股一方面受规模与条件的限制,另一方面会扩大企业的股本,降低每股收益;发行企业债券同样受到限额控制,而且筹资成本高,会使企业背上较重的债务包袱,向银行借款需要相应资产作抵押,同样与企业债券筹资一样,也存在较高的利息负担。而可转换公司债券却具有不增大企业股本、不用资产抵押、筹资成本较低,以及在一定条件下可以转变为长期使用资金等几大优点。因此,可转换公司债券就会成为企业筹集资金的理想渠道而受到上市公司的欢迎。特别是面对目前较高的资金成本,许多公司对能通过发行可转换公司债券获取较低成本的资金会有较高的热情。但现阶段可转换公司债券尚处于试点阶段,“有条件的选择”发行公司又是必须的,而且可以说选择优秀的上市公司作为发行可转换公司债券的试点是确保试验成功的首要问题。中国证监会常务副主席李剑阁先生在1996年5月接受香港《文汇报》记者采访时说:中国正在制定企业发行可转换公司债券的有关办法,可望在年内出台。他说,可转换公司债券将在上市公司(包括H股及国内企业)率先试点。他还说,可转换公司债券的好处很多,但风险也很大。而中国的企业对此知之甚少,所以需要对其加强研究,稳步发展,不可一哄而上。

由于公司发行了可转换公司债券后最终是还本付息还是转股成功,其或然性很大,因此证券管理部门如将发行可转换公司债券的条件设定得过于严格,以致超出了配股条件,那么,绝大多数上市公司可能会倾向于花更多的精力去获取配股资格,而不考虑公司具体的资本结构和股东利益去申请发行可转换公司债券。如果证券管理部门将可转换公司债券的发行条件设定得过于宽松,以致低于公司发行企业债券的条件,那么,可转换公司债券的发行有可能过滥,对发行公司未来的长远发展会造成不利的影响。而且这样的可转换公司债券上市交易后,也会对市场造成冲击,降低市场交易品种的质量,给投资者带来损失,从而降低投资者参与市场的信心。

根据《公司法》的规定,发行可转换公司债券的发行人首先必须是上市公司,而不是一般的股份有限公司,不同于普通的企业债券。其次,发行人又必须同时具备债券和股票的发行条件,其中特别是对发行人的经营业绩和盈利能力有量化的指标。因此,那些因公司业绩不佳而未获准配股的公司,企业绕道通过发行可转换公司债券来筹资的认识其实是一种误解。果真那样,不仅债权人的收益、甚至股权人的权益也会得不到保障,甚至还会使可转换公司债券的试点中途夭折。

这里值得一提的关于发行可转换公司债券公司的资产负债情况。应该说,将可转换公司债券引入市场,一方面为证券市场提供了一种新的投资工具,另一方面其转换性将加深人们对负债和股权的理解,债务向股权的转化这一思想。

从一家公司的资产负债表来看,资产负债与股东权益之间有一条界线,在传统的财务分析中,这条界线是相当明显的,界线两边泾渭分明;但在现代新型的公司资产结构中,虽然报表上的界线依然存在,但实际意义上的界线已变得模糊不清了。一种新型的公司融资工具,其风险越大就呈现出越多的股权特性;其安全性越高就越接近纯债务特性。

公司发行可转换公司债券的最终目的是为了实现在股权融资,以增加股权资本形式来降低公司负债比重,从而增强公司财务强度。从这个意义上说,资产负债率较高的公司与其发行企业债券不如发行公司可转换公司债券更适宜。但可转换公司债券首先又应视为一种债券,虽发行人真正需要的是股权融资,但预期中的转换功能能否实现其不确定性很大,因此,对负债比例偏高的公司而言,其负债规模是比较敏感的,对发行可转换公司债券应慎而又慎;否则,一旦因公司经营业绩不佳,或因市场原因导致转换失败,会使企业处于转为过度的负债境地,面临更高的负债风险,陷入财务困境。单纯从这个角度分析,与其发行可转换公司债券还不如直接增发新股融资。

所以讲,一般获准发行可转换公司债券的公司,都应有着较大的经济实力和股本规模,具备稳健安全的财务结构和较高企业资信,具有较好的产品市场占有率和企业业绩增长能力,以及良好的企业发展前景。特别是主业突出、与政府产业倾斜政策一致的朝阳行业可优先考虑以此方式融资。

具体地说,对发行公司的市场形象和财务状况应有如下的要求:

(1)公司股票上市已有一定的历史,拥有较大的流通盘子,股性较为活跃,股价不易被人操纵。业绩和股价长期来总体呈稳步趋升走势,能提高可转换公司债券上市后的交易价格稳定程度,同时,投资者在可转换公司债券到期前进行转股的可能性也有望提高。

(2)公司管理规范,无重大违规事件,注重维护投资者的利益。公司董监事持股积极稳定。公司属于国家产业政策倾斜或支持范畴,将这样的公司可转换公司债券引入证券市场,可以充分发挥这一金融工具的资源优化配置功能。

(3)公司业绩良好,总资产收益率、净利润和每股收益处于市场同板块的中上水平,以免可转换公司债券成为劣绩公司在配股以外的又一种圈钱工具;净资产收益率高于同期银行储蓄利率,这样在高负债的情况下才能有效地应用财务杠杆提高每股收益。

(4)在公司资产结构中,资产负债比例适中一般企业不低于 50%,金融类及公用事业类公司等可适当放宽,但以不低于 30%为好。以免出现转换失败时对公司财务和经营造成巨大的冲击,甚至出现破产的威胁。

在可转换公司债券的发行公司选择上,为确保成功,在试点初期应侧重发行人的经营业绩和盈利能力,特别是主业明确、行业前景看好的绩优企业。在获得成功积累了一定经验后,再优先向国家产业政策扶持的能源、交通、原材料和基础设施等行业倾斜,特别是一些具有一定资产规模、股本较大、股价走势相对平稳的公司,以配合政府产业政策的调整和社会资源的优化配置。

二、发行时机的选择

上市公司如因企业发展或新立项目须筹措资金时,除可采用一般企业向银行贷款或发行企业债券等办法外,还可通过非上市公司所不能为的从资本市场直接融资的渠道,如增资配股和发行可转换公司债券。但什么时期采取那种融资手段则是大有讲究的。这不仅涉及到公司能否顺利足额筹到急需的资金,筹资成本是高是低,而且还关系到公司的市场形象和日后再筹资的企业信用。

1. 股市高涨时宜直接增资配股

当经济处于发展周期的高涨时期,往往股市也正是牛气十足的时候。具体表现在股指冲高,股价高挂,成交活跃。此时上市公司如有筹资计划,与其发行可转换公司债券,不如直接实施增资配股。一来此时正股市价居高,相对配股溢价才有条件相应抬高,公司可在一定的配股额度内筹得最多的资金,二来二级市场交投活跃,配购新股也会趋于踊跃,公司可以在短时间内便捷地筹得所需资金。

相反,如此时发行可转换公司债券,由于事前对若干年后的市场发展难以把握,且日后因股指大幅下调而导致转股功能丧失的风险概率也较大。果真这样,那么不仅一级市场债权人损失了债息差,二级市场的投资者也将损兵折资,而且发行公司届时还得再筹资还本付息,既扰乱了企业的经营秩序,又损害了公司的社会形象。

2. 股市低迷时宜发行可转换公司债券

股市低迷时往往也是经济周期的相对萧条期,社会资金紧缺,银行利率高,股市交投清淡。此时如想进行增资配股,由于正股市价较低,配股溢价不过,一定的配股额所能筹集的资金较少;而且市场交投不活,普通看淡后市,股东配股热情不高,公司即便是低溢价也未必能筹到预计的资金额,使得稀缺的股本资源未得到充分的利用。

如此时向银行申请贷款,如前所述,由于贷款利率偏高,公司资金使用成本较高,此时往往又恰逢公司产品销售市场疲软。如此不利因素相伴而至,由于筹资代价太大,公司一般较难承受。

而此时如改用发行可转换公司债券的手段进行融资,则往往容易被市场所认同而接受,公司筹资计划一般容易实现。因为,此时的市场投资者因股市损失惨重,为保存仅有的资金实力,会退守观望,继而寻求一种相对安全的投资渠道,伺机再作动作。而可转换公司债券正是这种既便捷又具有一定安全因素的投资品种。由于其进能攻退能守的特点,被公认为是一种防守——进攻型的投资工具。既有在正股市价下跌时获取本金和利息收入的安全性,又有在正股市价上涨时转股套利增加资本价值的机会,还有在公司分红水平高于债息率时选择转股(即从债权人角色变换为股权人身份),分享高收益的权利。

加之投资者对股市的周期变化认识普遍会形成若干月或若干年后股市终会盘出低谷和股价走高的心理预期,因此这时发行可转换公司债券,投资者乐于接受,市场容易认同,甚至会出现热销。而且此时市场正股价相当降低,转换价格设定也降低,一旦大势回缓走牛,股价上扬,股价超过转股价格,转换的机会就增多,转换成功的概率就高。

如此时出现利率下调,也有利于投资者,因为利率同可转换公司债券市价呈反比关系。利率下调,则可转换公司债券价格就会上涨。当然,发行人在拟定发行可转换公司债券计划时,也要判断市场利率走势,以制定科学的券面利率和转换价格。

3. 为转股成功选择合适的发行时机

当然,就像任何事情都有其利弊两个方面一样,对投资人来讲,或为了当时发行顺利并确保日后转股成功而言,股市越低迷似乎越有利,但对发行人来讲,正股市价越低,则转股溢价也就越低,所筹得的资金也相对较少;或者说在核定的集资额度内,转换溢价越低,可转股数量就越多,发行人日后的股本扩张压力就越大,对今后每股的盈利要求也就越高。特别是出现股市回缓走牛,持券的债权人会因出现暴利套现的机会而过早地集中实施转换,其对发行人的盈利压力等负面影响会更明显。何况股市低迷时的银行储蓄利率水平往往也较高,此时发行可转换公司债券的票面利率水平也会相对较高,对发行人不利。因此,从发行人角度分析,发行可转换公司债券的理想时机也并非是股市最低迷的时期。

一般来讲,可转换公司债券的发行以宏观经济由谷底开始启动、股市由熊走牛为最佳时机。因为此时投资者对股票正开始由逃避、害怕转向靠近、欢迎,并对股价预期看好,作为与股票紧密关联的可转换公司债券也因此而受到青睐,所以可转换公司债券在此时发行会较为顺利。之后,随着经济启动的加快,股市也逐步进入牛市,股价高涨,此时可转换公司债券的持有人便会纷纷将可转换公司债券转为股票。当然,当经济处于紧缩、股市处于低迷的时期发行可转换公司债券也是可以的,但应避免在经济处于高涨,股市处于牛市顶峰时发行可转换公司债券。否则,将很可能导致可转换公司债券在到期前转换为股票的困难。深圳宝安可转换公司债券的最终转换率仅为发行总额的 2.7%,其主要原因也在于此。

所以说,在兼顾债权人、股权人和发行人三方利益的基础上,在考虑发行顺利的同时更要考虑日后转股的成功。因此应选择一个股指(股价)位于历史上中偏下的次低区域作为发行可转换公司债券的时段,则较为适宜和理想。

我们知道,只有发行和转换双双获得成功的可转换公司债券方案,才称得上是真正意义上的成功设计。而要获最这双双成功,发行时机的选择不能不说是至关重要的。发行时机选择不当,要么造成可转换公司债券发行的困难。要么造成可转换公司债券在到期之前转换为股票的困难。不管发生以上哪一种情况,无论对市场还是对投资者或筹资人来讲都会产生不利的影响。可以这么说,有的可转换公司债券方案由于发行时机的选择不佳,从一开始就便注定了其日后转换失败的命运。我国的宝安 A 股可转换公司债券的“发行成功,转换失败”就是一个典型个案。同样中纺机 B 股可转换公司债券 1993 年发行至 1995 年底,由于正股市价远低于转换价格而一股未有转换,也与当时时机选择不当而 B 股指数现已跌去一半直接有关。

证券市场瞬息万变,所以一旦发行人和承销商选定了可转换公司债券的发行时机,就应立即设计发案,抓紧申报程序,尽快组织实施,以避免贻误良机,世界很多行内人士就曾将 1994 年初由高盛公司和美林证券作合伙牵头行为盘谷银行发行四亿美元可转换公司债券的失败作为一个典型,在 1993 年泰国市场看好的情况下已获准并已定价,但由于官僚和程序上的拖延,直至 1994 年初才得以发售,虽然所发的可转换公司债券被誉为蓝筹债券,但发

行时正值泰国股市下跌(发售前的年初已显紧张预兆,股指几天急跌了7%),使得发售工作进展缓慢,进行困难,这一“没想到的失败”使得牵头行不得不将80%的销售余额长久地搁在账上,发行后不久,可转换公司债券上市交易价已跌至券面的97%,三个月后又跌至86.7%。

总之,过去我们在将一些国有大中型企业改组为境内或境外上市公司时,为优化上市指标,增强投资者的投资积极性,有时也考虑负债重组的方式,但往往受这样一个问题的困扰,即债务通过什么样的形式进行重组从而完成债权向股权的转移。可转换公司债券是实现这一转移的方法之一。当然,利用可转换公司债券来降低国有企业的过度负债也有其局限性,首先它只对那些准备发行股票上市交易的公司适用,否则可转换公司债券就没有可“转换”的基础。其次,发行可转换公司债券对于已经股票上市的公司来说尤为新鲜,国家政策也只允许进行试点,而将其推进到尚未上市的公司,在政策上恐一时难以认可。最后,即使是允许非上市公司在上市前利用发行可转换公司债券进行负债重组,对发行公司和投资者来说都有很大的风险,例如,监察问题和信息披露问题等。这些风险能否有效的规避,除了发行公司加强管理,提高资产盈利率外,在可转换公司债券的设计上,与上市公司的可转换公司债券的发行设计相比,难度也会更大。

但话说回来,如果能进行这样的尝试,其好处也是显而易见的。首先,通过发行可转换公司债券进行负债重组,最快、最大的受益者就是国有企业的主要债权人银行和非银行金融机构。这样可以保护债权人的利益,同时也保护了广大储户的利益。此外,企业之间的债权债务关系一部分也可以通过这种方法解决。其次,通过发行可转换公司债券进行负债重组可以使一批效益好,有发展潜力而又受高负债拖累而不能上市的国有企业上市,使更多的国有企业通过这种方式进入资本市场。第三,通过发行可转换公司债券进行负债重组,缓冲了债权向股权的直接转换中带来的种种矛盾和问题,同时也不会造成由于股市的急速扩容而给证券市场带来的振荡。最后,通过发行可转换公司债券进行负债重组,可以避免国有企业先债务重组后改制的种种弊端,使企业在改制的同时卸掉了一部分债务包袱。

三、转换价格与转换条件

转换价格(Conversion Price)是指可转换公司债券转换为每股股票所需可转换公司债券的票面金额。如转换价格是4元,即是说4元券面值可换一股普通股股票。转换价格是可转换公司债券要素中最为重要的,它决定着发行与转换成功与否的关键,深刻影响着投资人的收益、股票价格的变动等等,因此,转换价格是发行人和投资者最为关注的要素。

1. 转换价格的决定因素

决定转换价格的因素很多,但主要有以下因素:

第一,股票价格。股票价格是最为重要的影响因素。股票的市场价格和价格走势直接主导着转换价格的确定,股价越高,转换价格也越高。由于股票价格是公司经营业绩和综合素质的全面反映,转换价格也是公司业绩和素质的综合体现,而且更重要地体现中长期公司前景,因此转换价格是同股票价格息息相关的。

换股溢价比率(Conversion Premium Ratio)是表示转换价格与债券发行时的股价接近程度的指标,公式为:(转换价格—股票时价)÷股票价格,如果可转换公司债券发行时股票价格为10.8元,转换价格为12元,则换股溢价比率为11.1%。换股溢价比率越大,表明二者差距越大,越不容易转换,反之,则二者价格接近易于转换。换股溢价比率经验数字一般在5%—20%之间。

制定转换价格有时以发行前一段时期的股票市场时价的均价上浮一定幅度作为转换价格,通常上浮5%—20%,这一点同上述的换股溢价比率。在此可以看出,转换价格与股票价格密切相关。

第二,债券期限。显然可转换公司债券的期限越长,则相应的转换价格也越高,可转换公司债券期限越短,转换价格越低,这是由于股票价格随着公司经营发展使得业绩逐步提高,每个股份所占有的利润逐步增加所致。值得注意的是可转换公司债券发行后到可以行使转换权利的时期直接影响着转换价格,这个滞后的时期通常需要一个月到一年不等,等待转换的时滞越长,转换价格也就越高。但一般不超过一年。

第三,利息率。一般地说,利息率高则转换价格也高,利息率低则转换价格也低。息率是同可转换公司债券的期限长短相一致的,期限越长,息率越高,转换价格就高,反之,转换价格就低。美国的USX公司80年代初发行的20年期的可转换公司债券不仅成为时间最长的可转换公司债券,而且利率高达5.75%,成为可转换公司债券家族中利率最为丰厚的可转换公司债券之一。

第四,发行地点。发行地点总是同投资人联系在一起的,每一个发行地域的投资人对可转换公司债券的产业性质、经营业绩、市场的价格比较、利润期望等都有一定的判断取向,同时,发行地对发行可转换公司债券的要求适用的法律环境、信息披露等,也影响着发行的成本,从而影响了转换价格。转换价格的高低总是投资人以发行地的市场背景、横向比较分析做出判断的,因此,不同的发行地,会产生不尽相同的转换价格。

第五,上市地点。根据上述情况,上市地点的技术条件、交易制度条件、市场活跃程度、市场规模、投资群结构等都影响可转换公司债券的转换价格。

2. 转换价格的种类

转换价格存在着许多不同的种类,但主要有以下几种:

(1) 直接定价和时价。

公司发行可转换公司债券公告中直接约定的价格,如转换价格规定为12元,就是公众将可转换公司债券换为股票的价格。这种价格通常需要对股票市场走势做出较为准确的判断,可转换公司债券的主管部门及其有关机构对可转换公司债券发行申请能做出迅速的批复,使得转换价格与市场波动趋势基本一致才有可能实行直接定价的办法。相比较直接定价,时价具有更好的灵活性和适应性,它是以一段时期相应股票价格的简单算术平均数为基础,上浮一定比例作为转换价格。通常发行前(公告前)以一个月或一周的收盘价的平均价为基础的,这样的转换价格仅仅依赖于市场状况,使得转换价格合理、适度。当然,正是由于过分的市场行情依赖,也使转换价格拘泥于市场的短期变动,不能全面反映未来的市场大势,尤其是可转换公司债券着力强调的是公司未来的长期增长,可转换公司债券行使转换权

利还存在一定的时滞,所以,完全使用时价也有一定的局限性。一个合理、适度的转换价格总是需要直接定价和时价的综合考虑来完成的。

非上市公司的转换价格在本质上是同上市公司的转换价格是一致的,都是以公司的经营业绩为基础的。但由于没有可比的股票价格,就以相同或相似行为、经营业绩、资信的公司为参考依据计算。通常以参考公司的市盈率,计算出参考股票价格,然后进行股票价格基础上的溢价设计,即非上市公司的转换价格。也可依据下列公式计算:

转换价格 = (参考市盈率 × 上市前税后利润 - 发行可转换公司债券面值) ÷ 公司现有股份

假设通宝公司现有股份总额为 6000 万股,预计 1996 年底税后利润为 3000 万元,公司拟于 1996 年 6 月 1 日发行可转换公司债券面值 15000 万元,(利率 4.5%,7 年期)预计将在 1997 年 6 月前上市,同类公司的参考市盈率为 18,那么,通宝公司的转换价格为:

$$(18 \times 3000 - 15000) \div 6000 = 6.5 (\text{元})$$

(2) 分阶段的转换价格。

上述转换价格通常对于期限较短的可转换公司债券适用,如 5——7 年的可转换公司债券,而对于大于 10 年的长期可转换公司债券使用一个发行时制定的转换价格兑换股票不能适应不断变化的市场发展和公司增长,减少股权稀释,促进转换,因而,就产生了分阶段的转换价格。出于发行人的目的,使用分阶段的转换价格也有利于公司可转换公司债券的尽早转换。分阶段的转换价格有两种分类:

① 分期递增的转换价格。在可转换公司债券期内,转换价格分期递增,如 20 年期的可转换公司债券可以有以下不断递增的转换价格:

第一个五年的转换价格为 6.5 元

第二个五年的转换价格为 8.5 元

第三个五年的转换价格为 10.5 元

第四个五年的转换价格为 12.5 元

② 以数量递增的转换价格。在转换期内,转换为股票的可转换公司债券数量分别以不同的转换价格进行转换,如:

以 6.5 元转换价格可以转换 25% 的可转换公司债券

以 8.5 元转换价格可以累计转换到 50% 的可转换公司债券

以 10.5 元转换价格可以累计转换到 75% 的可转换公司债券

以 12.5 元转换价格可以转换剩余的全部可转换公司债券

(3) 转换价格的调整。

以上所述的转换价格都是在公司权益不变的情况下制定的,但当公司发生股份拆细、公司合并、配股或发行新股、增发新可转换公司债券、送红股和分派股息、出售资产等情况下,转换价格因公司的每股权益而发生变化,上述转换价格应做出适当的调整,尤其在公司净资产稀释的情况下,投资人的利益降低的条件下,调整转换价格是必须的。为区别调整前和调整后的转换价格,我们称调整前的转换价格为基准转换价格,调整后的转换价格为调整转换价格。

除了可转换公司债券自身转换为股票的情况之外,只要在可转换公司债券发行后,公司股份发生变动时,发行人就应当调整基准转换价格,并且在新股发行除权基准日进行调整和公告,以保证投资人的利益,由于调整转换价格发生的条件是多种多样的,在此仅就部分情况的调整转换价格 P 进行计算如下:

①派送红股。

设公司的基准转换价格为 P_0 ,公司股份总额为 n_0 ,送红股 n_1 ,则调整后的转换价格为 p

$$= p_0 \times (n_0 + n_1 / p_0) \div (n_0 + n_1)$$

如公司已发行股份为 5000 万股,基准转换价格为 6.5 元,年终分红股 10 送 3,这时的调整转换价格

$$P = 6.5 \times (5000 + 1500 / 6.5) / (5000 + 1500) = 5.23(\text{元})$$

②发行新股或配股。

假如上述条件由送红股改为配股 n_1 ,配股价为 a 元,这时的

$$P = P_0 \times (n_0 + a \times n_1 \div P_0) \div (n_0 + n_1)$$

假如按 10 配 2 的比例进行配股,配股价为 2.5 元,那么,调整的转换价格为

$$P = 6.5 \times (5000 + (1000 \times 2.5 \div 6.5)) \div (5000 + 1000) = 5.83(\text{元})$$

也可依照股票时价计算 P ,

$$P = P_0 \times (n_0 + a \times n_1 / P_c) / (n_1 + n_0)$$

这时的 P_c 为配股除权前一定交易日该股票收盘价的平均价,“一定的交易日”可以选择一周五个交易日或 10 个交易日,也可更长的时间如 30 个交易日。假设我们选择 30 个交易日计算出的股票收盘价 P_c 为 5.5 元,则调整的转换价格为

$$P = 6.5 \times (5000 + 1000 \times 2.5 / 5.5) / (5000 + 1000) = 5.23(\text{元})$$

③送、配同时。

当送红股、配股同时进行时,可由上述两个公式计算出调整的转换价格

$$P = P_0 \times (n_0 + (n_1 + a \times n_2) / P_0) / (n_0 + n_1 + n_2)$$

如果公司以 10 配 2 送 3,配股价为 2.5 元,则调整的转换价格

$$P = 6.5 \times (5000 + (1500 + 1000 \times 2.5) / 6.5) / (5000 + 1500 + 1000) = 4.86(\text{元})$$

④低于基准转换价格,增发可转换公司债券。

公司发行可转换公司债券后,如果以低于基准转换价格增发新的可转换公司债券,如新可转换公司债券的转换价格为 P_n ,可转换公司债券可转换为股票的总量为 n_1 ,则调整的转换价格为

$$P = P_0 \times (n_0 + P_n \times n_1 / P_0) / (n_0 + n_1)$$

假设新发行可转换公司债券总量为 10000 万元,转换价格为 5 元,则可转换成 2000 万股,调整的转换价格

$$P = 6.5 \times (5000 + 2000 \times 5 / 6.5) / (5000 + 2000) = 6.0(\text{元})$$

当然,也可以一定交易日的股票收盘价的平均价 P_c 来计算上述调整的转换价格

$$P = P_0 \times (n_0 + P_n \times n_1 / P_c) / (n_0 + n_1)$$

⑤派息。

公司分派股息稀释每股权益, 股票价格降低, 从而影响转换价格。我们假定 V 为公司支付的股息总额, 调整的转换价格

$$P = P_0 \times (n_0 - v/P_0) / n_0$$

如果公司以 0.2 元/股派息, $V = 0.2 \times 5000 = 1000$ 万元, 则

$$P = 6.5 \times (5000 - 1000/6.5) / 5000 = 6.3 (\text{元})$$

3. 我国转换价格制定的思考

可转换公司债券作为一个新的金融品种引入中国, 必需结合我国的实际情况, 建立适应我国市场的可转换公司债券制度和设计理论, 这种新品种才能“攻玉”, 才能为我国广大投资者所接受, 才能为我国经济建设更好地服务。从目前市场讨论的情况看, 有两种截然不同的观点值得关注, 一种观点认为, 在我国目前市场条件下, 发行有溢价的可转换公司债券难度和风险程度很大, 现在的时机尚不成熟, 只能折价发行(低于股票的价格市场)。另一种观点则认为完全可以发行含有溢价的可转换公司债券。由于转换价格制定的依据是相同的, 我们有必要了解价格的高低的明显分歧, 这对于我们的投资和发行都是重要的。

(1) 折价发行的依据。

①我国股票市场是个不成熟的市场, 投机性强、股票波动剧烈。见图 4.2.3, 在这样一个投机性极强的市场上, 股票价格波动难以估计。

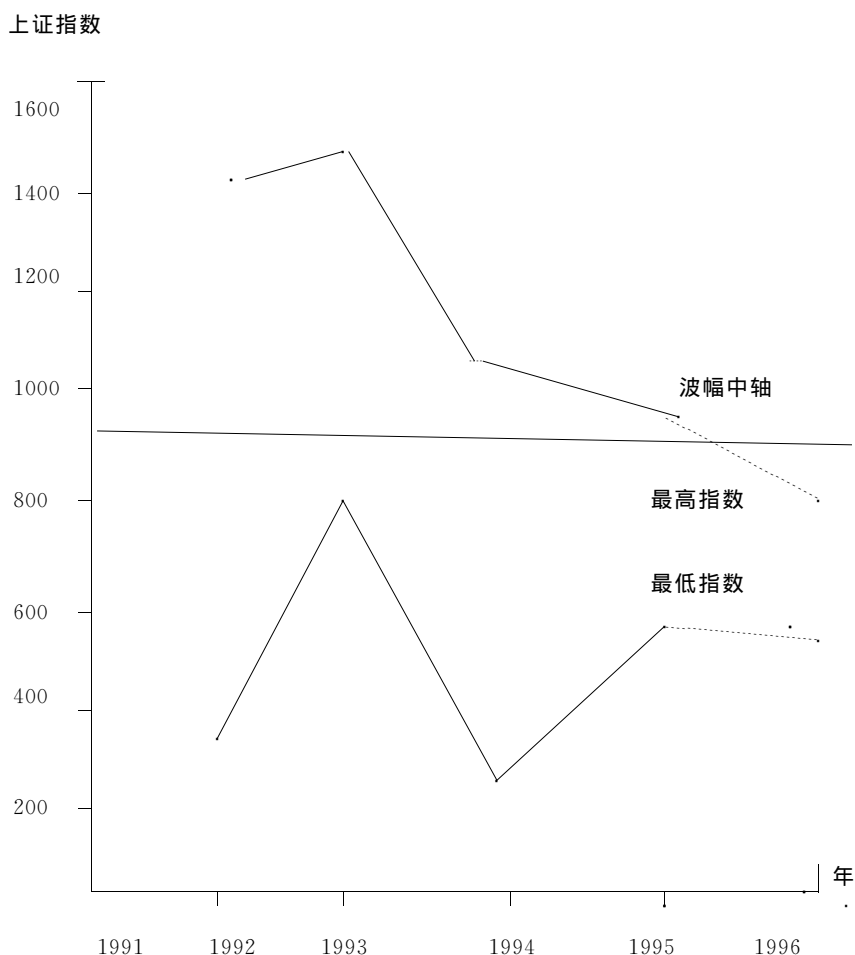


图 4.2.3 上证指数年落差波幅图

大多数人认为,股票价格不能反应或不能完全反应公司经营业绩及其它市场条件,以股票时价为依据来转换价格,不能形成准确的增长预期,转换价格又以未来股票价格的增长为转换的条件,就更不能保证转换的顺利成功。对发行人和投资人来说,转换能否成功都将面临极大的风险。因此,设计较低转换价格的可转换公司债券对双方来说降低风险、实现转换都是有利的。

②利率调整的市场化程度低。由于我国中央银行在决定利率变动时,更多地考虑了国民经济建设的计划规模和政府倾向,国家在管理经济活动时较少使用市场化的货币政策和财政政策,使得可转换公司债券所依赖的股票市场的变动方向难以正确地判断。

③我国股票的市盈率高,不具有投资价值。

④到目前为止,我国发行的宝安可转换公司债券、在瑞士发行的中纺机可转换公司债券、南玻可转换公司债券尚没有一个良好的市场股价表现。宝安可转换公司债券的转换基本上是失败的,中纺机和南玻的转换条件的前景不容乐观(见表 4.2.1)。

显然,转换价格同股票价格的差距越来越大,转换条件能否存在新的转机,前途未卜。

(2) 溢价发行的依据和措施

针对上述观点,存在截然相反的判断,并结论:在我国市场上不仅可以发行溢价可转换公司债券,而且转换也能够成功。

①同国际若干新兴市场相比,我国股票市场的公司价值被低估了。就目前股票指数上海交易所为 600—700 点,深圳交易所为 1300—1600 点,市场平均市盈率为 18—20 倍,同南亚、南美国家相比,市盈率偏低。可以得出结论,中国股票市场具有投资价值。目前的市场情况有利于发行和未来转换成功。

②从国际惯例看,可转换公司债券所设计的转换价格一般都是溢价发行的。可转换公司债券的优势之一就是“发行价格高”,尤其是在不利于高价配股的条件下,发行人通过可转换公司债券可以在同等股权扩张的情况下募集到更多的资本。如果公司以低于现行股票价格发行可转换公司债券,性质雷同“配股”。失去了可转换公司债券应有的意义。

表 4.2.1 境内公司已发的 CB 最新概况

项目	宝安 A 股	中纺机 B 股	南玻 B 股
发行数额	50000 万元	3500 万瑞士法郎(约 2333 万美元)	4500 万美元
发行时间	1992 年 10 月	1993 年 11 月	1995 年 6—7 月
到期时间	1995 年 12 月 31 日	1998 年 12 月 31 日	2000 年 7 月 17 日
年限	3 年	5 年	5 年
券面利率	3%	1%	5.25%
转换价格	RMB \$ 23/股(调整后为 19.392/股)	US \$ 0.43/股(调整后为 0.33/股)	HK \$ 5.15/股
正股均价	RMB \$ 28/股	US \$ 0.408/股	HK \$ 4.90/股
转换溢率	89.3%	105.4%	105.1%
最新正股价	RMB \$ 2.84 (95.12.31 摘牌价)	US \$ 0.162 (96.5.6 收盘价)	HK \$ 3.38 (96.5.6 收盘价)

回售溢利		96.9.15—— 96.10.15	98.8.31
赎回条件	期满 2.5 年至到期日前的半年 随时可按 3% 的溢价赎回须提前 60 天公告	正股连续 30 天高于 转换价 150%	正股连续 60 天高于 转换价 160% 时; 连续 60 天每日成交量 在 100 万美元之上
已转换股	69.16 万股 (1350.7 万元) 至兑 付前		275 万股 141 万美元 (至 95 年底)
占数比例	2.7%		3.1%
主承销商	中银深圳国际信托	瑞士银行	瑞士银行
上市地	深交所	瑞士银行柜台交易	瑞士银行柜台交易

③折价发行时,发行方式只有向原有股东配售的方式,以避免损害老股东的利益。否则,低于市场现行股价的转换价格向社会公开发行必然侵害原股东的利益。向原有股东配售,投资人范围小,未来进一步融资可能造成困难。

④溢价发行是发行人对公司的未来经营业绩看好、股价看涨的信心表示。折价发行至少对投资人来讲意味着对公司股票上涨潜力信心不足。况且,只有具备发行公司债券标准和发行股票双重标准的公司才可能达到可转换公司债券发行的条件,应当说,发行可转换公司债券的公司是和前景看好的公司,未来股票价格上涨的趋势理应是肯定的,不应当制定较低发行价格的转换价格。

⑤针对溢价发行影响投资人的购买力和转换压力的担心,完全可以通过以下几个方面措施加以回避:

首先,选择市场价位相对较低,并在未来预期内有长期上扬趋势的时期发行可转换公司债券,这对发行人、承销商和管理机构都是重要的。此时,制定的溢价转换价格相对较低,未来市场看涨机会较多。当然,对发行人来说,在股价相对低迷时期发行可转换公司债券比配股的有利因素多。

其次,选择质量、业绩上乘的公司作试点,避免因公司业绩不佳影响转换。从我国上市公司的质量来看,的确存在一些质量低的公司向社会公开募集资本,上市后,经营业绩不佳,

影响了上市公司应有的社会地位和损害了上市公司的形象。证券主管机构务必把可转换公司债券的发行公司的经营业绩、管理水平、领导素质等方面严加考核,把最优秀的公司选拔出来作为可转换公司债券的试点单位,在发行主体上确保公司的合格。只有这样,才能保证投资人的权益,才能保证未来可转换公司债券的发行和转换成功。

在可转换公司债券要素的其它方面,设计出相对灵活的方案以充分考虑市场的波动性。特别是在转换价格调整的设计、赎回条件的设计等注意其灵活性。

四、可转换公司债的赎回条件和回售条件

可转换公司债券所具有的复杂性,包括可转换公司债券的市场价格同股票价格的联动、转换价格的调整、可转换公司债券对市场的依赖和敏感特征都增强了可转换公司债券的魅力和饶有兴趣的可变机理。随着市场的发展,为进一步保护发行人和投资人的利益,可转换公司债券设计要素中引入了赎回条款和回售条款,使得可转换公司债券的市场变化气象万千,成为资本市场上的一只成熟的、有吸引力的不可替代的金融品种。

1. 设定赎回条款的目的和特征

赎回在可转换公司债券概念中是指发行人在发行一个时期后,可以提前赎回未到期的发行在外的可转换公司债券,早赎的价格一般略高于面值。人们经常使用赎回条款、赎回条件、赎回选择权等概念,实际上三者都是与赎回行为相联系的,只是强调的角度和主体不同而已。可以这样说,赎回条件是指赎回行为发生的市场具体条件,赎回条款仅限于发行可转换公司债券时,公司向投资人所做出关于赎回的书面约定。赎回选择权是发行人拥有的赎回条件出现时的赎回权力。

赎回具有以下几个特征:

(1) 赎回是一种偿还方法。可转换公司债券偿还一般有四种方法,即到期偿还、到期前偿还、赎回条件下偿还和投资人回售条件下偿还,赎回和回售是偿还方法之一,只不过是到期前偿还的、强制性的特定方法。

(2) 赎回条款是绝对有利于发行人的条款。因为它更多地考虑了发行人如何避免利率下调风险、还本压力以及财务风险,投资人在赎回条件下无法选择,迫使在赎回条件生效前做出不是最优投资选择的选择。

(3) 相对应的,赎回限制了所可能取得的投资人的利益。在长期牛市过程、利率下调等情况出现时,发行人的赎回权削减了可转换公司债券持有人的潜在收益。

设计赎回条款的主要目的是:其一,避免市场利率下调所带来的利率损失。由于可转换公司债券大多期限较长,有的长达 20 年,发行可转换公司债券后,发行人不可避免地遇到市场利率下降或贴现率下调的情况,有时下调幅度较大。对发行人来说,当进行新的市场融资的成本比发行在外的可转换公司债券所支付的成本低时,发行新债券或以其它金融工具进行市场融资就更为合算,那么,赎回旧有的可转换公司债券,再组织新的融资活动是十分有利于发行人。这就产生了可转换公司债券设计中的赎回条款。假如没有这样的条款保护发行公司的利益,发行人将会面临很大的市场风险,其二,加速转换过程,赎回条件通常是不利

于投资人的,赎回条款的制定,加速了可转换公司债券转换为普通股的过程。当赎回条件出现时,发行人按照事先约定,发布公告,迫使投资者在赎回日前的若干交易日内转换。尤其在牛市过程中,发行人按照事先的约定在未达到股市更高峰前,要求赎回,从而避免了转换因股市的突然下跌转换受阻的风险,也为了避免回售条件和到期兑付本金的情况发生。

2. 赎回条款的要素

标准的赎回条款一般包含以下陈述:

“发行公司有义务和权利赎回本次发行在外的可转换公司债券,但应在‘赎回通告’上向全体可转换公司债券持有人发出赎回申请,通告时间不少于 30 天,但最长不超过 60 天。可转换公司债券持有人可以在以下任何时间和价格(价格表示的是发行的面值的百分比)出售所持有的可转换公司债券的一部分或全部数量于发行公司,赎回时间为从一月一日开始的全部 12 个月,赎回价格为:

1990 年	106%	1993 年	103%
1991 年	105%	1994 年	102%
1992 年	104%	1996 年	101%

以后直到到期前,赎回价格等于面值。可转换公司债券到赎回日的总价值可以按照上述分期价格加总计算,发生以下情况时:

(1)1992 年 1 月 1 日前,除非公司股票收盘价达到或超过转换价格的 150%,并持续 30 个交易日。

(2)1992 年 1 月 1 日之后到 1996 年 1 月 1 日之前,如果公司收盘价达到或超过转换价格的 120%,并持续 30 个交易日。”

以上是赎回条件的一般表述,应当看到发行公司的条件和时机不同,所制定的赎回条件也是有区别的,但赎回条件一般应包含以下要素:

(1)不赎回时期。这是指发行后到开始第一次赎回的时间长短,当然,这个时间越长,股票增长的可能性也就越大,赋予投资者转换的机会也就越多,越有利于投资者。不赎回时间一般定为三年。有的可转换公司债券没有不赎回时期,可转换公司债券发行后即存在赎回的可能性,这种情形常给予较高的赎回价格,对投资人来说风险不大。

(2)赎回时间。可转换公司债券结束不赎回时期后,可转换公司债券即进入赎回时期。具体的赎回时间一般分两种,不限定时间和有限定时间内的赎回。

(3)赎回价格。一般规定赎回价格为面值的 3%—6%,随发行后的时间越长,则价格越低。如美国 GENERAL SIGNAL 公司 1992 年发行的 2002 年到期的可转换公司债券,其赎回价格规定为:

1995 年 6 月 1 日	103.59
1996 年 6 月 1 日	102.88
1997 年 6 月 1 日	102.16
1998 年 6 月 1 日	101.44
1999 年 6 月 1 日	100.72
2000 年 6 月 1 日	100.00

2001年6月1日 100.00

以上价格是以百分比表示的,越接近到期日,赎回的价格就越低,最后只是面值赎回。

(4)赎回条件。这个因素是最为重要的,一般规定股票价格发生何种情况发行人可以行使赎回权利。这里有两种情况的赎回条件的设定。其一,无条件赎回,规定可转换公司债券发行后通过不赎回时期,至到期日之前,发行人按照约定的价格,比如③中列示的价格表,进行可转换公司债券赎回。由于不赎回时间是由公司未来成长业绩和股票价格上涨幅度决定的,考虑了投资者的利益,因此,赎回的起迄时间并非有很大的随意性。但发行人可以根据“加速转换”和财务安排的实际情况,设计无条件赎回的时间跨度。

其二,有条件赎回,是指设定股票价格的上限,即当股票价格上涨到一定的程度时,要求转换,负责按照约定的条件赎回。一般规定当可转换公司债券相应的股票价格达到或超过转换价格的一定幅度时,并持续一定的时间后,发行人的赎回权可以行使。国外通常把股票价格达到或超过100%—150%作为涨幅界限,同时在该价格水平上维持一定期限如30个交易日作赎回条件。如中纺机1992年发行的五年期可转换公司债券的赎回条件为:

- 当股票价格上涨超过150%并持续30天,1994年12月31日赎回日的价格为104%,以后每年减一个百分点。

- 无特殊原因,1996年12月31日赎回日的价格为110%,1997年12月31日为101%,以后每年减一个百分点。

- 由于税收原因,1995年12月31日,赎回日的价格为103%,以后每年减一个百分点。

其中,第一条就是有条件的赎回。

根据我国目前的市场状况,股票上涨的上限可以适当提高些,而持续的时间可以适当降低。以上两种情况在实际设计中通常被混合使用了,赎回条件既包含一般股票市场情况的无条件赎回,也包含加速转换约束力强的有条件赎回,这是可转换公司债券设计达到比较完美的一个标志。

在有条件赎回中,还有以转换价值/可转换公司债券面值为标准的设计,当公司的转换价值持续超过可转换公司债券价值一定比例超过130%时,并持续若干个交易日,则发行人行使赎回权。其实这个比率与上述的股票价格/转换价格的比率在本质上是一致的。两个比率的分子都是以股票价格为核心的,分母都是固定的。因而在实际发行设计中,经常共同使用,以提高赎回权的约束能力。

在赎回条件中,经常有硬赎回与软赎回条件的区别。

当赎回条款生效时,发行人可以有两种方式支付债券本金和利息,一种是以现金支付,另一种不是直接支付现金,而是以发行新的认股权证、可转换公司债券或其它工具来实现赎回。前一种赎回需要发行人储备大量的现金,可能造成公司财务困难、还款压力,尽管这是一次低成本的融资和偿付,但对于公司长期使用和占用资金的需求愿望来说,赎回不能不产生一定的消极影响。而后一种则明显缓解了上述压力,资金的暂时占用,可能使尚未产生经济效益的可转换公司债券投资项目产生新的利益。软赎回也是对设计公司长期的股权增长战略,建立健康、合理的资产结构有积极意义的。

硬赎回和软赎回实际上是公司长期发展和短期利益的辩证选择,前者是建立在公司目

前的经营和财务情况良好的状态下的设计,为未来公司的长期发展奠定良好的股权和资产发展基础。而后者是未来公司利益的提前透支,它保证了当前的经济利益和企业的持续发展,但未来股权扩张的压力增大。

(5)赎回条件下的利息计算。赎回日前,赎回价格按照给定的赎回价格,如 105% 的票面价格,然后再计算出应计利息,即当年的利息率到赎回日的利息。举例如下:公司发行的可转换公司债券的票面利率为 5.75%,赎回价格为 105%,赎回日是 6 月 1 日,这时投资人得到的可转换公司债券价值为:

$$105 + 5.75 \times 150 / 360 = 107.39 (\text{元})$$

(6)赎回日期和地点。赎回情况下的赎回日期总是事先在公告书中约定好的,一般的赎回日期是在每个应计利息年后进行。赎回地点可能临时通知也可能同赎回日期一样在公告书中载明。作为投资人能够容易得知这些信息的变动情况。

3. 回售条件

与回售条件相关的概念有回售条款、回售选择权等。在公司股票价格表现欠佳时,投资人有权利要求发行人收回发行在外的可转换公司债券,并在指定日期内以高于面值的一定的溢利率出售给发行人。1975 年日本的东芝公司发行了第一只含有回售条款的可转换公司债券。当时,东芝公司规定的票面利率为 6.75%,1990 年到期,回售条件是投资人可以要求公司 1980 年 9 月底以 112 元的价格赎回其可转换公司债券,五年的收益率为 8.93%。此次发行在日本获得巨大成功。产生回售条款的直接原因在于发行人为使可转换公司债券发行顺利和筹资成功。回售主要有以下几个因素:

(1)回售价格:回售价格是事先规定了的,一般比市场利率稍低,但远高于可转换公司债券的票面利率。中纺机发行的 1993 年—1998 年的可转换公司债券的回售条件为:

“1996 年 9 月 15 日—10 月 15 日登记的公司债权人有权回售公司可转换公司债券,回售时间为 1996 年 12 月 31 日,价格为面值的 110%。”

在这里的价格为 110%,这时的收益率为 4.108%。

(2)回售时间是事先约定的,一般定在整个可转换公司债券期限的 1/3 时间为回售时间。对于十年期以上的可转换公司债券,大多定在五年以后为回售时间。

(3)回售选择权,发行人承诺到达回售时间时,股票的价格要应达到一定价位,此时如果发生转换,投资人可以获得远高于票面息率的收益。如果市场行情没有如期所约,发行后较长时间内,股票价格没有良好的表现,转换无法实现。股票价格达不到应有的行情的原因可能很多,包括市场利率的上涨、后续发行的证券具有更好的价值、公司不景气、其它因素等,则投资人按照指定息率回售可转换公司债券于发行人,发行人无条件接受可转换公司债券。如一家公司可转换公司债券的票面息率为 4.25%,公司承诺在指定的日期可转换公司债券收益率达不到 10% 的话,公司将在指定日期接收回售的可转换公司债券。欧美市场通常以美国国库券的利率另加几个点来计算投资人的收益率的。

回售条件有以下主要特征:

(1)回售条款不经常使用,发行人容易接受的方案通常是未来判断准确、融资成本确定、不需要更多附加条件如回售条件支持等发行的方案,况且,在发行方案的制定过程中,发行

人的作用一直起重要作用,能使用回售条款的发行方案不多。

(2)假如使用了回售条款,那么票面利率将更低。回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护性条款。相对于发行人具有的赎回条款,回售条款利益保护偏向于投资人。正是可转换公司债券具有回售条款使得该品种更具有吸引力。但是,附加了回售条款的可转换公司债券,发行人就更有理由支付更低的息率和规定更高的转换价格。投资人在回售条件下购买可转换公司债券所支付的成本提高。

(3)包含回售条款的可转换公司债券对投资者更具有吸引力。可以说,发行后所有的市场风险都由发行人来承担了,发行人的压力增大。

(4)投资者慎重选择包含回售条款的可转换公司债券,因为必须估计到当公司业绩不佳、市场长期低迷时,公司无力支付本金和利息的可能性。

4. 赎回选择权和回售选择权在我国市场的实现

具备赎回选择权和回售选择权(以下简称“赎回权”、“回售权”)的可转换公司债券能够保护投资人和发行人的利益,投资人可能获得高于股票和债券的收益,也可保本保值,能够促使投资理念化、长期化,使得可转换公司债券及其相应股票的市场表现复杂多样,更具有挑战性。正是其魅力吸引了众多的投资者。但是,在目前我国市场条件下,把含有赎回权和回售权的可转换公司债券引入我国证券市场应注意以下几个问题:

(1)作为一种金融新品种,有关利益各方的利益应当同等对待,赎回权和回售权的利益保护是相背的,有必要一开始在尝试引进这一品种时,赎回权和回售权不可取一使用。尤其是注意不要单独保留赎回权,投资人的利益无法得到有效的补偿。

(2)加大市场监管力度,保证合理公平的市场价格存在。赎回权和回售权是一种期权,防止发行人、证券公司操纵市场,造成不适当的赎回条件和回售条件的出现。

(3)加强上市公司的信息披露制度,及时准确地披露信息,及时调整因股份变化而造成的转换价格。

(4)建立证券交易登记管理制度和发行人证券登记制度是保障可转换公司债券转换和承兑的重要条件,在目前的登记制度基础上提高运作效率和较好市场透明度是必要的。

第三节 可转换公司债的发行(二)

一、发行前的准备

上市公司发行可转换公司债券,应该在发行前作好充分的准备工作。主要包括以下五个方面:

1. 将发行可转换公司债券的议案提交董事会和股东大会批准

上市公司发行可转换公司债券,应该先获得股东大会和董事会的批准。因为发行可转换公司债券一般数额较大,对公司发展和对股东权益影响也较大,所以,发行可转换公司债券须召开股东大会,股东大会投票通过以后,方可进行发行的实施。

公司发行债券一般要经过三分之二以上董事出席的董事会半数赞成通过(公司章程另有规定除外)。由于可转换公司债券具有债券和股票的双重性质,是一种混合证券,其复杂程度要比债券和股票大。《公司法》第一百七十二条规定:上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券。发行可转换为股票的公司债券,应当报请国务院证券管理部门批准。公司债券可转换为股票的,除具备发行公司债券的条件外,还应当符合股票发行的条件。从此条规定看,其批准的复杂程度大于债券和股票,并特别要求发行可转换公司债券要经股东大会的批准。这就要求上市公司一定要进行充分的准备,不仅要使提案获得股东的理解,最终获得通过,而且将来使股东在可转换公司债券的流通市场上获得满意的回报。要使议案在股东大会上获得通过,发行公司作好初步的方案是必要的。一般来说,发行公司要将筹资的必要性、筹资的可行性、资金的用途要对股东作出解释,而且还必须对发行可转换公司债券的发行金额、发行时间、存续的年限、到期时间、票面利率、转换的价格、回售及赎回条款、上市的地点作出初步的估计,向股东作出说明,必要的话,公司还需作出一定的承诺,承诺发行可转换公司债券不会损害老股东的利益,使发行能够顺利地获得股东大会和董事会的批准。

2. 成立发行办公室(或发行小组)制定工作方案和工作流程图

发行公司应该成立发行领导小组,并制定工作方案和工作流程图,以便顺利按时完成发行工作。

发行可转换公司债券得到股东大会的批准后,即进入正式的筹备阶段,鉴于向批准机关申请的复杂性和难度,以及发行工作的繁杂程度,发行公司应该成立发行办公室或发行小组,并制定订工作方案和工作流程图,做到专人负责,按计划的进度顺利完成各项工作。

成立的发行办公室或发行小组应该由公司一位副总理级领导人担任负责人,并由若干成员组成。整个发行工作包括申报、发行,由该办公室或发行小组进行总体策划,并进行适当的分工,由文字熟练的人担任文字工作,外向型人员进行文件的报批与公关工作,另外,也应配备适当人员进行打字、文件的印刷和装订等工作,使成立的办公室和发行小组成为一支分工负责清楚,工作效率高的精明强壮队伍。

成立的发行办公室或发行小组应该制定详细的工作方案,并初步确定发行的准备和发行完成的各项工作时间表,并画成详细的流程图,使工作能够按时按计划完成。制订的工作方案和时间表,应该包括:何时组织召开股东大会和董事会会议;何时与投资银行取得联系,并选定主承销商;何时起草完申报的文件,包括资金用途说明书等;何时完成会计师事务所验资和审核意见书、法律意见书;何时完成包括发行通函在内所有文件,并向审批机关上报;何时公告发行;何时进行适当的宣传和促销;最后预计在什么时间完成整个发行工作并安排发行的可转换公司债券的上市等等。

发行工作的流程图大致如下:

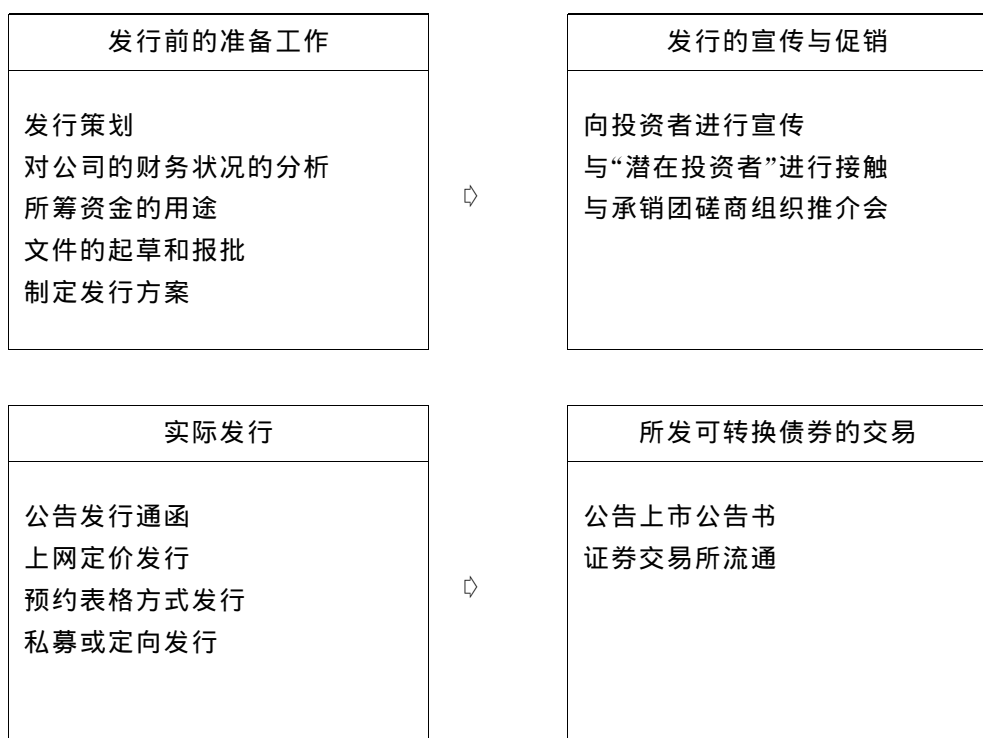


图 4.2.4 发行工作流程图

3. 选择主承销商

发行公司应该就发行的可行性、发行的方式、发行的程序进行初步的调查、咨询,并适当地与政府有关部门及承销债券的投资银行、财务顾问进行初步的接触。

一次发行的成功与否,与主承销商有很大的关系,如果主承销商挑选不好,很可能造成发行的失败。即使是包销的情况下,如果是由于主承销商及组织的承销团的推销不力,或者对投资的宣传引导不力,造成公司所发可转换公司债券的销售不畅,发行不佳,对公司形象也是一个较大的打击,很可能造成投资者对公司的发展前景发生疑问。因此,在挑选主承销商的时候,发行公司应该挑选信誉卓著、业绩良好的投资银行作为主承销商。主承销商一般负责协调发行公司的各项发行工作,包括负责组织编写发行的文件,组织发行债券的推介和销售,推荐发行的证券的上市交易等。选择策划水准高、公关能力强、配售技术好、行业经验丰富的投资银行,就为发行公司的顺利发行奠定了基础,不但能够顺利地地为发行公司筹集到所需资金,而且还能为发行公司发行的证券在上市交易后获得良好的信誉。选择不好的话,情况则相反。我们看到,有时候,市场对某一证券发行的冷漠反应往往不是由于筹资企业本身的问题,也不应责怪市场,而往往是由于主承销组织表达和推广上处理不当,市场反应不够热烈对证券销售产生不利影响。为了使发行的证券顺利进行,并能创造出一个活跃而成功的二级市场,认真挑选主承销商就显得极为重要。

4. 发行的宣传、公关与促销

配合发行的需要,发行的公司应当进行适当的宣传和介绍,并适当地对投资者进行调查和问询,以了解投资者对发行的可转换公司债券的态度,以便将来设计发行方案时,能够充分考虑投资者的要求。

公司要发行可转换公司债券,进行筹资活动,在我国现阶段,不但要获得政府有关部门的批准,而且要赢得社会和公众媒介的支持,而且更重要的是筹资者活动要赢得投资者的认可。顺利地将发行的证券销售出去,必须使公司在筹资的同时,尽可能地扩大公司的声誉,并有效地进行一系列的宣传公关活动。

在向政府申请发行时,要在充分准备的基础上,全面进行公关活动,必要的话,要把公司的筹资活动与当地发展联系起来,要充分宣传公司的筹资给当地的经济建设、财政收入、就业、社会发展带来的影响,以促使当地政府的支持,进而获得更高级政府的支持。总的来说,要使公司的各项公关活动渗透到各级政府,以便最终使公司的筹资活动得到批准。

在向投资者进行宣传活动时,应当充分利用广播、电台、报纸等公共媒介及时地报道公司的动向和意图,向投资者展示公司的发展潜力,必要的话,还应该聘请专家、学者就公司发行可转换公司债券举行研讨会,在充分吸收专家、学者意见的基础上,认真改进公司的各项工作,或者,也可以聘请专家和学者为潜在投资者作投资分析报告,以使投资者获得专家的指导。如果是发行可转换为B股、H股或N股的债券时,由于投资于B股、H股、N股的投资者一般为境外人士,所以发行可转换为上述几种股票的债券时,其宣传公关活动就应该适合于境外投资者乐于接受的形式,如采取展示会,巡回推介会、午餐会等进行宣传促销活动。需要注意的是,如果发行可转换为B股、H股、N股的债券,采取私募时,一般不能采取广告等形式的公开宣传,也不宜在公共媒介上进行推广活动。就应当采取路演或专题会等推介活动较为适宜。

5. 编制主要申报及发行文件,并精美印刷

发行公司应对各种资料作全面的搜集,并在发行前起草完全部发行文件,并印刷出来,重要文件等材料更应精美印刷出来。

在发行前,应该将申报的文件及发行的文件准备齐全,一方面满足批准机关批准时用,另一方面则将向投资者展示和公告用。起草文件时,发行人要与主承销商及有关中介机构、财务机构紧密配合起来,应该按照工作进度、按计划予以完成。起草的文件不但包括申报和发行的总文件,还应该包括发行通函或章程及发行办法的实施细则。如果采取公募时,例如采取利用证券交易所的电脑系统进行发行,则应该就所申购的资金如何清算、如何确定申购的中签比率等具体办法等文件一并准备。如果是采取以申购表的形式进行预约申请,则应该将申请表及网点安全保卫工作的措施等一系列文件都事先准备好。假如是采取私募的方式,则应将推介会或演示会的宣传材料和申购的预约申请表准备好。值得提醒的是,那些重要文件报告应该很好地打印、印刷、装订好,千万不能马虎,必要的话,应该请专门的印刷商进行统一的设计、印刷和制版,特别是用预约申请表并进行抽签以确定中签表时,则必须请印钞厂进行制版,并规定统一的防伪标记、防伪油墨及纸张,采用先进的防伪技术进行印刷,以确保发行的顺利、公正、安全地进行。防止出现假表和假号的现象。

二、发行可转换公司债的条件

发行可转换公司债券相当于发行一次债券和发行一次新股(经过转换)的情况,根据《公司法》第一百六十五条规定:公司向国务院证券管理部门申请批准发行公司债券,应当提交下列文件:①公司登记证明;②公司章程;③公司债券募集办法;④资产评估报告和验资报告。同时,《公司法》第八十四条规定:公司发行股票,必须向国务院证券管理部门递交募股申请,并报送下列主要文件:①批准设立公司的文件;②公司章程;③经营估算书;④发起人姓名或者名称,发起人认购的股份数、出资种类及验资证明;⑤招股说明书;⑥代收股款银行的名称及地址;⑦承销机构名称及有关的协议。如果是发行可转换为外币计价股票的债券时(如B股、H股、N股),还应该遵守《股份有限公司境内上市外资股规定》及其实施细则的规定,还应提供各省、自治区、直辖市人民政府或者国务院有关企业主管部门向国务院证券委推荐的有关文件,如果是境外发行和上市的,还应准备境外管理机构所需的文件。综合以上几方面,发行可转换公司债券,大致所需的文件主要有:批准设立公司的文件;股东大会及董事会决议;公司章程;发行可转换公司债券申请书;发行可转换公司债券的可行性报告(或资金的用途报告);招募通函或发行章程;最近三年的财务会计报表及附属明细表;会计师事务所的验资评估报告及经济效益预测报告;律师事务所意见书;承销协议;前次募集资金使用情况;偿债措施和担保协议等。

1. 批准性文件

(1)批准设立公司的文件。

包括公司的营业执照和经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准成立公司的文件,以及部分行业的经营许可证文件。发行可转换公司债券的公司必须是股份公司,而现阶段,我国限定于上市公司。《公司法》第一百七十二条规定,发行可转换为股票的债券的主体为可以发行股票的上市公司。所以,不能上市的股份公司则不能发行可转换为股票的债券。从以上的要求来看,公司的设立应该是由国务院授权的部门或者省级人民政府批准设立的。假如上市公司是属于特殊行业的话,还需要提供法人代表批复文件。如现阶段,我国金融企业的法人代表则需中国人民银行的批准。另外批准设立的文件有时还有必要补充公司的历史沿革和发展情况等。

(2)股东大会及董事会决议。

发行可转换公司债券既是一次筹资活动,又是公司投资活动的重大变动。《公司法》第一百零三条第九款规定,股东大会对公司发行债券作出决议,同时,第一百零六条规定,股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权的半数以上通过。原因是发行可转换公司债券,有可能对股东权益造成重大影响。如发行的可转换公司债券转换的价格过低,则有可能对原有股东的权益进行摊薄,严重损害股东的利益。因而,为发行可转换公司债券而召开的股东大会应该于会议召开三十日以前或更长时间通知股东,以便使股东有足够的时间对所议的事项作出全面判断。股东大会必须依照法定的程序召开并作出决议。决议通过后,须将决议交董事会具体负责实施,在具体执行过程中,董事会可以根据股东大会的决议

作出发行可转换公司债券的具体办法,这些文件都可视为申报和发行文件的要件,一并呈报审批机关和供投资者查阅。

2. 有关发行人情况的文件

(1) 公司章程。

发行可转换公司债券,在申报的文件中,还须有公司章程。公司章程详细列明了公司名称和住所;公司的经营范围、注册资本;主要股东的姓名和名称;股东的权利与义务;股东的出资额和出资方式;股东转让出资的条件;公司的机构及产生办法、职权、议事规则;公司的法定代表人;公司的解散事由与清算办法。章程是公司的基本规范,它一经登记即具有约束力。公司章程是公司内部的根本大法,在申请发行可转换公司债券的申报文件中,公司章程则为公司证明其内在本质的必然要件,是必不可少的文件。

(2) 发行可转换公司债券申请书。

发行可转换公司债券,发行公司应该向主管部门或证券管理部门提出申请,申请书就申请发行的理由、发行的数额、发行时间、利率、债券存续的期限、发行的办法或方式、资金的用途等进行初步的说明,将申请书连同其它有关的文件一并上报。

(3) 发行可转换公司债券的可行性报告(或资金用途报告)。

发行可转换公司债券的可行性报告是申报文件中的重要文件,可行性报告撰写的好坏,是发行是否获得批准的关键。发行公司应该在调查分析、研究的基础上,对所筹资金运用的项目进行深入、广泛的论证,并且应着重对所筹资金运用的项目所产生的经济效益进行评估与预测,对公司发展前景的影响和带来的社会效益都应作出正确的评价。所撰写的可行性报告应该就发行的重要性、必要性、可能性作出综合的阐述,所投资的项目或产品的市场前景,也应以发展的眼光进行适当的预测,同时,所投资项目的项目批准书也应作为可行性报告的附件一并上报。

一般来说,可行性报告应包括以下几个方面的内容:发行公司的名称、住所、设立状况;发行公司的生产经营状况、资信状况和投资情况;经济效益状况;发行公司的资产、负债情况;发行公司的股本构成状况;固定资金与流动资金状况;所筹资金所投入项目的建设周期及投资概算;所筹资金所开发产品的市场前景及所带来的经济效益,以及按照滚动投资所带来的经济效益等等。

3. 有关鉴证性文件

(1) 最近三年的财务会计报表及有关明细表。

发行可转换公司债券是一项重要的筹资活动,特别是债券转成股票后,一般来说,会对股东的权益产生一定的影响,有时候是非常大的影响,严重的话,会严重稀释股东的权益或造成发行人的财务损失。所以,在申报和发行文件中,应该将最近三年的财务报表作为必然的要件供证券管理机关审批和供投资者审阅。当然,在招募通函里,也会将三年的主要财务指标列示出来供投资者参考,但详细的财务报表在申报和发行时是不能少的。财务报表应该包括资产负债表和损益表,必要的话,还应包括现金流量变动表,同时也应包括重要经济合同或财务重大事项的说明。值得注意的是,如果发行可转换成外币形式的股票时,如B股、H股、N股时,提供给投资者审阅的报表应该是经境外会计师事务所和境内有国际会计

审计、评估业务的会计师事务所所审核的报表,这样的报表应该是符合按国际会计准则和发行所在国的会计惯例所作出的报表,这样才能供发行所在国的投资者审阅和参考。

(2)会计师事务所的验资报告及盈利预测表。

投资者在投资于可转换公司债券时,所要考虑的是只投资于债券,可以获得稳定的利息,但同时要受到比一般债券利率低的损失;还是购买债券转换成股票,将来获得公司资本增值或在预计将来以高于现时股价之价格售出股票获取溢价。投资者在投资之前,特别是大的投资机构或投资基金经理人,应该详细审阅会计师事务所所作的验资报告及盈利预测,验资报告给投资者揭示的是投资的风险和资本的真实性,而盈利预测则是一方面给投资者展示将来的收益和发展前景,一方面作为计算转换价格的重要依据。在进行盈利预测时,会计师事务所应该说明计算盈利的会计准则和计算方法,所作的预测应该与发行人的发展情况相一致,使发行人能够达到,这一点可以说至关重要。如果发行人实际业绩达不到预测的业绩,造成公司的股票价格下跌,一方面会使发行人的形象受到影响,另一方面也会使债券转换成股票发生困难,使转换失败,使公司面临还本付息、遭受巨大资金压力的困境。

(3)律师事务所意见书。

律师事务所意见书一般作为备查文件放在申报和发行的文件中。律师事务所意见书以第三者的意见为投资者提供了一种公证。其意见书必须对筹资的活动、申报或发行前后通过所有必需的决议进行法律界定和公证,使投资者能够放心。律师事务所通常需要在编制招募通函或发行章程的初始阶段参与工作,并且参与上市建议,安排起草文件、税务安排等工作。特别是在起草招募通函时,律师必须给予意见,协助企业按法律条例的要求作出适当的披露,并且在意见书中概括企业章程、重大合约,并对企业公布文件的事实作出验证并承诺。如果发行可转换公司债券是相对于境外投资者,则可能需要聘请境外地区或国家的律师事务所提供法律意见书。

4. 承销协议

承销协议是发行人与主承销商(代表承销团)签订的明确双方权利与义务的销售合同。根据承销方式的不同,双方的权利与义务不同。目前,在我国,承销的方式主要是采取包销和余额包销的方式,在国外,也有采取代销的方式。

发行人在与主承销商签订的承销协议中,一般包括:

- (1)签约双方的名称、注册地址、联系电话、法定代表人;
- (2)本次发行的依据(批准单位和文号);
- (3)发行证券的种类、数量、金额;
- (4)承销的方式和承销费用;
- (5)付款的方式;
- (6)双方的权利与责任、义务;
- (7)协议生效与终止的条款;
- (8)违约和责任;
- (9)承销的保密事项;
- (10)适用的法律;

(11)附则。

发行人在与主承销商签订承销协议时,应该将权利与义务用简明、清楚的文字表述出来,不能有引起歧义的内容,并且就适用的法律和法律管辖权作出明确的规定,特别是发行境外的可转换公司债券时,更应就法律的管辖权作出明确的规定。另外,发行的可转换公司债券的数额较大时,按照规定需组织承销团承销时,承销商之间的承销团协议也应作为申报文件的必备文件之一一并上报,作为管理机构批准的依据之一。

以上是发行可转换公司债券必要的文件,但是,如果发行的是担保的可转换公司债券时,应该将担保书一并准备。有时在公布招募通函同时,还同时就发行可转换公司债券的申购规则、就申购数量的摇签配号、以及中签号码公布的时间、申购款多余部分如何退回等细节发布一个发行公告。这些文件也应视作准备的文件。目的是使投资者更清楚地了解购买的细节,以免发生不必要申购困难。在发行可转换成B股、H股、N股的债券时,相应地会增加我国外债的数额、则还应准备向国家外汇管理局申请的文件及发行完毕的说明文件等。

三、可转换公司债的承销与发行方式

可转换公司债券的承销与发行方式是与发行可转换公司债券的审核制度及相应的发行程序紧密联系在一起的,由于审核方式的不同,发行程序也不一样,导致承销与发行方式也不尽相同。

1. 发行可转换公司债券的审核和发行程序

发行可转换公司债券一般要向证券管理机关提出申请,管理机关依照有关的法律和法规对发行进行审核。世界上对发行可转换公司债券审核一般采取两种制度,一种是核准制,一种是注册制。核准制即是发行人必须经过证券主管机关审核批准以后,方可发行的制度。注册制则是发行人按照发行条件只要将全部发行的材料如实向公众投资者公布,并在证券主管机关进行申报注册即可以发行的制度。目前,我国发行可转换公司债券主要是采取核准制。

采取核准制发行可转换公司债券,发行的程序如下:

(1)股东大会、董事会决议。

公司发行可转换公司债券,必须由股东大会作出决议,而且必须经出席会议的股东所持表决权半数以上通过。并且就可转换公司债券发行的总额、票面利率、付息方式、发行价格、转换价格、赎回与回售的条件、存续期限、发行方式、发行日期、资金的用途等做出决定,并授权董事会具体执行其方案。如果发行可转换公司债券与公司章程有冲突时,应通过决议修改公司章程。

(2)选定主承销商并制订发行有关文件。与主承销商一道制作完毕第二节所介绍的各项文件。

(3)向证券主管机关提出申请。发行人提出申请时,应向证券主管机关提供第二节所述之文件及证券主管机关另外要求之文件。

(4)与主承销商签订承销协议。发债公司与主承销商签订的承销协议应该就发行人与

承销商双方的权利与义务、承销的佣金与费用负担、缴款的日期、或者上市的推荐、违约的责任等达成一致意见。

(5)签订其它有关协议。如发行可抵押的可转换公司债券应签订信托合同,如果是发行可担保的可转换公司债券则应签订担保协议。另外,还应与交易所签订上市的协议与登记结算公司就登记、清算等代理签订有关协议。

(6)制作认购书、簿记卡或债券。认购书应该包括认购的金额、认购者的姓名、电话、地址、债券的名称、票面金额、票面利率、付息方式、偿还日期、转股的选择、发行人的印章及法人代表的签字,政府批准文号等栏目。

(7)公布募集通函和募集办法。包括刊登发布募集公告,进行发行说明和宣传,公告发行通函或发行章程,发布、取消申购、缴款、中签摇号的具体操作方法。

(8)正式向投资者出售。

(9)缴款。承销商将款项划给发行人。

(10)向有关机关呈报发行情况,发行人募集完可转换公司债券后,应该在一定时间将有关情况向证券管理机关呈报发行情况。

(11)向证券交易所申请上市。

2. 可转换公司债券的发行方式

发行可转换公司债券一般采取公募与私募两种发行方式。根据各国对发行可转换公司债券的管理方式不同,发行的方式也不尽一样。但一般来说,公募发行方式是发行人公开向非特定的、范围广泛的投资者募集资金的发行方式,我国发行可转换 A 股债券的发行方式应该采用公募的发行方式。

私募发行是指发行人向少数特定的投资者发行的方式。一般来说,主要是仅将与发行人、或承销商具有某种关系的投资者作为发行对象。不过,上述所说的“少数”在不同的国家,有不同的规定,如美国要求 35 人以下少数,日本则要求 50 人以下少数,欧洲国家对公募、私募人数没有具体的规定。

私募发行与公募发行相比,有如下特征:

(1)私募发行一般不必向证券管理部门办理发行的注册手续,可节省费用开支和发行时间,降低了发行的成本。

(2)投资者比较确定。由于私募发行一般事先确定好投资者,投资者与发行人与承销商具有某种特定关系,所以私募发行额容易得到保证,发行的时间也较短。

(3)由于私募发行不用进行注册登记,一些财务状况不很理想,难以满足公募发行条件的发行人也能筹集资金。

(4)私募发行一般不能公开上市交易,但日本则允许私募债券上市交易。

(5)私募发行,投资者持券转让受到许多限制,发行人一般要向投资者提供较优惠的条件,比如较高的利率及较好的回售条款等,使发行人增加较大的成本。

(6)私募发行也不利于发行人提高信誉和知名度。

我国目前发行可转换成 B 股或外币计价的股票时,由于一些原因,一般采取私募发行的形式。

(1) 公募发行。

鉴于我国公司法的规定,发行可转换公司债券的发行人应为上市公司,所以,在我国发行可转换 A 股的债券时,一般应主要采取公募的形式。由于我国发行可转换公司债券为审批制,即必须经过证券主管机关的批准方可发行,故我国发行可转换公司债券即使是向老股东定向配售可转换债券时,也应视为公募发行。公募发行的几种形式如下:

①通过证券交易所的电脑系统上网定价发行。主要是通过证券交易所的电脑系统,承销商作为唯一的卖者将可转换公司债券进行挂盘,投资者通过电脑系统进行申购,然后通过证券交易所的登记清算系统进行债券登记、过户及申购款的划拨,最后完成对可转换公司债券的发行。如果是对老股东进行配售,则通过电脑中的股东资料进行配售,发行程序与上述相同。

②以认购申请表的方式预约申购发行方式。主要是在发行地区或全国主要地点设置申购的网点,投资者先填写认购申请书,就申购的数量等进行预约认购,承销商根据申请认购的数量摇号确定其认购比例,直接销售给投资者,并将投资者认购的数量向上市的证券交易所进行登记、过户,完成发行过程。这种发行方式也可以让投资者按照其认购的数量先预交其认购证券数量的款项,再根据投资者认购的总数量摇签决定投资者认购的比例认购其证券,多余的款项在一定期限内退回给投资者的发行方式。这种方式较通过证券交易所电脑系统认购方式,所耗时间较长,成本也较高,组织的工作与难度也较大,但一个特点是能够扩大投资群。

此外,在通过证券交易所上网定价发行和以申请表预约申请的方式下,采取招标的方式来决定可转换公司债券的投资者和可转换公司债券的发行条件的发行方式对发行人来说,有可能获得较满意的结果。招标的方式主要采取竞价发行或利率竞标两种方式。

可转换公司债券的竞价发行,主要是发行人确定票面利率和可转换公司债券的发行总数量,发行价格和认购额由投资者以竞标的方式进行,从最高报价顺序往下选定投资者,直到预定的发行额或允许超过的最高发行额。中标的投资者则以其竞投的数量按统一的价格认购。

可转换公司债券发行也可采取利率竞标的形式进行发行,这种发行方式主要是发行人事先确定发行可转换公司债券的总金额,票面利率通过投资者竞标方式,发行人通过投资者所申报的利率选定最低利率作为发行可转换公司债券的利率,并从投资者选定的最低利率依次选定投资者及其投资金额,直至达到预定发行可转换公司债券的总额为止。

值得一提的是,在选择主承销商时,发行人根据发行的初步条件通过竞标的方式来选定主承销商或承销团,也不失为一种有效率、公正的一种方式。

(2) 私募发行。

在目前条件下,我国上市公司发行可转换 B 股、H 股或 N 股的债券时,应该适当采取公募的方式发行,这样的话,一方面可以扩大企业的信誉和知名度,提高我国企业的国际竞争力;同时,另一方面,对扩大我国企业的融资范围、融资数量,并促使我国企业的筹资逐渐走向国际资本市场形成重要的影响。

私募发行主要是通过承销商向预定的投资者进行销售。一般来说,承销商主要通过自

己的销售网络进行全球配售,也可以采取以路演或推介会的方式进行宣传,邀请专业的投资机构、投资人,如基金经理、大的财团,举办座谈会,进行现场的推介活动,或者直接现场进行销售,承销商也可以先行向发行人一次性买断或全部包销,然后分次销售给投资人。

发行可转换成外币计价的股票的债券时,主要是以两种货币进行计价,一种是美元,一种是瑞士法郎,并相应地称做瑞士可转换公司债券和欧洲可转换公司债券。

从目前情况看,按照瑞士国家银行的要求,瑞士法郎标价的可转换公司债券只有在瑞士发行、并由瑞士的银行作为主承销商承销的可转换公司债券才被认为是合法的,并被称做瑞士可转换公司债券。

以美元计价在欧洲发行的可转换公司债券则被称做欧洲可转换公司债券。不过,最近几年,出现了一种以美元标价、受瑞士监管、在瑞士发行并主要在瑞士配售的新的可转换公司债券,称做“Alpine”(阿尔派)。

可转换公司债券的国际发行中心主要有两个,一个是瑞士,一个是伦敦,前者的特点是:①除了日本以外,具有全世界最低的利率水平;②具有较低的发行成本;③有众多的金融机构。后者的特点是:全球的金融中心和投资中心,是国际大型的投资基金或金融管理公司聚集之地。

在国际上发行可转换公司债券时,企业应根据企业自身的情况和条件以及其它目的,选择发行瑞士可转换公司债券,还是欧洲可转换公司债券,还是 Alpine 方式发行。例如,我国南方玻璃股份有限公司于 1995 年 7 月,选择了 Alpine 方式发行可转换公司债券,共发行了 4500 万美元的可转换公司债券,这种方式成本较低(节省了律师费用和路演推介开支),利率适中(略高于瑞士债券的利率),是一次比较成功的发行。总之,如果是私募发行,特别重要的是选择实力规模大、信誉较佳、有丰富的发行经验和较强的策划能力,以及有较强的销售网络和筹资能力的投资银行作为主承销商,是一次成功发行的基础,否则的话,容易导致发行的失败。

3. 可转换公司债券的评级

在国际市场上,发行债券,一般要对债券进行评级,债券的价格与利率跟信用评级有密切的关系。所谓债券评级是指具有独立性的评级机构对发行人发行的债务的风险程度进行评定,并将发行者的信誉和偿债能力的可靠性等公诸于众,从而保护投资者的利益,使投资免遭由于情况不明或判断失误而造成的损失。没有经过评级的债券,在市场上,一般不被广大投资者所接受,也很难有销路。所以,发行人发行债券一般都自愿向证券机构申请评级。而且许多国家也要求对发行的债券、特别是以公募方式发行的债券进行评级,以指导投资者进行投资。

债券的等级一般分为以下几个级别:AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九个级别。一般情况称 AAA、AA、A、BBB 四个等级的债券为投资级债券,风险较小;称 BB、B、CCC、CC 四个级别的债券为投机级债券;C 级债券为高投机债券,风险很大。

可转换公司债券作为债券的一种,是不是要经过评级,各国处理情况不一样。一般来说,采取私募形式发行可转换公司债券时,一般不对可转换公司债券进行评级,因为私募主要是针对大的投资机构,以及专门的基金管理机构,其自身一般对发行的可转换公司债券投

资价值能够作出适当的评估。而采取公募的形式发行可转换公司债券则要求对发行的可转换公司债券进行评级,以便指导投资者进行投资。如在美国,公开发行的可转换公司债券,并通过证券交易场所进行交易时,一般对可转换公司债券进行评级,而且一家公司发行不同的债券(包括可转换公司债券),一般还有不同的级别。

在日本,公开发行债券,一般要满足适债标准。所谓适债标准,即政府规定的可以公募发行债券的一系列标准和要求。不符合要求的则不能公募发行。在1988年前,公募发行可转换公司债券必须符合适债标准。从1988年以后,由于适债标准与债券评级统一进行,因此,只要对可转换公司债券进行了信用评级,即可发行,不必再适用以前的适债标准。

在日本发行可转换公司债券的评级,分两种情况:一种情况是,发行有担保的可转换公司债券,一般评级的级别要求在BB级(含BB级)以上,且每股红利在5日元以上,每股税后经常利润在7日元以上;另一种情况是,发行无担保的可转换公司债券,则要求在BBB级以上(含BBB级)并且要求相当于BBB级且净资产额不足200亿日元的公司必须保留作为财务限制条款的特定担保物。

在处理公司债券的级别时,另外还有些国家对公司发行的一般债券作为一级债券,而发行可转换公司债券作为次级债券,一级公司债券一般以公司的资产作为担保,在迫不得已的情况下,可以出卖公司的财产作为偿债,而次级债券(如可转换公司债券)则没有公司的资产作为担保,但只是其权利仍优先于股票持有者,持有次级债券的人要等一级债券本息付清以后,或者是在不影响一级债券偿还的情况下,才能获得本息。

所以,发行可转换公司债券,是否申请评级,要考虑是采取公募还是私募的形式,并是否在证券交易场进行流通,以及发行所在地区和国家是否要求进行评级,分别处理,不能一概而论。

4. 可转换公司债券的承销方式

可转换公司债券的承销方式主要有三种:包销、余额包销、代理销售三种形式。

(1) 包销。

全额包销,又称“一次性买断”销售。这种承销形式,主要是指发行人与主承销商(或承销团)签订包销协议后,发行人发行的全部证券由主承销商(或承销团)一次性全部收购,并且按照事先约定的缴款日期付款,然后由主承销商(或承销团)自行销售的一种承销形式。这种承销方式主要有以下几个特点:①发行人能及时、全额取得所发行证券的全部资金,使发行人能尽快地使用所筹集的资金。②销售的风险全部由承销商承担,如果销售不出去,承销商必须自己购买。③承销机构对发行人的发行要求较高,同时,也要求承销机构本身的销售能力强,销售网络广。④采取此种承销方式,承销的费用较高。

此种方式适用于那些资金实力强、信誉好、销售网络广、推销能力强的承销机构,同时也适合于那些发行数额较大,又急需使用资金,以及希望严格按计划使用资金的发行人所采用。例如,美国摩根士丹利公司于1995年10月18日为香港德昌电机公司承销1.3亿美元的可转换公司债券,及11月15日为香港另一家公司承销3亿美元的可转换债券时,都是采取与另一家承销商“一次性买断”两家公司的可转换公司债券进行销售,并很快销售出去,成功地采用此种承销方式的。

(2) 余额包销。

此种承销方式的特点是:发行人与主承销商(代表承销团)签订承销协议,委托承销商发行证券,如果在规定的发行期内不能将全部证券销售出去,剩余部分则由承销商全部收购,并由承销商按规定的划款时间,将款项全部划给发行人。这种承销方式,一般来说,发行的风险仍由承销商承担,发行人发行证券所筹集的资金仍能得到充分的保障,而且发行的费用也相对于包销的方式为低廉,因而,目前我国企业发行可转换公司债券、股票等,一般都采用此种方式,同时,对我国的证券经营机构来说,一般也大都采取这种方式,这种方式在我国现阶段是一种比较理想的方式。

(3) 代理销售方式。

这种承销方式是指发行人委托证券商在一定时间内代理销售其证券的一种方式,到期证券商未能将发行人发行的证券售完,将剩余证券退回给发行人的一种方式,这种方式在国外称为“尽力而为”销售方式。也就是证券商通过自己的销售网络、尽力进行宣传、推介,尽力将证券销售出去。这种方式的特点是:承销的手续费较为低廉,承销商对发行的风险不承担责任,也不担当发行失败的责任,发行人在一定期限内难于保证所需筹集的资金,而且还要冒发行失败的风险,这种方式一般在我国目前不为发行可转换公司债券的企业所采用。

第四节 可转换公司债的国际发行

一、转换结构的选择

对于那些想在国际上发行可转换公司债券的公司来说,应了解可转换公司债券的特征和种类。

可转换公司债券有如下几个特征:

- (1) 可转换公司债券是一种混合型的证券,揉合了不可分割的债券及股本元素。
- (2) 此等元素可为发行人提供较市场便宜的债券融资,以及摊薄性较低的股本融资。
- (3) 在被转换成为股本或被赎回前,可转换公司债券在公司的资产负债表上被视为债务。
- (4) 具灵活性的结构设计可使可转换公司债券成为债券或股本的代替品。
- (5) 可转换公司债券为投资者提供一个保守而且流动性较高的方式来参予发行公司的未来增长。

1. 几种可供选择的可转换公司债券结构

需要说明的是下列五种可转换公司债券种类中,从第一种到第五种,依次具有最大的股本特性,换句话说,第一种具有最大债券特性,第二种到第五种,这种债券特性依次递减,相

反,可转换公司债券的股本特性则是依次递增。

- (1) 零息票可转换公司债券;
- (2) 溢价赎回可转换公司债券折扣可转换公司债券;
- (3) 传统息票可转换公司债券;
- (4) 优先转换债券;
- (5) 必转换债券。

2. 转换结构的调整

灵活的转换结构使可转换公司债券既能以债券形式出现又能以股票形式出现。为了满足公司财务报表或现金流需要,可以对可转换公司债券的以下条款进行调整:

表 4.2.2

	结构特性	市场标准	允许的灵活度
I	期限	不超过 10 年	5 年、7 年或 10 年
II	赎回限制	3 至 5 年	暂时性的赎回障碍
III	转换溢价	8%——10%	0%——20%
IV	票息结构	多样性	常规结构
V			含沽出期权结构

关于上述转换结构的进一步解释:

(1) 关于可转换公司债券的期限。

• 短的期限意味着较低的票息,同时,转换成股票的概率也减小,因此具有更多的“纯债券”特性

- 目前,市场偏好是较短的期限

(2) 关于可转换公司债券的赎回限制。

- 赎回限制期越短,意味着较高的票息或较低的转换溢价

(3) 关于可转换公司债券的转换溢价。

- 转换溢价愈高,票息愈高
- 转换溢价愈高,转换的概率愈低

(4) 关于可转换公司债券的票息结构。

- 票息的增加潜力大大高出股息回报率,债券将以面值赎回更像股票结构
- 转换成股票概率很高
- 票息与股息回报率接近

• 债券以面值发行,以高出面值赎回,回赎价确定的水平能保证投资者获得的回报率与美国政府公债接近

- 更接近债券结构

- 转换成股票的可能性降低

(5)关于可转换公司债券含沽出期权结构。

• 如果公司希望减少初期的利息支付额而愿意在未来付出高的赎回价格的话,就应采取含沽出期权的结构。如果公司相信其股价在转换期内可以大幅上涨的话,那么公司以高价赎回债券的可能性将是微乎其微的,因此,这种融资形式的成本就比较便宜。反之亦然,如果股价表现不佳的话,公司的成本较高一点。

二、发行前相关要素的考虑

1. 对发行量、发行货币、市场情况、发行对象的考虑

(1)发行量。

亚洲公司早期发行的可转换公司债券大约都只有 5 千万美元,但逐渐亚洲公司的融资能力已大为提高,现在亚洲公司的发行项目每次的融资量区在 1 亿至 2 亿美元之间。虽然更大的项目也可以可转换公司债券形式进行,例如在 1994 年的香港置地公司发行 4 亿美元可转换公司债券,以及在 1995 年以全球托存凭证方式发行的 9 亿美元巴基斯坦电话公司项目,但因为融资额高,大额的可转换公司债券融资通常只应用于少数极大型企业或国家级的融资。过小的项目,例如在 5 千万美元以下的,因为流通量低,较为不受欧洲美元投资者欢迎。然而每一家公司能够发行的可转换公司债券额度,最终仍受公司的规模所限。可转换公司债券所占的股本比例通常不应超过总股本的 20%。

(2)发行货币。

可转换公司债券应以何种货币发行亦应慎重考虑。一般可转换公司债券发行以美元为主要货币单位。主要原因是因为欧洲美元资金充裕,而美元亦是国际通行的货币单位。但可转换公司债券亦可以利用其他货币,例如马克、英镑、日元及瑞士法郎等发行。至于公司应选择以何种货币发行,除了考虑投资者的意愿外,亦要考虑公司的外汇风险。

(3)市场情况。

市场的情况亦是发行的重要考虑因素。市场情况包括公司的本身经营情况,企业所属行业在国内以及在全球市场上的前景,投资者对投资中国的兴趣,利率的走势以及全球的股市表现等。对于首次发行可转换公司债券的公司,主承销证券商可在这方面提供最新的有关讯息。

(4)发行对象。

可转换公司债券的发行对象对可转换公司债券的条款及定价亦有一定的影响。如果是一家以 B 股或 H 股上市及股票交投活跃的公司,发行可转换公司债券时的主要对象应以股票投资者为主。对一家规模大,未上市,但财务系统健全的公司,发行的对象可能是以贷款为主的债券投资者。两种投资者对可转换公司债券的条款包括利率和溢价都有不同的要求。

(5)发行时间。

在时间安排上可转换公司债券的发行是十分灵活的,每年除了在夏天基金经理休假时,

可转换公司债券都能顺利发行。但适当的发行时间亦会受其它外来因素影响,例如公司经营的季节性和国家政策的调控等等。发行者必须把握好适当的发行时间以便尽量利用市场的优势。

2. 风险因素的考虑与规避

(1) 支付利息的能力。

可转换公司债券是一种每年需要支付定额利息的债券。经营环境好的时候,可转换公司债券的投资者不能像 B 股或 H 股股东一样享受分红,但在经营环境不好的时候,或在企业有亏损时,利息的支出可能令企业的负担更加严重。通常在拖欠利息 7 天以后,可转换公司债券的条款会要求发行公司立即清还欠款,令企业走上清算关闭之路。所以避免负债过重是最重要的考虑。

(2) 清还本金的能力。

虽然发行可转换公司债券的原意是希望债券在一定时间内,可以转换为股票,从而免除企业需要还款的责任,但企业在发行前仍应慎重考虑在可转换公司债券到期时,仍有需要清还贷款的可能。可转换公司债券的年期以及发行量等亦要配合企业的发债高峰期及现金的流量。此外亦可考虑引用强制换股的条款及利用可换股和优先股来减低还贷的风险。

(3) 扩大股本后的利润摊薄问题。

可转换公司债券的一个特点是在可转换公司债券还未转换为股票时,对企业的每股盈利不会有摊薄的影响。对一些仍在建设初期或目前经济效益处于低潮的企业,可说是最佳的选择。但因为可转换公司债券的发行量通常较大,将来对利润摊薄的影响也较大,企业必须维持高增长速度,扩大利润以抵销换股时的冲击。在设计发行条款时,把换股的溢价定得较高,亦可冲淡摊薄的影响。如可转换公司债券在发行后,市值在某段时间低于发行价,企业亦可考虑购回部分可转换公司债券,以减低可转换公司债券的总发行量。

(4) 外汇贷款的风险。

因为国际发行的可转换公司债券主要是以外币为单位,而国内的企业的主要收入来源是人民币,或随代一小部分的美元、港币等,所以外汇的支出,如每年支付的利息及可转换公司债券到期时支付的本金都可能对企业的外汇收入平衡有重大的影响。在决定发行可转换公司债券的货币时,必须要考虑到企业的外汇收入来源。

(5) 利息税负担问题。

在某些国家,企业在支付利息予外国投资者时必须代扣应付的利息税。发行可转换公司债券的一般惯例是由企业负担支付利息税的责任。但是因为税率的改变是政府的宏观政策,不能受企业的控制,所以可转换公司债券条款中通常都容许企业在利息税率大幅提升时有权赎回可转换公司债券的权利,以保障发行公司在这方面避免不可估计的风险。

(6) 经营风险。

可转换公司债券的最大风险仍然是经营风险。发行公司一定要提防因为企业突然有大量成本低廉的资金而过度扩张,投资于一些低效益或风险过高的项目。

三、可转换公司债发行的促销

1. 促销过程

目标:

- (1)以严密掌握并且前后一致的方式,广泛宣传公司的“故事”
- (2)建立此发行的不可多得的投资机会的形象
- (3)争取对价格最不敏感的购买需要,在市场上建立物以稀为贵的形象来刺激购买竞争

促销过程的四个阶段:

第一阶段:发行前之筹备

- 设计发行结构
- 价值评估
- 文件报备及公司调研
- 拟定最具说服力之促销“故事”
- 撰写向销售队伍发表的促销备忘录
- 研究分析师的早期发表会
- 路演预习

第二阶段:预备促销

- 研究分析师向其销售队伍说明此发行的主要卖点
- 确认出主要潜在投资者
- 销售人员对全球主要潜在投资者作初步“热身”接触
- 邀请承销团
- 公司向承销团的研究分析师介绍公司
- 销售队伍开始初步推销

第三阶段:实际促销

- 印制及分发“初步招股书”
- 由高级管理层领队进行全球路演
- 监察促销期间投资者们的意见回馈
- 开始建立全球投资者购买意愿档案

第四阶段:定价、交易及后市支持

- 确认真实需求
- 试探市场对卖价的敏感度
- 将发行量合理的配售于世界各地
- 确定发行价
- 后市买卖
- 收尾
- 持续的研究工作

- 管理新闻界
- 继续投资者关系计划

推介活动并找出潜在投资群：

能否预先精确定具有高度投资意愿的投资群，是发行成败关键之一。就中国公司的可转换公司债券发行而言，有四个潜在的投资群体：

(1)中国概念股投资者：这些投资者曾经投资于中国 H 股及 N 股，已充分了解中国企业，会将发行可转换公司债券的公司视为与其他国际级中国企业等量齐观，例如华能国际、山东华能、以及庆铃汽车。此类投资机构多已决定其资金投资于中国之固定比例，因此必须有充分诱因说服他们释出现时持有的中国证券转而投资于可转换公司债券。

(2)已持有欲发行可转换公司债券的上市公司股份之投资者：此等投资者已认同发行公司之投资价值，可能为加码投资而购买可转换公司债券，或为降低风险而释出股票改买可转换公司债券。

(3)亚洲可转换公司债券的国际买主：此等投资者的资金分配呈国际化的趋势，自 1993 年中期即大量提高在新兴市场的投资，惟近日因利率升高而暂缓。此类投资者的关切重点不在于公司本身，而在于债券的转换条件与股价上涨潜力。

(4)具体行业的投资者：对发行公司的行业了解甚深，重视公司经营的基本面及与其它同行业可比公司的比较。

表 4.2.3 美国潜在投资者名单

美国客户	中国概念股买家(1)	亚洲可转换公司 债券买家(2)
AIM Mgmt Group	Yes	No
Alliance	Yes	Yes
BA II	No	Yes
Bank of New York	No	No
BankAmerica	No	No
Bankers Trust	Yes	Yes
Capital	Yes	Yes
Citibank	Yes	Yes
Federated Mutual Ins	No	No
Fidelity Mgmt & Res Corp	Yes	Yes

Fiduciary Trust Co. Intl.	Yes	Yes
GT Capiatl	Yes	Yes
Howard Hughes Med Inst	No	No
IDS Financial	Yes	Yes
Janus	Yes	Yes
Massachuesetts Finl Sves	Yes	No
Merrill Lynch A. M.	Yes	Yes
Metropolitan Life Ins	No	No
Morgan Stanley A. M.	Yes	Yes
Neuberger & Berman	Yes	No
Nicholas Applegate	No	No
Pioneering Mgmt Corp	Yes	Yes
Piper Jaffray Value Fund	No	No
Provident Investment	Yes	Yes
Putnam Investment Mgmt	Yes	Yes
Scudder Stevens & Clark	Yes	Yes
State Street Boston Corp	Yes	No
State Street Resr & Mg	Yes	Yes
Stein Roe & Farnharm	No	No
T Rowe Price	Yes	Yes
Templeton Global	Yes	Yes
Transamerica Corp	No	No
Weiss Peck & Creer	Yes	No
Wellington Management Co.	Yes	Yes
White Oak Cap Mgmt	No	No

注:

(1)庆铃及华能国际普通股买家。

(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

表 4.2.4 欧洲潜在投资者名单

欧洲客户	中国概念股 买家(1)	可转换公司债券 买家(2)
Abbey Life Investment	Yes	No
ABN Amro	Yes	No
Aetna	No	No
AGF Management	No	No
Barings	Yes	No
BNP	Yes	Yes
BZW	Yes	No
Commercial Union	Yes	Yes
Credit Lyonnais	No	No
Credit Suisse	Yes	Yes
Deutsche Bank	No	Yes
Dresdnerbank	No	No
Flemings	Yes	Yes
Indosuez	No	Yes
Julius Baer	No	Yes
Knight Williams	No	No
Legal & General	No	No
Mercury Asset Mgmt	No	Yes
Montgomery Asset Mgmt	Yes	No
Murray Johnstone	No	No
Pictet	Yes	Yes
Prudential	No	No
Robeco	No	Yes

Rothchild	Yes	Yes
Sagit Mgmt	No	No
SBC	Yes	Yes
Schroder	Yes	Yes
Scottish Equitable	Yes	No
Thornton	Yes	Yes
UAP	No	No
UBS	Yes	No

注:

(1)庆铃及华能国际普通股买家。

(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

表 4.2.5 亚洲潜在投资者名单

亚洲客户	中国概念股 买家(1)	可转换公司债券 买家(2)
Daiwa	Yes	Yes
DBS	Yes	No
Government of Singapore	Yes	Yes
G. T. Asia	Yes	Yes
Jardine Fleming	Yes	Yes
John Govett	Yes	Yes
Mackenzie Investment	No	No
Mitsubishi Trust	No	Yes
Morgan Grenfell Asia	Yes	Yes
Nikko Investment Trust	Yes	Yes
Nomura Investment Trust	Yes	Yes
Schroder Asia	Yes	Yes

Singapore Bus	Yes	Yes
Sumitomo Trust	Yes	Yes
Sun Hung Kai	Yes	No
Wardley	Yes	Yes
Yasuda Life	Yes	No

注:

(1)庆铃及华能国际普通股买家。

(2)九龙仓、越秀投资及 Renong 可转换公司债券买家。

2. 发行后的工作:后市支持与持续责任

在可转换公司债券发行后的工作主要分为两方面:一方面是主承销对后市的支持;另一方面是发行公司的持续责任。

(1)后市支持。

可转换公司债券的主承销商对后市提供下列几个方面的支持。

①稳定市场价格。

- 利用超额配售方式刺激后市需求,制造超额认购以及大量的短缺
- 从市场回购股票
- 将托市时回购的股票进行再推销
- 行使超额发行权以满足超额配售的部分

②销售与交易。

- 创造公司股票的流通双向市场
- 向投资者的投资提供流通性

③股票研究。

- 定期发表研究报告
- 将公司包括进中国/亚洲/行业的定期研究报告
- 监察承销团成员在发行过程及后市的研究工作

④全球存股证服务。

- 提供股东及潜在投资者的最新资料
- 制订有效的寻找投资者计划
- 支持投资者关系工作

⑤投资者关系。

- 向投资者定期提供有关中国及发行公司的信息
- 加强投资者对企业的了解及加深他们对企业的支持

(2)持续责任。

在发行公司方面,发行后的工作主要是履行企业的持续责任。

包括下面几个方面:

- ①遵守所有政府的法规,避免对企业有不利的影响;
- ②维持公司股票以及债券的上市地位;
- ③依时支付利息;
- ④公平地维护股票及债券投资者的权益;
- ⑤同步及平等的讯息披露。

四、执行事项

1. 选择市场

(1)建议发行公司之可转换公司债券一次性发行配售给全球投资者,并委托主承销商。

(2)主承销商应监督发行交易的各项相关工作,包括行销与文件编制,并负责交易的执行与承销团的组编。

(3)应成立一小型承销团协助主承销商,承销团成员的选择标准为:亚洲可转换公司债券融资实绩、研究水准、配售技术、后市支援实绩、行业经验及与发行公司的关系。

(4)选择美国市场的上市方法亦是此交易之重要关键,发行公司既然已在美国证券委注册并在纽约证券交易所上市,可选择向美国证券委注册发行,或采用“规则 144A”发行。

(5)证券委注册交易虽使公司债券享有较广大的投资者群体(散户及机构投资者皆可承购),但注册程序较为费时(证券委可能需审查交易),需编制较详尽的文件,法律费用也可能较高。

(6)如发行案规模适中,预期美国市场需求大多出自 144A 规则界定的合格机构投资者。

(7)纽约证券交易所上市股票的 144A 交易规则有其先决条件,即债券转换价必须超过 10%。这会对债券在美国市场销售构成严重影响,因此选择适合的发行结构(无卖出选择权与有卖出选择权)及条款时,需要留意。

2. 所需工作项目

- 组织工作会议
- 委托主要参予方(律师、会计师、托管人、印刷商等)
- 开始公司调研
- 开始起草招股书
- 招股书传阅供发表意见
- 修正招股书
- 准备路演材料
- 继续起草文件
- 准备销售备忘录
- 路演预习
- 印刷初步招股书
- 内部销售队伍会议

- 以指示性范围及规模进行发行
- 邀请承销团
- 开始路演及一对一会见
- 建立投资者意愿档案
- 继续路演
- 继续建立投资者意愿档案
- 定价及配售
- 签署及收尾

3. 文件清单

(1) 提供文件清单。

<u>一般文件</u>	<u>负责机构</u>
① 时间表	MU
② 工作小组清单	MU
③ 董事会及委员会决议批准发行	I, IC
④ 发行人的章程文件	I
<u>发行文件</u>	
⑤ 邀请电函	MU
⑥ 定价及分销电函	MU
⑦ 新闻稿	MU
⑧ 内部销售备忘录	MU
<u>签署文件</u>	
⑨ 签署备忘录	UC
10 认购协议	UC
11 初步会计师陈述函	A
12 过程代理委任函	UC
13 致证券印刷商的指示函(如适用者)	UC
<u>收尾文件</u>	
14 收尾备忘录	UC
15 法律顾问致发行人意见	IC
16 法律顾问致承销商意见	UC
17 最后会计师陈述函	A
18 发行人发出无不利变异证明书	A
19 信托契约	UC
20 代理商协议	UC
21 鉴定指示函	UC
22 交叉收条	UC
<u>其他文件</u>	

公司间文件	I
完结	MU

机构代码:

I——发行公司

MU——主承销商

UC——承销商法律顾问

IC——发行人法律顾问

A——会计师

(2)主要文件概述。

发行说明书(Offering Memorandum):向投资者发行证券的主要促销文件(初步)。

信托契约(Trust Deed):公司与托管人之间的协议,列明托管人的角色以及受委托的条款。代理商协议(Paying and Depository Agreements):公司与代理银行、付款代理商、转让代理商及注册处之间的协议,列出各代理商受委任的条款。认购承销协议(Subscription Agreement):主承销商(代表所有承销商)与公司之间的承销协议,列明各承销商在分销予投资者前向公司购买证券的条款。

会计师陈述函:公司会计师向承销商提供的信函,确实已经审阅包括招股书内的财务文件。

邀请电函:主承销商向副承销商发出的邀请电函,列出发行的条款及条件,以及公司的简介。

(3)发行说明书内容介绍。

<u>部分</u>	<u>负责机构</u>
①封面	MU, UC
②债券简介	MU, UC
③收益用途	I
④发行人及/或担保人资本总额(如适用者)	MU, SPC, A
⑤发行人简介	MU, SPC, UC
⑥担保人简介(如适用者)	MU, SPC, UC
⑦近期发展	I, MU
⑧股份简介	I, IC, MU
⑨股份买卖历史及股息政策	I, MU
10 税收	IC, UC
11 认购及销售	MU
12 转让限制(如适用者)	UC
13 年报/财务报表	I, A
14 法定审计师报告	A
15 一般资料	MU, UC

机构代码:

I——发行公司

MU——主承销商

UC——承销商法律顾问

IC——发行人法律顾问

A —— 会计师

可转换债券发行说明书概述：

发行说明书是可转换公司债券发行的重要法律文件。它与发行 B 股或 H 股的招股说明书一样,是向投资者提供公司情况的唯一有法律地位的文件。说明书应该详细介绍公司的财务状况、近年业绩、经营前景、公司的组织章程,以及有关国家和交易市场的基本条例等等。发行说明书的主要作用是详尽地向投资者介绍公司的情况以及投资可转换公司债券时可能承受的风险。所以发行说明书的编写必须要小心进行,绝不应遗漏重要的事项或有误导投资者的内容。稍为不慎,发行公司以及其董事都有可能要承担严重的法律后果。

可转换公司债券发行说明书中有关债权发行条款：

年期：

现在一般发行亚洲公司可转股债券的年期都在 5 年至 10 年之间,而最普遍的是 7 年期的债券。

等级：

由于发行公司的一般财务状况都十分稳定,而且经营前景亦相当理想,大多数的可转换公司债券都以无担保、无抵押方式进行,即属于无担保无抵押债券(Unsubordinated debt)。

利息：

发行公司首次支付有关的利息税以后,继续每半年或一年支付一次。

换股价：

可转换公司债券在转换为股票时,通常都是溢价换股。溢价的高低与每年支付的利息多少有关,公司将来预计的发展以及盈利增长亦直接影响换股的溢价。

强制换股：

在可转换公司债券发行以后,如果公司的股价表现良好,长期处于远超过换股价的水平,发行公司可以引用强制换股的条款令债券投资者转持股票,从而解除将来可能需要清还本金的风险。

强制赎回要求：

相对而言,如果公司的股票价位持续处于换股价以下的低水平,投资者亦可在 3 年或 5 年后,要求发行公司以一定的价格赎回已发出的可转换公司债券,使投资者在公司的前景令人失望时,仍能有一较合理的投资回报。

税利改变：

除此以外,一般的可转换公司债券亦有条款以减低公司方面的风险。例如在政府大幅度调高利息税率时,发行公司可选择继续支付较高的利息税或赎回债券。

违约限制：

另外公司方面有防止公司方面违约的限制,例如“消极保证”(Negative Pledge)以防止

公司在发行无担保无抵押的可转换公司债券后,在市场上增发抵押条件更好的债券,从而减弱了公司的财务基础,而使可转换公司债券投资者在所有债权人中处于一个不利的位置。此外亦有防止“交叉违约”(Cross Default)的条款限制公司或与发行公司有亲密关系的企业及法人不能有严重违反其他银行贷款的条款而令整个集团的信用严重受损而影响可转换公司债券的市值。

以上所提到的条款虽然不受交易所的条例监管,但因为已在绝大多数可转换公司债券发行中被发行公司及投资者所接纳,现在已普遍成为发行可转换公司债券的通用条款,如对某些惯用的条款作出重大不利的删改,可能会影响投资者对投资该可转换公司债券的兴趣。

上市地点:

对上市地点的选择,绝大多数的可转换公司债券都申请在伦敦或卢森堡挂牌交易,而不选择在美国上市。主要的原因是投资者都希望能在欧洲交易,而且在美国上市的条例亦极为繁琐,发行费用亦高。最主要的是伦敦和卢森堡对可转换公司债券的监管相对较松,而美国的监管甚严。

适用法律:

为了吸引投资者,可转换公司债券的发行都必会选择以一种国际商业上惯用的法律为基础。因为可转换公司债券通常在欧洲上市的关系,一般的可转换公司债券都采用英国法律为基础。有少数的可转换公司债券发行公司因与美国的关系较密,亦会选择使用美国法律。

第五节 可转换公司债的流通、转换与承兑

一、可转换公司债流通的市场组织结构

1. 可转换公司债券流通市场的组织

可转换公司债券一经发行后,就进入了流通市场,流通市场就是指买卖已发行债券的市场。可转换公司债券流通市场一般由证券交易所交易和柜台交易所构成。

(1) 证券交易所交易。

证券交易所交易通常称为场内交易,它是一种经过证券主管机构批准,专门进行证券集中交易的场所。证券交易所的组织形式为公司制和会员制;公司制交易所是由投资者组织的以盈利为目的股份有限公司;会员制交易所是以自然人或法人为会员的不以盈利为目的的组织机构。目前,在我国只有上海证券交易所和深圳证券交易所两家,其组织形式均为会员制的非盈利性社会法人,只有交易所会员才能在其市场从事交易活动,投资者只能以委托的方式通过会员参加交易。

从证券交易所交易的结构看,能够在交易所直接买卖可转换公司债券的,只限于交易所的会员。因此,一般人如果需要买卖上市可转换公司债券,须委托具有会员身份的证券公司,由接受委托的证券公司在交易所寻找买主或卖主,促成证券交易。可转换公司债券的交易所交易的结构如下所示:

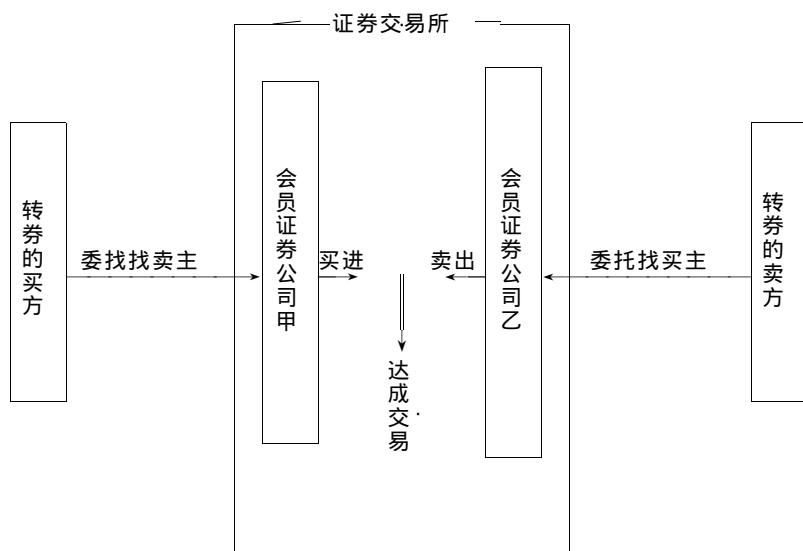


图 4.2.5

证券交易所交易的特点有以下三点:

第一,是有严密组织和管理规则的交易。证券交易所必须按照有关法令,经政府特许才能成立。证券交易所是一个自律性的管理机构,有严密的组织性,有明确的责任分工和健全的内部管理制度,并且对上市证券的标准及审批、进场交易的人员、上市交易的证券都有严格的规定。

第二,是证券买卖完全公开的交易。证券交易所采用公开竞价的方式进行交易。在这种竞买竞卖的过程中,当买卖双方对某一彼此都能接受的价格表示同意时,才拍板成交。证券交易所随时公布股票价格指数,随时提供上市证券的交易情况;同时,证券交易所要求上市公司必须定期真实公布其财务状况和经营成果,便于投资者的证券买卖和投资选择。

第三,为证券买卖双方提供公正交易。由于证券交易所本身既不持有证券,也不参与证券买卖,更不能决定证券的价格。交易所中的证券买卖价格是根据买卖双方限定的价格范围,通过公开竞价而形成的,交易所只为证券买卖双方成交创造条件,提供服务,并对双方进行监督。

(2)柜台交易。

在证券交易所以外的市场所进行的证券交易,叫柜台交易,也称场外交易或店头交易,由证券公司之间或证券公司与客户之间所形成的买卖中心面对面进行。目前,世界各国债

券柜台交易业务量大大发展。在日本,1985 年债券交易额为 2672 兆日元,其中柜台交易额为 2515 兆日元,占了整个债券交易量的 94.1%。

从柜台交易的结构看,柜台交易和交易所交易不同,原则上没有特殊的固定规则,根据买卖当事人自由洽谈来决定买卖条件。可转换公司债券的柜台交易的结构如下图所示:

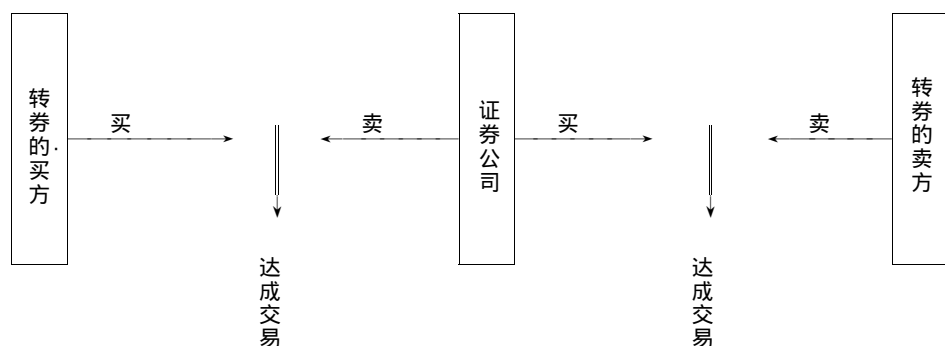


图 4.2.6

柜台交易的特点包括:

主要从柜台交易与交易所交易的不同之处来说明。

第一,市场场所。证券交易所一般有集中、固定的交易场所,有完善的交易设施和较高的操作效率,并设有中央市场。柜台交易是不固定交易场所,没有中央市场,而由分散在各地的、规模大小不等的证券交易市场构成。

第二,交易对象。证券交易所交易的证券必须是批准上市的证券,未经批准上市的证券不得在证券交易所上市交易。柜台交易的证券大量的是未在交易所登记上市的证券,未上市交易的原因是多方面的:有因不够上市交易资格而未上市的;有够上市资格而不愿上市,有一些零股买卖只能在场外交易等,少量上市证券也可在柜台交易进行买卖。

第三,交易价格方式。证券交易所的价格是由买卖双方竞价拍卖方式而形成,柜台交易是由买卖双方协商议定。投资人可直接与证券公司议价买卖,也可以委托经纪人与证券公司议价买卖,即先报价后还价来协商定价。

第四,交易规则。证券交易所交易有严格的交易规则,手续复杂,证券交易所交易的证券必须有一定数额为一个单位,即最低交易额。柜台交易规则较灵活,手续较简便,从而为证券买卖的双方提供了直接进行交易的便利条件,此外,柜台交易中没有起点限制,零星的小额交易也可成交。

从以上分析中可以看出,股票交易大部分都在证券交易所交易,债券交易大部分在柜台交易,而几乎所有可转换公司债券都在证券交易所上市交易,因为可转换公司债券是转换前属债券,转换后属股票的特殊债券,如转换成功,可转换公司债券都成为股票,它的买卖交易与一般债券以柜台交易为中心的结构不同,而是与股票一样,即在证券交易所进行的交易占

大部分,中国第一家发行可转换公司债券的宝安集团,其宝安 A 股可转换公司债券曾在深圳证券交易所上市,于 1995 年 12 月 31 日到期。

2. 可转换公司债券的上市制度

可转换公司债券不是都可以自由上市交易的,要能够上市交易,世界各国都有一定的审批制度,符合条件和制度要求的上市公司的可转换公司债券才能够上市进行自由买卖。同样,中国也不例外。

(1)可转换公司债券上市的一般条件和要求。

可转换公司债券的上市首先需上市公司提出可转换公司债券上市申请,然后,交易所根据上市审查标准审核后,决定其是否可以上市,所以,上市审查标准一般分为对上市公司的审查和对申请上市可转换公司债券的审查。

第一,对市公司的审查。主要是看该公司是否属于证券交易所的上市公司。

第二,对申请上市的可转换公司债券的审查。其中审查标准一般包括:①发行总面额;②该可转换公司债券的公布状况;③可转换公司债券的样式。

(2)可转换公司债券申请上市的程序。

可转换公司债券上市买卖,必须有一个申请报批的过程,以确保投资者的利益,申请上市的程序各地不一,但一般来说有以下步骤:

提出书面上市申请,并提交有关文件接受审查:①上市申请书;②上市报告书——说明主要业务状况、财务状况、债券发行和转换状况;③企业登记注册的证明文件;④批准发行债券的文件;⑤债券发行章程;⑥债券实际发行数额的证明;⑦债券过户事项的说明等等。

证券交易所初审和证券主管机关的核定。

证券交易所收到上述申请及有关文件后,依照规定的上市标准进行审核。对符合上市条件的可转换公司债券,由证券交易所报经证券主管机关核准,如果合格,则通知证券交易所允许上市。

订立上市契约。

证券交易所收到证券主管机关的核准文件后,与上市公司订立契约,要求上市公司向社会公众公布上市报告书,同时定期向交易所报告和向社会公众公布经会计师事务所注册会计师审核的会计报告。

缴纳上市费。

确定上市日期。

挂牌买卖。

(3)可转换公司债券终止上市的标准。

可转换公司债券上市不是一劳永逸的,如果上市公司发生了变化,不能达到上市规定的条件,其上市资格就会被取消,证券交易所将停止该可转换公司债券的交易,这叫停牌。终止上市资格的审查也分为对上市公司的标准和对上市可转换公司债券的标准。

上市公司的标准,主要包括:

上市公司违反可转换公司债券的上市合同;

发行的股票符合终止标准的任何一条规定。

一旦符合终止标准,该上市公司发行的所有可转换公司债券都将随之被取消上市资格。
对于上市可转换公司债券的审查,主要包括:

上市总额;

转换期已满(含由于中间提前偿还而使得转换请求权失效);

买卖交易额;

三个月内没有达成买卖等。

一旦符合其中任何一项,该可转换公司债券的上市资格即被取消。

(4)可转换公司债券上市后的流程。

上市 (向证券交易所申请上市,议定可转换公司债券上市日期,正式挂牌买卖。)

召开股东大会 (向股东大会报告募集可转换公司债券的情况。)

转换价格如有调整,应及时向证券交易所公告

可转换公司债券的转换 (可转换债券持有人提出转换请求,发行公司受理持有人的转换请求。)

办理变更登记 (发行公司向证券交易所申报债券换股情况,办理变更登记并予以公告。)

偿还可转换公司债券 (向可转换公司债券到期未转换者,偿还本息,并向证券交易所报告。)

3. 可转换公司债券交易的操作程序

可转换公司债券上市后,便进入流通市场,可转换公司债券的交易程序与股票交易程序是相似的,以下以上海证券交易所为例,其交易程序如下:

(1)办理开户手续。

投资者凭本人身份证到证券交易所开立股票帐户,领取股票帐户磁卡和密码。开设股票帐户,能在交易中体现公正、公平、公开原则,并为实现电脑自动交易过户系统和股票无实物交割制度铺平道路。

(2)开立存款帐户。

已开立股票帐户的投资者,到上海工商银行的任何网点办理股东存款帐户的开户手续,开户起点金额为 100 元,存款金额按银行后期存款计息。

(3)办理委托买卖手续。

投资者有证券交易所的会员单位柜台提出委托买卖要求,首先需填写“可转换公司债券买卖委托单”,以票面 1000 元为“1 手”,进行整手委托;其次,投资者的股票帐户磁卡和存款帐户存折经柜台业务员确认其是否有效;最后,在确认投资者股票帐户有相应股票或存款帐户有足够资金的前提下,接受买卖委托。

(4)传达委托指令。

证券商业业务员用电话及电脑与证券商派驻交易所场内交易员进行联系,传达投资者委托买卖的指令。

(5)配对成交。

场内交易员接到委托指令后,向电脑传输委托买卖信息,在电脑按“时间优先、价格优

先”的原则下配对成交。

(6)通知委托人。

委托买卖成交后,场内交易员立即通过电话和电脑将成交信息传递给柜台业务员,然后再由柜台业务员通知委托人。

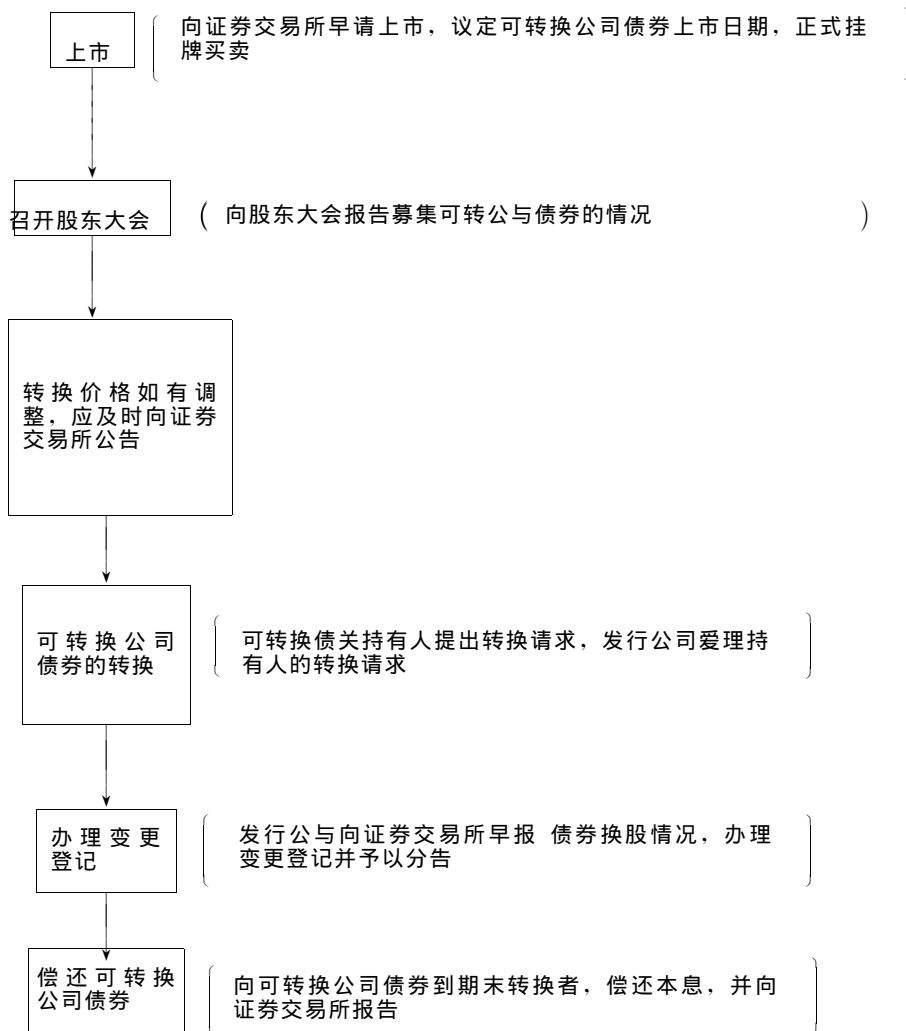


图 4.2.7

(7)清算与交割。

清算由证券交易所进行,在核对无误的基础上在各证券商的清算帐户上进行划拨,办理交割。证券交易所通过电脑自动在投资者的股票帐户和存款帐户上进行清算交割以及过户。

二、可转换公司债券的投资价值与风险

1. 影响可转换公司债券价值的因素

对于投资人来说,可转换公司债券的价值是决定投资者是否购买可转换公司债券、是否出让可转换公司债券、是否转换为股票等投资决策的重要判断指标。

可转换公司债券的价值是由两个部分构成的:债券价值+转换为股票的买入期权价值。债券价值是为投资者提供的保底价值。转换为股票的期权价值是指公司增长、股票上涨的潜在价值。影响债券价值的因素主要有:债券的期限、票面利率、市场平均利率、赎回条款等。买入期权价值影响因素包括:可转换公司债券的期限、赎回条款、转换溢价、股息收益、股票变动程度等。可见,影响可转换公司债券价值的因素很多,我们主要分析以下七种因素,了解它们是如何影响可转换公司债券价值的。

(1)公司经营业绩。

可转换公司债券作为发行公司向社会公众筹集资金的有价证券的凭证,代表了公司获取利润的能力增长潜力,这同股票一样,公司的经营业绩是最本质的影响可转换公司债券价值的因素。

发行可转换公司债券时所制定的转换价格既体现了公司经营业绩,也代表着可转换公司债券的投资价值。通常的转换价格是其股票价格附加 5—50% 的溢价水平,溢价水平的高低取决于公司未来增长预期、利润回报和过去的经营业绩,绩优股的可转换公司债券价格的溢价水平可能更高些,效益差的可转换公司债券溢价水平会设计得低些,这样才能符合投资人投资价值的标准,也才能顺利地实现发行和转换成功。当然,也有极个别的转换价格低于其股票价格的情况,这就通常所说的折价发行。折价发行除出于技术方面的考虑,如为了顺利实现发行、股市行情处于较长期的熊市过程中,也能表明公司的经营成果,尤其可以表明公司未来的经营增长潜力不佳或前景信心不足。

转换价格一般是同股票价格相比较而制定出来的,因此,溢价水平的高低还应当考虑股票价格在整个股票市场中是否真实地、合理地反映了公司的投资价值。在目前国内股票市场上,经常出现股票价格严重背离其公司业绩的情况,包括投资人投资行为偏好所造成的,这种因素可能会影响转换价格过高或过低地制定,因此,投资人在投资决策时要正确地分析溢价水平是否代表了股票价格的中长期趋势,是否包含了投资偏好甚至过度的人为操纵“陷阱”,是否反映了公司经营成果和投资价值,从而制定出正确的投资决策。

(2)市场的利率水平。

市场平均利率水平是同可转换公司债券的投资价值成反比例关系的,市场利率越高,可转换公司债券的投资价值越低,市场利率越低,则可转换公司债券的投资价值也越高。显然,在资本市场上,市场利率水平提高,对投资人来说,意味着投资可转换公司债券的收益降低了,反之,如果市场利率水平降低,相对来说,可转换公司债券的投资价值就提高了。

(3)票面利率。

票面利率是可转换公司债券投资价值中的保底价值指标,从目前国际市场看,票面利率

明显低于银行利率,一般是银行利率的 $1/10$ 至 $1/2$ 不等,台湾市面上发行的可转换公司债券多在 $3.5\% \sim 6\%$,在欧美市场的票面利率会更低些,最低只有 1% ,最高在 $5\% \sim 6\%$ 。我国宝安公司的可转换公司债券的票面利率为 3% ,中纺机(ALPINE 发行)为 1% ,南玻为(境外发行) 5.25% 。票面利率的高低虽然影响可转换公司债券的投资价值,但投资人更关心可转换公司债券能否有足够的转换为股票时的获利空间,能否顺利地实现转换,因此,票面利率较转换而言更为投资者所关心。当然,当时机不能满足转换条件时,票面利率也是值得欣赏的,它毕竟带来了基本的投资回报。

票面利率的制定与发行要素的其它条款是相关联的,当其它条款更有利于发行人时,可转换公司债券的票面利率也可能适当高些,如果转换价格的溢价水平高,票面利率适当高些应当是合理的,如果回售条件中允诺了较高的收益率,那么,票面利率肯定应适当调低。从这里也可以看到,票面利率的数字大小,并不是可转换公司债券投资价值的重要指标,分析投资价值,需要综合其它因素来判断。

(4) 有关的赎回条件、回售条件。

可转换公司债券的主要要素中多含有赎回条件、回售条件,这是可转换公司债券能进一步保护投资人利益和发行人利益与信用的发展成就。赎回条件一般更有利于发行人,而回售条件更有利于投资人。赎回条件、回售条件对于可转换公司债券的投资价值具有较大的影响。

赎回条件在最大程度上限制了可转换公司债券的回报率。一般赎回条款规定“当期股票价格连续 30 天(或者 60 天)高于转换价格的 150% (一般在 $150\% \sim 250\%$)时,公司要求以一定的价格赎回”,依照这规定,投资人在享受股票价格长期且大幅上扬时,只获得了有限的增长利润。实际上从国际市场看,一旦出现上述股票价格的条件,投资人已经获得了 50% 以上的回报,投资人更愿意转换为股票。就我国市场看,股票价格上涨超过转换价格有 50% 以上的回报率也是一个令投资者欣喜的获利良机,但对于我国市场波动性大的特点而言,可能还不足以满足投资者的“大赚一笔”的期望。实际上,赎回条件已成为“软赎回条款”,是发行人最低限度转移到期承兑风险的加速转换条款了。其前述的表面含义是不足为训的。

回售条件对可转换公司债券投资价值至关重要,回售条件通常许诺当公司的股票价格跌至何种程度,可转换公司债券已经“生长”了多少年尚无转换的机会,或公司出现不利于现有持券人利益的举措,等等,公司有义务按高于票面利息率的利率赎回可转换公司债券。回售条件一旦发生,投资人的利益能得到更好的保护,其收益率远高于票面利率,有的高达 10% 。回售条款的出现大大提高了可转换公司债券已有的魅力,成为投资者竞相购买的重要指标。当然,投资人对回售条款所付出的代价获得的票面利率更低,即在转换之前或回售条件出现之前,所得到的收益更低。

(5) 期限。

可转换公司债券一般都是中长期债券,期限在 5 年以上,7 年和 10 年不等,最长可达 20 年。美国 USX 公司曾发行 20 年期票面利率为 5.75% 的可转换公司债券,成为可转换公司债券史上最长的可转换公司债券。我国的宝安可转换公司债券只有 3 年期限。期限越长,

可转换公司债券票面利率越高,期限越短,其票面利率也越低。可转换公司债券的期限越长,获得转换的机会以及股票增长的机会就越大,投资的价值也就越大。期限越短,尤其是在长期熊市过程中,也就难以找到转换升值的适当机会。可转换公司债券的转换机会应当发生在较短的时间内,比如在三年之内,就可以转换获利,长时间内不能达到转换目的的可转换公司债券,由于长时间只分享很低的利息率,即使转换了,其平均回报率也因时间而摊薄了。期限是可转换公司债券投资价值的一项指标,其重要性也没有市场利率和公司的经营业绩等那么直接影响投资价值所有的重要性。

(6)股票的波动性。

可转换公司债券所对应的股票的波动性是提高可转换公司债券投资价值的一个决定性因素。价格波动大,其股票价格同转换价格就会存在一个较大差别,也就是说,转换的投资价值较大,而且,波动性大,转换的机会就多,从而增加了可转换公司债券的投资价值。显然,股票的波动性是是整个股票市场相关的,通常使用贝塔系数(β 系数)来衡量。 β 系数是某种股票与股票市场的其它股票相关性的协方差。把标准普尔公司 500 种股票指数的 β 系数定义为 1, β 系数高于 1 的股票其市场波动性要比市场的大,而 β 系数小于 1 的股票的波动性要比市场的小。

(7)发行时机。

发行时机中已经包含了可转换公司债券的投资价值,在熊市过程中,可转换公司债券的投资价值相对高些,这是因为在制定转换价格时,总是依照其股票的现行价格,熊市中股票价格相对处于较低的状态,那么赋予未来价格上涨的空间就可大些,购买可转换公司债券、套期获利的机会就多。反之,市场处于牛市过程中,转换价格可较之熊市要高些,从而更多地体现了可转换公司债券的投资价值,其转换成股票的获取利益的机会就相对小些。但是,发行时机的选择也是一项综合因素,发行时机、市场利率水平、行情处于牛或熊市趋势、发行的难易等都是密切相关的,有利于可转换公司债券投资价值的因素,可能对冲了可转换公司债券的其它优势。我们说,在熊市过程中,可能是市场利率居高不下的时期,也可能造成发行困难,发行成本加大,但这时的投资价值更丰厚些。当然,牛市过程是会出相反的情形。

通过以上的表述,可以这样说,影响可转换公司债券的投资价值的因素很多。而且因素之间是相互影响的,可转换公司债券的投资价值最终是投资人和发行人利益通过市场状态相互制约和妥协的结果,这个结果会使投资人满意的。

2. 可转换公司债券价值一般特征

(1)可转换公司债券价值图示。

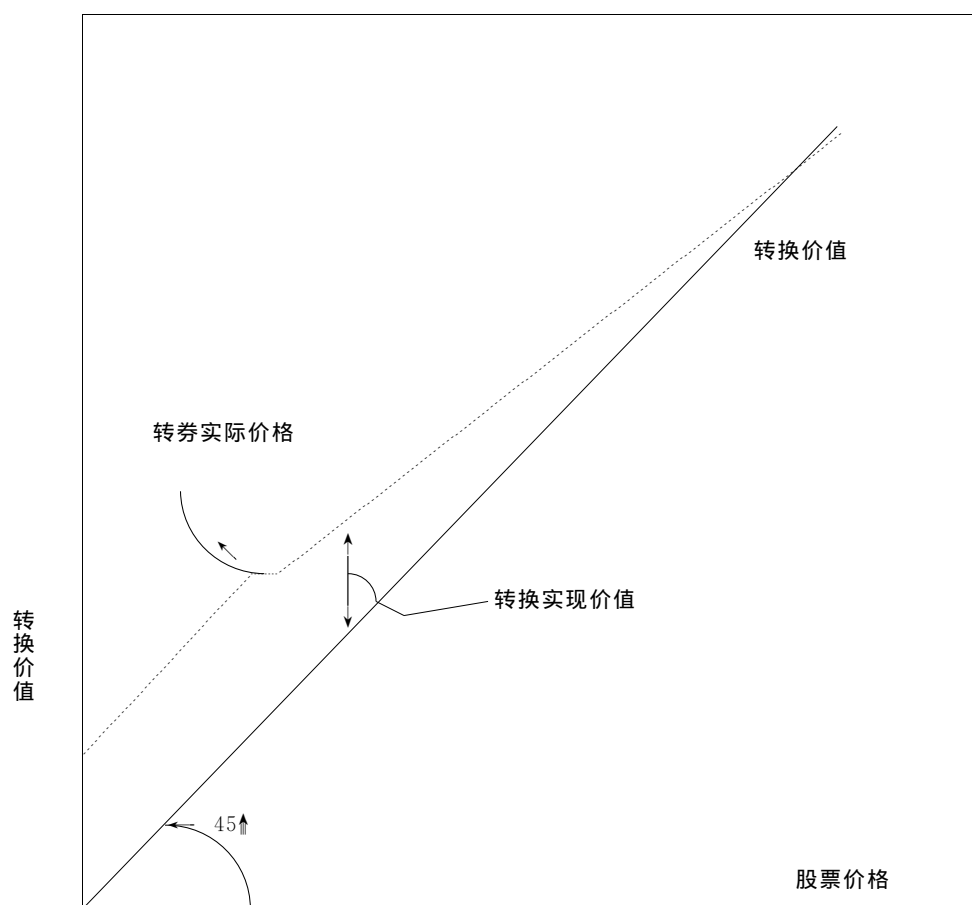


图 4.2.8 转券价值图示

我们把股票的市价价格 $\times$ 转换比率称之为转换价值。即依照市场上股票的价格进行可转换公司债券所能得到的价值。图 4.2.8 表达了在不同股票价格水平上的可转换公司债券价格表现以及可转换公司债券的价值。图中 45 度的对角线表示股票在不同价格上应具有转换价值。

转换价值用公式表示为：

$$VC = RC \times PS$$

其中，VC 为转换价值，RC 为转换比率，是定数，PS 为股票价格，那么，转换价值与股票价格成正比。虚线表示可转换公司债券的实际价格走势，可以看出：

①股票价格与可转换公司债券价格的走势一致，但股票价格低，可转换公司债券价格也

低;股票价格上升,可转换公司债券价格也在上升。

②当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券的价格增长幅度明显大于转换价值的增长幅度。但达到一定程度时,两者价格差别达到最大,以后随着股票价格的继续增长,差别越来越小,直到差别为0。

③转换价值线与可转换公司债券价格线之间的垂直距离为转换价值。

当股票价格处于较低行情时,可转换公司债券所具有的转换价值增长幅度很大,随着可转换公司债券价格达到最大值时,可转换公司债券转换所取得的价值也达到极大,其后,可转换公司债券价格的增高,转换价值的增加,股票价格的增长,可转换公司债券转换所取得的价值最终趋近于0。

(2)可转换公司债券的基本特征。

可转换公司债券可以在某种程度上看成是债券和股票的混合产品,其价值取决于债务和股权的两种成分的影响,我们用图来表示可转换公司债券的价值行为。坐标的横轴表示股票的价值,纵轴表示转换价值。45度直线 ODS 表示可转换公司债券的转换价值,即股票价格 $\times$ 转换比率。

ADS 直线是可转换公司债券的作为债券的价值,它是常量。

CV 代表了可转换公司债券的价值。从理论上讲,可转换公司债券包含可以转换为股票的权利,其价值应等于或大于债券价值和转换价值的较大的一个。

图中 CV 部分等于或大于 AD 部分,此时,债券价值大于转换价值。图右上部分, CV 等于或大于 DS,这时的转换价值超过债券价值。

CV 与 ODS 的垂直距离称之为转换价值的剩余利益,定义为:

$$\text{剩余利益} = (\text{可转换公司债券价值} \div \text{转换价值} - 1) \times 100$$

根据剩余利益的大小,可以把上图划分为三个区域,每个区域代表着不同的可转换公司债券价值的性质。

低剩余收益区(区域1):该区剩余收益较低,股票价格相对较高,可转换公司债券价值的变化几乎同转换价值的变化一致。由于债券价值已小于可转换公司债券价值和转换价值,债券的利率对可转换公司债券价值影响很小。

中等程度收益区(区域2):是一种过度或混合的情形。尽管转换价值仍是主要因素,但可转换公司债券价值也受到利率变化的影响。该区有利于可转换公司债券的发行,这是因为股票价格处于相对较低的时期,又有较大的上升空间。

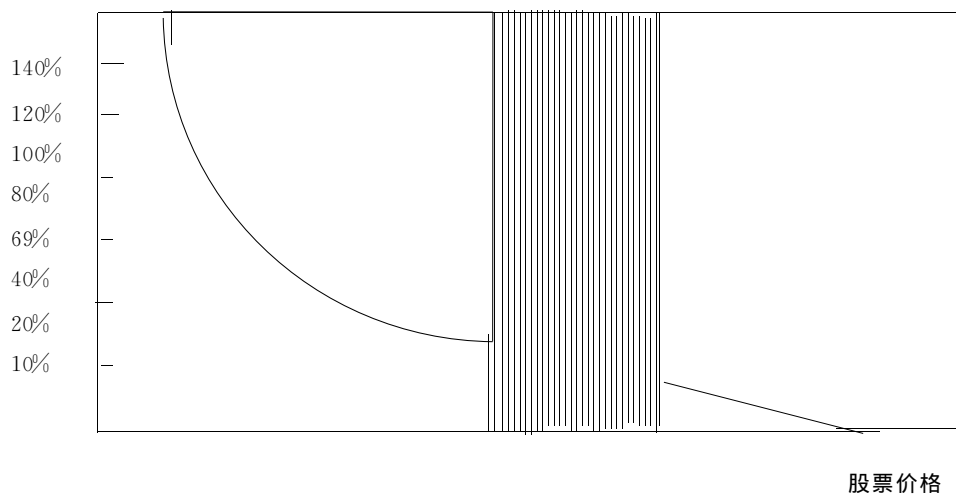
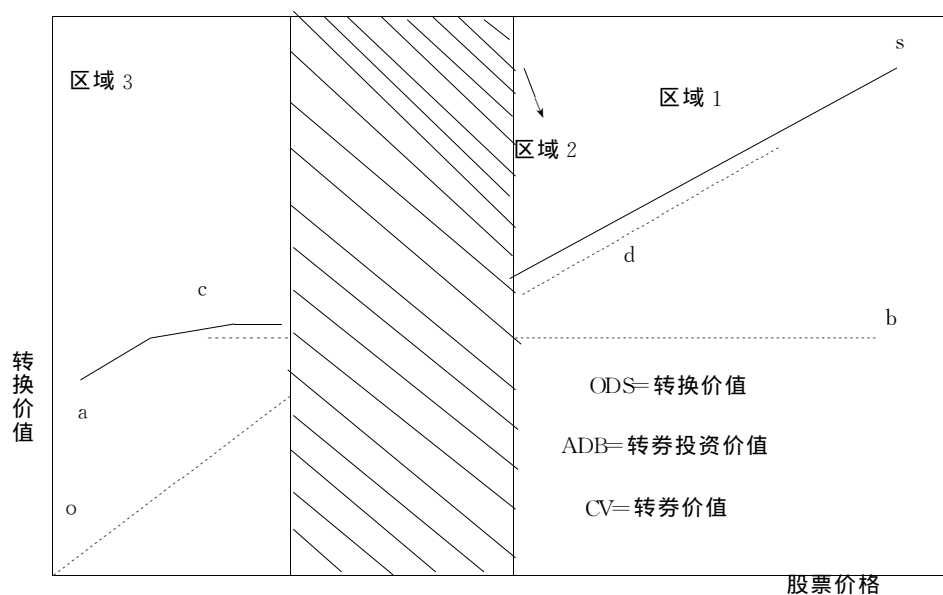


图 4.2.9 债券转换价值的实现

高收益区(区域3):股票价格最低的时期,可转换公司债券的价值行为同非转换的债券相似。如果发行者的借贷风险不变,则可转换公司债券同股票价格变动的敏感程度将会很低。另一方面,如果拖欠风险提高,那么,其普通股价格、债券价值、可转换公司债券三者成密切相关的关系。

3. 可转换公司债券的最小价值原理

(1)直接价值。

如果投资人购买了公司的可转换公司债券,如果按可转换公司债券的票面收益率计算未来期限内的现金流入量的市场利率贴现值,我们称之为可转换公司债券的直接价值。计算可转换公司债券的直接价值通常是以本公司发行的公司债券的价值,或者是以相似经营业绩、资信等级的公司的公司债券的价值作参考的。

确定直接价值,首先要确定相同经营业绩、相同资信等级的公司债券的收益率,如果没有可比较的公司债券率,也可以用市场平均利率来计算。然后将可转换公司债券的未来现金净流入量按该收益率贴现求得。假如通宝公司发行的五年期、票面利率为6%的可转换公司债券的可比的预期收益率为14%,那么其直接价值就是:

$$6 \times (P/A, 14\%, 5) + 100 \times (P/S, 14\%, 5) \\ = 6 \times 3.4331 + 100 \times 0.5194 = 72.53$$

市场的利率变化影响可转换公司债券的价值是很明显的,如果上述的市场预期的收益率下降为10%时,其直接价值为84.89元,同转换价值83.25元比较,这时的投资人更愿意以直接价值进行交易。

转换价值很容易理解,其意义就是以当前股票价格转换时所能得到的价值。如果通宝公司的转换比率为12.5,市场价格为6.5元,则转换价值应为83.25元。

(2)投资人总是以转换价值和直接价值二者较大的一个价值进行投资和交易(最小价值原理)。

显然,投资者总是以转换价值和直接价值两者较高的一个为交易标准,我们把这个原理称之为可转换公司债券的最小价值原理。如果市场上的转换价值高于直接价值,那么投资人一定会以转换价值进行交易,不会放弃较高的利益回报而以直接价值反映的债券价格进行交易;如果转换价值低于直接价值,投资人会以直接价值进行交易。当转换价值高于直接价值时,转换价值就是投资人所依照的投资价值,反之,直接价值就是可转换公司债券的投资价值。假如不是以这种理论来进行交易的话,如果转换价值大于直接价值,如果有人仍以直接价值出让可转换公司债券,一定有人十分乐意购买、转换并卖出套利,股票供应增加,自然会降低股票的市场价格,从而使转换价值和直接价值趋于一致。

同时,这种价值的趋向一致性使得决定转换价值的股票价格和表现直接价值的市场可转换公司债券价格会产生明显的联动特征。两个价格的波动和及其价差总是依照最小价值原理的内在机制运行的。

(3)最小价值原理的应用可转换公司债券的收益与风险小:同股票相比。

我们举例说明可转换公司债券同股票相比收益和风险的特征。假设某股份有限公司发行可转换公司债券时的股票价格为7.5元,而转换价格为8元,面值100元等值发行,直接价格为72.53元。经过一段时期后,如果出现两种极端情况:

①股票价格增长到15元,股票购买者的回报率达到100%,可转换公司债券投资者通过转换的价值为187.5元。因为

max 转换价值为187.5元,直接价值为72.53元=187.5 购买成本以100元计算,则可转换公司债券的收益率为87.5%。

②假定股票价格经过一个时期后,下降到 2.5 元,即下降幅度为 $2/3$,这时股票投资者净损失为 75%。而可转换公司债券投资者的可转换公司债券价值为:

$$\max\{\text{转换价值为 } 31.25, \text{直接价值为 } 72.53\} = 72.53$$

这时,可转换公司债券投资人的净损失为 27.47%。

事实上,当可转换公司债券价值跌至 72.53 元时,股票价值可能还会贬值,但可转换公司债券的市场价格会稳定在 72.53 元的价位上,投资人的损失只在 27.47% 的程度上止住了。实际上,可转换公司债券的流通交易价格由于发行时的溢价影响,这种最大程度的损失很难发生。

上述情况是在可转换公司债券发行时投资者进行投资所取得的收益和风险的情况。在流通市场上,如果投资者购买了已经上涨了的可转换公司债券,即不是面值 100 元,也许可转换公司债券价格是 105 元,那么上述特征是否依然如故呢?转换价格同当时股票时价相比,会产生一个溢价。可转换公司债券流通后,市场上的可转换公司债券价格会伴随着可转换公司债券的上市交易和股票价格的上涨也会增长,股票价格的下跌而下跌,这时,作为一个新的可转换公司债券购买者,此时的可转换公司债券价格波动与股价波动存在着溢价的约束制衡机制。可转换公司债券价格同股票价格存在密切相关关系。因此,不论是发行时或是流通中的可转换公司债券的上述表现特征是一致的。

4. 可转换公司债券的投资特征

随着股票价格的变动,使得可转换公司债券的投资特征偏向债权方向抑或是偏向股权方向,这是因为可转换公司债券所具有的债券和股票的混合特征来决定的。

当股票价格走低时,直接价值大大超过转换价值时,投资人更愿意把可转换公司债券视为纯粹的债券,并依照债券的属性进行流通交易。当股票价格上涨转换价值大大高于直接价值时,投资人会主动地将可转换公司债券兑换成股票,按照股票的特征来实现股价带来的上涨收益。当然,当股价处于二者之间的话,投资者是选择持有可转换公司债券静等转换时机或是出让可转换公司债券等投资方式,这就由投资者的综合判断和投资偏好决定的了。

投资人为什么愿意付出较高价格(通常是溢价)购买可转换公司债券,原因主要有三个方面:

第一,如果公司的股票没有股息分配时,可转换公司债券还有一个固定的利率收入,对投资人有利。为了清楚地理解有关概念,我们举例说明:假定某公司在发行时制定如下的发行要素:

发行价格:100%

转换比率:12.5

转换价格:8.0 元

发行时的股票价格:7.5 元

这时,发行时的转换溢价为

$$8.0 - 7.5 = 0.5 (\text{元})$$

$$\text{溢价比率为 } 0.5 \div 7.5 = 7\%$$

而在市场上,由于可转换公司债券同股票价格的市场联动特征,在购买可转换公司债券

时,需要付出一定的成本,如果不考虑交易的佣金费用,投资人愿意支付购买可转换公司债券的总成本我们定义为可转换公司债券的市场价格。即市场可转换公司债券价格与转换比率的比值称之为市场转换价格。如果说某公司的可转换公司债券市价为 105 元,其转换比率为 12.5 则市场转换价格为

$$105 \div 12.5 = 8.4 (\text{元})$$

市场转换溢价 = 市场转换价格 - 股票现时价格

市场转换溢价通常以比率形式表示,即市场转换溢价比

$$= \text{市场转换溢价} \div \text{股票市场价格}$$

根据上述数据,市场转换价格为 8.04 元,此时,市场转换溢价为 $8.04 - 7.5 = 0.54$ 元,市场转换溢价比为 7.2%。

这样的溢价水平在票面利率 5%—6% 上只要一年多的时间即可收回。如果溢价水平高达 15%—20%,按上述的票面利率,需要大致三年时间收回溢价。

溢价回收期是我们通常分析的重要指标。投资人支付了比股票时价更高的价格购买了可转换公司债券,那么,只有投资者能抵消溢价支出,对投资人才会有利。其直接原因是,对投资者来说,购买可转换公司债券所得到的直接利益是票面利率,票面利率比股票的红利更具有吸引力和具有投资价值。溢价回收期是个有用的指标(Premium Payback period)(也称为盈亏平衡期),用来衡量投资人支付溢价的成本大小,不考虑资金的时间价值,其计算公式为:

$$\text{溢价回收期} = \text{市场转换溢价} \div \text{收益差}$$

收益差是指购买可转换公司债券同购买股票在利息上的差别,收益差 = [票面利息 - (转换比率 × 每股股息)] ÷ 转换比率

根据前述的例子,如果股息为每股 0.3 元,则

$$\text{转换比率} \times \text{每股股息} = 12.5 \times 0.3 = 3.75$$

$$\text{票面利息} = 100 \times 6\% = 6 (\text{元})$$

$$\text{收益差} = (6 - 3.75) \div 12.5 = 0.18 (\text{元})$$

$$\text{溢价回收期} = 0.54 \div 0.18 = 3 (\text{年})$$

显然,溢价成本需要在三年内由于票面利率支付收回。纯粹从分红角度考虑的话,投资股票的市盈率远远高于溢价回收期 3(年)的,当有的公司的市盈率为 20 倍以上甚至更高,其股票的长期投资价值就很小了,相比较而言,投资可转换公司债券就有意义了。

第二,可转换公司债券具有抗跌风险的属性是很有吸引力的。当股票价格上涨时,可转换公司债券价格也会上升。但股价下跌时却有下限。通过上述可转换公司债券的最小价值原理的分析可以知道,随着股票价格的下跌,其可转换公司债券价格也在下跌,但可转换公司债券价格不会跌至直接价值以下。实际上,直接价值成为可转换公司债券价格的保底价格。只要市场的平均利息率不变,投资人投资可转换公司债券可以清楚地知道在下跌风险中所购买或持有可转换公司债券的损失大小。如果股票价格下跌,可转换公司债券的价格也在下跌,先根据股票时价计算出可转换公司债券的转换价值,然后同可转换公司债券时价、直接价值进行比较,就可以得知可转换公司债券投资的风险大小。这个保底的转换公

司债券价值就是投资人购买可转换公司债券的成本。另一方面来说,从买入期权的角度考虑,所支付的溢价风险被控制在这个投资人购买公司股票期权的价格,购买者的未来风险被控制在这个期权价格上,因此,投资人之所以愿意支付溢价来购买可转换公司债券,这是购买风险被控制在一定数量上的代价。上例中的下跌下限为 27.5%(计算见后)。

第三,发行可转换公司债券公司所对应的股票总是波动性大的股票。波动性越大,其溢价比率也越大。由于股价波动性大,说明估计上涨的机会也越大,可转换公司债券的价值也就会提高。

当然,从投资者的角度来看,购买溢价的转换公司债券可能还有看好公司未来业绩增长、股市行情看涨等其它综合和本质的因素。

5. 可转换公司债券投资的风险评述

我们通过本节的上述讨论,可以大致看到投资可转换公司债券在获得收益的同时是存在风险的,而且风险因素很多,这些风险因素已经在讨论收益的过程中涉及到了,这里不再赘述。我们在以下主要说明风险的下限、赎回条件和收购风险对投资的影响。

(1) 可转换公司债券的风险下限。

投资者经常使用直接价值作为衡量可转换公司债券风险的下限标准,这是由如前所述的可转换公司债券的市场价格不会跌破直接价值的。所以我们用“跌价风险”来计算可转换公司债券的最大风险:

跌价风险 = $(1 - \text{直接价值}) \div \text{可转换公司债券市价}$

如果直接价值为 72.5 元,以现行时价等于面值 100 元,即

跌价风险 = $(1 - 72.5) \div 100 = 27.5\%$

这就是说,股票价格下跌时,可转换公司债券价格下跌的最大幅度为 27.5%。不同时期购买的可转换公司债券价格是不同的,见下表:

表 4.2.6

可转换公司债券价格	100	105	110	95	80	72.5
跌价风险	27.5%	31%	34%	23.7%	9.4%	0

可见,直接价值是可转换公司债券市场价格的最低价格,当可转换公司债券等于直接价值时,其投资风险为 0,价格越高,风险就越大。如以 105 元的价格购买可转换公司债券,显然比 95 元购买可转换公司债券的风险要大很多。

值得注意的是,直接价值风险程度是随着市场利率的变化而变化的。如果利率提高,直接价值就降低,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会提高。反过来,如果利率降低,直接价值提高,可转换公司债券的同等价格其风险程度就会降低。我们仍用前面的例子,当市场利率从 14%降低到 10%时,其直接价值也从 72.52 元提高到 84.89 元,同样的 105 元的可转换公司债券市场价格其直接价值风险程度也从 45%降低到 12%。

(2) 赎回风险。

赎回条件生效时,投资人可能得到的利益将会蒙受损失。赎回条件的不同,投资人的风险也不同。

①赎回时间,发行后第一次赎回,以及两次赎回之间的时间长短,决定了风险程度大小。有的公司规定发行后即可赎回,这种明显不利于投资的赎回条件一般规定的赎回价格要远高于可转换公司债券的市场价格。即使这样,也限制了投资人潜在利益。举例美国 GENERAL SIGNAL 公司 1992 年发行的可转换公司债券的赎回情况:

发行日期:1992 年 6 月 1 日

到期日:2002 年 6 月 1 日

票面利率:5.75%

不赎回时间:1995 年 6 月 1 日之前

赎回价格:

1995 年 6 月 1 日 103.59

1996 年 6 月 1 日 102.88

1997 年 6 月 1 日 102.16

1998 年 6 月 1 日 101.44

1999 年 6 月 1 日 100.72

2000 年 6 月 1 日 100.00

2001 年 6 月 1 日 100.00

可以看到,不赎回时间越长越有利于投资人。该公司不赎回时间为发行后三年,发行者希望在这三年中投资者的可转换公司债券能够顺利转换为股票。作为十年期的可转换公司债券,三年的不赎回时间基本上是合理的。如果在第一次赎回时间赎回,发行时以面值等额发行,那么,投资人收回 103.59 元,收益率为 3.5%,若加上两年的票面利率,三年平均不过是 3.95%。而当时在 1993 年 10 月 7 日的市场可转换公司债券价格已经为 106.5 元,投资人的利益损失是明显的。从 1995 年开始,以后每年赎回一次,而且每次的赎回价格低于前一次,最后是以面值赎回,这些条件足以说明赎回条件对投资者的不利。

②特定情况下的赎回,主要是在股票持续上涨超过转换价格一定幅度时,发行人以较低的价格赎回可转换公司债券。发行人为提高公司净资产和降低负债比率,当达到赎回条件特定情况时(股票价格达到一定程度),加速投资人转换,以避免未来股票下跌造成还本付息的压力。如前所述的中纺机发行的 1993—1998 年五年期可转换公司债券规定:

当股票价格上涨超过 150%并持续 30 天,1994 年 12 月 31 日赎回日的价格为 104%,以后每年减一个百分点。

这种情况出现时,大多投资者也是愿意转换的,此时的利益相当可观,投资者至少获得 40%以上的回报,因此这种特定情形下的赎回条件对投资人的风险并不大。

(3)收购风险。

收购风险包含两种情况,其一,如果发行公司被其它公司收购,我国规定只要达到 30%,收购者即开始发出收购要约,可转换公司债券的发行公司股票停牌,如果收购成功,股票不再上市流通。即使收购的价格足以令可转换公司债券持有人获得高收益,如果在法律

规定上在收购情况下可转换公司债券转换受阻的话,那么可转换公司债券投资人的利益无法得到应有的保障。其二,发行公司的管理层通过发行可转换公司债券杠杆收购发行公司的,那么该公司的股票不会被投资者看好的,可转换公司债券投资的风险就很大。这种情况是西方国家出现的情况。

(4)可转换公司债券本身所固有的风险。

不论任何投资决策都是有代价的,“没有免费的午餐”对投资人的可转换公司债券投资理念也是适用的。在投标上涨的强劲期,购买可转换公司债券的利益没有购买股票大,没有充分分享公司股票的上涨行情,由于事先支付了溢价的成本。在风险规避方面,如果在相当高的价格上购买可转换公司债券,原有抗跌的风险下限将没有意义了。如果以 150 元的价格购买可转换公司债券,虽然低价为 72.5 元,可能的损失将达到 77.5 元,损失率为 51%。同时利率上涨,则风险扩大。此外,投资人所承担的溢价、票面利率低于市场利率都是不利的方面。

对机构投资人来说,许多可转换公司债券发行量小,使其成交量小,流通性差,影响机构投资人参与的深度。

5. 投资可转换公司债券的几点忠告

除非你认为发行公司前景很有希望,否则不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券溢价比不可超过 20%,否则,不要购买可转换公司债券。

可转换公司债券的收益应高于股票 3%,否则,不要购买可转换公司债券。

购买可转换公司债券价格偏低(在面值或直接价值附近)的可转换公司债券,能够在股票价格低迷无法转换的情况下最终可以面值兑付。

三、可转换公司债券的承兑

大多数公司债券的发行人都给投资人两个承诺:第一承诺是在规定的日期支付一定的利息;第二承诺是到期偿还本金。但是可转换公司债券的发行人给投资人三个承诺,除了上述两个承诺外,还承诺允许投资人将可转换公司债券按照事先规定的转换价格,在一定期限内转换成固定数量的普通股。所以可转换公司债券可以称为“混合”证券,即既具有债券性质,又具有股票性质。购买了可转换公司债券后,投资人可以有以下几种做法:

(1)持有可转换公司债券直至到期日偿还本金;

(2)将购买的可转换公司债券在市场上出售;

(3)将可转换公司债券转换成普通股;

(4)将转换成的普通股在市场上出售。

相对于投资人购买可转换公司债券的 4 种做法,发行人对于可转换公司债券的承兑一般有 4 种方式:即到期偿还;提前偿还;赎回条件下偿还和回售条件下偿还。

1. 到期偿还

所谓到期偿还,就是按照可转换公司债券发行时约定的偿还期限,到债券期满时,将应付偿还的金额一次全部偿还完毕。可转换公司债券到期偿还,即意味着转换失败。宝安 A

股可转换公司债券期限 3 年,至兑付前只转换了 69.16 万股,占总数比例的 2.7%,虽然可转换公司债券利率较低,宝安 A 股可转换公司债券票面利率为 3%,但可转换公司债券在转换成股票之前是一种债务,而不是一种股权,所以宝安集团在兑付时颇感拮据。

2. 提前偿还

所谓提前偿还,即在债券到期之前便开始分次偿还发行额,到债券期满时已全部偿还完毕,可转换公司债券提前偿还,也意味着转换的失败。发行者为了分散到期偿还债务负担,在到期偿还之前按一定时间和一定比例分次偿还,或也可以自由确定时间分一次或几次来偿还。发行人可以委托证券公司从证券持有者手中,以双方都认为合适的价格将债券再买回来,从而解除双方债权债务关系,并可提高债券的流通性,当然,发行人应积极买进部分债券,并尽可能减少损害债券持有者的利益。

3. 赎回条件下偿还

发行人通常在以下两种情况下才行使期前赎回权:一是在可转换公司债券发行一定时期后,当市场正股价格大幅上涨到事先限定的一定高度(国外一般是在达到换股溢价的 130%~140%)时,且在这警戒水平之上维持一定时期(国外一般设定为 20~30 天),发行人可行使该权力,目的在于迫使债权人提前将可转换公司债券转成公司股票,从而以增加公司股本形式来降低公司的负债,达到调整发行人财务结构的目的,使发行人既可进行新的筹资活动,也避免再因送配股增股行为相应作出转换价格调整而进一步稀释公司股权;二是在可转换公司债券发行一定时期后,市场利率下降至债券票面利率之下一定程度时,发行人为降低利率风险,也可行使该权力,以降低公司巨大财务费用。从以上两种情况可看出,赎回情况下的利益绝对偏向于发行人,对投资者而言无利可图。

4. 投资人回售条件下偿还

期前回售条款赋予投资人有机会将可转换公司债券在到期前的某一指定时期内退售给发行人,发行人则须以一定的溢价(往往高于原券息)还本付息给投资人。如果适逢股市低迷或发行人股票持续走软,特别是正股价跌至转换价格之下时,因投资人集中行使回售权,会对发行人构成较大的财务威胁和经营压力。期前回售条款是随着市场的不断发展而推出的更有利于投资人的保护权力。相对于发行人具有的赎回条款,含有期前回售条款的可转换公司债券因使投资人得到了一份额外保护,所以,发行人所定可转换公司债券票面利率往往要低于不含回售条款的可转换公司债券利率和规定更高的转换价格。

第六节 可转换公司债的法律问题

可转换公司债券的研究和试点在我国刚刚开始,主管部门正在制定有关实施办法,可望这一品种在不久的将来能够试点成功。应当看到,可转换公司债券是一种新的金融品种,是明显区别于股票和普通债券的,过去的一些法规和制度不能适应可转换公司债券的市场要

求。况且,我国资本市场的建立只有 15 年的历史(如果从 80 年代初发行国库券开始计期的话),其中进行股票及股票市场的试验不足 10 年,在这种极其有限的试验期间,难以形成十分奏效的市场管理制度和高层次的法律规范,虽然也积累了一些管理经验,但市场监管的力度和反应力不如人意。另外,我国经济体制改革和市场经济环境的制度建设进程似有进退维谷、举步维艰之困,历史的进步依然任重道远。在这种环境下,我国证券管理机构又提出进行可转换公司债券的试点,应当说这是对市场的创造和贡献,是令人感奋的选择。当然,在可转换公司债券试点中,我们会面临许多问题和困难,尤其是法律和规定等制度规范方面的问题,但这些问题都是可以解决的。以下的讨论就是从可转换公司债券发行到交易至最终到期所可能出现的法律问题,并希望能找到解决问题的方法。

一、可转换公司债券发行准备过程中的法律问题

1. 重叠交叉管理的矛盾和解决办法

可转换公司债券的管理主要集中在市场管理和额度管理两个方面,目前,我国资本市场的管理格局基本上是依照 1992 年国务院的 68 号文件执行的:

“(一)证券委是国家对证券市场进行统一宏观管理的主管机构,……

(二)证监会是证券委的监管执行机构,由有证券专业知识和实践经验的专家组成,按事业单位管理,主要职责是:根据证券委的授权,拟订有关证券市场管理的规则;对证券经营机构从事证券业务,特别是股票自营业务进行监管;依法对有偿证券的发行和交易以及对向社会公开发行股票的公司实施监管;对境内企业向境外发行股票实施监管;会同有关部门进行证券统计,研究分析证券市场形势并及时向证券委报告工作,提出建议。

(三)国务院有关部门和地方人民政府关于证券工作的职责分工是:国家计委根据证券委的计划建议进行综合平衡,编制证券计划;中国人民银行负责审批和归口管理证券机构,同时报证券委备案……”

“其它证券发行的管理职责分工如下:国债由财政部负责;金融机构债券、投资基金证券由人民银行负责审批;国家投资债券、国家投资公司债券由国家计委负责审批;中央企业债券由中国人民银行和国家计委负责审批;地方投资公司债券由省级或计划单列市人民政府负责审批。”

从市场管理的主体看,股票的市场管理是国家证券委员会。可转换公司债券的主管机构应当是证券委及其证监会,这一点似乎没有争议。这不仅是因为证券委是全国证券市场的统一管理机构,而且也因为可转换公司债券的性质,包括其可转换性、发行条件同股票发行条件的一致性决定的。

我国股票和债券的发行实行严格的额度管理制度。在这种额度控制制度下,可转换公司债券额度对于证券委和发行企业以及地方政府都是十分重要的。在此,在可转换公司债券试点的初期阶段,实际上没有必要挖掘“额度”的另外渠道,如果需要,获得相关部门的特许额度是行得通的。在这里所讨论的额度问题主要是针对从少数几家企业进行可转换公司债券试点结束后,到可转换公司债券真正成为市场化的产品和走向成熟的发展时的额度问

题。

考虑到 1992 年之前股票市场处于较为混乱的状态,国务院平衡分配了证券市场的管理权力,也就是形成上述的“68 号文件”。国家计委每年在同有关部门的合作下,在国民经济综合平衡的原理下制定有关计划指标,作为各部门的工作任务。随着市场经济的建设,国家计委的这种职能进行了很大程度的调整。权利在减弱,指标范围在缩小。股票发行既然涉及国民经济综合平衡,影响金融政策和国家调控能力,那么,每年发行多少股票自然成了额度问题、计划问题,自然应当由熟悉计划管理方式的计委来负责审定,以避免国家金融秩序的紊乱,影响国家经济建设。当然,在制定“额度”时,中央银行起到了十分重要的作用,中央银行的意见总是很值得考虑的。一般理论表明,银行储蓄和股票发行量有相互消涨的机理,如果股票发行过多,必然影响银行储蓄量,进而会带来一系列不良后果:储蓄减少,影响商业银行在国民经济建设中的主力调控的地位,这种地位是近半个世纪形成的,为我国建设和人民生活水平的提高起着不可替代的历史作用;影响国家对经济建设的倾斜政策,无法体现政府对产业政策的干预和指导,这种干预有利于国家实力的迅速实现和有效倾斜,才能保证国家重大建设的顺利完成;更重要的,储蓄减少有可能造成我国商业银行的信用危机,长期以来,银行贷款在计划管理的体制下造成了无法收回的放贷损失,国有企业大面积长期亏损,经济效益连续下降,新的不良贷款继续形成,造成银行信贷资产质量严重下降。如果储蓄减少,可能引发信用危机,造成社会矛盾,影响国民经济的建设进程。考虑到诸多问题,实行股票发行的额度管理是现实社会条件的必然选择。正如有人描述额度管理制度为“在最市场化的市场中,实行了最计划化的计划管理”,这正是中国的国情。

当然,额度管理是明显存在弊端的。其一,不能把最优秀的企业筛选出来走向股票市场,从而降低了上市公司的质量。额度管理的直接后果是,层层审批制度包括证监会的审批程序,不能推荐出最优秀企业,也不能淘汰质量次的企业,损害投资人的权益。发行股票是企业筹资方式中最有利可图、责任最小、风险最小的融资方式。发行公司重视申报程序和公关力度,不重视经营管理和股东回报,最终可能导致投资人利益和投资热情的损害以及股票市场的信任危机。其二,不利于调整政府机构对市场由直接管理到间接管理的转变,不利于提高政府管理水平、管理效率和对社会发展的责任感,不利于廉政建设和防止市场操纵、内幕交易,不利于“三公原则”成为职业规范和道德标准。其三,额度制度不利于市场化的管理模式。企业的融资决策应当由企业全面负责,证券管理机构应当走向标准管理。如果能允许所有企业都有发行股票的参与机会,那么政府的偏好和企业非经营行为减小将对市场的公平原则的损害减小,市场的自律体系也会真正形成,主管机构对市场管理的权利争夺也会平静,这有利于最终建立统一的管理体系。

从额度管理上,一种意见认为,可转换公司债券的额度应视同股票额度,统一由计划部门制定下发。理由是,可转换公司债券从本质上说是股票,它吸收社会资金,影响资本市场。计划部门在制定未来股票(包括 B 股)发行额度时可一并考虑。或者,所下发的股票额度已经包含了可转换公司债券额度,给定总量,可以在不超出总量的控制下,自由制定股票和可转换公司债券的发行量。另一种意见认为,可转换公司债券主要是对上市公司来说的,上市公司的年度分红派息过程基本上是企业行为,只要配股量不超过原股本的 30% 即可。可转

换公司债券发行可以视同企业配股的另一种形式,可转换公司债券的发行在“配股”的范畴上考虑的话,就不再有额度问题了,但要遵循上述“30%”的概念限制。同时,考虑到公司扩股规模不能膨胀过快,可转换公司债券的转换价格高于现行股票价格,同等扩股程度可以得到至少一倍以上的资金,发行可转换公司债券完全可以满足企业的资金需求。

我们认为,额度仅仅是目前中国证券市场的一个过渡概念而已,它不会有长期存在的理由和经济基础。在不久的将来,“额度”将会随制度的民主化和市场经济的确立而让位于标准审批制度,这个过程也许很快。但目前,习惯性的额度管理制度要求股票和可转换公司债券得到额度批准是合适的,第一种观点正是本文采用的观点。而且,额度应没有必要向地方和部门的分派,有证监会统一管理使用。在证监会职能范围内实行标准审批制度。我们说,股票同配股存在本质上的区别,其一,可转换公司债券应当是有较高的发行价格,一般高于当前股票价格的5%以上,配股价格通常低于股票价格,有些幅度大些,有些幅度小些。其二,可转换公司债券应视为新的发行,应面向全体社会公众,这样才能保证发行的成功,也保证发行的公平性。其三,可转换公司债券发行不受时间的限制,而配股只能一年一次,只是在年度分红派息过程中的一项内容。其四,可转换公司债券作为一种新的上市品种,还需要市场管理者及投资者的正确认识,对市场的影响还需进一步验证,这些都要求可转换公司债券的管理应当在主管机构统一的指导和审批之下进行。鉴于上述区别,想把可转换公司债券列入配股的范畴上,企业有相对较大的发行自主权,可能不大现实。

可转换公司债券的债券和股票的混合特征,使它很容易走向多机构管理、重叠审批的误区。目前,企业债券的直接管理权在中央银行,额度仍然是计委控制的。那么可转换公司债券的管理机构至少有中央银行、国家计委、证监会三家,实际上,参与其中的机构可能还包括地方政府,这可能造成发行时机的延误,发行成本提高,给企业造成更大的压力和风险是很多的。因此建立一个审批可转换公司债券的简明程序是十分必要的。

简明的报批程序如下:

(1)额度有证监会、中央银行、国家计委联合制定,并由计委下发至证监会。(如果额度制度不存在的话,那么直接进入第二步)

(2)上市公司向证监会提出发行可转换公司债券的申请。

(3)得到批复后,即可进入发行、上市的程序。

我们说,可转换公司债券的发行应当减少的步骤有:①属地管理的批准或行业批准。理由是上市公司经营监督管理已经由地方管理变为股东管理,况且,政府对企业的管理也已经不合时宜了。上市公司要面对分散全国的投资人监督,要面对交易所、证监会的更严格、更有深度的市场管理。这些都决定了上市公司已经不是属地概念和“税收”概念,更不是地方政策的“保护”的企业。②国家计委、人民银行、财政部、国家经贸委、国资局等国家机关的批准。因为有关部门在额度制定了已经发言过了,已经在国家宏观管理上负了责任,已经在该公司上市前发挥了各自的作用,那么,发行企业的遴选、发行和交易事宜是证监会的事情。③交易所对上市公司的情况也是比较熟悉的,可转换公司债券发行企业可以得到交易所的推荐,也可能在一些企业发行资格上具有很值得借鉴的意见,但可转换公司债券毕竟是公开发行,对社会投资人所负的责任较大,统一的市场管理主体和审批主体应当是唯一的。④证

监会在受理程序上应当尽量简明,没有必要依照股票发行的受理的审批程序执行。考虑到可转换公司债券的发行条件应当远高于股票发行,那么制定一个严格标准的发行人条件,可以保证发行人质量、减少受理工作量。比如可以制定以下的条件:

①投资项目符合国家产业政策。

②建立“股份有限公司”至少三年以上,上市时间至少在一年以上。

这是衡量公司具有现代企业制度的素质标准,避免公司的“换牌”不换本质的问题,使公司真正考虑公司的增值目标、长期发展目标、实现公司机制的根本转变目标。

③公司三年来股东现金分红至少在 0.25 元/每股以上,公司连续三年来税后利润为 25% 以上。

这保证公司未来有足够的偿还本金和利息支付能力。避免大多数上市公司的送、配股做法,损害股东利益,隐瞒公司的财务危机。

④公司的资产负债率在 50% 以下,速动比率在 1:1 以上。

保证公司有足够的扩股空间、较小的财务风险和足够的偿还能力。

⑤转换价格应高于发行前一周股票平均价格的 10% 以上,可转换公司债券票面利率不低于 6%。

这是保证公司应有足够的经营增长的潜力和信心,保证发行不损害原有股东的利益,保证发行公司有足够的付息压力。

⑥在制定赎回条款的同时,必须制定相应的回售条款,进一步保证投资人的利益。

这是保证发行人为减少还本付息的压力,制定绝对偏向发行人自身利益的条款,加速转换而损害投资人的利益。

2. 发行人条件的不同约定和设定较高发行条件

可转换公司债券的发行条件首先应符合发行公司债券的条件。我国《公司法》对企业发行公司债券给予了清楚的界定条件。在《公司法》中规定的发行公司债券的条件主要包括:

《公司法》第 161 条:

(一)股份有限公司有净资产额不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产额不低于六千万元;

(二)累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十;

(三)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;

(四)筹集的资金投向符合国家产业政策;

(五)债券的利率不得超过国务院限定的利率水平;

(六)国务院规定的其它条件;

凡有下列情形之一的,不得再次发行公司债券:

(一)前次发行的公司债券尚未募足的;

(二)对已发行的公司债券或者其它债务有违约或者延迟支付利息的事实,且仍处于断续状态的;

《公司法》第 161 条还规定:

“发行公司债券筹集的资金,必须用于审批机关批准的用途,不得用于弥补亏损和非生

产性支出。”

《企业债券管理条例》第十六条还规定：

“企业发行债券的总面额不得大于企业的自有资产净值”。

根据《公司法》第 137 条明确规定，“发行可转换为股票的公司债券，应当报请国务院证券管理部门批准，公司债券可转换为股票的，除具备发行公司债券的条件外，还应当符合发行股票的条件”。

《公司法》的第 84 条至第 90 条作了原则规定：如《公司法》第 84 条规定：

“发行人向社会公开募集股份时，必须向国务院证券管理部门递交募股申请，并报送下列主要文件：……”

而在第 137 条对发行新股作了较为明确的规定：

“公司发行新股，必须具备下列条件：

- (一)前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上；
- (二)公司在最近三年内连续盈利，并可向股东支付股利；
- (三)公司在最近三年内财务会计文件无虚假记载；
- (四)公司预期利润率可达同期银行存款利率。

公司以当年利润分派新股，不受前款(二)限制”。

显然，发行可转换公司债券必然符合上述要求，但这些规定原则性强，不足以实施操作，在《股票发行与交易管理暂行条例》第 8 条、第 9 条、第 10 条有较为细致的条件要求：

第 8 条规定如下：

“设立股份有限公司申请公开发行股票，应当符合下列条件：

- (一)其生产经营符合国家产业政策；
- (二)其发行的普通股限于一种，同股同权；
- (三)发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的百分之三十五；
- (四)在公司拟发行的股本总额中，发起人认购的部分不少于人民币三千万元，但是国家另有规定的除外；

(五)向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的百分之二十五，其中公司职工认购的股本数额不得超过向社会公众发行的股本总额的百分之十；公司拟发行的股本总额超过人民币四亿元的，证监会按照规定可以酌情降低向社会公众发行的部分的比例，但是最低不少于公司拟发行的股本总额的百分之十；

(六)发起人在近三年内没有重大违法行为；

(七)证券委规定的其它条件。”

第 10 条规定如下：

“股份有限公司增资申请公开发行股票，除应当符合条例第八条和第九条外，还应当符合下列条件：

(一)前一次公开发行股票所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符，并且资金使用效益良好；

(二)距前一次公开发行股票的时间不少于十二个月；

(三)从前一次公开发行股票到本次申请期间没有重大违法行为;

(四)证券委规定的其他条件。”

一般来说,达到上述发行公司债券和发行股票条件的公司并不困难,即使同时具备证监会 1996 年配股的条件,也有足够多的上市公司具备发行可转换公司债券的条件。

但应当认识到,可转换公司债券试点的成功和长期发展,有赖于发行人健康成长的经营业绩以及相伴随的转换的成功,有赖于投资人对可转换公司债券品种的认识和投资信心,因此,选择最优秀企业和适合可转换公司债券属性的企业是十分重要的。这要求监管部门必须严格审批可转换公司债券发行人条件,在发行人选择上形成一套有效的鉴别体系。我们认为上述债券发行条件和股票发行的条件是基本条件,发行可转换公司债券的条件在以下几个方面的基本观点是重要的:

(1)稳定的、较高的和增长的经营业绩。

经营业绩对于上市公司实在太重要了,关系到整个证券市场的成败,甚至改革的成败。综观我国的上市公司经营业绩的低水平以及持续下降的状态不能不令人担忧。过去,我们在筛选上市公司时广泛存在着一个难题,就是国家审批机关无法把不符合上市条件的公司从地方和部门推荐的名单上剔除出去,审查来审查去,最终都在交易所挂牌,只不过把文件修改到要求的规范程度。这种状况,使得许多企业只重视筹集资金,不重视股东回报,不重视股东,不重视企业的长期发展,盲目决策效益低下,企业资金周转困难,每年只好向股东筹资,连年都是配股、送股,甚至连送股的利润也没有,股东拿不到实际现金红利。过去,一些公司大比例配股,继续从股东方面筹集资金,根本不考虑企业的恶性膨胀,股本扩张远远超过效益增长速度,使企业进入不良循环状态:在公司效益不能达到股本扩张速度的情况下,配股价格就会低于上一次的配股价格,在同等股权扩张的情况下,公司所筹的资本量就少些,第二年在进行配股时,由于效益低,股本大,每股的回报更低,股票价格也就更低,这时的配股价格就可能更低,股本扩张的资本筹集量就更小,企业所面临的资金困难就更大,如果继续进入第三年配股,那么企业所面临的财务危机将会更加严峻,当然,股东所面临的投资风险将会很大。所以,为保证可转换公司债券试点工作的全面成功,必须严格控制发行人的业绩指标。可以有如下指标作为甄选标准:

税后利润在 20% 以上。考虑到我国市场的利率水平较高,况且我国经济处于发展中国家的高速发展时期,没有 20% 的利润率是不足以吸引投资人相信有利可图,不足以保证股票价格的稳定和增长,不足以保证可转换公司债券的顺利转换,不足以降低高转换价格所具有的市场风险。

公司连续三年来至少有 0.15 元的现金分红。现金分红的企业能够说明企业财务状况、资金周转状况良好,企业发展战略稳健,对股东权益具有足够的重视和珍视。也只有这样的公司才可能获得公众的信任,可转换公司债券的长期特点更需要一个稳健的成熟的企业发展业绩。

(2)公司是真正具有现代企业机制和较高质量的公司。上市公司的质量是关系我国股份制改革和股票市场发展成败的关键,是保证股票市场健康、稳定发展的基础。我国管理层也一再强调要提高上市公司的质量和转换经营机制。上市公司从产权关系和法律体系看已

经成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自担风险的商品生产者和经营者,既要建立健全的领导体制,也要有成熟的发展思路、经营思想。但我们有些上市公司领导制度不健全,不设立监事会制度,即使有,也行同虚设,小股东没有权利发表意见,忽视股东利益,信息披露不充分,资金投向偏离原计划,据统计上市公司至少有 30% 的资金使用同计划投向背离,有的高达 70%。有些公司从股东身上募集到充裕资金而不思发展,或者不尽力谋求发展,继续走国营企业的老路,有的利用大量资金盲目投资、效益极差。筛选可转换公司债券发行企业必须切实考察现代企业制度是否健全(尤其从国有企业改组的上市公司),经营机制是否转变,公司管理质量是否提高,企业整体素质是否提高。为此,我们希望发行可转换公司债券的公司至少有三年以上的股份有限公司的经营历史,至少有一年以上的上市经历,且股权相对分散。这里的时间要求旨在保证现代企业制度的确立和完善,股权相对分散的企业,现代企业制度也才有建立、健全和发展的经济基础。

(3) 公司行业方向和资金投向。当然,发行公司的资金投向应当符合国家产业政策,资金投向是国家扶持和鼓励发展的行业,值得注意的是,可转换公司债券期限比较长,投资项目的市场风险就相对较大,因此,投资项目要估计到中国加入世界贸易组织后的国际市场变化、中国经济环境的变化和市场变化。要考虑到市场利率的变化,要结合我国金融改革的趋势考虑投资项目的市场风险。发行人要尽可能保证未来投资项目的盈利性。

(4) 公司规模大且稳定。可转换公司债券毕竟是无担保长期债券,尽管在企业清算中优先分得破产资产,但投资人的风险是很大的。这要求可转换公司债券发行人具有资产质量较高,规模较大的经营实体,是保证投资人利益、降低风险的一个基本条件,另一方面,公司规模也是公司获得较高投资回报的经济条件。

(5) 公司股票价格有一定的波动性。根据可转换公司债券的一般原理,股票价格的波动性是公司可转换公司债券获得转换时机的重要条件。我国股票市场价格波动比较剧烈,出现转换时机的可能性就比较大。但为了保证转换的顺利实现,寻找较大波动性的股票的公司发行可转换公司债券是比较合理的。

3. 有关法律文件应具备的主要内容

根据公司发行公司债券和发行新股的上报文件的基本要求,我们认为公司申请发行可转换公司债券的申请程序包括:

- (1) 向证监会提出申请。
- (2) 在得到批复后,向交易所提出申请发行和上市计划。
- (3) 发行和上市。

这一种简明过程,有利于发行人抓住发行时机,降低成本,也有利于市场的统一管理。目前的实际情况可能达不到,但这不妨碍今后可能实现这个目标,也不妨碍我们对问题的分析。

通过前面的分析知道,设立一个“高门槛”的发行条件是十分必要的。假如某公司期望发行可转换公司债券,那么,该公司就应当对自身的条件认识清楚,并自信自己是较好公司的代表,是能够获准发行的。由于监管机构对上市公司比较熟悉,对可转换公司债券的审批可能会更快些,这样,监管机构能够在效率上积极配合企业的发行时机。

上报的文件主要包括:

- (1)可转换公司债券发行申请书。
- (2)发行可转换公司债券说明书。
- (3)有关证明性文件和授权文件。

《可转换公司债券发行申请书》是发行公司向证监会提出发行申请的书面文件,其主要内容包括:应当简明陈述发行人的基本情况,发行可转换公司债券的目的、公司条件(历年经营业绩及分红情况、财务资产结构等)、资金投向等,具体包括:

(1)公司简要情况(公司名称、住所、法定代表人,公司股份制过程和上市过程,经营状况、财务状况等)。

(2)公司发行的条件(历年分红派息情况、历年经营业绩、资产和财务情况、产业性质和投资方向、公司管理水平和企业综合素质等)。

(3)拟发行可转换公司债券的主要要素(可转换公司债券数量、面值、发行价格、转换价格、赎回条件和回售条件、反稀释条款、可转换公司债券期限、票面利率等)。

(4)提出申请的时间、法定代表人签名和公司盖章。

《发行可转换公司债券说明书》是最为重要的主体文件,它是向社会公众发行可转换公司债券就有关方面做出的书面具有法律约束的声明和承诺。根据《企业债券管理条例》第十三条的规定,企业发行债券应当制定发行章程,发行章程应当包括下列内容:

- (一)企业的名称、住所、经营范围、法定代表人;
- (二)企业近三年的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;
- (三)财务报告;
- (四)企业自由资金净值;
- (五)筹集资金的用途;
- (六)效益预测;
- (七)发行对象、时间、期限、方式;
- (八)债券的种类与期限;
- (九)债券的利率;
- (十)债券总面额;
- (十一)还本付息方式;
- (十二)审批机构要求载明的其他事项。

考虑到可转换公司债券具有的股票特征,《可转换公司债券发行说明书》还应包含以下内容:

(1)公司基本情况,包括:公司资产沿革、近三年经营业绩与成果、近三年分红派息情况、公司主要负责人董事、监事、经理情况。

(2)与本次发行有关的要素:发行日期、可转换公司债券种类和期限、每张面值、发行总量、票面利率、付息日期和付息方式、有无担保等。

(3)承销方式、承销商及其约定的有关事项。

(4)在非付息方式下的偿还办法,包括:到期偿还、到期前偿还、赎回条款和回售条款下

的约定等。

(5)可转换公司债券的上市;上市承诺、及其上市后的交易事项。

(6)转换程序:转换申请表或相关指令、转换到转换后的股票交易所历经的时间、证券主管机构对转换股票的上市承诺等、转换后的权利与义务。

(7)转换条件与转换价格的调整:转换基准价格、转换比率、转换条件发生情况下的转换价格的调整(包括年度分红派息、配股、发行新股、公司合并、股票拆细等涉及公司权益变动情况下的各种因素)方法以及信息披露和公告。

(8)其他需要约定的发行和交易事项,如转换年度有关利息、股利的计算,转换价格若低于股票面值的处理办法,转换时不足一股股份时的处理办法等。

(9)本次筹集资金的投资方向及效益评价。

(10)预计未来年度公司的盈利。

《承销方案》和《承销协议》是上报的又一份重要文件,前者是要表示本次承销的可行性分析。后者是承销商同发行人签定的就本次发行可转换公司债券双方权利和义务的约定。这两项内容和股票发行相似,券商具有很完备的标准合同和格式。以下是其简要内容:

《承销方案》的主要内容:承销人资格与条件,发行方式(上网定价发行、与储蓄结合的认购抽签等),发行日期、地点,发行的资金、人力安排,承销方式,紧急问题的处理,工作人员组成等。

《承销协议》主要包括的内容有:当事人双方,权利与义务,承销金额、价格、承销方式,承销费用及付款方式等。

有关证明性文件和授权文件主要有:

(1)证明性文件:有关会计师事务所出具的关于“公司财务状况、经营成果、现金流动情况的审计报告”(前三年)以及未来一年公司盈利情况的预测,股东大会关于“分红派息”决议,法律事务所对本次发行可转换公司债券的法律事务所出具的“法律意见书”等。

(2)授权性文件:股东大会关于同意申请发行可转换公司债券的决议和有关授权文件,证监会的批复,交易所的上市承诺等。

二、可转换公司债券上市交易过程中的法律问题

1. 注册资本制与变更登记的矛盾

依照我国有关法律,股份有限公司的注册资本是公司发起成立时的实收资本。《公司法》第七十八条明确规定“股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。”“可转换公司债券上市交易后,随着股票价格的增长出现投资人认为是转换时机时,可以申请转换,并登记为公司股东。这种从债权转换为股权的过程产生以下问题。

《中华人民共和国公司登记管理条例》的规定:

第二十三条 公司变更登记事项,应当向原公司登记机关申请变更登记。未经核准变更登记,公司不得擅自改变登记事项。

第二十八条 公司变更注册资本的,应当提交具有法定资格的验资机构出具的验资证

明。

公司增加注册资本的,应当自股款缴足之日起 30 日内申请变更登记。股份有限公司增加注册资本的,应当提交国务院授权部门或者省、自治区、直辖市人民政府的批准文件;以募集方式增加注册资本的,还应当提交国务院证券管理部门的批准文件。

根据上述规定,公司一旦发生注册资本变动时就应当及时在规定的时间内进行工商变更登记。

关于股东变更,《中华人民共和国公司登记管理条例》对此并没有要求。只是在第三十一条对发起人作了规定:“有限责任公司的股东和股份有限公司的发起人改变姓名或者名称的,应当自改变姓名或者名称之日起 30 日内申请变更登记。”由于上市公司上市流通部分的股票的流动性,股票的换手率很高,不可能就其即时的变动情况给予变更登记,因此,对股票流通过程的股权更易在法律上没有规定,事实上是豁免了“股权身份的变更登记”。那么,当可转换公司债券转换为股票之后,同原来流通的股票没有实质上的区别,也可以遵照上述事实上的“豁免”原则进行交易流通。在证券实务中,以股东大会召开前一定时间内持有公司股票构成“股东名册”为法定股东,这个股东名册就是登记备案的公司股东。个人股东也可以持股权登记证明参加股东大会,也可以以有效股东身份参与公司的年终分红派息。由于股份一旦形成,即不可退股或公司收回、注销(一般情况下),上市流通的股票不管易手多么频繁,但公司股份总能找到持有人,因而,豁免变更登记并不影响公司作为独立法人对外以其全部资产所承担的债务责任、抵押责任或其他责任,股东以全部股份承担的责任。

公司的注册资本是公司股东分配收益、对外承担责任的依据,也是公司进行经济活动的资信表现。当可转换公司债券转换为股票后,所有者权益增加,公司的注册资本也就相应增加,进行工商管理登记是必须的。但考虑到可转换公司债券产生转换的随机性,公司不可能即时申请变更新登记的不断增长的注册资本,因而,要求有关对注册资本管理登记应当给予豁免。西方一些国家实行“授权资本制”的工商管理登记制度,公司资本分为实缴资本(Paid up Capital)和授权资本(Authorited Capital),前者是公司股东必须到位的资本数额,相当于我国的注册资本。后者是公司法律核准的开始资本总额,公司总是根据公司章程要求和为了减少税收、支出,不会足额发行被核准的全部股票,可按最低限度保留部分额度,为未来增资时使用。公司可转换公司债券转换为公司股票时,授权资本制成功地避免了公司频繁变更登记之要求,只需要在适当时候,比如年终进行一次性的变更登记。我国没有这样的法律设定(除少数金融机构外),在这种情况下,只能申请豁免变更登记。由于我国上市公司执行每年两次的财务及经营情况的信息披露制度(常规的),公司可以在公告中期财务报表和年终报表时一并申请变更注册资本,变更工商登记事项。这种做法,有利于公司实际操作简便,且披露信息的公告也是符合法规规定的时间间隔要求,基本上可以满足公众要求。

2. 信息披露的要求

可转换公司债券的交易转换过程中的另一个法律问题就是如何及时、准确地向公众披露可转换公司债券转换信息。转换不仅使公司的注册资本发生变化,而且也影响了公司的财务结构,每股权益随着转换数量的增加而逐步下降,影响原有股东的利益,降低股票的价格,所以,对这样的变化情况是否需要及时地做出信息公告,根据《公开发行股票公司信息披

露实施细则(试行)》有以下的要求:

“第十七条 公司发生重大事件,应当编制重大事件公告书向社会披露。重大事件是指可能对公司的股票价格产生重大影响的事件,包括(但不限于)以下情况:

(一)《条例》第六十条所列事项;

(二)公司章程的变更、注册资金和注册地址的变更;

.....

(五)公司公开发行的债务担保或抵押物的变更或者增减;

(六)股票的二次发行或者公司债到期或购回,可转换公司债依规定转为股份。”

对可转换公司债券的转换事件应当做出信息披露是肯定的,但如何披露,有关法规没有明确规定。其难点在于:其一,转换发生的随机性,使得公告难以即时公告。因为随时都有可能发生转换,一旦转换,如果负转换义务的话,那么,不论多少数量,也不论多少股东,也不论在什么时候,披露工作将不胜披露。其二,如果依照股份数量大小有影响股价的事实时,即判断出作为“重大事件”才做出公告,那么,“量”的概念也难以把握。究竟以当天多少股份或者占原有发行在外的股份的多大比例,可作为公告依据,的确难以计量。其三。按照《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第十八条的要求,“公司在发生无法事先预测的重大事件后一个工作日内,应当向证监会做出报告;同时应当按其挂牌的证券交易所的规定及时报告该交易所。公司在重大事件通告编制完成后,应当立即报送证监会十份供备案,并备置公司所在地、挂牌交易所的证券交易所、有关证券交易机构及其网点,供公众查阅。”显然,这种时间上的要求和公告方式的要求对于可转换公司债券也是不可操作的,这种工作量和繁琐程度是不适用于发行公司和监管机构的。

为此,可转换公司债券的转换交易过程必须得到法规上的豁免,或者,同前述一样,在每年两次的定期报告中做出信息披露,其中的变动情况一律不再披露。这样做可以有两点理由:一是在可转换公司债券的发行公告中,已经阐明本次的发行数量、转换价格和转换比率,那么投资人应当清楚地知道公司未来股东权益的稀释程度,股价的影响,以及自身投资收益。在转换过程中,公司每股权益的变动是事先知道的,只不过不能准确地确定收益的变动,因此,即使股票价格的因转换而发生剧烈变动也不应是信息披露的理由。二是根据披露的难度,对即时的股权变动情况的及时公告在技术上和工作量上是不可行的。因此,每年做两次公告是比较合适的。

在可转换公司债券交易过程中,可能出现需要公告的事件还有:每年付息公告;当出现赎回条件和回售条件时,公司必须做出公告,以便使广大投资者及早做出选择;另外就是出现反稀释条款后,如公司的年度分红、配股等影响了可转换公司债券持有人的利益,需要就转换价格和转换比率做出应有的调整,这时要做出公告。以上所述的公告要求,在过去的有关法律和法规中,没有具体规定,但可以比照有关信息披露的法定要求,就以上事件是需要披露的。

3. 尚未登记的公司股份问题

可转换公司债券转换为公司股票,实质上是新增了公司股份。但尚未登记在公司注册资本中,这时新增部分的股份是否对公司负债应承担相应的责任呢?比如公司突然发生极

端情况,出现财务危机、宣告破产、进行破产清算时,就可能出现这样的问题。与此相关联的,公司对外发行新的公司债券,申请新的银行贷款时,公司所依据的资产基础或抵押资产应当如何界定呢?

如果把这部分新股份完全视同一般意义的股份,界定为公司的法定资产,去承担应有的债务责任,显然该部分资产并没有明确的法律认定,违背了现行的有关法律、法规。《公司法》第七十八条规定“股份有限公司的注册资本为登记机关登记的实收股本总额”,并说“股份有限公司注册资本的最低限额为人民币一千万元。股份有限公司注册资本最低限额需高于上述这一限额的,有法律、行政法规另行规定。”由此可见,公司的注册资本是由各股东缴纳并在公司登记机关登记的财产总额,即是企业法人必须在公司登记时予以注册申报的财产总额。企业法人有多少资本,不仅是它从事经营活动所必须具备的条件,也是企业法人清偿其债务的保证,这是依据《公司法》第三条规定而得出的结论,规定称“有限责任公司和股份有限公司是企业法人。股份有限公司,以其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。”因此,把新增的股份直接视同法定股份是缺乏法律依据的。

但是,如果作为公司债务,而非公司资本,显然不能显示可转换公司债券的理论和实践价值。事实上,可转换公司债券一经转换,性质就已经完全转变,不可能再具有债权特性,不可能分享票面利率,也不可能优先享有分配剩余财产的权利,只是法律上缺乏规范而已。应当看到,我国的《公司法》已经注意到可转换公司债券这一金融品种,并在第五章公司债券一章中涉及到可转换公司债券,但还是在这个法律问题上忽视了其特殊性,因而在市场操作上缺乏法律依据。

解决问题的办法看来只能是通过“法律豁免”的途径解决这个矛盾。可转换公司债券的发行是通过法定渠道审批过的,一经批准发行,即应赋予了可转换公司债券一经转换就视同股票的法律指定,无论登记与否,新增股份就享有公司股东权益,并以其股份额承担相应的债务责任。相对应的,公司的净资产或者所有者权益就应包含新增部分,在对外申请贷款、提供担保等需要公司“股份总额”这一法定数据时,都以新股份为法律依据。

当然,还存在一个问题是“上述的豁免处理”与最高法律效力的《公司法》的矛盾,因为发行可转换公司债券是证监会的事。做出上述“豁免”,最多是国家证券委第三层次上的、规章上的“豁免”,低层权利机关是无权解释或制定与最高层次的法律相矛盾的规章。这个问题更复杂了,在此不再作更为详细地说明。

4. 与可转换公司债券相关的收购问题

企业债券的发行数量是有一定限制的,如果被限制的发行数量很小,其转换为股票的数量微不足道,也就不存在收购问题了,但根据有关法律、法规,发行的数量的法定限制并不排除联带的收购可能性。限制企业债券上限的法规条文有:《公司法》第一百六十条规定“累计债券总额不超过公司净资产额的百分之四十。”《企业债券管理条例》第十六条规定“企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自由资产净值”。显然,上述法律、法规条文所限制的企业债券发行量是完全存在收购可能性的。

可转换公司债券在没有转换之前是纯粹的债权与债务关系,持有人是债权人,公司有义

务按期支付利息、到期还本,持有人无权分享公司的所有权和参与公司的经营管理,因此,作为债权人购买公司债券是没有数量限制的。一经转换,性质发生了根本变化,债权人变成了公司的股东,这时股东购买股票却有明确的数量限制。当债券持有人购买足够多的债券,再转换为公司股票,即使存在一定时间内的信息披露制度的要求,但已无法对收购行为进行有效的防御。这是因为可转换公司债券购买属于债权的范畴,没有数量的限制,可转换公司债券进行股票转换也是按合法程序完成的,因此,与可转换公司债券相关联的收购行为是存在的。

关于自然人收购,《股票发行与交易管理暂行条例》第四十六条规定,“任何个人不得持有上市公司千分之五以上的发行在外的普通股;超过的部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价格和市场价格较低的一种价格收购。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使个人持有该公司千分之五以上发行在外的普通股的,超过的部分在合理期限内不予收购。”假如个人通过大量购买可转换公司债券,然后转换为股票,达到收购目标。为防御收购,比照前述的个人收购规定,只要在转换过程中,进行及时的信息披露即可有效防止收购行为。购买可转换公司债券可以不作任何限制,但在转换过程,当持有股票数量达到千分之五发行在外普通股时,应当向社会公告该信息,并停止将可转换公司债券转换为股票,这种市场管理的作法也是合理的。

公司的收购问题会复杂些,因为原则上公司购买上市公司的股票是没有数量限制的,直至完全达到控股而收购的目标。显然依照《股票发行与交易管理暂行条例》第四章“上市公司的收购”,收购行为达到收购目标是需要很高的收购成本,实际上很难顺利实现收购。当收购人持有上市公司发行在外的普通股的百分之五时,即开始信息披露,信息披露的直接后果是股票价格增长,收购成本提高。以后,每变动百分之二,即履行公告义务。第四十七条的规定如下:

“第四十七条 任何法人直接或间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之五时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使法人持有该公司百分之五以上发行在外的普通股的,在合理预期内不受上述限制。

任何法人持有有一个上市公司百分之五以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的百分之二时,应当自该事实发生之日起三个工作日内,向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。

法人在依照前两款规定作出报告并公告之日起二个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。”

那么,从百分之五比例开始到百分之三十发出收购要约止,历时至少三十六天,这对收购人来说其收购成本将会剧幅增长。一般来说,通过二级市场的收购行为总是不太成功的。当然一旦成功,收购将进入第二层次,即第四十八条所作出的规定:

“第四十八条 发起人以外的任何法人直接间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之三十时,应当自该事实发生之日起四十五个工作日内,向该公司所有股票持有人发出收购要约,按照下列价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票:

(一)在收购要约发出前十二个月内要约人购买该股票所支付的最高价格;

(二)在收购要约发出前三十个工作日内该种股票的平均市场价格。

前款持有人发出收购要约前,不得再行购买该种股票。”

第四十九条同时还规定,“收购要约的有效期限不得少于三十个工作日,自收购要约发出之日起计算。自收购要约发出之日起三十个工作日内,收购要约人不得撤回收购要约。”

发出后的收购要约在三十日内是否达到收购目的,即收购的股份至少达到百分之五十以上。第五十一条就发出收购要约后出现的几种结局作了规定:

“收购要约期满后,收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的百分之五十的,为收购失败;收购要约人除发出新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的百分之五。

收购要约期满,收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上,该公司应当在证券交易所终止交易……”

可以看到,在二级市场进行收购不论如何困难,通过可转换公司债券可以顺利绕过上述层层限制,实现收购目标。首先,购买可转换公司债券是没有法律约束的,收购人可以在可转换公司债券发行市场或者直接通过二级市场购买,在股票市场上转换。只有当持有的股票数量超过百分之五的比例时,应向公众公告并向有关部门报告。即使以后转换股票每增加百分之二,履行公告义务,但并不妨碍其收购行为,因为其持有足够的可转换公司债券筹码,只要按规定的时间间隔,逐步递增百分之二的转换股票,并作信息披露即可。况且,从市场行为看,如果出现公司的收购概念,收购人的转换过程将伴随“收购”概念股票价格的持续增长,而实现顺利转换。因此从法律、有关法规和市场行为看,通过可转换公司债券实现收购目标是一条便捷、灵活的途径。

那么,如何制定《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》相吻合的控制收购行为的意图呢?有两种意见可资参考:

第一,对重要的可转换公司债券购买行为作信息披露。可转换公司债券发行以及未来调整过的转换价格和转换比率是衡量持有人可以预期获得股份数量的指标。从发行市场看,一个法人要通过公开的可转换公司债券发行市场获得足以达到预期获得股份的可能性是极小的,可转换公司债券发行时,要面对众多购买人,一个法人难以购买到足够的可转换公司债券数量。可转换公司债券的二级市场进行必要的信息披露是十分正常的,可以比照《股票发行与交易管理暂行条例》的有关规定,比如当某公司持有一定公司转换数量可预期获得股份数量加上已持有的该公司的股份总计为“百分之五”时,就应当向社会公众进行公开披露,这样,企图进行收购的公司的收购成本必须提高。当然,鉴于对债券购入的数量限制和强加的披露义务有损债券购买人的权益,那么,在作出百分之五事件信息公告后,可以把每增加2%的比例和时间间隔三天作些放大调整,比如可以在每增加5%预期股份时必须进行信息披露和向有关部门报告,时间间隔可以变动为“可转换公司债券持有在按照规定作出报告并自公告之日起四个工作日内,不得再行直接或间接买入或卖出该种债券。”值得注意的是,我国有关法规对二级市场的收购行为是严加控制的,收购很难完成。为体现这种法规的倾向性,做出可转换公司债券的披露义务是有违债务与债权通常做法的,因此,在要求

信息披露和报告时,适当放宽条件是合理的。

第二,对转换过程的信息披露。在这个阶段履行披露义务,实质上是无法遏止收购行为的。只要有足够可转换公司债券筹码,转换过程如何进行及时的公告信息,也不会影响收购的成本,这时的股票价格与收购无关。显然,只有控制转换数量才能作到控制收购行为。那么,通过一个只适用于可转换公司债券的法规,来限制一个法人可以转换的持有股票数量。那么,就会产生一个问题,即一个持有人当其持有的股票数量或可转换数量是 5% 合适,是 25%,还是 30% 合适呢?这就是说,其一,本来法人持有被收购公司的股份数量在法律上是不受限制的,为了防止收购,人为地限定了一个界限,这个人为界限是同有关法规极其相矛盾的。其二,这作法损害了公众投资人的利益。因为,当某法人持有足够的可转换公司债券数量时,可以按上述限定比例如 25% 或 30% 的比例进行转换,这时,公众投资人对占流通市场大量股票的影响力无法左右,可转换公司债券市场的影响力也无法预测、控制、规避。因此,我们认为,第二种作法缺乏操作基础和法律基础。

另外,还有一个值得注意的问题是,对上述概念使用中的“发行在外的普通股”数量是如何计算,才能得到正确的“5%”或者“30%”的概念。因为,在没有可转换公司债券的二级市场上进行股票买卖,其数量与“发行在外的普通股”的总量是确定的。可转换公司债券转换的随机性,使得公司的股份数量不断的增加,发行在外的普通股的数量在不断变化,同时,转换的部分是发行在外的普通股的新增部分,这个计量略显复杂。根据前述,没有进行工商管理登记的新增股份应视同法定股份,那么,转换部分占发行在外的普通股总量的百分比应当计算为:

$$\% = \text{新增股份(转换的股份)} \div (\text{原已发行在外的普通股} + \text{新增股份})$$

如某公司已有股本为 5000 万股,一法人将可转换公司债券 5000 万元以 10 元换一股的比率进行转换,可转换股票为 500 万股,此时该法人持有的股份占发行在外普通股的比例为 $100 \div (5000 + 100) = 9\%$ 。这种作法是符合《股票发行与交易管理暂行条例》的要求的。

第七节 可转换公司债在中国

一、可转换公司债券在我国资本市场的尝试

随着我国经济转型的不断推进、深入,中国资本市场受到了充分的重视和积极的培育,在不到十年的时间里,已获得初步的成长,并在我国经济资源配置中发挥着越来越重要的作用。对于可转换公司债券这种已在国际资本市场风行数十年的金融产品,在中国的资本市场,却仍是比较新颖而相对陌生的筹资工具。值得欣慰的是,进入到 90 年代,中国的企业逐渐开始尝试运用可转换公司债券来拓展资金来源渠道,解决资金短缺的问题,从 1991 年 8

月起,先后有琼能源、成都工益、深宝安、中纺机、深南玻等企业在境内、外发行了可转换公司债券。其中,琼能源、成都工益两家公司是用其发行新股,前者获得 3000 万元中的 30% 的转股成功,并于 1993 年 6 月在深圳证券交易所上市;后者于 1993 年 5 月实现转股,于 1994 年 1 月 3 日在上海证券交易所上市。深宝安、中纺机、深南玻则是发行针对已上市的 A 股或 B 股股票的可转换公司债券。这三家可转换公司债券的发行、交易与转股等情况各有不同,对三家公司所筹资金的运用效果产生了不同的影响。更有深远意义的是,可转换公司债券在中国资本市场的初步尝试为其在今后进一步的试点与推广,提供了极为有价值的教训与经验。本节主要将介绍上述三家上市公司可转换公司债券的发行与运作情况,并试图揭示其留给人们的种种启示及其所反映的有待今后加以解决的问题。

1. 宝安可转换公司债券:发行成功,转股失败

中国宝安企业(集团)股份有限公司是一个以房地产业为龙头、工业为基础、商业贸易为支柱的综合性股份制企业集团,为解决业务发展所需的资金问题,1992 年 10 月,经公司特别股东大会审议通过,并经中国人民银行总行、深圳市人民政府同意及有关主管机关的批准,由中国银行深圳信托咨询公司为总包销商,招商银行等七家机构为分销商向社会发布公告将发行可转换公司债券。1992 年底,发行获得成功,并于 1993 年 2 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易。宝安可转换公司债券成为迄今为止我国资本市场第一张也是唯一的一张 A 股上市可转换公司债券。

宝安可转换公司债券的主要发行条件是:发行总额为伍亿元人民币,向国内公开发行;期限 3 年(1992 年 12 月——1995 年 12 月);票面利息率为年息 3% 每年付息一次;按面值每张 5000 元人民币发行;规定债券持有人可在 1993 年 6 月 1 日起至债券到期日前将可转换公司债券转换为该公司人民币普通股,并享有该公司原有股份的同等权益。转股价格为每 25 元面额的可转换公司债券可转换宝安普通股 1 股;若在 1993 年 6 月 1 日前该公司增加新的人民币普通股股本,按下列公司调整转换价格:

$$\text{调整价格} = \frac{(\text{调整前转换价格} - \text{股息}) \times \text{原股本} + \text{新股发行价} \times \text{新增股本}}{\text{增股后人民币普通股总股本}}$$

同时还规定,该公司有权在可转换公司债券发行期满两年半后至到期前的半年内,以每张 5150 元的价格随时赎回可转换公司债券。

宝安可转换公司债券发行时有关情况是:

由中国人民银行规定的三年期银行储蓄存款利率为 8.28%,三年期企业债券利率为 9.94%,1992 年发行的三年期国库券的票面利率为 9.5%,并享有规定的保值贴补。据其发行说明书,可转换公司债券所募集的 5 亿元资金主要用于:①支付购买武汉南湖机场及其附近工地 270 万平方米的土地款及平整土地费用,开发兴建高中档商品住宅楼。②购买上海浦东陆家嘴金融贸易区土地 1.28 万平方米,兴建综合档的宝安大厦。③投资开发深圳盐田港区卫星城基础设施及商用土地。海口秀英街的商业街改造工程,投资平盐铁路。④开发生产专用集成电路,生物工程基地建设,仓储区的扩建与企业的技术改造等。可见资金运用主要以房地产开发与工业项目投资,而当时全国正处于房地产开发热潮之中。

宝安可转换公司债券发行条件具有以下几个特征:

(1)溢价转股:可转换公司债券发行时宝安 A 股市价为 21 元左右,转换溢价为 20%左右。

(2)票面利率较低:3%的票面利率相对于同期的企业债券利率低了近乎 7 个百分点,可使宝安公司的资金利率成本下降了 200%多。比较国外企业可转换公司债券票面利率段比同质的普通公司债券利率低 1 到 2 个百分点的做法,宝安可转换公司债券设计的票面利率是偏低的。

(3)期限较短:宝安可转换公司债券的期限设计为 3 年,而其资金投向却主要是超过三年的中长期项目。若债券到期时未能实现转股,而资金投入却尚未能有产业回报,发行公司将可能面临偿还巨额本金的资金压力。

(4)未规定债券赎回的转股价格上限:虽然,按宝安可转换公司债券的发行条件,公司有权在最后半年内以 5150 元的溢价赎回债券,但在转股价格上无上限规定,因此在理论上说,债券持有人在两年的可自由实现转股的期限内,随公司股票价格上涨所能获取的收益不受限制。

(5)转股价格的合理调整规定时间限制:按国际惯例,可转换公司债券的转换价格在当基准股票受诸如分送红股、低价配股、股票拆细与合并等情形下的人为稀释时,可按既定的规则调整股票价格,然而,宝安可转换公司债券的设计条件规定,在可转换公司债券发行的半年内(即 1993 年 6 月 1 日之前),公司增发新股可按给定的调整公式进行价格调整,而对此段期间以后新发股票的价格调整,发行公告书则未予说明与规定。实际上,宝安公司在 1993 年上半年曾派股利每股 0.09 元并按 1:1.3 送红股,因此按上述公式,可转换公司债券的转换价格调整为: $[(25 - 0.09) \text{元} \times 26403 \text{万股} + 1 \text{元} \times 0.3 \times 26403 \text{万股}] \div (1.30 \times 26403 \text{万股}) = 19.392 \text{元}$,而在 1993 年与 1994 年度宝安公司的分红方案分别是 10 送 7 股派 1.22 元和 10 送 2.5 股派 1 元,其可转换公司债券的转股价格则没有作相应调整。

宝安公司可转换公司债券的上述高溢价转股、低票面利率、短期限以及不完全的转股价格调整等设计特点,应该说归因于当时的股票市场持续的大牛市行情和高涨的房地产项目开发的热潮以及宝安可转换公司债券设计者对转股形势和公司经营业绩过于乐观的估计,但是,若考虑到中国经济在相当长的时期内将处于转型期,经济前景与股票市场将不可避免地存在着不确定性与异常波动,宝安可转换公司债券作为我国针对上市股票的首次可转换公司债券尝试,它的发行条件与设计特点就并非没有值得商讨和进一步完善的余地,当 1993 年下半年和 1994 年起,出现了宏观经济紧缩,大规模的股市扩容及由此引起长时间的低迷行情、房地产业进入调整阶段等一系列的形势变化,宝安可转换公司债券在后来所面临的转股困难就不能说是完全在意料之外。因此,从现在看来,宝安可转换公司债券在设计方面存在的缺陷是最终导致其转股失败的根本性原因。当然,处于发展时期的中国股票市场出现那样的激烈波动,也的确是任何人所意料不到的。

宝安可转换公司债券于 1993 年 2 月 10 日在深交所正式挂牌上市,此时正值股市处于高度投机之中,面值一元的宝安可转换公司债券在上市当天的开盘价就高达 1.50 元/张(相应的宝安 A 股转股价为每股 37.5 元),并迅速被炒高至 2.67 元/张的历史天价。宝安 A 股

在2月8日亦曾升至33.95元的最高记录,随后,宏观紧缩、股市的高速扩容、大规模的国债发行等因素触发了股市的长期低迷行情、宝安A股市价一路下跌,1993年7月宝安股价跌至13.70元,后来甚至一度跌进每股五元以内。到1995年12月29日,宝安可转换公司债券摘牌的前一天宝安A股的收盘价更降至2.84元。由于此时转股已失去实际意义,宝安可转换公司债券,随之一路下跌,1993年7月20日跌至0.81元,最低曾跌到0.78元,直至最后在到期日以1.02元摘牌。其间的可转换公司债券价格已完全与宝安股价及转股价格失去关联,而由其作为普通公司债券的预期收益率来决定宝安可转换公司债券与A股价格走势。

宝安可转换公司债券的最终转股情况因此就不难想象,到宝安转债摘牌,转换为股票的共计1350.75万元。按每股19.392元的转换价格计算,转换为宝安A股691584股,实现转换部分占发行总额的2.7%。如此低的比率恐怕大大出乎当初宝安可转换公司债券发行决策者的意料,亦是与宝安公司经营者的意图和愿望背道而驰。毫无疑问,宝安可转换公司债券的转股结果是一个彻底的失败。

转换失败以及由此带来的巨额资金的偿还给宝安公司经营的压力和负面影响是不言而喻的。在短期内,要一个企业一下子拿出近5亿元的现金的确是困难的。据宝安公司1995年度的财务报告反映,为了这笔巨资的偿还,该公司不得不提前一年着手准备,确保资金到位,其间不得不放弃许多投资获利机会。宝安公司在经营上也被迫作出了很大的调整。这些都成为宝安公司该年度经济利润下降的直接原因。值得庆幸的是,宝安公司最终是经受住了这场考验,顺利完成了可转换公司债券的还本付息工作,按期将现金兑付给了宝安可转换公司债券的持有人,避免了任何的债务违约纠纷的出现。这对于该公司的企业信誉,是有着积极意义的。

对于宝安公司是否应该在后来继续对宝安可转换公司债券的转股价格作出调整,以促进转股,存在过一些争议。有人认为,宝安可转换公司债券的发行说明书并没有明确1993年6月1日以后不作调整。宝安公司就可以随发行新股继续调低转换价格。事实上,这个问题远非如此简单和随意,而是牵涉到一系列严肃而又复杂的问题。首先,这涉及到可转换公司债券的发行规范问题,宝安可转换公司债券的发行说明书只说明1993年6月1日之前进行转换价格调整,相应就产生了排除此期间以后的价格调整可能性的默认,这是有法律意义上的严肃性。因此,在约定的调整期限之后就不能再对转换价格作出调整。按照国际惯例,转换价格也可事先确定向上调整,但宝安可转换公司债券的发行说明书并无类似的规定,因此当股价大幅上涨超过转换价格时,发行公司就无权将转换价格上调。同理,当股价下跌时,发行公司也不能在发行说明书没有规定的情况下,向下调整转换价格。

其次,宝安可转换公司债券事先已在1993年2月20日在深交所上市交易,撇开投机因素不谈,可转换债券持有人在以发行说明书所规定的各项要素的基础所形成的对可转换公司债券的投资价值预期,在二级市场上进行交易和投资。如果在1993年6月1日以后再按股价情况对转换价格作调整,势必意味着对发行说明书既定内容的调整和修改,而这种修改就直接是宝安可转换公司债券本身投资价值的变动。这个变动对在此之前已着手二级市场进行交易的投资者是不公平的。现在的可转换公司债券持有者会因获利而乐意接受转换价

格调整,而那些事先低价转让了可转换公司债券的投资者就会不满,因为他们事先不知道转换价格居然还会再作调整而使他们事先所估计的可转换公司债券的投资价值产生了变动,所以,这是一个极其敏感易引起纠纷的问题,必须慎重对待。

最后,即便仅仅从技术角度来看,以价格调整来促使转股也是行不通的。根据宝安公司1993年度和1994年度的分红派息方案,按照既定的(也是规范的)转换价格调整公式,宝安可转换公司债券的转股价格可以继续被下调为10.6894元/股(1994年)和7.515元/股(1995年)。但比较宝安A股在1994年与1995年的市价(基本维持在5元左右)还是相距甚远,换股仍是不合算的。前面已经提及,其间宝安可转换公司债券的市价已由可转换公司债券作为普通公司债券的预期收益来决定。继续下调转股价格仍然无法改变这种情形,因此,促进转股的希望还是会落空的。

宝安可转换公司债券的转股虽然是失败的,但是,对于宝安公司而言,从总体上来看,这次发行可转换公司债券的尝试也并不意味着导致完全的损失。毕竟宝安可转换公司债券为该公司提供了利息仅为3%的三年期资金来源,如果不是完全投资于那些长期性的项目,应该能从这笔低成本资金获得较高的投资收益回报。但对于宝安可转换公司债券的投资者来说,损失是确定无疑的。对于以面值认购的投资者,持有宝安可转换公司债券就有直接的利息损失,而对于那些在宝安可转换公司债券上市初期从市场上以高于面值甚至以两倍以上价格购买可转换公司债券的投资者,损失就更大。这种结局的原因,除了前文所涉及的诸如股市异常被动、可转换公司债券设计的缺陷等因素,投资者本身对可转换公司债券性质的认识不足也是其一。对于当时的证券市场,任何能够上市的金融新品种(比如认股权证),在投资者“抢先”心理的趋使下,无一例外地受到热烈的推崇。在宝安可转换公司债券的上市初期,不断被人为炒高至极高的价值。投资者在近乎疯狂的投机气氛中,根本不顾及可转换公司债券本身特定的收益与风险特征,当然也不可能理会宝安可转换公司债券设计存在的缺陷。那样所谓“活跃的市场表现”,不如说成是非理性的投机。股市下跌风潮渐息之后,随即便是所蒙受的投资损失,直接反映了投资者投资理念和金融知识的不足。

2. 中纺机境外可转换公司债券:不尽人意

中国纺织机械股份有限公司是以生产纺织机械、通用机械等为主业的股份制公司,在国内外久负盛名。1992年发行股票时A股发行价3.8元,B股发行价折算人民币则达到4元,是当时唯一一家B股发行价超过A股的公司。中纺机于1993年11月19日在瑞士发行了3500万瑞士法郎的B股可转换公司债券,成为我国首次尝试以可转换公司债券在国际资本市场筹措资金的企业。

中纺机瑞士法郎可转换公司债券的主要发行条件如下:发行总额为3500万瑞士法郎,在瑞士债券市场和私募发行;债券期限为5年(1993年12月—1998年12月);票券面额为每张50000瑞士法郎;债券持有人在1994年1月1日至1998年12月11日期间内可按每股0.43美元的转换价格转换成中纺机的B股股票,转换以1美元兑1.50瑞士法郎的固定汇率进行;债券持有人有权在从1996年9月15日至1996年10月15日的期间内作出通知的情况下,要求发行公司于1996年12月31日提前买回债券,回售价格为面值的110%;发行公司也可以在B股股价持续30个交易日为转换价格150%以上的情况下,以票面的

101%到104%的价格在1997年12月31日之前赎回债券。

本次可转换公司债券发行由瑞士银行为总干事承销公司,上海申银证券公司为副总干事承销公司,其他承销公司包括摩根斯坦利、瑞士信贷银行、获多利财务公司等海外投资机构。

由中纺机的可转换公司债券发行条件来看,可转换公司债券设计有以下一些特点:

(1)以溢价转股:1993年11月19日前5个交易日中纺机B股平均收盘价为0.408美元,而可转换公司债券规定的转换价格为每股0.43美元,升水比率为5.4%。

(2)无转股限制期:可转换公司债券于1993年11月起发行,1994年1月1日即可进行转换,基本上不存在着对转股的期限限制。

(3)规定有转股的价格上限:即当中纺机B股价格连续30日高于转换价格的150%时,发行公司有权以一定的价格赎回债券,此规定旨在促使转股。

(4)附有债券持有人的期前回售期权:债券持有人在所规定期间内发出通知时,有权在1996年12月31日前以溢价将债券回售给发行公司。

(5)票面利率较低:一方面由于瑞士国内本来就较低的利率水平,另一方面则由于上述债券持有人的期间回售期权,中纺机可转换公司债券的票面利率仅为年息1%。若债券持有人行使期前回售期权,发行公司则需以110%的溢价支付,这可使债券的收益率提高至4.108%。

中纺机B股瑞士法郎可转换公司债券基本上是根据国际通行的惯例及当时瑞士债券市场的基本情况来设计的发行条件,应该说是能被发行公司与投资者所愿意接受的。事实也证明了这一点。由于中国经济的成功发展以及当时中纺机的经营业绩,瑞士投资者对来自中国企业首次发行的可转换公司债券反应非常热烈。分别在日内瓦和苏黎世举行的发行推介会都收到良好的效果,认购数大大超出了发行总量。正式发行签约前在“灰色市场”的交易也十分看好,当日开盘就上涨12%,至收盘时则上涨了19%。到11月19日的正式签约,中纺机的B股可转换公司债券发行获得巨大成功。这对中国企业不断开拓新的融资途径和融资市场的探索,无疑具有一定的积极意义。

然而,时至今日,中纺机境外可转换公司债券的转股情况却不如人意,看来已必定将不幸地重蹈宝安A股可转换公司债券的覆辙。

中纺机公司近三年来受行业不景气,原材料价格上涨的影响以及经营管理上存在的问题,效益急剧下降,1995年度的利润则降到历史最低点,境内审计净利润仅为每股1厘2毫。再加上中国B股市场本身所存在的一系列问题,目前中纺机B股市价已跌到0.160美元以下,1996年6月14日更降至0.126美元。虽然其转股价格已根据送股情况调整为0.33美元/股,但两者仍有相当的距离,投资者转股已不可能。而按照可转换公司债券的发行条件,债券持有人可于今年9月起行使期前回售权,预计这将是绝大多数可转换公司债券持有人的选择。因此,中纺机今年下半年将面临偿还债券本金并支付溢价的巨大压力。

更为严重的是,中纺机因发行可转换公司债券而产生了巨额损失。中国企业往往都没有经常性的瑞士法郎收入,中纺机偿还瑞士法郎债务只能通过美元兑换,然而,1993年底发行可转换公司债券时瑞士法郎兑美元约为1.5:1,目前则上升至1.2:1,根据中纺机财务

报告反映,1993 年底债券折合 1.37 亿元人民币,1995 年底则升至 2.22 亿元人民币。仅在 1995 年,根据境外审计应提取可转换公司债券赎回费用准备 1703 万元,可转换公司债券汇兑损失为 3236 万元,总计因可转换公司债券损失近 5000 万元。这种损失对于中纺机已不断下滑的业绩状况无异于雪上加霜。

当然,这种汇兑损失在很大程度亦归因于 1994 年的汇率并轨。至于中纺机对所筹资金的运用情况受资料限制尚不得而知,据报载该公司有关财务人员称,可转换公司债券所募资金实际上并未动用,而是兑成美元一直存在银行。虽然这种作法可以免除还本时的资金困难,但花费财力发行海外可转换公司债券,却未能取得资金运用的效益,白白遭受巨大损失,的确是令人遗憾的。

3. 南玻集团:初见转股成功的希望

1995 年 6 月 30 日至 7 月 6 日,中国南玻集团股份有限公司在瑞士资本市场发行了 4500 万美元的 B 股可转换公司债券,这是我国首家经政府管理部门正式批准的海外可转换公司债券发行。在此之前的中纺机的类似发行则未经过国家的有关规定,因而在 1993 年底受到国家外汇管理局以及中国证监会的通报批评。南玻集团早在 1993 年下半年即开始准备可转换公司债券的发行事宜,并与国家有关主管部门进行了协商,于 1994 年 3 月在北京召开“B 股可转换公司债券”研讨会,明确了可转换公司债券对于我国企业的作用与意义。三家国家主管机构对发行可转换公司债券共同担负审批责任,即国家计委管立项,国家外汇管理局管发行价格,中国证监会管理转股。1994 年 10 月经国务院批准,选择并确定南玻集团作为瑞士资本市场的试点,上海轮胎橡胶集团被同时确定为欧洲资本市场的试点企业。同月,南玻集团正式发函邀请瑞士银行担任此次发行的总干事承销公司。与中纺机所发行的 B 股瑞士法郎可转换公司债券有所不同,南玻集团本次在瑞士债券市场发行的是以美元标价的可转换公司债券。南玻 B 股美元可转换公司债券的主要发行条件为:发行总额是四千五百万美元,在瑞士以私募形式发行;债券期限规定为 5 年(1995 年 7 月 17 日—2000 年 7 月 17 日);票面利率为年利率 5.25%,每年 12 月 31 日以美元计息,第一次为 1995 年 12 月 31 日,最后一次为 2000 年 7 月 17 日;债券面值为每张一万美元;初始转换价格为每股 5.15 港元,此价格是由债券发行前在深圳交易所 7 个连续交易日内南玻 B 股平均收盘价的 5.1%的溢价确定;转换 B 股的初始汇率为 1 美元兑 7.736 港元;转换价格及汇率都可依据债券发行有关条款所规定情形加以修正和调整;转换期限规定在 1995 年 8 月 2 日至 2000 年 6 月 29 日;债券持有人期前回售权规定的 1998 年 8 月 31 日以 108.625%的溢价(此时债券收益率为 7.79%);如在 60 个交易日内,股价为转换价格的 160%以上,每日交易量在 100 万美元以上,则发行公司有权以一定溢价提前赎回债券,此溢价随上述情形发生的时间及税收情况而有所不同。

值得一提的是,南玻集团参与国际资本市场在时机选择上有一定的成功之处。90 年代以来,欧洲及瑞士的可转换公司债券市场有了很大的发展,随着“新兴市场热”的出现,许多亚洲及南美洲新兴市场的发行人开始涉足瑞士可转换公司债券市场。另一方面,1993 年底美元利率降至 30 年来的最低水平,到 1994 年,美联储为了对其国内通货膨胀的扼制,连续六次提高利率,然其时南玻集团发行美元可转换公司债券尚处于立项审批阶段。到了 1995

年7月初,美联储作出决定,将联邦储备利率下调0.25个百分点,此为1992年9月以来美联储首次降低短期利率,被认为是美国货币政策在近阶段的重大变化。而在此之前,人们对美联储的降息亦早有预期,一些新兴市场的股市因墨西哥金融危机的调整期结束后,亦有所回转,国际可转换公司债券市场有所复苏。南玻集团密切关注了这些情况,采取有力措施,最终促成其可转换公司债券的发行时间安排在1995年7月15日之前。

此次发行由瑞士银行担任总干事承销公司,德意志银行瑞士分行担任副总干事承销,另外包括美林集团及摩根建富集团在内的14家外国投资银行担任分销公司。南玻集团分别于1995年6月30日和7月3日在香港和苏黎世举行了两次发行推介会,着重对其所投资的超薄浮法玻璃项目建设情况、财务安排、市场预测作了说明和介绍,收到良好效果。7月4日至5日可转换公司债券正式发行,首日由瑞士银行告知,债券已被以发行总量1.5倍超额认购,在灰色市场的交易价格亦升至100.5美元。南玻可转换公司债券的最终包销安排是:瑞士银行包销3260万美元,德意志银行包销400万美元,其余14家投资银行各包销60万美元。从南玻可转换公司债券的发行情况来看,上述该债券的价格设计是接受市场需要的,其资金成本亦能够控制在南玻集团可承受的范围之内。

从目前来看,南玻集团B股可转换公司债券的转股情况是比较乐观的。截止1995年底,已有涉及141万美元的债券持有人提出转股申请并成功转股,占发行总额的3.1%,而此时距债券持有者的回售期(1998年8月31日)尚有至少两年半的时间。南玻可转换公司债券的转股价格经合理调整为每股3.96港元,而在1996年6月14日,南玻B股的成交价已达到4.53港元,债券投资人若进行转股所获得的收益可以说是丰厚的。随着目前深圳市旨在活跃B股市场的有关措施的出台,深交所B股市价应有进一步的回升。因此可以断言,南玻集团B股美元可转换公司债券实现成功转股是极有可能的。若真如此,可转换公司债券这种金融工具在中国企业的尝试,可以说已取得了第一次的成功。

4. 经验与教训的总结

在中国引入可转换公司债券这种金融工具,无论对于企业还是我国证券市场的发展都有着重要的意义。对于企业而言,发行可转换公司债券有助于其拓宽资金来源渠道,获取较低成本的资金,实现企业多元化筹资。传统的依靠国家拨款与银行贷款等融资方式,由于没有形成出资人对企业经营的有效制约机制,使资金使用效率低下,不利于我国经济走集约型的发展道路。而企业资金短缺的情况仍然普遍存在,在国家宏观紧缩的情况下尤为严重。利用可转换公司债券,可以在国际、国内资本市场筹集到较低成本的资金。特别是对于一些上市公司,以往的配股增资的方法近来已被广大投资者视为一种“圈钱”运动而加以抵制,而采用可转换公司债券融资则开辟了新的资金来源渠道,缓解其资金不足的困难。在另一方面,发行公司能在规定期限内,合理有效地利用所筹资金,不仅能创造良好的经济效益,还可吸引投资人最终把可转换公司债券转换为股票,增加公司的自有资本,促进企业的扩大和发展。因此,可转换公司债券对于促进上市公司的经营效率也有一定的积极作用。

对于我国年轻的证券市场,可转换公司债券可为投资者增加投资机会,更好地满足投资者以最小风险获取尽可能高收益的投资目标,也为证券市场增加了可交易的金融品种,可以起到活跃市场,促进其发展的作用。通过在海外对发行可转换公司债券,还有助于我们了

解、掌握国际证券市场的运作,加速我国证券市场与国际的接轨。

然而,上述这些作用与意义最终依赖于可转换公司债券在我国资本市场的成功实践,不论可转换公司债券在国外是如何地流行,如何的有效,要把它成功地纳入我国资本市场的融资工具体系,需要我们正确地“拿来”。因此,从这个角度来说,以上所介绍的三家上市公司在利用可转换公司债券的探索,无论其最终的运用效果如何,都是极有意义的。他们的教训与经验,将为可转换债券在我国的试点和推广提供有益的启迪。事实上,单单从宝安集团、中纺机、南玻集团这三个案例中,我们已经能够看到由失败不断走向成功的进程。

考察和分析三家上市公司运用可转换公司债券的案例,至少在以下几个方面有助于我们有更深刻的认识:

(1)发行条件的合理设计是成功运用可转换公司债券的关键。

可转换公司债券发行条件的设计是其能否成功发行与转股的关键,也是发行公司以期所筹措的资金能否取得最佳经济效益的重要因素。发行条件设计不仅要使可转换公司债券具备一定的投资吸引力,还要符合发行公司提高经营业绩、保证其财务结构的安全性,最终有助于发行公司实现其既定的筹资目标。

幅地影响可转换公司债券收益与风险结构的参数较为复杂,因此发行条件的设计也较一般债券与股票的设计远为复杂,其中不仅包括利率、期限、转换价格、转换时间等,还包括对转换价格进行必要调整的条款。宝安集团的A股可转换公司债券在设计中对送配股情况下对转换价格的合理调整,进行了一定的限制,不能不说这种设计存在着一定的缺陷。

按照国际惯例,可转换公司债券还可以规定诸如发行公司早赎权条款、早赎保护期、投资者期前回信条款、期前回售期限等,对可转换公司债券融资双方的收益与风险作一定的调整,既使这两者之间保持合理的“宽度”,保证可转换公司债券这种金融产品所特有的灵活性,又有利于融资双方积极性的保护与可转换公司债券市场长远发展的维护。这也正是可转换公司债券能在全世界广为接受并日趋流行的重要因素。我国今后的可转换公司债券发行设计中,也应利用和规定这些条款。我们注意到,中纺机与南玻集团的境外可转换公司债券设计有类似的条款,而宝安可转换公司债券则没有这样的规定,事实上强化了投资者的利益损失,因而是比较令人遗憾的。

总的来说,可转换公司债券设计需要针对市场利率状况及趋势、股价以及汇率的波动情况甚至国内通货膨胀、政府经济政策动向、公司的长远经营业绩趋势等一系列复杂多变的因素进行评估,在权衡投资者的收益要求、公司的债务风险承受能力、公司原股东的权益三个方面的基础上。对发行条件进行谨慎的论证和确定。

(2)选择有利的发行时机是可转换公司债券发行与转股成功的重要因素。

实际上,对可转换公司债券发行时机的选择可以被视为隐性的发行条件,虽然它不会明确体现在可转换公司债券的发行条款内,但可转换公司债券发行时特定的基准股票的股价水平和市场利率水平对投资者的预期收益和风险结构所产生的影响与明文确定的发行条件对其所起的影响是一样的。一般来说,当股市处于由低迷趋于上升的时期明显有利于可转换公司债券的发行与转换,而当人们普遍处于市场利率下降时也更有助于投资者对可转换公司债券的认同的青睐。

宝安可转换公司债券发行时正值中国股市处于持续的牛市阶段,虽然在投资者狂热的投机心理驱使下,发行时取得了成功,但当股市不断趋于下跌的情况下,注定了宝安可转换公司债券的转股遭到彻底的失败。从总体上来说,宝安可转换公司债券在发行时机上的失误是其转股失败的根本原因。

南玻集团在发行时机选择上的可取之处在于,一方面国际投资机构从1995年起逐渐走出了墨西哥金融危机的阴影,对新兴市场的投资信心有所恢复。另一方面,由于美元利率在连续上扬之后,人们逐渐对美联储降低利率形成预期。南玻集团充分抓住了这两个有利时机,从而在一定程度上消除了由于中纺机B股瑞士法郎可转换公司债券不尽人意的市场表现给国际投资者带来的消极心理影响,一举取得在瑞士债券市场的发行成功。

从更完整的意义上来说,可转换公司债券发行时机还应包括发行公司内部的一些因素。例如公司所处的成长阶段、负债水平以及所投资项目的产品市场需求等等。如果本企业所处的行业处于衰退阶段、负债比例过高、产品市场处于竞争期和饱和阶段,就不应该采取可转换公司债券来进行大规模的资本扩张。这方面中纺机可转换公司债券筹资的案例就是一个很好的教训。五年来,纺织行业以及纺织机械行业一直处于不景气或者说处于调整时机,以致该公司所筹资金一直未能找到合适的投资机会而白白闲置,最终因各种因素造成了亏损。

(3) 发行公司的选择是运用可转换公司债券筹资取得效益的有效保证。

可转换公司债券首先是一种无担保、无追索权的公司债券,对于投资人来说存在债权的违约风险。再加上由于可转换公司债券的票面利率一般低于同等资信质量的普通的公司债券利率,这部分收益损失需通过可转换公司债券中的股票期权的价值来补偿,为了保证基本的公平性,对发行公司的股票潜在增值能力有一定的要求。因此,国家的证券监管部门应对可转换公司债券发行公司进行严格的资格审查。而目前我国企业普遍面临着经营效益不佳、负债沉重等问题,建立与完善企业经营机制工作几年来也一直未能取得明显进步,这些问题也存在于一些上市公司。因此,尽管许多上市公司由于目前较高的资金贷款利率,对通过可转换公司债券发行获取低成本的资金会有很高的热情,但现阶段的可转换公司债券发行试点,“有条件地选择”是必须的。首先需要考察发行公司是否有有效的约束机制,还要考虑到该公司的规模经营业绩、偿债能力、外汇收支平衡能力、企业股票的市场表现、已筹资金的使用情况、投资项目的可行性报告等方面的情况。如果发行公司对其所筹资金经营不当而导致还债困难,将导致信用危机的产生。这最终将会使可转换公司债券的后续发行或是无法进行,或是市场反映冷淡,严重时则会影响我国企业的海外声誉,阻碍我国企业进一步参与国际资本市场,还会使可转换公司债券在我国的推广中途夭折。

另外,选择可转换公司债券还可以同国家的产业政策结合起来,对于一些国家重点扶持产业、成长性较好的企业,比如公用事业企业、高科技行业企业,可优先考虑以此方式融资。

另外,三家上市公司在境内外发行可转换公司债券的探索在关于我国的证券监管及证券市场的规范发展等方面提出了一些新的问题。可转换公司债券在我国资本市场的出现,根本上应归因于我国改革开放的不断深入,社会主义市场经济的实际活动日益多元化和国际化的发展。这在客观上要求我国的经济、金融法律体系与监管方式日益健全与完善,不断

与国际惯例接轨。由于可转换公司债券兼具债券和股票的双重特性,是一种混合性的金融工具,我国上市公司对可转换公司债券的利用实践,已突破了我国现有的证券及外汇外资管理框架,对我国证券市场规范化和国际化的发展,提出了进一步的要求与挑战。在宝安可转换公司债券发行之后,沪深两地都曾有数家上市公司提出可转换公司债券的发行方案,如深华源和琼民源分别在 1994 年和 1995 年提出的可转换公司债券发行申请,均因缺乏现行的管理办法而被迫搁浅。具体来说,我国可转换公司债券试点所牵涉到的有关证券监管、立法与规范问题表现在以下几个方面:

(1)关于可转换公司债券管理的协调与衔接。当前我国对债券的管理由中国人民银行实施,股票管理则属中国证监会的“辖区”,若在境外发行外币可转换公司债券所涉及的外汇外债,则须国家外汇管理局的审查和批准。对可转换公司债券这种似债非债,似股非股的混合型金融工具,在管理上需要协调和统一。1994 年 3 月,在北京召开的 B 股可转换公司债券小型研讨会明确了由中国证监会、国家计委和国家外汇管理局三家国家主管机关共同管理境外可转换公司债券的发行,从而决定了在现行试点阶段,境内企业发行 B 股可转换公司债券只能由多部门综合管理的特点。通过南玻集团的发行试点和探索,已基本形成一定的管理制度和管理办法。国务院已确定轮胎橡胶和二纺机作为再次境外发行的试点。

(2)关于如何界定使债券转为股票而产生的新股发行。根据我国《公司法》第 137 条,“可转换公司债券的发行,既要符合债券发行的条件,又要符合股票发行的条件”。按照股票的发行条件,若将转股视为一次发行,则由于在债券存续期内,每次的转股价格都可能不同,这将与《公司法》“周次发行的股票,每股的发行条件和价格应相同”的规定相抵触;若将可转换公司债券到期前的转股视为多次发行,则按《公司法》的要求,两次发行的时间间隔至少为一年,意味着债券每年只能转股一次,这使债券无法根据市场状况来随时进行转股,使可转换公司债券丧失其特有的灵活性,难以吸引投资者。

由于因上述问题对《公司法》做出修改的可能性似乎不大,根据其他国家和地区的经验以及我国的实际情况,可行的做法是明确转股行为,将可转股债券发行视为转股权的实现,允许在一批可转换公司债券发行中,其转股价格依照发行条件进行调整。

(3)关于我国现行的公司注册登记制度与可转换公司债券转股行为的真空。我国目前实行的是注册资本实收制,公司注册资本的增减要通过一系列复杂程序,如股东大会的批准、《公司章程》的修改、验资机构的证明、报上级主管部门审批、工商部门的变更登记等等。如果可转换公司债券的每一次转股都视为一次增资,很可能在转换期开始后,每天都会有若干次转股,那么按照现行的管理规定,转股将因这些繁琐程序而延迟,给实际操作带来相当大的难度,变通的做法是,在工商登记管理部门可以做一个可转换公司债券的专项登记,每半年或一年登记一次,或每年变更注册资本一次,在债券到期的一定期限内,进行最后的股本登记注册,同时取消原来设立的专项登记。

中国证监会国际业务部于 1995 年 3 月在上海召开过境外发行可转换公司债券有关转股专题的研讨会,会议对这个问题作了很好的建议,寻找到了与《公司法》及现行注册登记制度相衔接的法律途径,为此中国证监会曾发出《关于在境外发行可转股债券有关转股问题的通知》,使得可转换公司债券发行在管理上得到了衔接和补充,也为投资者提供了法律保障。

(4)关于我国证券市场的进一步发展与规范。因为可转换公司债券的投资价值不仅依赖于公司业绩的成长,还要求这种业绩增长能够反映到股票价格上来。近三四年以来,我国的股市相当不稳定,随着政策经常变化,股价经常大起大落,公司的业绩情况与股价没有形成相应的联系,甚至经常出现两者之间相背离的现象,这种情形对投资者实现可转换公司债券中股票期权的增值价值是极为不利的。尽量避免“政策市”,清除股市异常的剧烈波动,实为证券监管工作的当务之急,也需要长时间的不懈努力。针对发行以B股为基准股票的境外可转换公司债券而言,我国的B股市场在长时间内一直处于低迷状态,市场萎缩,交易清淡。这也需要国家证券监管部门采取切实有效的措施,活跃我国的B股市场,以增强境外投资者对可转换公司债券的投资信心。

值得引起注意的是,1996年四五月份的沪深股市因为一些上市公司在其董事会通过发行可转换公司债券决议而出现了所谓的“可转换公司债券概念股”,成为市场炒作的题材。例如通化东宝,其股价在三个交易日内迅猛上涨了23.5%。实际上,这种现象将有可能不利于有关公司可转换公司债券的发行与试点。由于股价已被市场炒作非正常地高抬,这将对有关公司在真正发行可转换公司债券时面临确定转股价格的困难。如果其可转换公司债券的转股价格在股价已经上涨的情况采用溢价法发行,势必进一步提高转股价格,使可转换公司债券的投资价值难以被投资者认同,从而会影响可转换公司债券的发行。若采取折价法确定转股价格,意味着可转换公司债券持有人将以较低的成本获取发行公司的股权,参与公司的股利分配,这又不利于公司原股东的利益。因此折价转股会被股市视为利空,引起发行公司股价的剧烈波动,有可能在转股期间内使股价下跌,反而更不利于实现转股。

(5)关于对证券投资者金融投资知识的普及和投资理念的引导。由于可转换公司债券具有股票期权的性质,对可转换公司债券的交易与投资涉及较为复杂的投资技术,对我国广大投资者金融投资知识的提高提出了进一步的要求。另外,投资于可转换公司债券亦需要对发行公司的经营业绩有更多的关注和重视。

继1996年4月6日国务院证券委第六次会议提出了选择一些有条件的上市公司进行可转换公司债券发行试点之后,5月10日至11日,由《中国证券报》社、上海证券交易所和深圳证券交易所联合主办的“可转换公司债券理论与实务国际研讨会”在北京顺利举行。这次会议使人们充分地明确了在我国引入可转换公司债券的积极意义,也使人们进一步认识到我国可转换公司债券试点工作的难度与风险。中国证监会李剑阁副主席给研讨会发来书面致言,阐述了可转换公司债券试点工作的原则,并对研讨会提出了明确希望。李剑阁指出:“试点工作应本着积极稳妥的原则进行。为确保这项工作的顺利试行,防止各地一哄而起,我们将先制定有关试点办法,开始阶段规模不宜搞得太大,今年内只能在少数企业进行试点。”无疑,这样的指示方针是十分正确的,将对我国可转换债券试点工作的成功有着重要的促进作用。另据香港《文汇报》报道,李剑阁在接受该报记者采访时透露,我国正在制定企业发行可转换公司债券的有关办法,可望在1996年年内出台。可以肯定,这个办法的制定将有助于清除由于政策衔接不上所导致的可转换公司债券发行的无序状态。

因此,我们能够看到我国引进可转换公司债券的可行性条件已经基本具备,对其在中国资本市场试点与推广的成功能够持有积极乐观的态度。

二、可转换公司债券对中国资本市场发展的推动作用

1. 中国为何要进行可转换公司债券试点

国务院证券委员会第六次会议提出要选择有条件的公司进行可转换公司债券的试点。证券委会议之后,上海证券交易所第五次会员大会,出台了一系列的措施以求活跃市场。措施之一就是积极开发交易品种,包括可转换公司债券、备付权证等,并力争在 1996 年底实现。显然,国务院证券委的试点精神和交易所的政策出台,目的都在于形成市场新热点,激发人气,发展和壮大我国的资本市场。

国务院证券委有关可转换公司债券试点的提出,并非偶然,它是我国资本市场发展的必然产物。目前我国资本市场的现状和现有的金融体制,完全具备了发行可转换公司债券的试点条件。

我国资本市场是在 80 年代后期、十一届三中全会以后,随着对内搞活、对外开放政策的贯彻执行以及经济体制改革的不断深化逐步发展的,尤其是 1992 年邓小平同志南方讲话发表以后,更给我国证券市场注入了新的活力和强大动力,使得我国证券市场在较短时间内完成了西方发达国家需要长达一个多世纪所走的路程。概括地说,我国资本市场主要由债券市场、股票市场和期货市场三部分构成。

80 年代初,以国库券为发端奠定了债券市场(一级市场)的雏形。但当时发行品种单一,行政色彩浓厚,社会集资比较混乱。进入 90 年代,我国政府有关部门开始对证券市场进行规范化管理。1990 年将企业债券列为国家计划内固定资产投资资金正式来源,并纳入国民经济和社会发展规划序列进行管理。“八五”期间,我国发行计划内企业债券大致 810 多亿元,其中,中央企业债券约为 320 亿元,地方企业债券约为 490 亿元。1995 年发行地方企业债券 150 亿元,其中用于基建 50 亿元,用于技改 50 亿元。1995 年岁末,总金额达 56.8 亿元的铁道、石化、电力三大行业的 3 种债券陆续推出亮相,将企业债券发行又推向了一个新的高潮。企业债券的发行有力地支持了国家经济建设,也逐步成为企业走向市场,在市场中自谋生路、自求发展、自担风险、自行偿还的一条重要渠道,对缓解企业资金紧张、减轻银行压力起到了积极作用。同时,将一些社会闲散资金转化为市场资金,一定程度上降低了通货膨胀的压力。

我国的股票市场公开发行始于 1984 年,至 1992 年底,历时 8 年,初步形成了股票市场基础,同时也积累了大量的经验。为促进证券市场健康发展,国务院于 1992 年 12 月 17 日发出了《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》,标志着国内证券市场的管理开始步入规范化的轨道。1993 年我国开始编制国内股票发行计划,对股票市场发展速度和规模进行了有效的控制和引导,当年国家首次下达了总额为 50 亿元的股票发行计划。全国各地区约 180 家企业取得股票发行额度,尔后的两年间公开发行并上市交易。沪深证交所的市价规模、上市公司数、会员数、投资人数都有突飞猛进的增长。1994 年,《公司法》等重要法规的制定实施,使我国股票市场的发展与运行进一步规范,开始由探索阶段逐步向规范阶段发展。

从目前经济发展状况和金融体制改革进程来看,积极发展资本市场,扩大直接融资,具有良好的基础条件。目前我国经济处于较快增长时期,社会主义市场经济理论的建立,为资本市场发展提供了理论依据,经济规模的迅速扩大,为资本市场发展创造了广阔的空间;国内稳定增长的巨额储蓄和居民投资多样化的需求,为资本市场发展提供了重要的资金来源;国家资本市场存在大量游资和许多国际投资者看好中国,为吸引外资,发展资本市场提供了运作空间。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和2010年远景目标的建议》提出要坚持间接融资为主,适当扩大直接融资,积极稳妥地发展债券、股票融资,进一步明确了我国资本市场长远发展的方向。

“积极稳妥地发展债券、股票融资”,成为当前企业债券在设计条件与量化控制中的主旨。可转换公司债券这一新的金融品种的推出,完全符合中央制定的大政方针。与普通企业债券比起来,可转换公司债券可以弥补普通债券的许多不足。

首先,可转换公司债券一定程度上可以解决短期资金的长期占用问题。绝大多数的企业债券都是一年期的,当初筹资的用途都是用于弥补企业的短期性流动资金不足,但现在大部分企业改变了资金用途,85%的债券资金被用于上新项目或固定资产扩建、技改项目等。可转换公司债券通常都比普通企业债券周期长,尤其是在宏观经济环境正常、股市相对稳定的情况下,可转换为普通股,因此,发行公司对这笔债券融资的使用弹性要比普通债券融资的使用弹性大得多,相对而言,发行公司不必担心到期全部还本付息(当然也有例外)。

其次,可转换公司债券一定程度上可以解决企业信用的市场评估问题。过去大多数的普通企业债券,都是在国家有关部门的指定性计划的“倡导”下进行的,哪些产业、哪些企业应该发行债券,完全由政府部门来决定,而这些产业部门和企业并非有信用、一定符合市场的需求。而发行可转换公司债券的公司往往都是上市公司,而这些上市公司往往都是各行各业中效益很好的企业,其财务报表是完全公开的,其信用程度是有市场评估根据的。这样就避免了过去一些虚盈实亏、还债能力差的企业,机构评估钻政策的漏洞,在明知偿债无望的情况下,饮鸩止渴,铤而走险发债集资,甚至发债额度远远超过企业自身资产净值。

第三,可转换公司债券一定程度上可以解决企业经营管理不善的问题。过去一些发行普通债券的企业,由于内部经营管理不善,致使企业产品结构调整力度不强,产品滞销、平销比重较大,高投入,低产出,造成企业偿债资金异常紧张,对预期债券的兑付资金准备不足,难以一次性兑付集中到期的债券。发行可转换公司债券的公司由于是公众公司,企业的内部管理善与不善,随时可以通过股市价格反映出来,随即也会影响到可转换公司债券的转换比率和转换价格,通常不至于将矛盾和问题全部集中在事后。

最后,可转换公司债券一定程度上可以改良现有的债券发行管理体制。从近年来的实践来看,正发行的企业债券半数以上都不能确保到期兑付本息,其中大多数是国有企业。按照现有的债券发行体制,所谓企业债券当然绝大多数是国有企业债券。既然是这样,到期企业债券或者发新债还旧债,或者转换到国家银行信贷上。由于地方的保护主义政策,更多的到期企业债券还是转换到国家银行信贷上,因而最终将企业对居民的负债转化为对银行的负债,也有相当一部分转化为对其它金融机构的负债。因此,“国有企业债券”运作的结果,

“企业”两字就不复存在,成为“国有债券”。可转换公司债券在一定程度上就可解决这一问题。其一,发行公司不是单一的国有企业,而是股份公司;其二,可转换公司债券没有担保,投资者只能自己承担投资风险;其三,转换失败或出现亏损,发行公司只能用自有资金,甚至动用资本金来还本付息,而非将损失转嫁到银行。

2. 对证券市场发展的作用

可转换公司债券对中国证券市场的发展将发挥越来越重要的作用。

(1)可转换公司债券有利于激活和发展证券市场。可转换公司债券是一种成熟的国际金融品种,它在我国的引入和发展,可望变成证券市场新的热点,并给证券市场带来新的活力。可以预计,可转换公司债券在未来中国的资本市场中将发挥不可替代的重要作用。

(2)可转换公司债券为企业筹资提供了一条新渠道。在股票发行实行额度管理的当前条件下,能马上发行股票只是少数企业,可转换公司债券对那些准备发行股票的企业无疑是一种很好的补充。另外,那些不能达到配股条件的企业,或因股市低迷不能进行配股的企业,也可以考虑选择可转换公司债券这一金融品种。

(3)可转换公司债券作为缓冲工具,可以减小对市场的冲击。可转换公司债券是合理控制上市节奏,达到均衡上市和稳定市场的有效工具。特别是在市场不利于股票发行时,可转换公司债券的作用将会更加明显。

(4)可转换公司债券也许能为解决国家股、法人股的转配找到一条出路。今后国家股、法人股的配股部分均可通过可转换公司债券(或备兑权证的方式)转让给其他投资者,这样可以使国家股东、法人股东因资金不足无法足额认购并导致上市公司配股资金不足的普遍问题得以缓解,满足上市公司的正常生产经营资金需求。

(5)可转换公司债券可以进一步锻炼投资者的投资理念。可转换公司债券包含了期权特征,因而说到底它也是一种金融衍生产品,其市场化程序、风险都是比较高的。投资者由于对可转换公司债券的操作运用,可以进一步锻炼自身的投资理念,对未来开辟指数期权和其它新品种奠定良好的心理基础。

三、可转换公司债券与国企债务重组

1. 传统的债务理论与合理的负债比例

企业经营离不开负债。按照传统理论,企业借贷的好处在于贷款能够放大销售增长所带来的企业盈利。现代企业理论则认为,借贷真正的,也是唯一的好处在于合理避税。因为在大多数国家,企业用于支付贷款利息的财务费用是免税的。无论是按照传统理论还是按照现代理论,借贷对于企业经营都有不可替代的重要作用。问题的关键在于,是否企业的借贷越多越好呢?负债与自有资产之比,称为资产负债率。资产负债率多高视之为合理呢?在理论上,有个最佳负债比例,即企业负债所带来的经济效益是不对称抛物线形,抛物线的最高点就是最佳资产债比例。这里,有一个衡量企业是否过度负债的标准,即所谓“代理成本”(agency costs),企业贷款增加,有关贷款的各种抵押、担保、限制、要求势必会更加复杂。企业因此要在监管贷款实施、保证对银行履约方面花费大量人力、物力,其费用支出是很大

的。当企业每多借一块钱所带来的财务压力,超过它所实现的节税效益时,就意味着企业已进入过度负债区域了。

当然,理论终归是理论,在现实经济中,资产负债率究竟多高为佳,这要视行业和每个企业的经营状况来定。一般来说,企业的最佳负债率是由三方面的因素决定的;一是企业的商业风险的高低。商业风险越高,它所能承受的债务就越低;二是企业利润率或资产盈利率的高低。企业利润率和资产盈利率越高,它的最佳负债比例也就越高;三是企业贷款利息率高低。贷款利息率越高,企业的负债比例就应该越低。在国与国之间,行业与行业之间,企业与企业之间,由于环境与条件不同,因而,负债比例的评价标准也就有所不同。但也有一些“惯例”可供参考借鉴。例如在美国,像 Merck 生物制药公司,负债比例大约在 20%—30% 之间;Mobil·Exxon 这样的石油公司,负债率一般在 25%—35% 之间,P&G 等消费品公司的负债率可以达到 40%—50%,而 AT&T、MCI 这类电讯公司及各州的电力公司的负债比例往往会达到 50% 左右。另据一些统计数字显示,世界工业化国家企业的资产负债率大体如下:日本企业的负债率约 62%,债务与股本的比例约为 1:1;欧美国家资产负债率,第一产业是 20% 左右,第二产业是 50% 左右,第三产业 70% 左右;新加坡、马来西亚等国上市公司的负债率现在普遍降至 40% 左右。从世界主要工业化国家企业的资本结构来看,企业的负债率一般保持在 45%—60%,大型上市公司的负债率更低一些,股本与债务的比例一般保持在 1:1 左右。

通过国际上用来测算工业化国家企业债务与资本合理比例的经验数据来看,我国国有企业的负债应保持在占资产的 50% 左右,资本金占总资产的 50%,即企业的债务与资本金之比可为 1:1,自有流动资金占到全部资金的 25%—30%。但目前我国国企的实际负债情况如何呢?

十几年以来,国有企业的资产负债率是不断上升的。1980 年,国有工业企业的资产负债率仅为 18.7%,其中流动资产的负债率为 48.7%,而到了 1993 年,国有工业企业的资产负债率迅速上升为 67.5%,其中流动资产的负债率为 95.6%,企业的生产周转资金几乎全部靠贷款。1994 年底,国有资产管理局对 2 万户国有工业企业清产核资的结果表明,企业的资产负债率为 79%。1995 年上半年,预算内国有企业负债率高达 95.1%。目前,我国的国有经济总资产为 4.13 万亿元,而总负债为 3.10 万亿元,资产负债率总体已达 75.1%。

如前所述,衡量企业资产负债率的高低,还要看它的资产盈利率和贷款利息率。1995 年我国国有企业的资产盈利率为 6%—7%,贷款的平均利息率为 12%。对比这几个数字,可以清楚地看出,对资产盈利率仅 6%—7%,资产负债率超过 75% 的国有企业而言,要支付 12% 的利息,显然是非常困难的。改革开放十余年来,我国全社会固定资产投资总额达到 6.9 万亿元,但是,到 1994 年底,全国各类企业加总的资本金只有 1.8 万亿元,两者相差达 5.1 万亿元。从固定资产投资资金来源的统计上看,直接的银行贷款也只有 28% 左右,但是,从实际情况来看,那些被统计在“自筹”和“其他”项目下的资金,大多数还是迂回地来自银行信贷。在这种融资格局下,如果按照 3 年期贷款利率计算,企业每年应偿还的利率近 4000 亿元;如果企业要在 3 年之内还本付息,则每年的收益率要达到 50%,才能获取利润。显然,这是不可能的,与 6%—7% 的资产盈利水平相差甚远。

结论已很明确:我国国有企业的资产负债率过高。降低国企负债率就成为国有企业改革的题中之义。考虑到我国国有企业与工业化国家企业相比,资本周转速度慢,效率低,资本运作质量差,还债能力弱,因此,我国国有企业的合理负债率还应略低于 50% 这一国际经验数据。

如何降低国有企业资产负债比例呢?有同志曾做过测算,若实现 50% 的负债目标,有两种方法,一是采取增加资本金的办法,大约需要投入近 3 万亿元,二是采取债权转化为资本金的办法,则需要投入近 2 万亿元。要增加新的资本金投入显然可能性不大,关键还要从存量资产上下功夫。目前已经实行的几种降低债务的方法是:①“贷改投”。国务院已明确规定将“拨改贷”改为“贷改投”,这项政策目前已首先在 18 个试点城市中的困难企业中进行试点。根据这一政策,1984 年至 1988 年国家贷款给国有企业的 660 亿人民币将全部改为国家对企业的投资。②直接核销企业部分债务。由银行减免应收未收利息,用呆账准备金予以冲销。③以税还贷,鼓励兼并。允许收购(兼并)方在一定期间内实行以税还贷,以鼓励企业间兼并行为,解决负债问题。④税收优惠。国家体改委决定在统一实行 33% 的所得税率后,对部分经济效益和利润水平较低的企业,两年之内按 27%、18% 两档税率给予优惠。⑤债权变股权。上海市已率先通过吸收社会资金的办法降低国企资产负债率。但更多的思路是如何将金融机构在国企中的债权变为股权。

这些方法在一定程度上均可缓解企业的过度负债问题,但也都不是彻底的解决办法。化解目前企业的过度负债只能依靠现有资产存量产权结构的调整,即通过将负债资产股份化来解决企业的过度负债。在负债资产与股份之间应有一个桥梁,笔者认为,可转换公司债券可以承担这一职责。如果有可转换公司债券这一金融品种的存在和合理运用,“债权变股权”也许可以成为现实。当然,我们并不认为可转换公司债券是解决企业过度负债的唯一办法。

以往所提“债权变股权”思路的最大障碍有两方面:一是根据《商业银行法》,商业银行的直接投资比例应有一定的限制,这一方面是为了保护储户的利益,另一方面也是为了防止垄断。二是在目前我国的几大专业银行都存在着大量不良银行资产的情况下,将银行债权变为股权。会继而导致股权质量下降,何况,由银行持有企业股权这一制度安排与传统的国有企业的产权制度相比,也未见得有什么合理之处。因此,与其企业对银行高负债,银行对储户高负债,不如企业直接对居民负债,如果这种负债有可能转换为股票,则不仅增加资产的流动性,从而吸引更多的投资者,而且最终会优化债券发行公司的资产结构,降低资产负债率。

2. 非上市公司的可转换公司债券融资

在讨论利用发行可转换公司债券降低企业负债前,我们先介绍一下国际上通用的非上市公司债券融资的几种方法,尤其是准备上市的公司,如何利用“上市前预售可转换公司债券”来尽快地获得低成本的资金。为非上市公司融资的债券大概可分为三大类:

- (1) 普通公司债券。
- (2) 可转换公司债券(CB)。
- (3) 上市前预售可转换公司债券(Going Public Bonds)。

普通公司债券主要包括不同的企业融资债券,固定利息或浮动利息票据等等银行贷款工具。

非上市公司的可转换公司债券也可再分为上市的可转换公司债券或非上市可转换公司债券两种。在国际资本市场上为未上市的企业发行不上市的可转换公司债券比较困难。首先投资者不容易取得非上市公司的背景资料,投资一家非上市的企业风险也相对地提高。如果企业发行的可转换公司债券就会和一个普通的公司债券或长期贷款一样而完全失去它的特有投资价值。因为在投资者换取股票后,股票亦不能在市场上流通。股票的价值也不能反映公司的盈利前景。

非上市的公司理论上可以发行可转换公司债券并安排可转换公司债券在交易所挂牌交易,但这种上市安排在信息披露以及上市监管的要求都相当严格,基本上与安排公司的股票上市相同。有不少的可转换公司债券是非上市的集团公司以“可交换股票债券”(Exchangeable Bonds)的方式发行,EB发行上市后可在将来交换集团公司拥有的上市公司股票。近期的例子有泰国石油化工以及印尼 Mulia 集团的可交换股票债券。这类 EB 因为能够在将来交换已上市的股票,在交易所审批时手续较为宽松,投资者的兴趣也因 EB 及上市股票的高流通性及完善的信息披露而大大提高。发行 EB 和发行 CB 的程序和手续方面都无大差异,所需时间与文件亦大致相同。

“上市债券”主要适用于在短期内有计划上市的企业。债券首先由未上市的公司发行,在三年内股票上市时可将债券按议定之方法转换为上市股票。当然“上市债券”的风险比普通可转换公司债券为高,但仍不失为一吸引投资的工具。

“上市债券”的条款和一般的可转换公司债券条款相近,但利率通常因为股票还未上市的风险而较一般可转换公司债券为高。利率亦采用渐进式提升方法,反映上市延误对投资者的影响。此外上市公司的规模及盈利、资产以及定价等都有相当的限制。如企业的股票上市不符合原先议定的“合格上市”要求,投资方有权要求企业以市场价赎回债券以保障投资者的利益。

在投资者方面,“上市债券”的投资价值不及普通可转换公司债券。因为企业未能肯定将来可以上市而具有较高的风险,投资者只能以较优惠的利率以及其他条件来弥补,而且因为公司的股票未上市,公司的市值而未能确定,企业的信贷等级及还款能力是主要的考虑因素。

投资“上市债券”吸引投资者的地方主要是在投资一些预计上市时极受欢迎的股票。投资者因为在未上市前已投资了可转换公司债券而在上市时可以享受优先认购,以及较低认购价的优惠。但在股票还未上市前,企业的行为不受交易所的监管,可能是投资这类债券的最大风险。

企业可能因为希望能尽早筹集资金发展而希望发行“上市债券”。但在发行前仍应考虑企业预计的上市安排是否配合“上市债券”的年限要求、在不能上市时企业清还本金的能力、以及是否应在上市前数年就先行决定上市的股价、资产规模等等。发行“上市债券”后必定令企业的行动受到一定的限制。这限制与资金需求方面的平衡是企业发行“上市债券”前重要的考虑。

“上市债券”在国内的审批可能比国外公司在这方面遇到的问题为多。国内因为上市申请受额度的控制,发行“上市债券”的企业可能无法在预计的年限上市而导致过去国内法人股无法流通买卖的问题。

此外,亦有可能在发行“上市债券”以后,而间接股票“后门上市”。这两方面都对国内资本市场的发展有一定的影响。最后要考虑的是在股票还未上市时如何监管企业及如何保障散户投资者的利益。

3. 可转换公司债券与企业负债重组

受上述非上市公司可转换公司债券融资的启发,将我国国企的负债重组与发行“上市前预售可转换公司债券”结合起来,是完全可能的。采用发行可转换公司债券的方法降低国企过度负债问题的前提是公司改制,即将负债率高的国有独资企业改为股份有限公司,设法人股,由其它一些法人企业参股。考虑到可转换公司债券的期权性质,因此在选择负债率高的企业的同时一定要考虑到该企业所处的行业效益和发展前景。在公司改制的过程中,将原国有企业中的一部分债务设计成可转换公司债券,由其它法人企业或社会公众或内部职工认购。这部分认购资金可以用来归还银行的贷款。这样第一步先实现企业由对银行的负债转为对其它法人的企业或社会公众的负债。接下来是第二步,即改制并发行可转换公司债券的公司要力争在一定时期内发行股票并使其尽快上市,股票发行和上市的时间,必须与可转换公司债券发行时所设定的转换和交易时间相吻合。只有这样,所发行的可转换公司债券才有可能转换为股票,从而达到降低企业负债比例的目的。但无论如何,发行公司对可转换公司债券持有者的负债部分,只能通过以后的生产经营利润偿还,无论是偿还到期未实现转换的可转换公司债券的本金和利息,还是承受可转换公司债券转换为股票后对原有股权和资本金的稀释。

显然,这种利用发行可转换公司债券来替换原有企业债务的方式也属于负债重组,即企业原有的应该在某一时期偿还的债务变成了企业的股权,或者转移到了其它债务持有者手中,企业对债务的偿还责任没有了。所不同的是,这一过程并不是即刻完成或者随重组的完成而完成,甚至也不是随着股票的发行和上市而完成,而会持续一个时期。这个时期的长短取决于可转换公司债券期限的长短。其结果无非有三种情况:①按照设计,可转换公司债券在转换期内全部转换为股票。从企业内部来看,实现了负债向资产的转移,达到了优化资产结构的目的。②可转换公司债券在转换期内并未全部或只有极少部分转换为股票。这样,从企业内部来看,并未实现负债向资产的转移,仅仅是在企业外部实现了所有者权益的变化。③可转换公司债券在转换期内有一部分转换为股票,另一部分仍然以债券形式存在。这种情形将上述两种都结合起来了。

四、案例:宝安转债——证券市场的探路先锋

中国宝安集团股份有限公司于1992年11月19日向社会公开发行了中国第一只可转换债券。它的出现引起了中国证券市场的广泛关注,它为国内企业筹资开创了新的方式,为证券市场增加了新的品种,也为投资人提供了新的投资工具。1995年12月31日,宝安可

转换债券成为历史。

1. 牛市的产儿

中国宝安集团股份有限公司是1983年7月成立的一家股份公司,经过8年的艰苦奋斗,终于在1991年6月25日实现了股票上市,成为深圳的第六家上市公司。1992年初,邓小平同志南巡讲话发表之后,宝安集团以深圳为基地,迅速向全国扩张,采取了收购武汉南湖机场等重大行动,由此,资金出现短缺,公司迫切需要大量资金注入。如何筹资成为当务之急。当时的深圳股市,刚刚从1991年的大熊市中苏醒,指数已从1991年9月7日的45.65点回到1992年3月2日115.53点左右,人们对股票的需求热情重新被焕发,大批公司也密切注视着发行市场,希望通过发行上市获得企业的更大发展。但是,管理层面面对这种热情却异常冷静,由于整个股份制尚在试点,深圳作为特区,只给了3个亿的新股发行规模,而配股亦在此额度之内。这种政策形势,迫使宝安集团放弃配股,随后,在对发行B股,发行企业债券以及向银行举债等多种筹资方式进行了详细的比较和论证之后,集团迫切感到要想发展,必须突破现有思路的框架,开辟新的筹资渠道。

2. 宝安转债的设计

在宝安集团迫切地探寻新的资金来源的同时,深圳体改办的同志也在考虑寻找企业试点新的筹资方式,双方的想法不谋而合,一项新探索开始酝酿。1992年4月初,宝安集团拿出了宝安可转换公司债券的发行草案,发行草案主要条款为:

- (1) 宝安可转换公司债券期限为5年;
- (2) 年利率为8%,每年付息;
- (3) 转换价设定为发行前一个月宝安股票平均市价的110%,升水10%;
- (4) 宝安集团每增加新股(可转换债券转换增加的新股除外),转换价格则要调低;
- (5) 发行完毕即申请上市流通;
- (6) 上市后即允许进行转换;
- (7) 到期前半年允许公司赎回可转换公司债券。

之所以如此设计,主要考虑是:

第一,中国经济通常周期性较强,时间长一些,公司抗风险能力高一些。

第二,转换价高于市场价,使该债券面向社会公开发行时,不会侵犯公司老股东的权益。

第三,利率比同期银行存款利率略低,而转换价格又与股价挂钩,提供了炒作空间,有助于吸引投资人。

第四,设置了转换价不断调低的机制,使公司股票稀释时,可转换债券投资人利益不受损害。

第五,上市后即可转换,则给予可转换债券投资人以充分的灵活性,以增加可转换债券的发行吸引力。

第六,设置赎回条款以促进转换。

发行方案经宝安集团董事局批准后,送给深圳证券主管部门报批。面对宝安集团提出的进行新尝试的报告,深圳市体改办、市人行、交易所都表示大力支持探索与创新。但作为一项新的尝试,管理者针对草案从不同的角度提出了自己的看法与意见。管理层认为:

首先,由于中国证券市场尚需培育,因此面向社会公开发行时,公司应当适当让利,转换价应低于发行时的股票市价,以吸引更多的新投资人参与,公司转换价的损失可以通过调整低债券之利率来补偿。

其次,为了避免引起市场经常波动,转换价格不宜多次调整。

第三,期限不可过长,作为试点,先搞3年。

第四,换股时间也应在发行半年以后,以避免马上都换股而使可转换债券消失。

以今天的眼光来看待当时,上述一切可能十分幼稚,但这些原因和理由都是非常认真和严肃地被提出和讨论过的,任何一点不统一都可能使方案不获得批准,从而导致此次尝试夭折。经过长达数月的研究、讨论、修改,主管机关最终同意进行试点。但在中国,计划是无所不在的,发行股票,发行债券都要计划和额度,可转换债券如何可以例外?而计划委员会又何尝听说过可转换债券,更何况给它规模了。规模,似乎成了一道不可逾越的障碍。宝安可转换债券发行要占用股票规模,这不现实,深圳市1992年计划只有3亿规模,几十家企业在等着这些规模;占用长期债券规模没有可能,国家计委每年给深圳长期债券规模仅有1个亿,就是全给宝安集团也不够,但深圳人行的领导巧妙地提出绕开计划,直接向人行总行申请5个亿的短期融资券规模,将宝安可转换债券套用融资券规模发行,理由是宝安可转换债券可以转换成股票,在融资券到期前,可以转换完毕,人行总行对系统内的创新给予了大力支持,规模很快下达到深圳人行,这样中国的第一张可转换债券就借用融资券的规模得以出台。

经过各级主管部门修改和审定后的宝安可转换债券方案在1992年8月31日宝安集团临时股东大会上获得通过,并经证券主管部门最后批准于1992年10月20日公告,其主要内容如下:

- (1)总发行额5亿元;
- (2)期限3年;
- (3)年利率3%,每年付息一次;
- (4)凭新股认购签号认购,发行半年后(1993年6月1日)开始可以转换成股票;
- (5)转换价25元一股,1993年6月1日前宝安集团若增加新股,则转换价格调整。这意味着只可能有一次调整;
- (6)允许公司在到期前半年赎回可转换债券;
- (7)可转换公司债券在深圳交易所申请上市。

在1992年7月1日~1992年8月31日两个月时间里,宝安股票价格最低为26.80元,最高为33.15元,收市价为29.80元,所以,转换价作为让利于市场的措施而定为25元,受1992年8月“8.10”事件影响,从1992年9月开始股市大幅回落,到1992年11月19日宝安可转换债券开始公开发行认购时,宝安股票收市价为17.80元,发行遇到了很大的阻力,没有人会去认购价格上无优惠,而且后期对自己保护不力的可转换债券。

最后公告的方案与宝安集团最初提出的草案相比,前者限制条件更多一些,重点在通过转换让利,经此增加对投资人的吸引力;而后者更侧重对投资人的保护。

3. 市场表现

进入1992年12月4日,深圳股市开始回升,经过包销商的努力,发行工作于1992年12

月31日顺利结束,对公众发行了41622.5万元,包销商包销了8377.5万元。宝安可转换债券于1993年2月10日在深圳证券交易所上市,挂牌单位为1元。在2月9日,深圳股票指数收盘于342.05点,宝安股票最高价为33.80元,收盘价为32.75元,因此,宝安可转换债券的上市开盘价即达到1.5元,当日最高价达2.67元,收盘于2.67元,按转换价折算的换股价格大大高于市价。从第二日开始,宝安可转换债券价格回落,最终随股市和宝安股票一起步入熊市。

到了1993年6月1日可以转换之日,宝安可转换债券转换价在1993年4月9日随宝安集团1992年度10送3分红的实施进行了调整,调整后的转换价为19.39元可转换1股宝安股票,但6月1日宝安股收盘价为17.50元,已低于19.39元,宝安可转换债券收盘价为1.03元,折算实际转换价为19.97元。此时的宝安可转换债券价格一方面受宝安股票价格影响,与股票价格走势相一致,但是按期价格折算的实际转换价总是略高于宝安股票价格,另一方面其价格又受自身收益率的影响。1993年6月1日~1993年8月10日期间宝安可转换债券最高收盘价为1.04元(6月2日),折算实际转换价为20.17元,最低收盘价为0.82元(7月21日),折算实际转换价为15.90元。期间宝安股票最高收盘价为17.95元(6月3日),最低收盘价为14.30元(7月21日)。

从1993年8月11日起,宝安股票价格重回19元,到1993年9月9日期间,宝安股票最高价达到24.10元(8月17日),22个交易日中有14个交易日的股票收盘价高于19.39元的转换价,最高收盘价为23.25元(8月16日),而同期宝安可转换债券价格最高价为1.28元(8月16日),最高收盘价为1.27元(8月16日),22个交易日的收盘价最低为1.01元。宝安可转换债券收盘价折算的实际转换价总是高于宝安股票的收盘价。

宝安股票价格高于转换价19.39元的情况在1993年10月4日至10月8日再次出现,但是上述比价关系仍然存在。

自1993年10月11日起,宝安股票价格再没有高于19.39元的转换价。

在1993年11月5日宝安1993中长期认股权证完成认股,1994年6月1日至6日进行了1993年度10送7的分红和1995年7月21日进行了1994年度10送2.5的分红,而根据宝安可转换债券发行公告的规定,转换价未再调整过,仍维持19.39元。因此,这种股价低于转换价的情况一直持续到1995年12月31日可转换债券到期日。而宝安可转换债券的市场价格也逐步脱离宝安股票价格的影响而表现出债券的特征,其价格完全由自身收益率和市场利率决定。

分析1993年至1996年宝安股票和宝安可转换债券的日线图可以看出,在宝安股标准价格与宝安可转换债券实际转换价相差不大时,两者的走势是一致的,如1993年2月至1994年2月,两条同线的陡度相差不大。在1994年3月开始宝安股票价格跌破15元之后,宝安股票价格加速下滑,而宝安可转换债券价格受自身收益率的影响趋于稳定,从1994年3月至1995年12月,宝安可转换债券价格曲线呈现稳步上升趋势,而同期宝安股票价格虽然有小的起伏,但总的趋势是向下的。

可转换债券自1993年10月11日以来在1993年12月13日瞬间达到历史最低0.72元,当日即到0.88元收盘,随时间推移在1995年12月29日达到1.03元,即最终兑付价。

根据深圳证券登记公司提供的资料,在两年半时间里,共有 1350 余万元可转换债券转换成了 69.1 万股宝安股票,占总发行量的 2.7%。转换时间集中在 1993 年 6 月至 1994 年 1 月。

4. 宝安转债的启示

宝安可转换债券作为中国第一只可转换债券已完成使命,但发行方案及随之三年的市场运作留下的启示众多。

(1) 发行时机。

通常,发行证券应当选择在牛市时进行,可转换债券对广大群众当然也不例外。因为对于发行公司而言,发行证券的主要目的是融资,而融入的资金量和融资成本是最为重要的两项指标,股票的价格也较高,在这种情况下,发行工作将会比较顺利,而且可转换债券的利率可以订得较低而转换价格可订得较高,宝安可转换债券恰恰选择在牛市启动时发行,发行上市后 1 个星期,深圳股市达到 368 点历史高点,因此以 3% 年利率和 25 元的转换价格发行成功,可转换债券原始投资人都获得了较大的回报。尽管后期只有少量转换,但就公司筹资而言,以 3% 年利率使用 5 亿资金达 3 年之久,而这三年中资金市场长期资金成本已达 20% 以上,这不能不说是筹资史上的一个巨大的成功。

宝安可转换债券的成功筹资证明,以筹资为目的的证券发行,首先要选择发行时机,而最佳时机是在股票牛市。

(2) 转换价格。

宝安可转换债券转换价格制定时由于前述原因低于市场价格。在可转换债券面对市场发行时,这只应是一种特例,不具有普遍性,因为可转换债券作为随时可以转换成股票的证券,当转换价低于股票的市场价格时,则转换之后就必然存在价差,这种价差若在发行时就存在,而投资人又不是发行公司的原有股东时,显然,有人以比原有股东优惠的价格获得了公司的股票,则这种发行就必然损害了原有股东的权益。因此,发行可转换债券时,其转换价格应随发行对象的不同而有所变化。

①若发行对象为公司的股东,则转换价格高于或低于股票市价都由股东决定,但通常而言,这种情况下,要增加发行的吸引力,转换价格应比市价低一些。

②若对社会公开发行,并允许即时转换,则转换价格应比股票市价高一些,否则,就会损害原股东的权益。

确定转换价格除上述两种因素外,还必须与公司未来成长、可转换债券的期限、利率、经济周期以及股市所处阶段等诸因素综合起来考虑,只有这样,才能保证公司筹资活动达到筹资量大而筹资成本小。

(3) 对投资者的保护条款。

可转换债券通常在设计时都设有对投资者的保护条款,主要内容是当发行公司稀释自身的股票时,保护可转换债券持有人不受这种稀释结果的损害。宝安可转换债券只在允许转换前设定了这种保护,而允许进行转换后,则取消了这种保护,因而当宝安集团后来三次增加新股,可转换债券持有人都没有得到调低转换价的权利,这不能不说是宝安可转换债券最终方案的缺陷。

(4)可转换债券的期限

从宝安可转换债券的实践来看,3年期限对于牛市中发行的可转换债券来说短了。因为发行可转换债券的公司通过可转换债券筹资后,通常希望经过一段时间后,可转换债券逐步转换成公司的股票。而可转换债券的持有人将可转换债券转换成股票的一个很重要的前提条件是股票市场价应高于实际转换价,而股票市场兴衰与经济的繁荣和萧条密切相关。前面已经谈到,发行可转换债券在牛市中发行才能达到最佳的筹资效果,因此,我们假设一家公司在股票的牛市中发行了可转换债券,期限是 N 年,一般而言,股票的牛市时期通常也是经济的繁荣时期,那么, N 年之后,即公司可转换债券到期之日,经济处于何种状况则对可转换公司债券的转换变得非常重要,假设公司的经营情况正常,没有出现重大失误和异常的利润增长,则此时:

①当经济处于繁荣期,则股市也多半处于牛市,此时股票市场价格较高,可转换债券到期转换之可能性较大,公司还债风险较小。即使公司可转换债券转换的较少,但是,由于经济繁荣期资金容易筹措,也不容易形成很大压力。

②当经济处于萧条期,股票市场通常也处于熊市,股票价格一般较低,可转换债券不转换的可能性很大,到期公司容易面临还本付息压力,而此时经济萧条,银根紧缩,资金难借且成本较高,较易使公司面临较大的还债风险。

为此,对我国的经济周期判断非常重要。由于我们是实行国民经济5年计划的国家,从以往的历史看,我国经济周期基本上5年一轮回,因此,可转换债券的期限应考虑为5年比较适宜。

宝安可转换债券由于最终制定为3年期限,发行时又处于经济繁荣、股市高涨的时期,而3年之后,在经济萧条,资金短缺,股市低迷的1996年1月初实行还本付息,给公司经营造成了极大压力,宝安可转换债券最终还本付息给公司经营带来的负面影响从实践方面说明期限的重要性。

(5)转换问题。

可转换债券最终能否转换,根本在于可转换债券的实际转换价格,所谓实际转换价格是指可转换债券持有人购买可转换债券的成本乘以转换价格,例如,某投资人以1.2元购买了宝安可转换债券,按转换价格19.39元计,实际转换价格为23.27元,即可转换债券持有人实施转换时,实际上等于以23.27元价格买入宝安股票,若此时宝安股票价格高于23.27元,则转换后卖出股票就有利可图,若此时低于23.27元,则转换就意味着亏本。因而,只有股票市价高于可转换债券持有人的实际转换价时,可转换债券持有人才愿意转换。

另一方面,从宝安可转换债券上市情况看,在宝安股票市价与转换从此相差不大时可转换债券的交易还是比较活跃的。而上市交易对可转换债券的转换有重大影响,在理论上,在股票市价高于转换价时,可转换债券市场价格乘以转换价格应等于股票市价,而实际运作时,从宝安可转换债券的情况看可转换债券价格会高于股价,这种情况下,持券人不会轻易选择转换,因为持券人可以在市场上抛掉可转换债券获利而不必换成股票后再抛。这就是宝安可转换债券转换率很低的重要原因,这样的结果,必然造成转换集中到到期日前。

(6)利率。

宝安可转换债券利率确定为 3%，没有理论依据，只是当年的决策者认为 3% 可以。而宝安集团原方案提出 8% 也只是参照银行存款利率。而利率不仅对可转换债券的发行，而且对可转换债券的转换都是有影响的。

在可转换债券的运作过程中，会出现两种情况：

①当股票市价低于转换价时，一般无人进行转换，因为转换不如直接购股。这种情况利率对转换没有影响。

②当股票市价高于转换价时，由于可转换债券上市交易，人们会选择流通而不会选择转换，但在下述情况下，即股票的实际股息率若大于可转换债券的实际利息率时，转换就可能发行。

$$\text{实际股息率} = \frac{\text{股票红利}}{\text{股票价格}}, \text{实际利息率} = \frac{\text{利息}}{\text{可转换债券价格}}$$

因为这时，持有股票获得的红利回报高于持有可转换债券的利息回报，持有股票比持有可转换债券获利更大，可转换债券持有人会将债券转换为股票，这样转换将会出现在分红前。由于股票的股息率与公司每股的盈利有着直接的关系，股票红利 = 每股盈利 × 分配比例，分配比例又是由公司章程决定的，固定在一定的范围，而股票价格 / 每股盈利 = 股票的市盈率，将几个公式演化得出：

$$\text{实际股息率} = \frac{\text{分配比例}}{\text{股票市盈率}}$$

因此，设定可转换债券的利率应考虑股票的市盈率。

(7)交易单位。

宝安可转换债券上市时采用了 1 元作为标价单位，而当时的转换价是 25 元。因此可转换债券每一分钱的波动，相对于转换价而言，放大了 25 倍，即可转换债券波动 1 分钱，相当于股票波动 25 分钱。这样就加大了可转换债券的投机程度，交易自然就非常活跃，而在运作中，可转换债券交易越活跃，持有人就越不愿意行使转换权。为此，从促进转换的角度看，可转换债券应降低投机程度，宜采用债券的标价单位，即以 100 元为标价单位，而不宜采用股票的标价单位。

(8)赎回条款。

宝安可转换债券的赎回条款并未行使，但设置这条的目的是防止大量的可转换债券集中在到期日前才转换，从前面宝安可转换债券运作情况可以看出，在股票价格高于转换价时，人们仍然选择交易而不选择转换，为此，合理地设置此项条款是非常必要，同时它使公司在股价飙升时，可以通过赎回可转换债券来减少损失。

(9)资金运用。

宝安可转换债券发行时，正值经济繁荣期，而 3 年后期满之日，经济处于最萧条之时，由于所筹资金的投资尚需时日才能产生良好回报，大量未转换的债券的还款给公司经营造成极大压力。因此，在中国这种 5 年一个周期的经济循环中：

①在繁荣期发行可转换债券，从期限上推断若到期时可能处于萧条期，则公司就要采取措施促进转换，同时要有还款之准备，而资金使用方面要避免过多的长期投资。

②在萧条期发行可转换债券,筹资金量会减少,但这种情况下发行的可转换债券通常在期限内会遇到一次经济的繁荣期,这时公司应充分利用繁荣期采取措施促使转换以减少还债风险。

(10)发行公司。

第三章 其他最新金融工具

第一节 证券化

一、什么是证券化

所谓证券化(SECURITIZATION),一方面是指资金的流动由传统的通过中介机构进行的存贷,改为直接向市场筹资,亦即资金余缺两个部门在金融市场上以直接融资方式代替以往通过中介机构的间接融资,这是债务证券化,亦称信贷证券化。另一方面,金融机构的一些长期固定利率放款,或企业的一些赊销应收账款,都是流动性较差的资产,现在通过以这些资产作为抵押品,凭之发行债券,在市场上筹资,把呆滞的资金变活,这是债权证券化,亦称资产证券化。

债务证券化往往与近年吸收存款机构遇到的非中介化现象相提并论,二者有联系,但也有不同之处。当资金有余部门的资金,不存入金融中介机构,而用购买债券或商业票据的方式直接贷给资金缺乏部门时,或资金缺乏部门改变了向金融中介机构融资的传统作法,自行发行债券或商业票据等金融工具,通过市场直接向资金有余部门融资时,这是证券化,也是非中介化,因为资金流动绕过了中介机构。但直接融资并不一定要用证券作为工具,如私人借贷,这是非中介化,但不是证券化。

二、债务证券化

当资金缺乏部门需要资金时,以直接发行票证的方式从市场筹资,是比较有利的。以往只有政府和大企业才能直接以发行债务证券的方式筹资,现在的一般中、小企业,也可以通过发行商业票据来筹措短期资金,或发行债券来筹集中、长期资金,这就减少了对银行信贷

的依赖性。即使中、小企业的资信等级不高,也可以通过金融机构提供担保以提高债券的评级。筹资多样化、成本较低廉、有较高的价格弹性,这些都是债务证券化带来的好处。

有关商业票据,我们已经在讲金融工具时介绍过,所以在债务证券化的题目下,将只介绍发行低级别债券,亦称垃圾债券,与几种发行融通的创新。

1. 低级别债券——垃圾债券

低级别债券系指评级机构评为 Ba 或 BB 级及以下的债券。一般的机构投资者,由于法规的限制,或由于本身的经营策略,是不能或不愿投资于低级别债券的,因为级别低,说明风险大,流动性也就差,于是投资者就必然要求高报酬作为承担高风险的补偿,所以低级别债券也被称为高收益债券。

另外还有人把它称为垃圾债券。实际上垃圾债券原来是指由高级别或投资级降到低级的债券,亦称“下凡天使”。现在垃圾债券一词,则泛指降级的旧债券和新发行的低级债券,还包括没有经过评级,由不为人知的中、小企业发行的新债券。

证券评级是从发行人的财务、组织、市场、经理人等各方面整体评估的。一种证券被评为低级,有以下几个理由:

- (1)某些财务比率过高;
- (2)企业的资产过于集中于某些品种,未能作到风险分散。
- (3)属于新建企业,绩效尚不显著;
- (4)企业所属行业缺乏发展前途。

低级别债券的收益率一般比起政府国库券要高 3—6% 不等。有些投资者,并不一定要随时出售资产以换取现金,流动性较差也无所谓。这是低级别债券受到部分人欢迎的一个原因。

其次是因为信息的费用由于科技的发达而降低,人们通过电脑、电讯等手段,可随时获得有关市场的情报。情报畅通易得,相应降低了投资者所承担的风险。

第三个理由则是心理方面的,30 年代大萧条的痛苦记忆已为现代人所忘怀,所以高风险、高收益的低级债券也受到一些人的青睐。

实际上低级别债券的违约率并不太高,历年平均违约率只有发行数的 2.1% 左右。

2. 发行融通

包括循环包销融通(RUF)、期票发行融通(NIF)和备用发行融通(SNIF)等都是欧洲票据发行市场上大同小异的新产品。这些实质上都是有银行担保的商业票据的变种,以循环包销融通较有代表性。

循环包销融通是一种中期循环信贷承诺,循环期限通常为 3—7 年。首先由期票的发行人与代理人(商业银行或投资银行)联系,洽商发行融通的具体条件,代理银行据以安排组织若干家承销银行分别认定所占份额,代理银行也要认定份额,但所认份额较少,一般不超过 10%。借款人发行期票后(期限为 1、3 或 6 个月),即交由承销银行通过一个由若干家商业银行及投资银行组成的投标小组报价。承销银行也可以参加报价,也可以不参加。如投标小组报价太低、或拒绝报价、或只销出一部分时,发行人可根据信贷承诺,向代理银行支取未销售的差额,由承销银行按所认份额摊付。期票到期后,由发行人偿还,代理、承销银行均只

与发行人联系,并不对持票人负责。

期票发行融通基本与上述循环包销融通差不多。不同的是由一组包销银行保证在每次发行时,买下没有售出的期票。

备用发行融通则更近于为发行商业票据而开立的备用信用证。只有当出票人到期违约时,开证银行才负责偿还持票人,这里开证人处于债务人的地位,但不是首要责任者。

三、债权证券化

债权证券化涉及资产的转让或抵押,把流动性较差的一组资产组成一个组合,并凭以发行新的资本市场工具以筹资。新工具的面值、期限、利率等都不一定与组合中的原有资产相同。这类新工具以其高质量、高收益率、强流动性和“量体裁衣”的面额与到期日等特点,为投资者提供一种新的、有吸引力的投资工具。

债权证券化并非单纯地发行证券,而是经过一些投资银行的精心设计,采用了许多新技巧,如:首先要将许多笔小额的债权集合起来使之达到必要的金额,交给一个专门的媒体(一般为信托机构)来保管或持有,然后请评级机构评级,由信托机构代为发行证券,并由投资银行包销。证券售出后有关旧债权的本息收取、提前还款的手续、余款的再投资,以及新债务的还本付息等,都由信托机构办理。

下面简单介绍一些资产证券化的作法。

1. 以抵押债权作保证的债券

这类债券可分为四种:

(1)抵押转递债券(MORTGAGE PASSTHROUGH SECURITIES)——这种债券的特点是,抵押担保品的所有权,随证券的发行而转移,成为投资者共有的财产,由信托公司代为掌握,因而这些放款收回的本息,也就成为投资者的共同现金收入,即由发行者转递给信托机构,再转递给投资者,故名转递证券。如作为抵押品的放款发生问题,仍由发行人负责处理,所以实质上属于有追索权的交易。因此,发行人虽不能完全免掉由于原借款人违约而引起的信用风险,但却可免于因利率变动而影响放款价值的市场风险。利率的变动则给新的债权人(投资者)带来新的风险。利率上升时,证券价值会下降;而利率下降时,原来的借款人就可能重新安排一笔新的借款,以低息的新借款来偿还高息的旧借款,这便是提前偿付本金的风险,因为这笔提前偿付的资金,只能按当时较低的利率重新投资,收益率低,会产生机会成本损失。

(2)以抵押放款为保证的债券(MORTGAGE BACKED SECURITIES)。这也是一种以抵押放款或转递债券为担保品而发行的债券,但与上述转递债券不同的是,担保品的所有权益不转移,仍为发行人所有,支付给投资者的债券本息则是发行人的现金流出,与抵押品无关,因而投资人要着重考虑的应是发行人的信用风险,至于上面提到的提前还本和重投资的风险则不存在。关于信用风险和市场风险,一般用超额担保品来解决,即有关的担保品价值必须超过债券的面值,定期评估,不足时应由发行人立即补交担保品。超额押品为投资者提供了更多的保障。

(3)抵押转付债券(MORTGAGE PAYTHROUGH SECURITIES)。这是一种复合金融工具,兼有上面介绍的两种债券的某些特征。抵押品的所有权并不转移,而分配给债券投资者的本息,则仍来自作为担保品的借款所收回的本息,所以称为转付债券。这种债期限、金额可以视债权债务双方的需要而“量体裁衣”。

(4)保证抵押债务(COLLATERALIZED MORTGAGE OBLIGATION, CMO)。这种债务基本上属于转付债券性质。特色是把到期日分为几个等级,各级的偿本日期不同,先偿付到期日最近的一个等级,还清后再顺序偿付后面各级,到全部还清为止。关于利息的支付,有的只对最先到期的一级还本付息,后面几级只付息;有的对最后一级既不还本也不付息,这就加快了前面几级的偿本付息速度。各个等级的金额可以是不相等的,在发行时视当时的需求情况,增加某一级的金额,缩减其他级别的金额,以适应不同投资者的需要。

2. 以其他资产为抵押的债券

(1)住宅抵押贷款证券化。

资产证券化最初出现于 70 年代初的美国住宅抵押贷款市场。70 年代初,美国推行高利率政策,商业银行和储贷协会等金融机构等由于受到《Q 条例》存款利率上限的限制,经营状况恶化。为了摆脱这一困境,获取新的资金来源,美国抵押贷款公司和从事住宅贷款的金融机构纷纷将其所持有的住宅抵押贷款按期限、利率等进行组合、以此组合为担保或抵押,发行抵押债券,从而实现了住宅抵押贷款的证券化。

住宅抵押贷款成为最先被证券化的资产并不是偶然的,这是因为住宅抵押贷款的总金额十分巨大,并能很方便地按借款方、贷款方或地区等标准进行划分与组合,其还本付息又具有很强的可预测性,其期限结构也非常符合许多机构投资者的胃口。因此,住宅抵押贷款具备着方便证券化的一切条件,从 70 年代便开始取得了飞速的发展。

最早的住宅抵押贷款债券是转嫁债券。转嫁债券的偿还期限不是固定的,当利率较低时,借款人就会通过借入较低利率的资金来偿还住宅抵押贷款,因而转嫁债券的偿还期就变短;反之则相反。为了避免“提前偿付”的风险,出现了担保抵押债券(CMOs)。担保抵押债券将抵押贷款的期限细分,其风险相对转嫁债券来说要低些。后来由 COMs 又衍生出纯利息债券(IO)、纯本金债券(PO)、浮动利息债券等一系列新的金融工具,有的被运用于套期保值,有的则被用来作为利率变动时的投机杠杆,它们适合了不同投资者的需要。目前,抵押债券已执美国证券市场的牛耳,有近一半住宅抵押贷款依靠发行抵押债券来提供。

(2)汽车贷款证券化。

住宅抵押贷款证券化之后,证券化的技术被广泛地运用于抵押权的非抵押债券权资产,由非抵押债权资产为担保发行的证券被称作资产保证证券(ABS)。最先发行资产保证证券的领域是汽车贷款市场。汽车贷款继住宅抵押贷款之后被证券化是顺理成章的。在美国,汽车贷款是仅次于住宅抵押贷款的第二大金融资产,其基本属性与住宅抵押贷款极为相似,也具有证券化的一切条件。与较长期限的住宅抵押贷款不同的是,汽车贷款的期限相对较短,一般在 20 个月到 60 个月之间,因而能吸引短期投资者。汽车贷款证券化改变了过去汽车贷款资金几乎完全由商业银行等存贷机构提供的局面。现在仅有 1/4 的贷款仍由存贷机构提供,其余 3/4 的市场则依靠发行资产保证证券支撑。

(3) 信用卡贷款证券化。

80 年代中期,资产证券化取得了飞速发展,这在很大程度上要归功于信用卡贷款的证券化。在 1986 年前,信用卡贷款的证券化只是简单的债权转让,容易受到金融监管的控制,发展也受了限制。1986 年,著名的投资银行所罗门兄弟公司率先在承销第一银行发行 5000 万美元信用卡贷款担保债券时,为该债券提供了较高的收益率以满足投资者的收益预期,同时设计了一个利差帐户(Spread Account)作为当贷款损失超过一定标准时,投资者的追索对象。这一方法免除了金融机构被追索的义务,从而巧妙地避开了金融管制。

所罗门兄弟公司开创的这一业务手段,带来了信用卡贷款证券化的迅速发展。在过去,信用卡贷款的资金主要都是由商业银行提供的,而在 80 年代末期,商业银行则转变为信用卡贷款担保债券的主要发行人,这种债券的投资者就是信用卡贷款的资金提供人,其构成主要为某些机构投资者。

(4) 应收帐款证券化。

应收帐款证券化是在信用卡贷款和其他分期付款贷款证券化后,在其余资产证券化中首先取得突破并大规模地发展起来的一种资产证券化。初看起来,应收帐款并不符合证券化的一般条件:首先,应收帐款没有利息收入。其次,它的期限相当短,一般仅有 30 天到 90 天,而且由于受各种客观条件的制约,应收帐款期限的不确定性很大。再次,应收帐款一般仅局限于某些顾客,因而进行划分组合时比较困难。最后,信用卡贷款和汽车贷款的借款人(债务人)一般并不在乎贷款人(债权人)将其贷款出售给另一家金融机构,而应收帐款的债权人则往往会因为买卖关系而有所顾忌,不愿轻易出售应收帐款以免损害债务人的利益。

但是,只要有需要就会有市场。美国有大量的资信水平较低的中小型企业,它们从商业银行获取贷款较为困难,而主要只能通过商业票据市场。在 80 年代末和 90 年代初,随着美国经济的衰退,商业票据市场受到重创,再加上美国证交会对货币市场共同基金持有的商业票据的质量和结构进行严格控制,使这些中小企业获取资金的来源又受到了进一步打击。在这种背景下,应收帐款的证券化便蓬勃发展起来。

应收帐款证券化一般由介于投资者与借款者之间的专门中介机构即所谓特殊目的实体(Special Purpose Entity)进行,它负责购买组合应收帐款、寻找途径使之信用级别提高、想方设法提供流动性并委托投资银行进行证券承销,是应收帐款证券化过程的核心。在应收帐款证券化中,最具代表性的形式是资产保证商业票据规划(ABCP)。到 1991 年,美国资产保证商业票据发行总额达 700 亿美元,成为中下信用等级公司获取资金的重要途径。

目前,资产证券化的领域正在不断拓展,资产证券化技术已经扩及到普通工商贷款,无担保消费者贷款、公用事业贷款等等产生现金流量的应收债权领域。资产证券化的发展加强了投资银行和工商企业的联系,促进了投资银行业务的大发展,进一步奠定了它在国民经济中的重要地位。资产证券化的发展也促进了证券市场的发展。在美国证券市场上,由资产证券化而发行的证券金额已经占据了半壁江山,产生了和传统的股票、债券等证券业务分庭抗礼的趋势。

四、掉期证券化

近年来,衍生工具迅速崛起,备受世人所瞩目。但是,掉期工具的发展却较其它衍生工具略为逊色。据估计,投资者中只有大约 3% 的人使用掉期工具。究其原因,主要是投资者没有足够的资金实力,不敢轻易涉足此领域。除此之外,有的投资者则是因受到各种限制或是因没有这方面的技术和经验,不能对其进行操作。目前在掉期市场中,其基本证券规模已达大约 2000 亿美元。但该市场的差额正在日渐缩小,使得各家银行不得不另辟蹊径,寻求更大的发展,于是一种全新的投资工具——掉期证券化工具(Securitized Asset Swaps)产生了。

所谓掉期证券化是通过使用一种叫特定目标工具(Special Purpose Vehicles,简称 SPVs)的工具将掉期证券化,使得更多的投资者得以通过购买这些债券而进入掉期市场。具体过程是先建立 SPV 来购买那些已由银行买下的债券,这些债券和可以给投资者提供现金流的衍生工具一起,构成了掉期的基本资产,以这些基本资产作抵押然后 SPV 就可以发行与这些掉期的支付相配的债券。这些债券可以是固定利率也可以是浮动利率,而且一般是上市的债券和评级的债券。现对目前为止所发行的掉期证券化工具进行介绍:

1. 莱塞(Laser)

莱塞是最近由帕里巴斯(Paribas)资本市场发行的一种掉期证券化工具,该债券的收益比掉期高但却没有掉期的到期风险。莱塞工具是这种债券系列中的第一个,它是一年期的总计 6800 万美元的浮动利率债券,该债券被穆迪公司评为 A1 级债券,其利率是按 6 个月的美元 LI-BOR 加 25 个基点(bps)支付的,其特定的收益是通过将帕里巴斯在 1986 年所发行的瑞士法郎私募债券进行购回然后重新组合从而获得的。

莱塞的设计很有点象欧洲债券(Eurobond),它采取无记名方式,并通过证券评估机构进行评级的。其面值每张有 1000 美元这么小,所以特别吸引小额投资者。在发行时就已经是 3 倍超额认购,这意味着现有的持有者要想出手其债券的话,会比较容易。在一般的掉期中,掉期和债券之间是没有法定联系的。也就是说,如果债券发生违约情况,导致 30% 的面值损失时,同时还可能会面临掉期按市价计算的损失。这样的话,投资者的初始本金损失会更多,而莱塞则考虑到了这个问题。如果违约情况发生的话,莱塞的持有者可以对其资产——所抵押的债券,进行实物交割,这样投资者就不用再考虑掉期本身可能导致的任何损失;如果到期时有损失的话,就是帕里巴斯的事了。帕里巴斯现在已经通过某种方式对这种风险进行了保值规避。莱塞的持有者对其基本资产(抵押债券)拥有绝对的所有权,而帕里巴斯则没有。而在类似的其他工具中,如果对手违约情况发生了,则掉期中的对手对该抵押债券具有所有权,也就是说掉期中对手较莱塞持有者拥有对该抵押债券的优先权。

2. 阿戈(Argo)

阿戈是 J·P·摩根公司所开发的一种掉期证券化工具,它于 1994 年发行。它同莱塞一样,可以进行各种不同的发行,以基本债券作为抵押品。J·P·摩根通过运用卖出期权(Puts)来对冲可能导致的损失。这在一定程度上降低了阿戈可能给投资者带来的收益,因

为卖出期权掉期是很贵的。但是,同时投资者也无需再担心掉期可能带来的任何损失。

3. 斯蒂尔斯(Steers)和斯里(Sires)

尽管利用 SPVs 来销售掉期已不是什么新鲜的事了,但现在银行已经开始把着重点放在小额投资者身上。美林公司特别富有创新精神,在扩大其掉期投资者阵营方面取得了成功。早在 1990 年美林公司就发行了斯蒂尔斯,现在仅斯蒂尔斯的市场已超过 200 亿美元,表明其潜力很大。但是美中不足的是斯蒂尔斯仅限于美国市场,而且只能由具有一定资格的机构投资者购买,这些机构投资者是那些在 SEC144A 条例下有资格买卖未登记债券而又不违反 SEC 登记规则的机构。所以后来,在国际市场上,美林公司也发行了一种叫斯里斯的债券,斯里斯由 7 个不同国家的 SPC 组成。大约 250 次所发行的债券现在已经以 20 种货币在进行交易,包括以泰国铢、马来西亚元等。美林公司从 1990 年以来已经开发了一系列这样的工具。但是,斯里斯发行的债券大部分是没有进行评级的,这对于小额投资者来讲始终是围绕他们的问题。

4. 依格尔皮尔(Eagle Pier)

这是由摩根斯坦利公司在 1995 年 1 月所发行一种掉期证券化工具,总价值 3 亿美元。这是一种所谓“黑盒子”结构的工具,也就是说关于其基本资产——抵押债券的细节是外人所不知道的,投资者们仅仅被告知这些基本资产是由一种或几种欧共体国家所发行的债券组成,这些债券被评级为 AAA 级。尽管如此,投资者并非因其评为 AAA 级就对其有充分的信心,小额投资者发现要搞懂这些信用评级指数是很困难的。他们担心如果一个国家降级而别的国家不降低会发生使他们利益受损的事。所以这种“黑盒子”结构的掉期证券化工具的透明度比较差。

掉期的投资者绝大部分是银行,占了该市场的 80%。该市场主要是由银行对流动性的要求所驱动的。其他的投资者还包括公司财务部门——对其多余资金进行投资、固定收益基金管理公司、保险公司、年金基金和对冲基金等。掉期可能带来的收益常常超过那些一般的证券可能带来的收益,但很多投资者们甚至还处于对掉期包含的风险不知道从何理解的阶段。许多新客户的第一反应就是掉期会象组合证券那样使自己遭受损失。实际上,掉期并非象组合证券那样属于杠杆产品,没有任何一种杠杆效应在里面,其最终的风险就是你所购买的基本债券的风险。而将掉期证券化以后,由于所发行的债券一般是上市的和评级的,而且多家公司通过自己独特的办法使投资者风险得以一定程度的减少,从而使投资者进入掉期市场有信心。

掉期市场本身使银行的资产流动性增加。而进行掉期证券化后,银行对其产品进行担保时就必须得保留更多的保证金。所以相对来说投资者的收益会受到一定的影响,但同时该产品的风险性也减少了。交替购买掉期证券化工具和流动性更好的证券可能会导致投资的流动性下降,但投资者所希望的减少是其产品风险性的目的却达到了。大约只是 20% 的客户在掉期证券化工具中寻求流动性,大部分均把这种工具作为其中期债券的替代品。

一般的掉期投资者关心货币的利率变化趋势甚于对发行者信誉的关注。一个投资者对一种 10 年期欧洲投资银行(EIB)所发行的欧洲里拉债券感兴趣,可能仅仅因为他想本来有 10 年期的里拉债券,而不是因为他对 EIB 的名声特别在乎,掉期市场对基本资金市场的变

化作出不同的反应,如预期利率将会下降时,则掉期差额会趋于缩小;预期利率上升时则掉期差额趋于增大。而掉期证券化工具的投资者对债券的评级较为关心,从历史上看,AAA级债券的差额比那些较低级别的债券的差额波动更少一些,因为低级别债券的差额对潜在的信誉变化更敏感,同时它们还受一般经济前景的影响,而且低级债券的投资者数量有限,从而使这些债券的流动性也趋于减少。所以投资者一般要投资于级别高的债券。

掉期市场将继续为投资者提供了可供选择的投资机会。随着越来越多的新工具被开发出来,越来越多的欧洲债券投资者被吸引到此领域,从而使这些工具变得越来越易于交易。一些银行家们甚至认为会形成一个掉期证券化市场,为欧洲债券投资者提供另一个投资选择,这是一个全球性问题,试想,如果这样一个市场真正形成的话,流动性也会自然增加。所以掉期证券化的前景很可观的。但也有人对此持不疑态度,认为投资者对SPVs理解起来较为困难,而对欧洲债券却较了解。但无论如何,作为一种创新工具,掉期证券化已经得了很大的发展。

五、证券化的影响及其存在的问题

对投资者来说,通过证券化,在金融市场上出现了许多新工具,安全性高,收益率略高于期限相似的政府债券,流动性也不算差,为投资者提供了一些可供选择的新投资对象,使其投资组合多样化,便于分散风险。

对金融机构而言,把呆滞的资产变成流动资产,增加了一个成本较低的资金来源,并且增加了服务费用的收入,提高资产收益率。

证券化也存在一些问题,主要表现在金融业的稳定方面。在债务证券化中,银行的担保、承诺,都是表外业务,这种业务的风险是潜在的、不应忽视。债权证券化中,转让或提作担保品的,肯定都先选品质最优良的资产,结果剩下的多为品质相对较为低劣的资产,这就增加了风险。此外,由于证券化使得在市场上筹资的手段多样化,以致金融监管当局对货币量、对信贷扩张倍数等难以精确估计,从而多少干扰了监管当局的宏观控制能力。

第二节 存托凭证

存托凭证有两种形式可供公司选择:非参与型和参与型的存托凭证。非参与型存托凭证由一家或更多的存券银行因市场需要而发行,但存券银行与发行公司之间无正式的协议。因其无法控制计划的执行过程和难以核算隐蔽成本,现已极少采用。公司参与型的存托凭证由存券银行发行,存券银行与公司之间须签署存券协议或服务合同,参与型的存托凭证提供了在美国交易所上市的灵活性和筹措资金的可能性。参与型存托凭证共有五类,其中两类用于扩大现有股票的销售,以扩展发行人的股东基础,包括公司参与型存托凭证(第一级)

和挂牌的存托凭证(称第二级),另外三种的目标在于以发行新股集资(称第三级),包括在美国公开发行的存托凭证,在美国不公开发行的存托凭证及全球交易的存托凭证三种。

一、第一级存托凭证

第一级公司参与型存托凭证是一家公司讲入美国资本市场的最简单方法之一。筹资公司不必遵守美国的公认会计准则,不必完全符合美国证监会的信息披露要求,可以进行柜台交易,须按美国证券法注册登记,并不涉及增资发行新股。概括起来有以下特点。①允许将所在国市场上公开进行交易的现有股票,转成以美元计价的美国存托凭证。②美国存托凭证在 NASDAQ“柜台交易公告牌”上作柜台交易。③向美国证监会作 20—F 表格的登记。④发行人必须将发给股东的、或者在所在国市场公告的消息(或摘要)以英文提供给美国证监会。

二、第二级存托凭证

第二级公司参与型存托凭证在美国交易所挂牌进行交易,须按美国证券法注册登记,并按美国证券交易法申报部分符合美国会计准则的财务报表,不涉及增资发行新股。概括起来有以下特点:①允许将所在国市场上公开进行交易的现有股票,转成以美元计价的存托凭证;②存托凭证在下列被认可的美国交易所进行交易:NYSE、AMEX、NASDAQ。③发行人必须遵守美国证监会规定的全部注册登记手续,并每年填写表 20—F。

三、第三级存托凭证

第三级可涉及增资发行股,包括三种:即在美国公开发行的存托凭证、在美国不以公开发行的存托凭证和全球交易的存托凭证。

(1)在美国公开发行的存托凭证的特点:①发行人通过在美国公开发行美国存托凭证方式,在初级市场上公开发行;②美国存托凭证在下列被认可的美国交易所挂牌:NYSE、AMEX、NASDAQ;③需要按美国证监会规定完成全部注册登记手续,如果是初次公开发行上市,需报表 F—1,并每年填写表 20—F。

(2)在美国不公开发行的美国存托凭证(即 144—A)规则下的存托凭证,或称为 RADR,是不公开出售的存托凭证,可以按 144A 规则作交易)。1990 年 4 月,(QIB)自由地将不公开出售的证券转卖给其他合格买入户,此举大大增强了这类证券的流动性。而按 144A 规则,在不公开市场中购入的证券,只有在持有两年后才能公开转让。概括起来 RADR 有以下特点:①RADR 向在美国的“合格机构购入户”作不公开出售;②RADR 通过 PORTAL(自动联挂不公开上市、转卖和交易系统)在美国的 QIB 之间进行交易,PORTAL 是 NASD(美国全国证券商协会)专为不公开出售的证券而设立的市场;③RADR 在“保管信托公司”(DTC)清算交割;④不需任何 SEC 注册登记;⑤推荐 12g3—2(b)规则下的豁免

以满足资讯公开的需要;⑥144A 规则下可以减少注册登记和呈交报告的工作,这样可使 RADR 的发行人以跟在欧洲市场差不多的花费在美国市场上集资;⑦机构购买者愿意并且能够自行研究,对 SEC 的依赖性较小,因而放弃由 SEC 设计出来的、旨在保护小额投资者的某些措施,如按美国通用会计原则(GAAP)定期呈交财务报表。

(3)全球公开发行的存券凭证,是同时在两个或更多市场上集资的方法。在典型情况下,一次 GDR 上市包括了一个公开或不公开的美国发行以及按 S 规则的欧洲发行。对发行来说,它的主要好处是可以以一种证券同时进入多个资本市场。

GDR 有以下特点:①同时在全球股票市场发行,一般包括了美国 144A 规则下的不公开发行和在美国以外的国家的公开发行;②GDR 适合于“保管信托公司”欧洲清算组织(Euroclear)、“国际清算组织(CEDEL)”清算交割。③GDR 跨越多个市场进行交易,并且以各个市场的货币进行清算;④如果在美国是不公开出售,就不必向 SEC 作任何注册登记;⑤如果在美国上市是公开的,推荐 12g3-2(b)规则下的豁免,以满足资讯公开;⑥在美国以外的 GDR(S 规则下的 GDR)不能进入美国公开市场公开上市,但可以按 144A 规则出售给 QIB;⑦同一个统一证券代码(CUSIP)对于 144A 规则下的 GDR 和 S 规则下的 GDR 都适用,这样,可使它们在所有市场上互通。

四、案例:深房 ADR—进入美国资本市场的体会

1994 年 8 月 31 日,深房集团一级有保荐 ADR 计划在美宣告成立,作为深圳市第一家发行 ADR 之公司,其成功经验引人瞩目,而在此前后,中国华能国际、山东华能等先后在美以三级 ADR 公开募集上市,掀起了国企赴美上市的热潮,ADR 作为一种国内较为陌生的证券品种,引起了人们的广泛关注。

1. ADR:中国企业进入美国资本市场的首选

ADR,即美国存托凭证(American Depositary Receipt),是一种可转让证书,代表非美国公司在美国公开交易的股票或债券。截止 1994 年 9 月,全球正在交易的存股证共有 50 个国家的 1250 个品种,交易金额约 2000 亿美元,ADR 已成为美国证券市场最为活跃的品种之一,正如美国《商业周刊》近期指出“正是由于 ADR 的迅猛发展,华尔街才成为一个真正的国际性证券交易场所,ADR 的崛起是证券市场几十年来最具深远影响的现象之一”。

ADR 产生于本世纪二十年代,当时美国投资者开始涉足海外股市,由于受交通、通讯等各种因素制约,投资者在股票买卖、分红派息、配股及行使其它股东权力等方面均有诸多不便,这时,ADR 应运而生。

当一家外国企业决定进入美国资本市场或在美国挂牌交易其证券时,它首先考虑的是:选择何种形式最佳?是存托凭证、普通股、抑或债券?事实上,几乎所有非美国公司都首先选择存托凭证(DR)而非普通股进入美国资本市场,正如美国证监会前主席理查德·布里登先生所说:“比较而言,美国投资者更愿意选择 ADR 的形式,因为 ADR 更符合美国投资人的习惯”。

对于美国投资者而言,ADR 使其可以象买卖本国股票一样方便地买卖海外公司股票,

其投资范围扩大到超过 50 个国家的 1000 余家业绩优秀之公司,克服了投资海外证券的各种限制,且按美国标准进行清算与交割,以美元标价,股息用美元支付,因而投资者乐此不疲。当然,最根本之原因,是美国以外许多地区和国家的经济增长速度超过美国,投资海外股票获利不菲之缘故。

与投资海外普通股相比,投资于存托凭证更方便、快捷,投资成本较普通股低,买卖存托凭证同投资其他美国证券并无区别,即存股证已将非美国证券美国化,而一项普通股计划则仍被视为在美异地上市的外国证券,其投资程度大大低于存托凭证。

对于发行公司而言,发行 ADR 至少可带来以下几个好处:首先,进入国际市场,直接提高公司的知名度,公司形象随之上升;其次,从财务目标而言,通过 ADR 可更深入地进入美国资本市场,达到筹资之目的;从经营目标而言,股东基础扩大,可引入较为先进的经营机制,使公司管理进一步接近国际惯例;从战略目标而言,有利于公司开拓国际市场,利于海外投资,同时,利于国际间的收购与兼并,向跨国公司迈进。若与发行普通股相比,两者的注册与申报程序大致相同,但建立过程有所区别,存托凭证之建立需要一家美国存股银行,通过存股银行可获得过户代理、注册、外汇兑换及派息等所有服务;而在一项普通股计划中,发行公司只获得美国的过户代理及注册服务,其余,汇兑、派息、交割清算等还需自选建立一套网络来处理,因而成本较高。而从发行者的汇率风险而言,存托凭证允许公司以本地货币支付股息,汇率风险由投资者承担,而普通股不能。另外,当涉及跨国交易时,普通股的计划流动性大大逊于通过专业银行服务的存托凭证,也常使发行公司卷入交易的日常事务,因而降低了效率。

利用海外资本市场筹集资金是公司向跨国集团发展的必然选择,早在深房 A、B 股上市之际,深房的决策者们就未雨绸缪,开始作进入国际资本市场的准备。从深房当时情况而言,由于 A、B 股的成功发行,短期资金需求已不是太迫切,资本结构也比较合理,且在海外筹资是从公司的长远发展考虑,因而债券暂不考虑;在不立即筹资的前提下,就 ADR 与普通股的选择咨询了多家国外证券公司,在 ADR 与普通股的取舍中,除进行上述比较外,还考虑到自身通过 B 股发行已作了大量工作,在会计信息披露等方面已较接近一级 ADR 之要求,转换 ADR 的工作量已很少,因此深房选择了建立成本较低、风险较小的 ADR。根据公司及国际资本市场的现状来看,这个选择是适宜的,也是正确的。

2. 一级 ADR:深房现实的选择

流通于美国证券市场的存托凭证从名称上有美国存托凭证(ADR)和全球存托凭证(GDR)两种,以“全球”代替“美国”主要是从方便推销而言,两者无论从法律及运作方式、还是其技术及管理上均无区别,因而西文中所述 DR、ADR、GDR 均无实质区别。

目前中国企业选择存托凭证进入美国市场有四处形式,即一、二、三级有保荐和 114A 私募方式。

毋庸置疑,所有希望进入美国证券市场的中国企业都希望达到筹资的目的,但在第一、二级 ADR 均无筹资功能,这是否意味着所有中国企业都须直接选择三级 ADR 在美上市呢?

如果答案是“是”的话,那么显然一、二级 ADR 就没存在的必要了。但事实上,一级

ADR 是 ADR 业务中发展最快的部分,而且它占据了目前交易的 ADR 品种的 70%左右。下面我们分别探讨一下各个级别 ADR 各自的优势。

(1)一级 ADR 计划:

一级 ADR 是非美国公司讲入美国资本市场的最简单的方式。因为中国的会计准则(CAS)与国际会计准则(IAS)及美国公认会计准则(U. S. GAAS)仍存在较大差异,且一般中国企业对美国证券法及美国证券与交易委员会(SEC)的上市要求了解甚少,因而欲在美国上市的中国企业要满足美国 SEC 之要求较为困难,且可能付出较大成本,面临较大风险。而一级 ADR 由于只在柜台(OTC)市场交易,因而不必完全遵守美国 SEC 关于信息披露的要求。简言之,一级 ADR 使中国公司避开了美国证券法的大部分要求而不必改变目前会计报表的编制方法。

深房集团选择一级 ADR 首先是基于上述原因,另外,还考虑了以下几个因素:

①利用既有 B 股在美挂牌拓展了股东基础,广泛的股东基础将使深房的经营管理更接近国际惯例。

②股东基础扩大,有助于稳定和提高深房 B 股价格,从而带动 A 股,最终回报股东。

③提高深房在海外的知名度,将对深房拓展海外地产市场有不可低估的影响。

④以较低的成本为深房在美国上市筹资创造条件。深房集团正积极努力,争取早日跻身于三级 ADR 行列。

目前,中国上市公司选择一级 ADR 进军美国的还有上海轮胎、氯碱、二纺机三家。许多国际知名公司如 Guinness, DrederBanking, Wharfholding 等均选择一级 ADR 在美上市,如 RTZ 及 HK. Telecon 都是通过一级 ADR 上升到二级、三级的。

(2)二级 ADR 计划:

二级 ADR 计划的最大特点在于它虽不能筹资但却可在美国一家全国性的交易所上市(如:NYSE、AMEX 或 NAS-DAQ)也可在美国以外的一些交易所上市,而不仅在“柜台”交易,由于二级 ADR 面临更广泛的投资者,因而美国证券法对其要求更加严格,发行者进行 20-F 表格登记及根据交易法每年作出申报,另外,还需符合它所选择的交易所的各种要求。

(3)三级 ADR 计划:

三级 ADR 的特点在于它可以在美公开发行股票筹资并在美国全国性证交所上市,如无本地交易市场,它也可用于在美国首次公开发售。为保护美国投资者的利益,美国证券交易委员会对发行公司的监管更为严格,发行公司须根据证券法及 F-1、F-2 或 F-3 表格进行既有股份登记,上市时,其登记申请、审批及会计报表编制都更为复杂,如中国华能国际即采用该种形式在美国上市。三级 ADR 的公开性进一步提高。因而对投资者的吸引力也增强,当然建立成本也相应增大。

(4)144A—私募:

想在美国资本市场筹资的中国公司的另一选择是 144A—私募。私募即将未注册的证券配售于美国的约 4000 个合格的机构投资者(OIBS),由于未经 SEC 注册,因而该种存托凭证至少在二年内不能进入美国公开市场。但根据 144A 规则,它可在合格投资者之间转

售。其缺点是流动性差,成本高,程序复杂,须提供诸如法律鉴定书、投资者声明书及其他需披露的资料。其优点是可获注册豁免,可作为进入美国资本市场的“歇脚石”。

虽然深房选择了一级 ADR,但国内企业可根据自身不同的具体情况作出不同的选择:

①对于美国投资者接纳的大型交通、能源等基础设施企业及业绩优良的骨干工业企业可直接选择三级 ADR 在美上市、筹资或用于首次发行;对于国际知名度较高,业绩优良,运作方式接近国际惯例,海外业务经验较为丰富的其他类型中国企业也可采取该种方式。

②对于国际知名度较低,对国际资本市场缺乏经验,但业绩优良的中国企业,则选择一级 ADR 方式进入华尔街是较为稳妥的方式,而对于多数 B 股上市的中国企业,由于已积累了一定经验,则更容易被美国投资者接收。

③对于无意在美交易其证券,但欲在美筹资的企业,144A 私募宜作为首选,如赣江铃即拟采用该种方式。

④业绩优秀的 A 股上市公司如能率先以 A 股转换为 ADR 在美上市,将对 A 股市场的活跃将产生不可低估的影响。

3. 进入美国资本市场的经验

要保证企业发行的 ADR 证券被投资者接受、认可,必须注重公司的信息披露、包装和推介,这是建立和维持良好的投资关系的核心所在。在遵循美国证券法关于信息披露要求的基础上,以下几方面尤应引起国内企业的注意。

(1)信息披露的充分性和适当性。

在深房与美国投资者的接触过程中,体会较深的一点是尽管美国投资者对中国及中国企业显示了浓厚兴趣,但对中国所知甚少,因而多数国企在信息披露的充分性方面与其要求颇有差距。如山东华能及华能国际在美上市,许多投资者对两家公司所涉及的产业政策、政策风险、经营方向、电价问题及投资回报率等方面的揭示均表示了相当的遗憾,因而影响其购买信心。又如土地增值税问题,由于其细则尚未出台,我们不能提供它对企业的确切影响,使不少投资者还在门外观望。

另外在信息披露的适当性方面也需考虑,如中国的上市公司信息披露中,一般均提供经 CPA 审计的溢利预测。由于其建立在大量假设基础上,存在较多不可预见因素,因而美国证监会不允许在正式招股书或注册申报书中出现溢利预测的数字,以免产生误导。尽管不少证券商、投资者对公司的未来盈利计划感兴趣,但在美国的法律环境下,一份正式公布的溢利预测还是存在较大的风险,因此,公司披露的信息应经适当的筛选。

(2)公司的形象定位。

公司的形象定位包括两个方面,一方面要求公司管理层的经营策略与能力体现使投资者充满信心,另一方面要求公司在本地区、本行业中有领导地位,主业清晰,并能保持稳定增长,前景良好。公司应通过上述两个方面的努力,塑造“优质股”的形象。在这方面相信中外投资者认识一致但理解不同。如多数中国企业热衷的“多元化经营”,尽管我们可以找出多种理由为此辩解,但多数美国投资者对此心存疑虑。美国《商业周刊》曾以上海二纺机为例,二纺机是一家纺织机械制造商,其 ADR 引起了投资者的浓厚兴趣,二纺机曾提及拓展快餐业与房地产业,文中引述渣打银行专业分析师 Queenie 先生的评论说,看到一个公司向其无

任何专长的领域发展,深感忧虑和不安。

(3) 满足投资需求并建立投资网络。

一般而言,公用事业、基础设施及石化、通讯、食品、零售等行业因其风险小,回报稳定而倍受机构投资者的青睐。但不同的机构投资者投资组合、投资重点、侧重行业等各不相同,公司如能精心选择对口投资机构进行重点突破,则会事半功倍,同时公司应与这类投资者保持密切联系并进行面对面的沟通。

国内企业进入美国资本市场还会有不少企业选择 ADR 形式,相信深房的体会会为此提供可贵的经验。

根据深房的经验,ADR 计划的建立应有如下的程序:

(1) 向国内证券主管部门提出申请并获得其初步允诺。

(2) 建立一个发行 ADR 的推动小组,这个小组包括发行公司、选定的存股银行、股票托管银行、熟悉美国证券法的律师、深圳及美国证券市场经纪商。

(3) 向美国证监会(SEC)呈交 F-1, 20-F 表格或准备 SEC 要求的豁免资料。

(4) 按照 SEC 要求准备 F-6 注册表。这是一份简单的 ADR 注册声明,其中包括公司多数董事的签名,公司保证将发给股东的或在我国国内市场上公告的消息以英文全文或摘要提供给 SEC,并保持向 SEC 提供上述信息。

(5) 与美国存券银行签定存券协议。这是一份标准的服务合约。

(6) 获得 SEC 的证券注册登记号码。

(7) 开始实施计划,进行 ADR 公告,函造证券商及机构投资者并向投资者进行推销

美国证券法的核心是保护投资者的利益,对进入美国资本市场的中国公司而言,适当的信息披露是证券法对其最主要的要求。尽管不同形式的证券品种有不同的信息披露要求,但管理当局对信息披露所承担的法律责任的是一致的,为降低潜在的证券欺诈风险,应了解美国法律关于公开募集的信息披露。

(1) 注册申报阶段。

根据 1934 年美国证券法,发行公司须依照 20-F 表格的要求进行注册申报,20-F 表格之主要内容包括注册者之业务说明、财务状况、经营情况、财务报表等材料。若上述申报内容存在隐匿、差错或陈述中有误导之嫌,则发行公司、董事、高级管理人员及相关会计师、证券承销商可能会因证券欺诈而承担某些法律责任。

(2) 公开募集前及募集期间。

根据美国证监会要求,在注册说明书申报前,公司不得在美公开募集证券;在注册说明书申报后至生效前,发行者只能发出口头要约或以申报书中初步说明书进行;在注册说明书生效后,任何推销资料的内容都必须与注册说明书相符,以免误导。

(3) 证券注册生效后。

公司在其证券注册生效后还负有继续报告之责任,如依 20-F 表格所规定提交年报及依 6-K 表格提交其他资料。

第三节 零息债务

八十年代初,零息债券市场在美国首先兴起。人们惊异地发现,将传统的带息证券拆离成本金块的零息债券出售有独特价值,于是市场上推出了一系列新的金融产品,如 TIGRS, CATS, STRIPS, TRS, LIONS* 等等,下面对这种金融工具产生、发展及变化作一介绍。

一、为何可将本金与利息拆离

传统的带息证券,其票面利率是指该种证券生命期中的平均收益率或内部收益率(IRR*),而非个人购买不同到期日证券的实际到期收益率,或称现货利率(spot-rate)。假定一种带息证券的票面利率为 10%,将本金和利息拆离之后,零息债券总体收益率仍旧为 10%,但各个零息债券组成部份的现货利率收益却可以有差别。这种差别,使得本金和利息的分别交易得以产生,下面的例子对 IRR 和现货利率的差别作了说明。

假定一种债券票面面值为 1000 元,年利率为 10%,期限 2 年。当时市场上 1 年期债券利率为 6%。如果将该 2 年期债券拆成三份零息债券:100,100,1000 三种,那么这三种零息债券的现值之和应与带息债券现值相同。因此 2 年期零息债券的现货收益率为:

$$1000 = \frac{100}{1.06} + \frac{100}{(1+i)^2} + \frac{1000}{(1+i)^2}$$

得出: $i=10.208\%$ (高于年利率 10%21 个基点)

下表显示了该种债券的内部收益率与各部分零息,债券现货利率情况

一般来说,内部收益曲线上行,现货利率收益曲线会在内部收益曲线上方,表示较近到期的债券折现率较高,反之亦然,这与风险与收益的关系是一致的。

二、本金与利息折离技术的运用

证券的 IRR 和现货利率的差异,使得较远到期的由本金和利息块组成的零息债券收益率高于票面利率。高出的部分将在零息债券发行者和投资者之间分割。这也是促使零息债市场欣欣向荣的一个重要原因所在。基本的方法是:投资银行等中介机构买入一笔带息证券后,交由托管机构保管,而后转发收据凭证,证明对本金和利息的系列支付所有权。假定购入一种 10 年期,年利 10%的国债 100 万,投资银行可以转发 10 套利息块的零息券,期限分别为 1 年至 10 年,另加 1 套本金块零息债券,期限 10 年。美国八十年代初推出的财政累息凭证(CATS),国库券投资增长收据(TIGRS)等工具都是按这种方法发行的,据以发行的基础带息债券可以是国债或市政债券等。这些工具推出之后非常受欢迎,CATS 的发行量

从推出时的 25.1 亿美元,2 年内就增长到 446 亿美元。

表 4.3.1

期限(年)	现金流量 (元)	票面利率 贴现系数	现值现 (元)	货利率 %	现货利率 贴现系数	现值 (元)
0						
1	100	1.1	90.91	6	1.06	94.34
2	100	1.21	82.64	10.208	1.21458	82.33
2	1000	1.21	826.45	10.208	1.21458	823.33
总和			1000.00			1000.00

1985 年美国财政部又推出了本息拆离交易 (STRIPS) 系统,它允许银行和其他金融机构通过联邦储备银行的簿记帐户进入零息债券市场,将财政债券的本金和利息拆开,发售托管凭证。财政部规定每一个本金或利息块的单位为 1000 美元。这就要求发行本利零息债券的机构,拥有足够的铺底证券以确保利息块价能以 1000 美元的倍数发行。如 10% 年利率的债券,1 年付息一次,票面值至少要求达到 10000 美元的倍数,才能发行利息块;而 11.25% 年利率每年付息一次的债券,至少要有 80000 美元倍数的量方可拆离交易。STRIPS 系统推出之后,市场上 30% 左右的合法债券都被拆离交易。这导致国债的需求量大增,同时也使得这些传统国债的交易量下降,并严重减少了用于回购协议作抵押的长期债券的供给。

本息拆离技术最早用于国债市场,而后被推广到了其他长期资产市场之上。如切块按揭证券就是这一技术在按揭证券市场上运用的代表。其基本原理是将按揭证券组合起来,而后根据这些证券的利息流、本金流和本利流分别发行证券。利息流块风险较小,因而收益率设定可较低,且越早到期的折现比率越小;本利流块其次;本金流块风险最大,期限最长,因而相应的收益率更高。这种设置使得风险与收益配比,增加了按揭贷款和证券的市场流动性,利于发贷机构盘活资产。

本息拆离技术的另一种运用是净价交易体系。它将本金和利息拆开,利息保持不变,而仅将市场的变化反映在本金价格的变动上。本金价值随行就市,应计利息按票面利率和实际持有天数计算。这种现货交易方式为期货价格的确定奠定了基础,因为按照国债期货价格确定的理论和国际上通行的价格确定模式,期货价格 = (现货全价 - 远期结算日止的累计利息) $\times$ (1 + 回购率)ⁿ = 现货净价 $\times$ (1 + 回购率)ⁿ

期货价格中不包括截止期货合约远期结算日止的累计利息。净价交易方式与一般的本息拆离成本金块、利息块的不同之处在于它仅是一种交易方式,而不是实际的拆离或零息债券,是将本息拆离思想变化后的一种使用。

此外值得一提的是,本利拆离后的零息债券可以用于作为相应期限回购及贷款等活动的抵押品,它的优点在于便于选择合适的抵押品期限,以及避免中途利息收支的麻烦,因为零息债券只在最后到期时有一个现金流量发生,中途不会有任何收付行为发生。

可见,本息拆离技术的产生及运用为市场带来了很多的便利,它为零息债券的发行者盘活中长期资产,增加资产流动性提供一种方式;也为转发凭证的中介机构提供了一条进一步分割利润的途径;同时又通过风险与收益的配合为投资者提供了高收益、高风险的工具。此外还可用于证券的抵押品和用于净价交易方式之中等等。

第四节 中期票据

1983年,美国通用汽车承兑公司(GENERAL MOTORS ACCEPTANCE CO. (GMAC))委托承销商推出了美国第一笔中期票据(Medium Term Note)项目。此后,借款人发现它流动性高、形式灵活、成本低廉,纷纷进入这个新兴市场。中期票据迅速成为他们在银行贷款、企业债券以外的又一种中期资金来源。到1993年年中,已经有1402亿美元的票据在市场流通。发行者除了美国公司,还有非美国企业。1986年,它被推广到欧洲货币市场,迅速被市场接受,逐渐取代了欧洲市场上已有的各种票据包销便利(RUF、SNIFT和NIF),成为主要的中期融资手段。此后,又演变出MOF(MULTIPLE OPTION FACILITY(多重选择便利))的新形式。在欧洲货币市场上,中期票据主要以美元标值,马克、日元、瑞士法郎也是常用的货币单位,到1996年3月为止,共有32种货币用于计值。发行金额也迅速增加,预计将超过辛迪加贷款。

中期票据实际是商业票据(COMMERCIAL PAPER)的展期,一般采用本票的形式。发行者循环发行一组商业票据,以新票据代替旧票据,而不是偿还现金。他们利用中期票据融资,不仅弥补短期流动资金的不足,也可以满足中期资金的需求,如收购企业、设备投资。一个中期票据项目包括若干不同发行日期的商业票据。商业票据的发行期限,在美国市场上,从1天到270天不等,一般从15天到45天为主;在欧洲货币市场上,从7天到365天不等。而一个中期票据项目,最短为一个月,最长可达30年。

一、市场主体

中期票据是一种直接融资行为,发行者通过发行票据在资金市场上直接从投资者手中获得资金。由于商业票据的期限较短,流动性较高,因此中期票据的二级市场不发达,交易主要集中于一级市场。参与发行过程的主体,依据其所处的地位不同,可以分为三类:

第一,发行者即借款人。在美国市场上,发行者主要是大公司、非银行金融机构,近年银行、政府和政府机构也开始涉足中期票据市场。大型的银行控股公司、企业财务公司发行了

大部分的票据。前面所述的 GMAC 就是其中之一。大公司的信誉高,违约风险小,因此他们能够垄断发行市场。在欧洲货币市场上,最开始主要是一些美国企业,他们利用票据筹集低廉的欧洲美元资金为自己的海外子公司融资。此后银行、金融机构、政府纷纷涌入该市场。到 1996 年 3 月止,发行在外的欧洲中期票据已达到 5000 亿美元,远远超过美国市场。

第二,中介机构。主要有以下几类:首先是承销商,可以由一个承销商担任,也可以组成承销团。一般发行都通过承销商,也有一些发行者有自己的发行队伍,主要见于美国市场。但是,直接发行的发行费用较高,每期商业票据如果要直接发行,它的最佳发行规模为 20 亿美元(美国市场)。美国市场的承销主要由几家大的机构垄断,他们是美林公司(MERRIL LYNCH)、高盛(GOLDMEN SACHS)、雷蒙兄弟(LEHMEN BROTHERS)。欧洲货币市场的发行主要采取承销团的方式,发行者会指定一家主承销商,它负责组织承销团,给发行者提供财务咨询。主承销商并不因为它的特殊地位而获得额外报酬。美国的投资银行主导了欧洲货币市场的承销。

其次是由发行者委托的发行和偿付代理人。代理人通常是一家具有清算功能的银行,它将表明持有票据的证明提交给承销商,收取资金。当票据到期的时候,它从发行者处收到资金。负责偿付,同时收回证明。有时候代理人和承销商是同一主体,但是它们在业务上必须分开。

在美国市场上还存在着为发行者提供信贷额度或备用信用证的银行或其他机构,这些机构保证在发行者不能偿还本金时负责偿还,或者保证发行者能获得他们想要的金额。欧洲市场缺少这种支持,因为最开始进入市场的发行者主要是信誉卓著的大企业,他们利用欧洲货币市场环境宽松的有利条件,完全依靠自身的实力发行票据,以节省先头手续费。

第三种市场主体就是投资者。购买中期票据的投资者主要是机构投资者,美国市场的这个特征十分明显。因为根据美国《1933 年证券法》第 4(2)条规定,如果商业票据由机构投资者购买,而且该票据不在市场上交易,该票据的发行可以免于申请登记。货币市场共同基金、保险公司、信托机构、投资公司、养老基金甚至地方政府都参与中期票据投资。其中,货币市场共同基金占据主导地位。主要原因在于票据的面额都比较大,小投资者没有实力参与。欧洲货币市场票据的通常面额为 50 万美元和 100 万美元,美国市场的最小面额为 2.5 万美元,但是大部分的票据以 100 万美元的整数倍标值。

二、中期票据项目的设计

通常作法,中期票据的发行者与承销商签订一份发行承销合同,与已有的票据包销便利不同,承销商并不负责包销所有票据,他们只承担最大努力义务。该合同与代理合同、备忘录等文件构成一份项目合同,它规定了中期票据项目的一些基本问题,如发行期限、金额等。此后,发行者可以在合同规定的框架内灵活选择发行商业票据的种类,他可以根据自己的要求和市场资金情况选择币种、期限。每次发行,他只要和承销商签订一份定价补充协定,该协定参考承销合同制定。于是发行者节省了每次发行票据重新拟定合同的成本。发行者一般指定二三家投资银行作为承销商,然后签订多边协定,就票据发行的形式、法律基础、交割

时间表作出安排。目前,中期票据的合同条款已经建立起行业标准,节约了拟定合同的时间。

传统上中期票据采用私募发行方式,承销商将票据销售给少数大的机构投资者。近来,公开在货币市场发行的方式逐渐流行,1995年,欧洲货币市场的公开发行量为960亿美元,比1994年增长69%。

中期票据的发行最开始采取凭证式,投资者购买无记名的票据。之后逐渐改用记帐式发行方式。发行者可以节省印刷成本和清算费用,减少偿付时的错误和遗漏,而投资者则不必担心票据遗失。不过,根据投资者的要求,也可以发行少量的记名票据,因此每次发行都会印刷一部分实物票据。

中期票据的定价主要用投标辨认式进行。投标又分两种:一是直接投标,承销商在掌握投资者的需求意向之后,他与发行者协商所要发行票据的利率、期限、币种。发行者可以自由决定是否采纳承销商的建议。二是竞争性投标,由承销商直接对发行的商业票据进行竞争性投标,报出最低利率或其他最佳条件的就能中标。中标者然后再到市场上寻找投资者,也有发行者自己直接定价的,他们查询路透社(REUTERS)、TELERATE等金融信息系统,了解市场利率,然后根据自身情况确定票据利率。可供参考的利率一般有以下几种:伦敦同业拆借利率(LIBOR)香港同业拆借利率、美国优惠利率(PRIMERATE)等。

发行票据的费用由以下几部分组成:利息费用,票据采用折价发行,票面值与发行价格之间的差额除以发行价即为利息。通常作法是在一个基准利率上面附加或减少一个数额,数额的大小视发行者的资信、发行期限、币种和适用的税收政策而定。利息可以是浮动利率,也可以是固定利率,一般以浮动利率为主。

其次是支付给承销商的佣金,按照销售金额的大小、销售方式的差别、信用等级高低而不同。佣金最高可达全部票据面额的0.125%,最低只有全部票据面值的0.03%。通常,在美国市场上为5至10个百分点,而欧洲市场的佣金为3至7个百分点。

另外,发行者还要支付先期费用,主要用于法律咨询、散发宣传品、印刷票据、代理费用等。美国市场的中期票据有一部分由银行的信贷额度或备用信用证支持,因此,发行者还要支付承诺费,作为对该银行的一种补偿。

票据交割时,实际中有两种作法确定成交价格,一是按照当天价格成交,一是按照当时价格成交。采取后一种做法主要是为了能和其它市场的利率作比较,也方便进行汇率掉期业务。

为了让中期票据投资者放心投资,结合中期票据项目还有一些其他金融服务措施。首先是评级制度。美国市场95%的票据经过了评级,欧洲货币市场的评级机构,即标准·普尔公司(STANDARD&POOR)、穆迪公司(MOODY)。标准·普尔公司评级依据发行者的债务比例和过去的信誉,按照发行者偿付能力的高低将票据排列为6个等级。其中,A1级的票据具有最强的偿付能力,如果该票据为绝对安全的票据,还可以再加一个+号;最低一级的是D级票据,它正处于或可能处于违约状态。穆迪公司则主要考察发行者的基础业务、财务报表、融资潜力。它将票据分为四等,PI为最高级别,保证没有违约风险;最低级别为NOT PRIME级别,它的偿还能力不会被偏好规避风险的投资者所接受。不同级别的票

据需要支付不同金额的风险补偿费用。因此,发行者常常采取措施提高自己的级别。比较常见的做法有以下几种:可以由银行或其他金融机构提供信贷额度或备用信用证,一旦发行者出现资金困难,它可以从银行获得贷款支付投资者的本金;可以由发行者的母公司提供担保,由母公司为违约的子公司偿付票据;可以设置财产或其他低风险证券抵押担保的票据,例如用短期美国国债、公司应收帐款作抵押。结合中期票据项目,还可以利用金融衍生工具防范风险。每次发行新的票据,发行者或承销商就会推出利率掉期(INTEREST SWAP)、汇率掉期(EXCHANGE RATE SWAP)的服务。

三、中期票据的优点

中期票据集中了短期融资和长期融资的优点,它成为沟通短期资金和长期资金的桥梁。一方面,它以商业票的形式发行,具备短期票据的特点;另一方面,它循环发行,期限长,又具备长期证券的特点。

首先,它的成本低廉。我们考察发行成本,与票据包销便利相比较,它不要求承销商承担包销义务,可以节省一笔承诺费用;此外,欧洲中期票据不要求银行提供信贷支持,它们由信誉卓著的大企业或政府机构采用资产抵押的方式发行,因此也可以节省承诺费用和先头手续费。与发行债券比较,中期票据不必向证券管理机构申请登记,可以节省申请费用、披露费用和时间。中期票据的发行程序比较简单,所需的文件相对较小,还可以节省发行成本。由于发行成本的减少,票据的最低有效发行规模就下降到每次 500 万美元。在欧洲货币市场,虽然它初次发行的先期成本可能高于发行同样规模的欧洲债券,但是当它再次发行,它的先期成本就大大下降。只要发行条件没有重大变化,发行的次数越多,其平均先期成本就越低。然后比较利息费用。与银行贷款比较,它是一种直接融资行为,不需要给银行支付存贷款利差,它支付稍高于存款的利率就可以从货币市场获得资金。与债券比较,它采取了商业票据的形式,以短期利率获得长期资金,而债券必须支付长期利率,所以中期票据的资金成本较低。如果应用汇率掉期,发行者还可以用外国货币标值的票据筹集外国低成本的资金。

其次,它的形式比较灵活。票据发行不象债券发行,它没有诸多法律的管制,不需要经过繁琐的申请程序,也无须披露财务信息,因此它的发行程序简单,不必经过持久的谈判,融资周期短。一个项目从发行者表达意向到与承销商达成合同,一般只需要几个小时。全部的发行过程将在几天内完成。另一方面,短期投资者是中期票据的主要顾客,他们关注票据的收益和流动性胜过关心企业的经营。获得银行贷款时,银行将监督企业的经营;而发行债券,债券上一般会载明限制性条款,但是发行中期票据并不会使发行者的经营活动受到限制。

发行者通过发行中期票据,他们可以自由选择时机、方式、数额和成本发行票据,还可以将票据结构化。根据自己和投资者的要求,搭配出不同期限、利率、币种和税收政策的票据组合。欧洲货币市场的自由度更大,例如近来的 MOF 项目,承销商为发行者每次发行提供多重选择,发行者可以选择发行商业票据,此时承销商承担最大努力义务,而不负责包销票

据;当市场前景不佳时,发行者可以选择票据发行包销方式,筹集到所需要的全部资金;发行者也可以要求获得短期银行贷款,用于资金周转。

第三,它的风险较小。由于中期票据以商业票据的形式发行,每一期的期限都很短,票据的流动性好。尽管它的二级市场不发达,但是一旦投资者需要资金,他可以要求发行者赎回票据。中期票据采用折价发行,一旦出现违约事件,他们所受的本金损失少于平价发行和溢价发行时的损失的风险更小。投资者只需关注利率风险,所以美国市场 95% 的投资者都愿意采用中期票据作为资产组合的构成。

四、中期票据的功能

任何一种金融工具,必须同时符合所有主体的要求,它才有强大的生命力。中期票据在以下几方面同时满足了投资者、借款人和中介人的不同需求。

首先,我们来考察借款人的利益。显然,借款人通过中期票据获得了便宜的资本,降低了财务费用,这是他得到的最大利益。通过开发中期票据项目,借款人在银行贷款以外获得了资金来源,可以同时应付短期和中期的资金需求。中期票据所募集的资金,借款人可以用来满足以下资金需求:购买货物、发放消费者信贷、融资租赁、收购企业、设备投资、为海外子公司提供营运资金等。政府借款人也可以利用它获得便宜便利的国际资金,以满足财政需要。借款人通过此项目,直接面向资金市场,提高了融资能力。当银行资金紧张的时候,他们可以转向市场融资,而当市场利率高于银行借款利率的时候,他们又可以从银行获得条件优厚的贷款。这种转化可以随时发生,相形之下,债券融资就显得缺乏灵活性。通过在国际市场上发行中期票据,发行者可以提高自己的知名度,为以后继续进行股票、债券融资创造良好条件。

其次,中期票据的流行是金融领域非中介化的反映。随着金融非中介化趋势的发展,银行经营越来越困难,它需要走出传统的业务领域,开辟新的收入来源。在所有的来源之中,通过承担或有债务等表外业务收取的手续费、承诺费构成了重要部分。银行提供信贷额度或备用信用证,它的资产负债表的内容并没有发生改变,因此也不会影响它的资本充足比例。这样,银行可以在满足巴塞尔协定所规定的资本充足比例的同时继续从事风险业务。此外,银行通过它的控股公司可以发行票据,于是它除了吸收存款,还可以直接从货币市场获得资金,从而建立了新的资金来源。

第三,中期票据为短期投资者提供了良好的理财渠道。票据的流动性好、安全性高,它的利率略高于相同取消的银行存款。投资者将多余的现金投入票据之后,资产的流动性并没有改变,而收益却增加了。由于票据的期限比较灵活,他们可以自由选择持有期,使自己的现金流入和流出尽量同步。如果没有中期票据项目,他们要想完成此项理财活动,就只有到债券市场寻找符合要求的债券,而且往往不能如愿。

五、对中国市场的借鉴

中期票据是发达的金融市场的产物,它沟通了资本市场和货币市场。那么它在中国市场上是否适用呢?应该说,现在的中国金融制度之中存在一定的有利因素,具体表现为以下几个方面:首先,中国正在建立自己的票据制度,1986年,我国的部分地区推行商业汇票;1994年,我国决定在全国范围内在铁路、化工等五个行业内推行商业汇票制度;1995年,我国又颁布了《中华人民共和国票据法》,为票据制度的规范化奠定法律基础。其次,我国正在建立自己的货币市场体系和资本市场体系,并已取得了巨大的成绩。股票市场近年来迅猛发展,出现了企业债券、金融债券等直接融资工具。我国还建立了国债回购市场、同业拆借市场,并在逐步建立商业汇票交易市场。第三,间接融资的地位逐渐下降,国有商业银行的贷款占社会总信贷的比例,1987年为87%,1995年就下降到77.9%。第四,银行贷款利率居高不下,企业债务负担沉重,迫切需要找到一种成本低廉的融资方式。第五,居民的收入增加,投资意识增强,对利率的敏感程度增加,愿意选择不同的资产进行组合,实现投资的多元化。因此,长远来看,中期票据在我国大有发展前途。但是目前仍然存在诸多的障碍。

首先是法律障碍,我国的汇票制度仍然采用真实票据原则,法律不允许没有真实商品交易的票据发行。在本票方面,票据法只允许银行本票存在。票据发行人的资格由人民银行审定,目前本票应用范围仅限大中城市,并且是参加同一地区票据交换的机构。留给其他机构进行短期直接融资的口子只有短期融资券,其发行资格要经过人民银行审批,而利率则必须参照储蓄利率制定,上下浮动幅度不能超过40%。

其次是市场结构的障碍。目前我国的投资者以单兵作战为主,缺少足够的机构投资者。居民的盈余资金主要投向储蓄,流向金融市场的资金只占几万亿居民存款的极少部分。在资金价格方面,我国仍实行利率管制政策,缺少中期票据赖以生存的市场利率制度。另外我国的金融中介机构发展仍不完善,缺少权威的评级机构,也缺少能够组织利率掉期、汇率掉期的投资银行或其他中介人。这必然造成票据的风险增加,减少它相对于银行贷款和债券的比较优势。而票据结算制度的落后也阻碍了票据制度的推行。

第三种障碍来自于企业所处的社会经济环境。目前我国的信用制度比较混乱,三角债问题严重,欠债不还的现象无处不在。它的深层次原因在于企业的产权不明确,无法对违约者进行完全有效的监督。票据的违约风险很高,投资者的要求的补偿也高,资金成本会随之上升。

那么,是否可以利用中期票据进行海外融资呢?从目前情况看,障碍少于国内市场。我国已经利用H股、N股进入了国际资本市场。此外,他们占有商业票据市场的11%。而欧洲货币市场更是各国企业争夺资金的竞技场,只要是符合条件的企业,无论国籍,都可以发行票据。我国企业所遇到的障碍可能更多的来自自身和国内。一方面,首次发行的知名度不高,投资者缺乏兴趣;一方面,人民币仍然没有实现完全自由兑换,对资本的流出和流入仍然有严格的控制,不利于票据的流通。

一个发达的货币市场长短期资金的转换,也有利于银行分散风险。当前我国致力于资

本市场的运作,发展中国的票据市场,建立现代化的票据制度,进而利用中期票据沟通资本和倾向两个市场,将有利于我国金融改革的深化。

第五节 信用衍生工具

3年前,信用衍生工具(credit derivatives)还只是许多投资银行家的口头议题,现在这种产品已经大量上市,显示出巨大潜力,交易双方达成协议,一方支付另一方一定费用,同时,将自己持有的信贷风险转移给对方的一种交易工具。经过3年的发展,这种产品逐步标准化、合约化与市场化。

信用衍生工具能够转移信用风险,它满足了许多投资者的需求,用途极为广泛。对于试图改变贷款风险结构的商业银行、经营衍生产品及证券组合的投资银行、风险过度暴露于单一客户的生产企业、主权风险(sovereign risk)较大的项目融资的投资者、有着特殊风险偏好的机构投资者,甚至对于担心自己的薪金能否足额发放的雇员,信用衍生工具都有着潜在的用途。我们相信,它将在未来的金融市场上占据相当重要的地位。

第一笔信用衍生工具的交易发生在日本。1993年,银行家信托公司(Banker Trust)和瑞士银行金融产品公司(Credit Suisse Financial Products, CSFP)在市场上出售一种偿还金额与特定违约事件(specified default events)或参考资产(reference asset)相联系的票据。票据购买者即投资者定期取得类似于保险费的收入(premium),同时,一旦发生信用违约或参考资产贬值,就必须承担由此造成本金和利息的损失,这实际上是银行转移信贷风险的一种保护措施。

这类产品的市场主体有两类,一类是希望减少某一特定的信用风险的保值者(hedgers);另一类是愿意承担这类风险的经济实体。信用衍生工具的收益率较高,通常是Libor加上大约80到100个基点(Basic Points)但是如果发生违约事件,投资者必须承担损失,所以风险较大。

在信用风险转移过程中,作为票据卖方的投资银行往往比买方更为积极,对持有的证券组合实行动态管理,必须逐日盯市,每天都可能产生新的风险;投资银行的经理希望能摆脱前一天过度暴露的风险,使它不致于影响到第二天的新业务,运用信用衍生工具可以达到上述目标,故投资银行迫切需要信用衍生工具市场的迅速发展。

信用衍生工具发展时间不长、种类不多,有的还只是处于初始阶段,我们可以把他们大致分为三类。

一、信用违约掉期

这是目前最常用的一种信用工具。上面所说的银行家信托票据就属于这一类。信用违

约掉期是一种双边融资合约,合约规定一方(保值者)定期支付另一方(投资者)一定费用。这种费用一般用名义数量(notional amount)的固定基点(BP)来表示。在规定的时间内如果由于违约事件发生或参考资产贬值而发生损失,则投资者支付一定的金额给保值者作为补偿,所付金额不能事先确定,它取决于损失程度之大小。通过这种方式,银行可将承担的贷款、债券、掉期或期权的违约风险转移出去。例如,一家银行作为保值者(卖方)进入信用违约掉期市场,它以意大利5年期国债为参考资产,这家银行每年必须支付给投资者(买方)一定费用,比如20个基点。合约规定如果意大利政府在偿还国债时违约,则买方应支付损失额给予补偿。该银行以参考资产的面值为名义掉期本金,假如意大利政府的确违约,国债价格跌到面额的85%,这家银行可以将债券出售,收回85%的本金,同时从掉期合约买方收到15%的本金。

上例中的20个基点不一定是精确计算的结果。费率很可能由其它风险等价的资产收益率来决定。需要指出,在债券/资产掉期市场和信用衍生市场之间存在着套利行为。如果在债券/资产掉期市场上承担同样的违约风险,投资者可以获得Libor+30bp的收益率,那么人们不可能接受上例中的20个基点的费率。

信用衍生工具市场的参与者往往根据自身的需要来决定是规避风险还是承担风险。当一个银行风险过度暴露时,它愿意支付一定费用来减少风险;而当银行经理认为风险暴露不足时,则愿意承担风险谋取风险收益。这其实是一种人为的资产再分配过程。保值机构并非偏好花钱避风险,这就防止了市场一边倒的现象。如果一个市场只存在大量保值者,而缺乏风险承担者,那么这个市场就会缺乏生机。

通过信用违约掉期,可以将信用风险转移到表外,这有助于扩大银行的业务量,增加灵活性。例如,一家公司需要大量贷款,但由于贷款审查不合标准,银行不能按一般手续放款。银行为了不失去顾客,①可以一方面签发贷款协议,②另一方面在信用违约掉期市场上将这笔贷款风险转移出去,而且还可能从中获利。

不仅银行可以有效地使用信用衍生工具,其它机构如生产性企业、项目投资者、保险公司也可以效法。

有些公司长期只与几家重要客户来往,风险过于集中,以某家机械公司为例,它生产的钻井设备在以后三年内将出售给某一特定客户。如果三年内这位特定客户破产,那么机械公司生产的高度专业化设备将无法出售而蒙受巨大损失。如果这种损失威胁到机械公司的生存,那么该公司可以购买信用违约掉期,转移风险。

在项目融资过程中,也可以使用信用违约掉期。例如出口商品的主权风险往往由出口信贷机构担保。但出口信贷机构通常只担保这类风险的70%,对于另外30%的风险,出口商可以通过信用违约掉期得到保护。

信用违约掉期还有一种有趣的用途,即确保雇员能够领取足额薪金,而不受公司破产的影响。雇员为规避风险,支付工资额的一定比例购买信用违约掉期,一旦公司破产,他们仍可通过信用违约掉期市场得到全部薪金。在信用衍生工具中,如果违约事件发生,投资者将损失部分本金和利息。为了追逐更高的收益,市场上出现了一种0—1票据(the zero—one structure)。投资于这种票据,如果一旦违约发生,投资者将赔偿所有的本金。这种高风险

的工具不仅对投资者来说是一种考验,对于发行者来说也得谨慎行事。瑞士信贷银行金融产品公司(CSFP)和摩根斯坦利(Morgan Stanley)都雇佣了专业律师,投入许多资金研究和制定这种票据的各项条款,确保每项条款不至于被人误解。他们知道一旦某位顾客抓住其中的一个漏洞,那将引起昂贵的诉讼费用。

二、信用差幅期权

这是一种比较复杂的产品。所谓差幅是指信用敏感工具(credit-sensitive instruments)和参考政府债券收益率之间的差额。以这种差幅为基础资产(underlying assets)的期权就是信用差幅期权。假设各种期限(duration)相同,收益固定的信用工具的价格都随着市场利率的变化而同步变化,则差幅变动的主要原因就是信用风险的变化。换句话说,信用差幅期权使得投资者面临的信用风险和利率风险相分离。差幅缩小,则买权的购买者获利,否则卖权的购买者获利。同样地,只要差幅没有扩大到执行价(the strike price),那么出售一个信用差幅的卖权能获利,获利大小即期权价格;只要差幅缩小到执行价,卖出一个买权能确保期权价格收入。

信用差幅期权在布雷迪债券中(Bradys Bonds)中得到广泛运用。该债券源于“布雷迪计划”,是一种债务重组的产物。1979—1982年,拉美国家发生严重债务危机,美国提出了布雷迪计划,将这些国家的对美债务转化为以美国长期零息国债为担保的债券。由于具有较好的流动性,同时债务国的经济形势好转,所以从长期看,布雷迪债券有着潜在的高收益。在新兴市场上,这种债券是一种颇受欢迎的投资工具。然而以美国国债作为布雷迪债券的担保使投资者面临双重风险——债务国的主权风险和美元的利率风险。债务国信用等级的提高而引起的债券升值很可能会因为美元利率提高而被抵销。怎样才能使投资者只面临单一的主权风险呢?信用差幅期权就是一种满足条件的投资手段。投资者可以购买以布雷迪债券与美国国债收益率差幅为交易对象的期权。假如差幅缩小(由于债务国信用级别提高),买权的购买者获利;反之,卖权的购买者获利。这种交易使投资者得到一种剥离收益率(stripped yield)(排除了美元利率的影响)。这种收益率是衡量主要国家信用质量的一种较有效的手段,因为它的变化与美元利率的变化无关。在这方面,布雷迪债券本身却做不到这一点。

把一种风险从另一种风险中分离出去的做法还适用于公司债。如购买以公司债和公司所在国的国债收益率差幅为交易对象的期权,投资者承担的只是公司的信用风险而没有主权风险。银行还可以提供公司优质债务(senior debt)与次级债券(subordinated debt)的收益率差幅期权。

正如其它种类的高度构造票据(highly structured notes),信用差幅期权也有助于资产管理人员逃避某些证券经营上的限制。例如以5年期债券与1年期国债收益率差幅构造出一种1年期浮动利率票据,这种票据对于市场基金的经理大有裨益。如果市场基金被禁止购买5年期债券,则基金经理可以通过购买这种票据,获得投资于5年期债券的类似效果。由于票据期限是1年,所以此项交易并没有违反规定。

三、信用等级变化期权

这种工具不是以违约风险或差幅为交易对象,而是以公司信用等级的变化作为基础的一种期权。显然这种期权尚处于萌芽状态,每年大概只有一两笔交易,但是银行家们对它的前景表示乐观。以信用等级为基础的衍生产品能帮助债券持有人防止信用的迁移(hedge against credit migration)。这种工具把企业从当前到破产的转变过程划分为一系列阶段,不同阶段有不同的信用等级。在产品创造过程中,主要困难在于价格的确定。因为信用等级和差幅没有确定的关系,同一等级的证券的差幅可能不同。所以用来保护投资者,预防企业信用等级从 A 降到 BBB 的衍生工具不能用一个简单的信用差幅期权来表示。在信用等级变化过程中,数据的缺乏是一个主要问题。发行者需要大量的数据和分析来对这种信用工具进行定价。

第六节 最新组合类金融工具

一、贷款与票据的组合

(1)票据发行便利(Note Issuance Facilities),借款人同时是短期票据的发行人,贷款银行则作为承包银行,承诺承购借款人未卖出去的票据部分或承担提供备用信贷的责任。票据是短期的,通常为 3—6 个月,银行与借款人的约定期限则是中期的,通常为 5—7 年。NIF 就是一种典型的转移风险、增强流动性的金融创新。一方面它把中期信用“解捆”、“重组”为若干次短期信用,降低了信用风险,另一方面,它将贷款形式与票据形式相组合,将个别机构承担的风险分散到了多个机构之中,并且以票据(通常为本票或存款证)的形式增强了流动性。

(2)循环承购便利(Revolving Underwriting facilities),在票据发行便利的基础上,进一步的改变。借款人发行短期票据,一家或几家贷款银行提供中期周转性贷款承诺,在存贷额度的范围内,票据可以循环使用。贷款与票据的这种组合,起到的作用也完全类似于 NIF。

(3)可转换贷款证(Transferable Loan Facility),借款人为可转让贷款证的发行者,贷款银行则作为贷款证的购买者。贷款证以标准化的形式,写明借款的各项条件、还款的日期及可转让的性质。一笔贷款化为一系列贷款证,贷款银行购买后可将它们自由转让。可转让贷款证业务是一种类似于票据发行便利的金融创新,分散风险,增加流动性。与 NIF 相比,它应更有利于银行,能使银行灵活地安排资金头寸。这种组合中贷款

(4)福费庭(Forfaiting),从事中长期资本货物出口贸易的出口商与进口商达成协议,作为贷款人的福费庭金融机构,买断出口商的债权,融通全部资金,作为实际上的借款人的进

口商,将应付款项化为一系列有若干到期日(通常以6个月为间隔)的远期票据(汇票或本票),进口商开具本票或承兑已开立的以进口商为付款人的汇票,并由大银行以保函或背书担保形式加保。福费庭机构——贷款人再在票据到期日,逐笔向进口商及票据的担保银行提示付款,直到全部收回。福费庭的融资形式是以票据形式出现的。它们作为贸易融资工具具有着操作简便及法律依据充备的优越性,这也是贷款与票据的一种有机组合。

(5)证券化信用,各银行将一组贷款项目收集起来,形成一个组合,转让出售给一个专业机构(Special Purpose Vehicles),由这个专业机构发行长期或短期的证券。它作为借款与投资者的一个中间媒介,对于借款人来说它是债权人,对于投资者来说它又是借款人。这种专业机构发行的证券通常作为资产背书加保证证券(Asset—Backed Security),即它发行的证券是从银行转让出售给它的贷款项目资产作为抵押,有时,这类证券还得到政府背书的形式为担保。原先在贷款期满前,银行只能将贷款作为一项资产记录,无所作为,银行因为这种缺乏流动性的特点而收取较高利息费用。但现在贷款可作为可交易的证券形式出售后,流动性增强了,费用也可降低。而且,证券化信用的风险被分散成了几个层次。证券化信用体现了金融创新中的一系列基本特点:证券化、全球化、套利、保值/风险分担、竞争等。

二、贷款与外汇买卖的组合

如平行贷款(Parallel Loan),借款人与贷款人位置合二为一,两个不同国家的公司,同时互相借出与贷出两种不同的货币,借与贷的时间由协议规定。到协议终止时,再相互归还各自借来的贷款。开始的互借与最后的互还对冲,平掉了汇率风险。这种平行的互借互还,实际上融合进了外汇买卖的过程。

又如多种货币及合成货币贷款,借款人在借款时,要求贷款人用自己选择的几种货币支付贷款,或者直接筹借用合成货币标价的贷款,如欧洲货币单位(ECU),特别提款权(SDR)。多种货币及合成货币的贷款,都有着中和货币的汇率风险,保障贷款价值的作用。

三、贷款与期权的组合

如货币转换便利(Currency Conversion Facility),借款人与贷款银行在签订贷款合同的同时,再签订一项货币期权合同。借款人作为一笔外汇期权的卖出者,贷款银行则作为这笔外汇期权的买进者。一般以贷款提款时的汇价为约定价格,在贷款期限内的某一日期,按约定的价格买入(卖出)这笔外汇,将这笔贷款转换为另一种约定货币。而作为代价,贷款银行应支付给期权卖出方——即借款人的期权价格,统算进贷款成本,因此,贷款利率就下降了。这也是一种转移风险的金融创新,它的本质即是将目前的利率的价格风险转移为未来的利率风险,贷款成本因此降低。

四、贷款与互换的组合

如货币互换选择(Standby Currency Agreement),借款人与贷款银行在签订贷款合同的同时,再与另一家银行——互换银行签订一项互换交易的合同。互换银行在贷款期限内的某一未来日期,有权用另一种货币与借款人所借的货币进行互换,作为代价,互换银行支付给借款人手续费,从而降低了实际贷款的利率。货币互换选择的本质也是将现今的高利

率风险转换为将来的汇价变动的风险,减少了筹资成本。

五、贷款与股权的组合

如股权分享贷款,贷款人向借款人提供项目贷款时,与借款人达成这样一种利益交换,分享贷款项目的一部分股权,作为代价,以低于市场利率的方式提供很优惠的贷款。当然,贷款人与借款人一同分享股权的同时,也更进一步地要共同承担项目的各种风险。在贷款协议中,往往会涉及许多项目管理方面的内容,贷款人也可要求加入一系列补偿规定。贷款与股权的这种组合,同时蕴含了转移价格风险与产生股权的积极意义。

六、贷款与其它综合性工具的组合

近年来兴起的多种选择便利(Multi—option Facilities)容纳了更多的贷款与其它各种金融工具组合的可能性。借款人与贷款人在签订信贷协议时设立了众多的选择,既包括银行承诺提供各种贷款,又包括提供诸如银行承兑、票据发行便利、商业票据、短期现金预支和一揽子金融服务方式,借款人可自由选择一种或几种融资方式。MOF 方式多样,选用灵活,成本也比较低。若以银行承兑便利方式进行筹资,先在协议中订明筹资的总金额,在额度内,借款人可根据当时银行承兑汇票贴现率折合的利率与 LIBOR 利率的情况,选择其中较低值者使用,这样实际上就增加了降低贷款实际成本的可能性,充分利用了承兑汇票贴现率与 LIBOR 利率之间的利差。MOF 的发展前景,将在自由化、综合化的金融创新浪潮中,衍生出更多新的品种。

第七节 套期保值的衍生

一、结构

变数值中性套期保值(以下称“变数套期保值”)是一种套期保值交易方式,目的是为了减少由于原资产价格(如美元、日元现货期权,其现货汇率=现货汇兑价格)变化所产生的期权风险。

变数值,系指当原资产价格发生了一个百分点的变化,而其他条件不变时,期权费用(相当于每一美元期权的价格)将随之发生几个百分点变化的数值。例如,当汇价发生 1 日元变动时,如果费用变化 30.5 日元,则变数值为 50%。

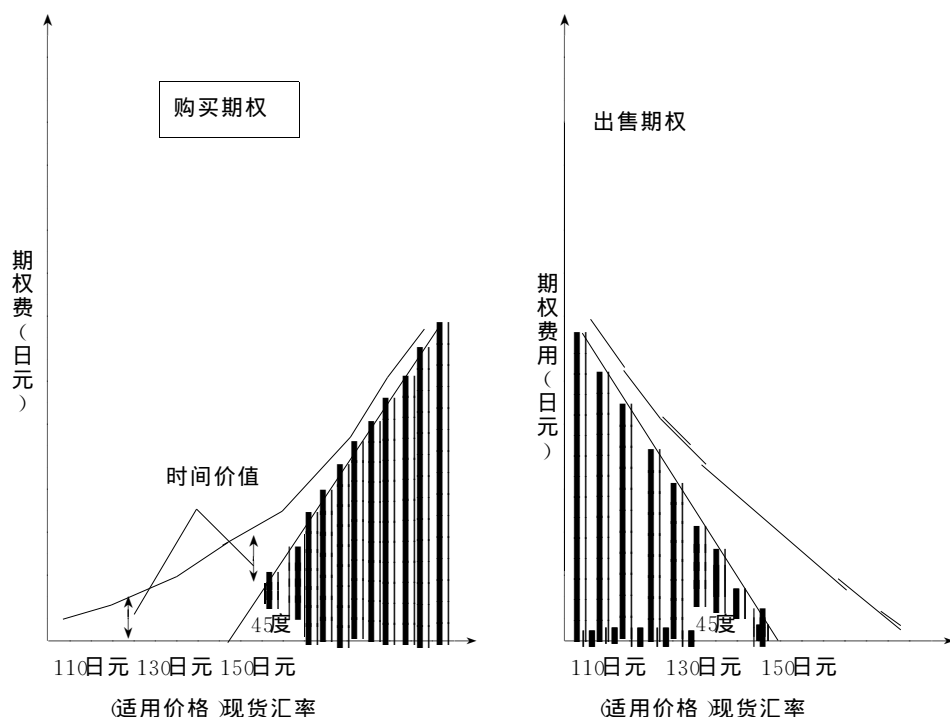


图 4.3.1 期权费用与现货汇率的关系 1

期权费用在期满前的状况如图表 4.3.1 所示。

斜线部分为固有价值,用于表示期满日时的期权价值。例如,适用价格为 130 日元的购买期权,当现货汇价为 140 日元时,则通过行使购买期权,以 130 日元的价格购买美元,然后以 140 日元的价格在市场上售出,可获得 10 日元的价差。

但是,与固有价值相比,期满前的期权具有更高的保留价值。这种高出固有价值价值称之为“时间价值”。例如,设目前的现货汇价已经是 110 日元,期满日到来时,因为“超出价值”的概率不是零,所以购买期权也不会成为无价值的买卖。也就是说,不管现货汇价是多少,当比现货汇价更有利的汇价出现时迎来期权期满日这一可能性的概率不是零,所以期权费用就会比原来的价值更高。

以上说明了期权费用与现货汇价的关系。时间价值又是如何决定的呢?决定时间价值的因素有到期满日为止的时间价格变化率和利率(本例中仅指美元、日元的短期利率)。这三个要素中,前两者尤为重要,试简单说明如下。到期满为止的时间越长,由此产生的不确定因素就越大,因此费用也就越高。另外,随着期满日的临近,时间价值也逐渐地向固有价值的曲线接近(图表 4.3.2)。即,至期满日的期间越长,则时间价值越大。另外,若变化率高,同样也会引起不确定因素的增加,因此费用也就较高(因为期权是一种保险业务,因此分析一下决定保险费用的方法就容易理解期权费用)(图 4.3.3)。

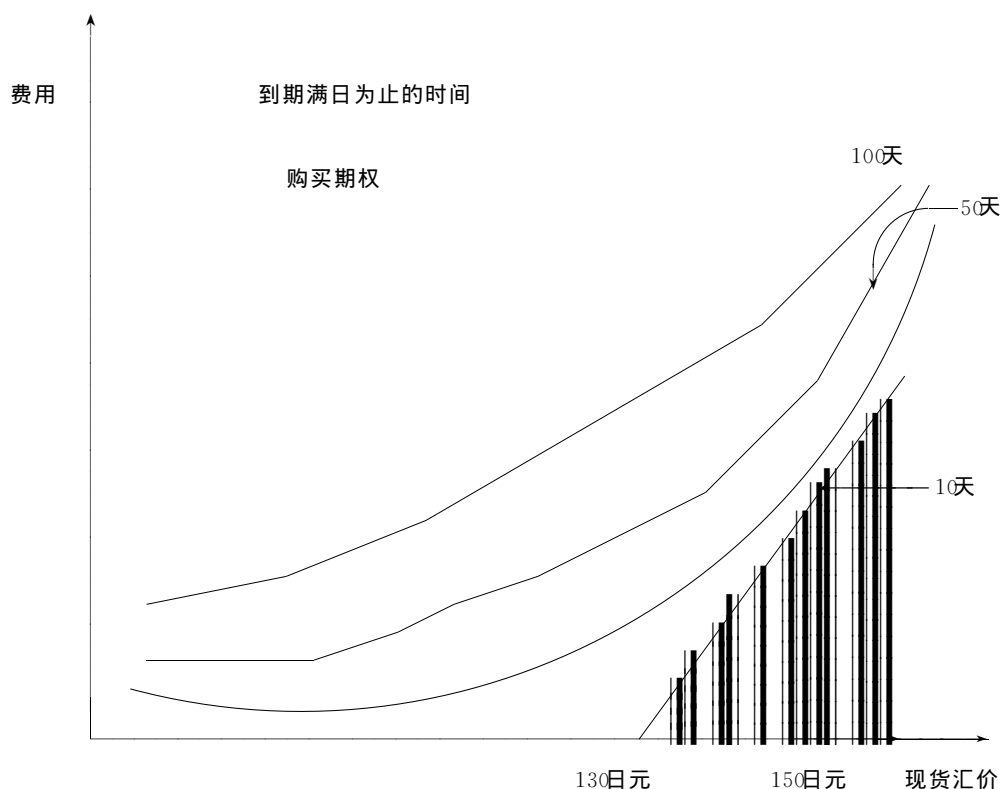


图 4.3.2 期权费用与现货汇价的关系 2

仔细观察现货汇价与期权费用的关系曲线图后,能够发现该曲线都是向下凹陷的。这表明在购买期权的情况下,随着美元的升值,现货汇价发生 1 日元变化时,期权费用的变化程度也随之增大;出售期权时则相反。假设现货汇价变为 80 日元或 200 日元时,这种关系就更容易理解了。在购买期权的情况下,即使现货汇价从 80 日元上升了 1 日元,由于适用价格是 130 日元,因此以超出价值迎来期满日的概率不会发生太大的变化,作为期权价值的费用也不会有较大变化。相对而言,当现货汇价为 200 日元,已经形成较大的超出价值时,若行情又进一步向超出价值方向发展,则限定已持有期权损失的特殊功能将被减弱,因此不光是现货,费用也将以同现货大致相同的程度发生变化。

因为变数值是表示当现货汇价变化一个百分点时费用将变化几个百分点的数值。实际上表示费用与现货汇价关系的曲线只能依靠变数值来说明。

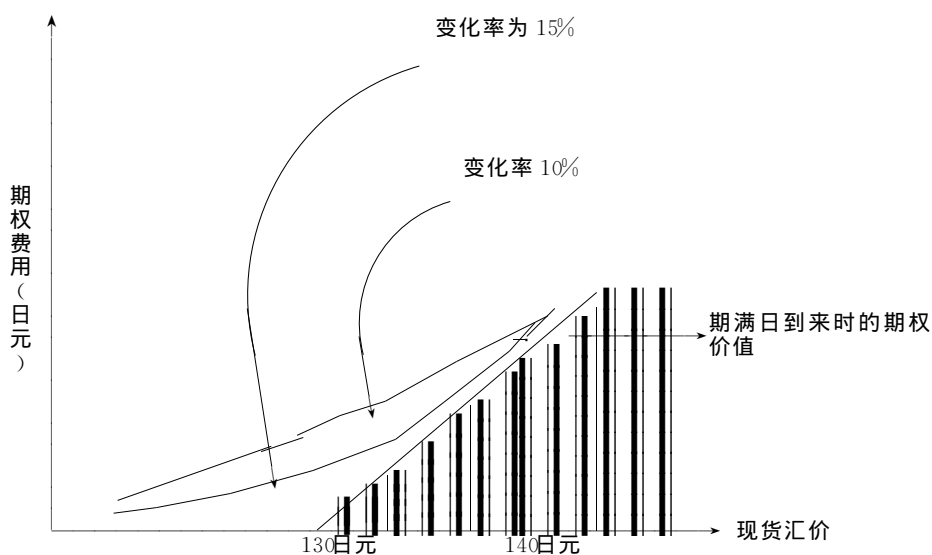


图 4.3.3 期权费用与现货汇价的关系 3

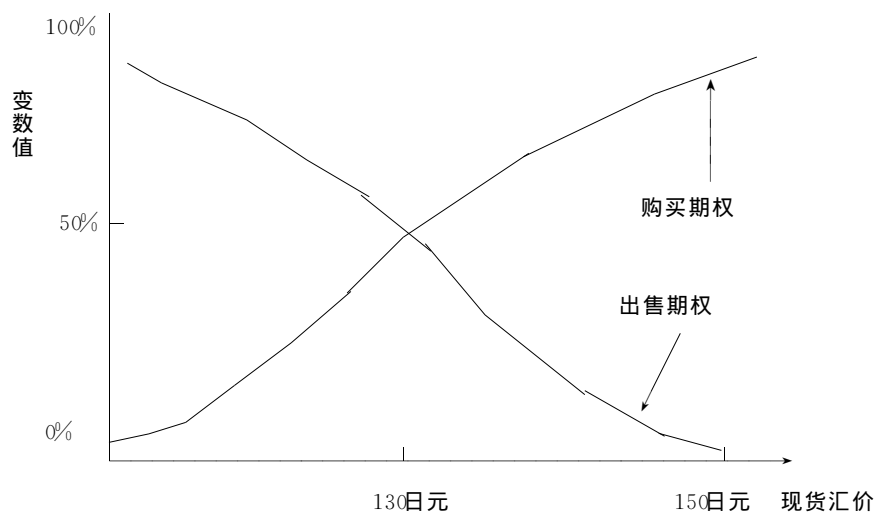


图 4.3.4 变数曲线与现货汇价的关系

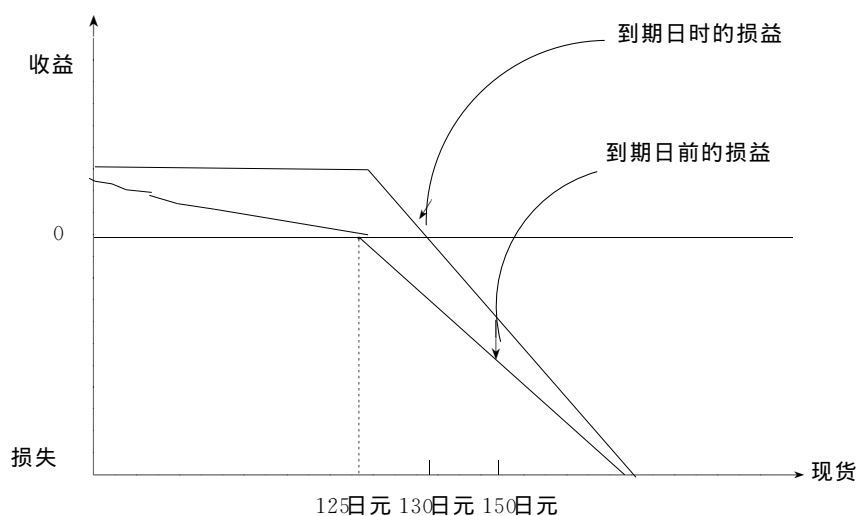


图 4.3.5 损益关系

绘制多种现货汇价曲线趋势如图 4.3.4 所示。取变数值的范围为 0 至 1, 当适用价格与现货汇价相同时, 其变数值约为 0.5 左右。

变数值套期保值是这样一种技术, 即在持有期权头寸的状态下, 以依据当时的现货汇价计算出来的变数值作为套期保值比率, 在现货汇价的变动风险中对期权进行套期保值。下面以具体事例加以说明。

二、应用举例

表 4.3.2 期权变数值的变化(购买期权)

现货汇价	变数值
125 日元	45%
127 日元	47%
128 日元	48%
129 日元	49%
130 日元	50%
131 日元	51%
132 日元	52%
133 日元	53%
135 日元	55%
140 日元	58%

设出售 100 万美元、适用价格为 130 日元的购买期权。如果该期权的费用(或称溢价)为 2 日元,期权卖方的最大收益为 200 万日元(2×100 万美元)。但同时也应该认识到,若行情向美元升值方向转化,则在该期限内的损失是无限的(图 4.3.5 是以 125 日元作为出售时的现货汇价,同时设除汇价变化外,其他条件不变)。如果卖方打算以投机为目的,出售期权,并在对自己有利的行情时买回,则若美元升值,在买回该期权时,必须交付的期权费用就如图 4.3.1 所示相应增多,因此将蒙受损失,且这种损失是无限的。

如上所述,对因现货汇价变化所产生的风险进行套期保值的技术,就是变数值套期保值。该期权的变数值,大致如同图 4.3.6 所表示的那样发生变化。设以 125 日元出售期权,同时进行套期保值,则若能以现货购买到 45 万美元($=100$ 万美元 $\times 0.45$)就是理想的交易。“变数值为 45%”这一概念系指现货美元升值 1 日元,则费用上升 0.45 日元。如果购买期权的卖方在美元升值 1 日元时,买回 100 万美元同类期权进行平盘的话,则实际交易状况是:以 2 日元出售期权,同时以 2.45 日元购买期权,由此发生 45 万日元($=100$ 万美元 $\times (2-2.45)$)的损失。但是,若卖方预先以现货汇价购入 45 万美元,当美元升值 1 日元时,便会产生 45 万日元的利益,因此相对现货的变化而言,该期权的头寸可以说是无风险的。

表 4.3.3 变数值套期保值,在现货市场上的操作

	购入购买 期权时	出售购买 期权时	购入出售 期权时	售出出售 期权时
美元上升	增加出售 头寸	增加购买 头寸	减少购买 头寸	减少出售 头寸
美元下跌	减少出售 头寸	减少购买 头寸	增加购买 头寸	增加出售 头寸

然而,变数值会随着现货汇价的变化而变化,因此有必要改变套期保值的比率。上述例子中,当现货汇价为 125 日元时,变数值为 45%;127 日元时为 47%,因此当现货汇价上升到 127 日元时,就必须以现货价买足 2 万美元($=100$ 万美元 $\times (47\% - 45\%)$)。即,在出售购买期权的情况下,若美元升值,则必须略微多买一些美元;反之当美元下跌时,必须略微售出一些美元。

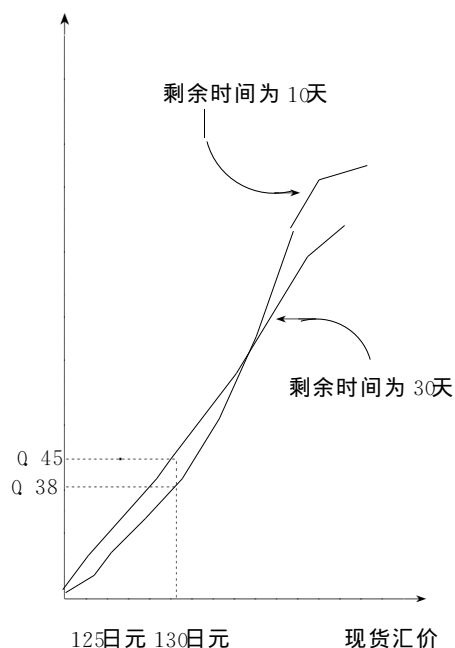
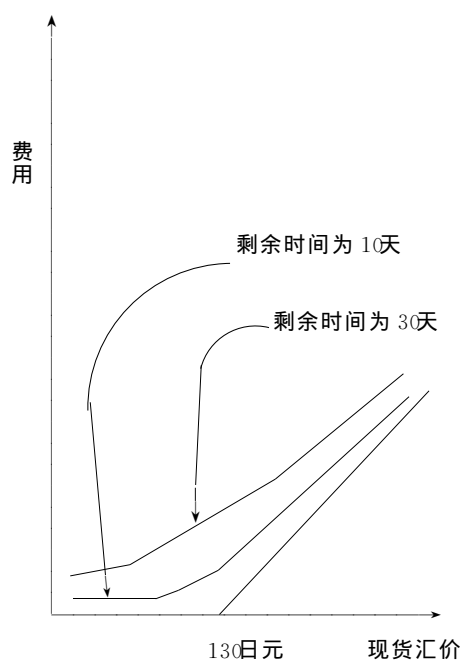


图 4.3.6 剩余时间长短与变数值的变化

图 4.3.7 变数值因剩余时间长短发生变化

现货汇价	变数值
125 日元	38%
128 日元	45%
130 日元	50%
132 日元	55%
135 日元	62%

剩余期间为 10 天的
购买期权

现货汇价	变数值
125 日元	45%
128 日元	48%
130 日元	50%
132 日元	52%
135 日元	55%

剩余期间为 30 天的
购买期权

<应用要点>

(1) 应该注意,即便采用“变数值套期保值”这一技术,也不能说已经完全对所持有的期权进行了套期保值。变数值套期保值交易,确实能够针对现货汇价变化产生的期权费用变化风险进行套期保值,但它无法对价格变化率等其他因素的风险进行套期保值。从这个意义上讲,变数值套期保值交易只是对持有的期权风险进行了部分套期保值。

(2) 近来,在利用期权进行投机交易中,除了像以往那样针对汇价走势者外,更多的是仅单纯就价格变化率的高低进行期权买卖(若变化率高,则费用高,因此购买期权;变化率低,则出售期权)。此时,要对原资产的价格变化进行套期保值,就必须承担价格变化率的风险,而变数值套期保值交易在这种期权买卖中是不可或缺的。

(3) 最后一个应用要点涉及到与变数值套期保值成本有密切关系的伽马。所谓伽马,是表示当原资产价格发生一个百分点变化时,变数值将发生几个百分点变动的系数;伽马越大,套期保值成本越大。如图 4.3.7 所示,剩余时间短的期权,在因现货汇价变化而使变数值发生变化方面,比剩余时间长的期权更加激烈。该图中,是假设现货汇价从 125 日元上升到 135 日元,然后又返回到 125 日元。伽马值小、剩余时间为 30 天的期权交易,在该期限内,仅通过做占本金 10% 的现货买卖即可完成,但剩余时间为 10 天的期权,则买卖须占本金 24% (62%—38%) 的现货才能结束交易,因此套期保值的成本也随之加大。故在进行变数值套期保值交易时,必须注意衡量伽马的大小。

第八节 资产出售

一、结构

资产出售系指银行等金融机构通过出售贷款债权使其资产具有流动性。做法是银行将拥有的资产——贷款债权出售给第三者(通常为金融机构),这样既能获得手续费收入,同时还可以减少银行贷款(风险资产)金额,提高自有资本比率。据说该业务源出自美国,从 60 年代后期起,一些曾以贷款业务为主,主张扩大资产规模的大商业银行,开始改变其经营战略,出售拥有的贷款债权。目的在于确保资产的流动性。众所周知,美国 1933 年颁布的银行法将银行与证券公司的业务范围严格加以区分,致使银行因无法从事商业票据交易而失去了该领域的收益,因此,也有一种说法是,银行为求生存,与上述法律抗衡,唯有寻求出售贷款债权业务,使自己兼具投资银行的功能。日本现已(1990 年 8 月)出现通过信托方式提高住宅贷款债权流动性的业务。对于向企业提供的普通贷款债权,其流动性问题目前尚处在研究之中。资产出售的基本形态大致可分为以下三种。

1. 参与贷款

在贷款银行与债务人签订的贷款合同中,注明“可以将依据贷款债权收回全部或部分本息的权利出售给第三者(参加人)”的条款。根据这一条款,贷款银行即可将从债务人收取本息的权利出售给他人。

2. 债权转让

在事先通知债务人的前提下,将贷款债权转让给债权购买银行。债权购买银行取得直接向债务人要求还本付息的权利。

3. 更改

贷款银行与债务人修改所签订的合同,更换该项资产的债务人,取消原合同中贷款银行与债务人的债权债务协议,按照新的规定,在债权购买银行与债务人之间建立内容相同的债权债务关系。

从 80 年下半年开始,这一新型金融业务在市场上逐渐推广起来。目前广泛应用于解决对债务国的债权流动性等诸多领域,今后随着业务量和种类不断增加,其发展前景不可估量。

二、应用举例、手续、收益率的计算

在美国之内,以往只有那些获得 BBB 以上资信评级的企业,其拥有的资产才可能成为交易对象。近几年来,交易对象日趋扩大,甚至连没有取得资信评级的美国企业以及包括日本在内的众多外资企业也屡屡涉足这一领域。美国一些资历较深的银行,在选择资产销售对象时依然持谨慎态度,要求相当严格。主要原因有以下两点。

(1) 这些银行根据自己的信贷政策,严禁出售带有商业机密的资产,以维护银行信誉。

(2) 联邦储备银行也不允许资深的银行将其机密性贷款债权出售给企业评估能力较差的银行(包括美国国内银行、外籍银行及其他金融机构)。因此,在过去的十几年中,短期贷款债权的流动性方面尚未发生过违约事件。出售银行根据债务人的资信及经营情况确定信贷额度,在额度范围内提供信贷,直至出售发生为止。出售价格是以每天的美元利率为基准,进行利率套做后提出报价。由于种种原因(如期限不符或利率较低等)无法出售时,出售银行一般来说该笔资产以头寸形式一直保存到最后到期日。出售价格的水平在出售业务刚发生时,通常为商业票据利率基础上加 $0.1\% \sim 0.3\%$ 的利差。近年来该利差逐渐缩小,与商业票据利率水平趋向接近。关于资产的交易期限,目前以隔夜和 $1 \sim 2$ 周的交易为主,约占总交易量的 80% ;最长不超过 6 个月。美国的企业通常由标准普尔公司和穆迪公司等著名资信评定机构进行评级,因此比其他国家的企业更容易判断其资信状况。美国国内出售的普通贷款债权交易,若在日本国内其价格水平现已超过 LIBOR 加 $0.1\% \sim 0.3\%$ 。

下面以参与贷款形式为例,介绍普通贷款债权买卖的具体方式和方法。出售银行和购买银行就债权买卖业务商定之际,应先签订“参与贷款买卖基本协议书”。

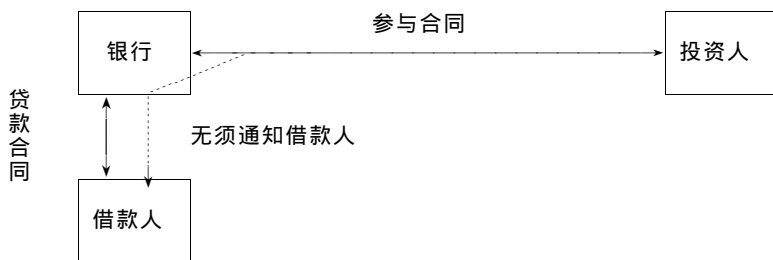


图 4.3.8 美国资产出售业务的一般结构

日本由于在传统上一直奉行抵押原则,所以在资产出售业务中,一般采取将债务人向贷款银行开立的借款票据进行出售的形式。

1989年5月31日,日本金融制度调查委员会发表了题为《金融机构普通贷款债权的流动性问题》的报告。其主要内容有:(1)通过提高普通贷款债权的流动性,可以达到如下三个目的:①提高自有资本比率;②增强防范利率变化风险的能力;③使金融市场上的资金分配更加合理。(2)提高流动性的第一阶段,可采用民法中规定的记名式债权转让方式,买方仅限于由大藏省管辖的金融机构。该报告还提出了如下建议:

(1)金融机构间相互买卖时,卖方不承担支付担保和购回义务。

(2)不可转卖。

(3)得到债务人的承诺后方可出售。

(4)出售债权的金融机构可以接受购买债权金融机构的委托,负责债权加收和抵押管理等事宜。

(5)不限定债权买卖业务的范围。关于非上市企业的财务状况公开问题,拟采用签订非公开协议的方法加以解决。

(6)最低转让金额为1亿日元。

(7)转让价格及委托事务手续费由当事人协商确定。

(8)交易参与人(无论是出售方抑或购买方),必须是银行或其他金融机构。

关于债务人对出售债权的承诺问题,并非仅指在出售债权时需要承诺,报告认为,应在签订贷款合同时,连同其他问题一并得到借款人的承诺为宜。该报告还反复强调了开办资产出售市场的重要性,并就今后的管理和改进等问题作了全面论述。

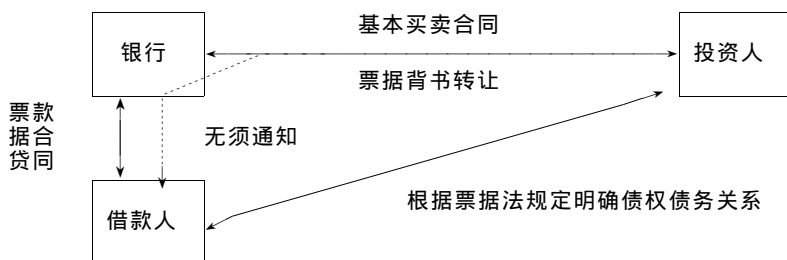


图 4.3.9 贷款票据背书转让方式

从经济角度上看,资产出售的性质与商业票据及期票的承购和买卖活动是相同的。随着交易范围和对象进一步增加,将有助于金融市场更加健康地发展。必须指出的是,与该业务有关的会计处理方法、税收、金融制度和法规、金融惯例,以及维护债务人和投资家的权益等问题,尚有待于进一步研究解决。