

第六章

美国饲料 谷物市场 的风险经营

世界饲料谷物市场上存在着多种风险。本章将讨论与消费者和生产者的饲料谷物价格有关的风险,以及如何面对这些风险。我们将全面考察期货,期权,掉期,衍生交易和现货交易,以便对饲料谷物市场的风险经营提供一个完整的印象。

今日的风险经营交易起源于1848年的芝加哥。美国中西部生产的饲料谷物由于供给,需求,运输,库存和价格等方面的波动,常常给消费者和生产者造成风险。目前,来自世界各地的私人 and 政府购买者从美国购买谷物。有必要提醒饲料谷物的进口商避免现代化市场上的这些风险。

谷物进口商在作出买卖交易决策时,需要借助一些机制来发现市场价格。一旦认定了市场价格,他们就须找到一些机制来缩小从交易日到实际交货日之间的价格风险。

以下是一饲料谷物进口商需要以某一机制来缩小价格风险以进行其交易的例子:一位波兰的谷物进口商于1994年7月决定,他将购买100,000蒲式耳美国玉米,来年3月交货。1995年3月交货的玉米目前价格为2.75美元/蒲式耳(1蒲式耳玉米等于56磅。1吨大约相当于2204.7磅。因此,1吨玉米约相当于39.368蒲式耳)。该进口商签的一份合同规定,他3月份购买玉米后,将于同月将玉米作为混合饲料的一部分转售于波兰的奶牛场主,价格按进口商得到3.05美元/蒲式耳计算,其中,2.75美元是进口商的谷物成本,加上20美分加工成本和10美分利润。然而,到1995年3月该进口商交款提货时,玉米市场价已涨至每蒲式耳3.25美元。该进口商的总成本和利润已涨至每蒲式耳3.55美元,但其从与奶牛场主预签的合同中只能得到每蒲式耳3.05美元。没有附加的风险经营措施,该进口商将由于承诺期与交货期之间的价格波动而造成每蒲式耳50美分的损失。

为控制这种价格风险,美国和其他国家的谷物购买者可利用一些工具来使市场风险达到最小。价格风险可利用现金交易,期货交易,期权交易,掉期交易和衍生交易中的任何一种或几种来降低。

现货交易(Cash Trade)

现货期货合同(Cash forward contract)是饲料谷物市场交易者进行风险经营的一种有效方法。在现货交易市场上买卖实际货物,于以后特定日期交货,是现货交易的最通行形式。现货期货合同与本章讨论的其它手段相区别的特征是:

- 1、买方承诺于商定时间和地点接收一商定数量商品的义务,不得以出售期货合同进行冲销而自动取消。现货交易的这一性质对每一笔交易来说都是唯一的。某种情况下,交易方可能愿意签订对销合同,但交易的个别性质不允许有期货合同的灵活性。

- 2、现货期货合同的条款和规格不标准化。此类合同的价格不像期货交易所那样以喊价方式来确立。

3、现货期货合同不受期货交易法规的约束。更常见的是,它们往往服从于现货市场交易者中的自我规范和仲裁的交易法规。

4、现货期货合同包含了两个特定方的直接契约关系。期货合同中,买方并不直接与一特定的卖方签约,反之也是一样;相反,每一方都只与交易所的票据交换所打交道。

由于现货交易的流动性,控制交易的规则,以及交易各方的优良素质,使得谷物现货交易市场可被用作风险经营的手段。但更常见的是,谷物现货交易市场被饲料谷物的买方和卖方用来与美国期货交易所的期货和期权市场一道使用。

期货交易(Exchange Traded Futures)

谷物生产者和消费者可用来减少风险的第一种风险经营手段是期货交易合同。市场交易者之间的期货交易在类似芝加哥交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)的期货交易所中进行。期货合同是承诺买卖一种远期交货商品的契约,其价格要在合同签约时便确定下来。而后,此类合同的各方有义务按规定的价格,交割标准数量和质量的货物,或通过冲销合同的方式来履行其条款。

由于期货市场的规范化,卖方和买方得以用一个合同与另一个合同进行交易,并实际上冲销其交割现货的义务。(期货市场上的冲销,指获得一个与其原先的期货交易相反且数额相等的期货头寸。如原先为卖方,则买进一合同)。

在交易所,期货交易有几种目的。由于期货交易中的价格是通过买方和卖方间连续的拍卖而取得,所以期货市场是上述手段中唯一最有效的确立价格的机制。除了提供实际市场价格的确立过程外,期货市场还有其经济职能。当商品生产者和消费者利用期货市场来降低价格风险时,一个结果就是价格风险的成本被降低或消除了。这反过来又降低了存货的成本或履行与谷物产品最终消费者预签合同的成本。库存或履约成本的降低,不仅有利于商人,加工者和其他交易者,同时也因降低了食品价格而有利于成千上万的食物消费者。

期货市场还起着缓和供给过剩(伴随低价格)与供给短缺(伴随高价格)之间价格波动幅度的经济职能。期货市场即是通过价格使所有交易者都在价格上接近于供求均衡状态而达到这一目的的。

如上所述,美国饲料谷物的海外购买者可在买方采购策略中有效地利用美国期货市场。无论买方购买饲料谷物是以装货港的离岸价(FOB),还是以到货港的货物和运费价(CNF)或到岸价(CIF)计算都如此。无论在哪一种情况下,买方都能有效地降低自己遇到的价格风险;在最有利的时间充分利用季节因素或/和其它市场因素控制谷物成本价;制定系统的购买计划;并且有可能通过固定玉米等基本饲料谷物的远期成本,而确定诸如肉,蛋,玉米加工产品附加价值产品的远期价格。由于商品期货市场的趋势有广泛的国际影响,因此,美国之外的商人和谷物消费者甚至在妨碍市场自由定价的受保护市场的经营中,也可利用期货来保护自己。

美国期货市场对于其它国家谷物消费者的重要性意味着,美国以外的大量人士可从熟悉该市场中获益。期货市场正在大多数发达国家,甚至一些新兴工业化国家中发展。购买美国谷物的商人明显地从该市场直接受益,而向进口商购买谷物制造食品或饲料的人也受益。其他人,如学者,经济学家,参与分配和零售的人员也会从期货市场中受益,因为他们需要在各自的领域中对食品供给和价格的未来趋势作出全面的分析。

期权交易(Exchange Traded Options)

在世界各国的期货交易所,最近15年又发展起另一种风险经营形式。建立于期货合同之上的期权交易是一种单方的合同,它赋予买方在规定时间内买进或卖出特定价格(不管其市场价格如何)的特定数量商品的权力。期权交易实际上在美国和国外的期货交易所中都进行,它们构成了饲料谷物风险经营计划的一部分。

与基本的期货合同不同,期权合同虽以期货合同为基础,但它是按事先确定的价格买进或卖出期货合同的“权力”,而基本的期货合同是在此价格时交货。期权有与基础的期货合同相一致的日期,但是通常并不一定像期货合同那样要按同样的日期到期。期权交易的是价格,称作溢价,代表着市场对这些“权力”的估价。期权买方要得到的是,按事先确定的特定价格在一规定时期内承购(买进)或交割(卖出)基础期货的权力。期权卖方,或签署者,有义务提供该指定期货,以交换他们认为代表了该被行使期权的风险的溢价或价格。这一溢价即是期权的市场价格。

期权的市场价格,或溢价,由两个因素决定:期权的内在价值和时间价值。内在价值相当于(如果有的话)期权利好(in-the money)额。期权利好意指期权的基础期货的现价(如12月玉米的现价),与期权合同中的商定价之间的差额。商定价是买方和卖方在冲销买进或卖出基础期货合同(此例中为12月玉米)的交易中商定的价格。

例如,如果基础期货按4美元的价格交易,则3美元商定价格买进将有1美元的内在价值。买进者将行使期权,并以3美元商定价格获得基础期货,同时以4美元在期货市场上售出而期权利好为1美元。脱价(out-of-the money)期权没有内在价值。

这并不等于说它们没有市场价值。期权溢价或期权价格的第二个因素是时间价值。只要一期权还余有时间,基础期货的价格就有机会(对买进来说)回升,并使该买进趋向于期权利好或更加期权利好。这一机会就是价值。

饲料谷物的消费者和生产者大都利用期权进行价格保险。例如,假定一台湾的玉米加工厂有一固定价格合同,向其客户供应玉米加工制品,因而该厂为空头玉米。该厂采购员认为玉米市场可能看跌,但不希望以缩减差额甚至亏空而结帐。该台湾玉米买主可能会等待预期的价格下跌。该买主利用期权,买进对付涨价的保险,同时等待玉米价格下跌。假定1994年7月玉米市价为2.75美元,按2.90美元买进12月玉米的买进期权可能定价10美分。该买主决定买进这一脱价的买进期权,作为防止价格升至2.90美元以上的保险措施。该买主玉米价格的最坏情景将是3.00美元(2.90美元+10美分)。如果市价跌至2.65美元以下,则该买主将会比仅买进一期货合同,或套期交易的情况要好。

期权可以是一种多重风险经营手段,只要使用得当,便能为饲料谷物购买者创造机会和利润。期权交易可以缩小风险,同时也为饲料谷物市场的风险经营者留有获得潜在报酬的机会。

场外掉期交易, 派生交易和贸易期权

饲料谷物市场交易者可用的一种新的风险经营手段是场外掉期交易, 派生交易和贸易期权市场。场外掉期交易(Over the Counter Market), 派生交易和贸易期权市场近年才发展成为饲料谷物市场的一种风险经营手段。在1992年的《期货交易实施法》(Futures Trade Practices Act)中, 国会终于授权商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)从《商品交易法》(Commodity Exchange Act, CEA)的法规义务中豁免掉期交易。CFTC已行使了该授权, 并对合格的掉期交易者豁免了掉期交易。该豁免十分广泛, 包括了许多不是近期才利用掉期交易的市场, 也包括农产品市场。在CFTC的豁免之前, 流行的合法观点是, 根据《商品交易法》, 掉期交易在农产品市场上是非法的。

掉期交易(swap)是一种远期合同, 其价格一般在开始时便对照一个或一组基础指数确定下来。结算可按商定的未来任何一个时点的该指数或指数群的价值计。掉期交易一般不转让实际交割权或交割义务。虽然掉期交易在农产品市场上尚不常用, 但其在其它许多市场的风险经营中已十分重要。掉期交易的货币, 资产和利率风险的名义价值总额是作为其基础的期货市场规模的数倍。随着近期农产品掉期交易的合法化, 这种饲料谷物经营市场很快便会发展到相当的规模。

险的名义价值总额是作为其基础的期货市场规模的数倍。随着近期农产品掉期交易的合法化,这种饲料谷物经营市场很快便会发展到相当的规模。

掉期交易比起期货和现货合同来有若干优越性。掉期交易的唯一限制是对方接受将被买进或卖出的风险的意愿。它是一种完全自由式的合同,可包括适应个人规模和规格的条款,也可对目前在交易或现金交易中尚未包括的风险进行套期交易。

掉期交易的一个例子是,一配合饲料商每月消费50,000蒲式耳(玉米当量)谷物,并正向本地谷物商寻求远期均价保险。然而,由于其它饲料谷物(大麦,高粱)的比价,该饲料商不愿承诺接收玉米这种近来交货给配合饲料厂的最廉价的谷物。与该饲料商打交道的当地粮商可向饲料商提出做一笔掉期交易,即建立一种浮动的合同,现金结算将对照邻近的芝加哥交易所玉米期货未来三个月的每月平均结算价格的价格指数。这样,双方之间就建立起一个信贷限额,除非市场价格超过了该信贷限额,否则,其将作为保证金。

三个月后,比较平均结算价格和开始时确定的价格,即可决定是饲料商还是当地粮商应该付款结算这笔掉期交易。这时,饲料商就可以决定买下最廉价的饲料混合物,而不用任何现货或期货的承诺来解决。全部买期货,将会使大笔资金被套牢成保证金,而购买现货玉米,又需要再行出售,或是努力解决与当地粮商的交易并处理由此产生的后续问题。

掉期交易的主要价值在于其能够套期交易那些以前无法进行套期交易的风险。上例中是以芝加哥交易所的玉米期货合同作为其价格指数。掉期交易也可用贸易刊物中公布的价格或经纪人喊价那样的模糊的指数。它们是十分灵活的,因而在风险经营中很有用。

并不是所有人都可以用掉期交易来作为饲料谷物市场的风险经营手段。以下是美国掉期交易市场参与者的法定准则:

1、总资产超过10,000,000美元,或净资本超过1,000,000美元的公司或其它实体,其进行掉期交易以解决其贸易业务。

2、经纪人。

3、期货代理商。

4、总资产超过10,000,000美元的个人。

5、按《雇员退休收入保险法》(ERISA)有利于计划,并且总资产超过10,000,000美元的雇员。

派生交易

派生交易(derivatives)之所以这么命名,是因为其价值派生于其它手段。广义的定义应包括在已有的期货交易所中交易的产品,期货和期权以及上述掉期交易的产品。一般来说,派生交易区别于其它形式的风险经营之处,首先是看其主要用途是否是转移市场风险,第二是看它们是否包含了上述其它手段中的两个或更多个。

期权定义为市场交易者之间权力的交易。掉期交易定义为没有实际交割的远期合同。派生交易是一种既显示了上述两种特征,但又不归属于任何一种的交易手段。派生交易是一种可在交易所的场内和场外进行交易的金融手段。其价格直接有赖于它的一种或几种基础交易手段的价值,或者商定的价格指数。派生交易包含对于基础产品权力或义务的交易,但不直接转让财产。它们被用于套期交易风险,或以浮动收益率换取固定收益率。

像掉期交易一样,派生交易可以因情况而定,从而使之能够用套期交易那些确实存在风险,但已有的期货,期权或现货市场交易又无法进行套期交易以解决的风险。

商品市场上所使用的许多派生交易是上述全部风险经营手段的结合。比如,含有期权因素在内的美国海湾(Gulf)港玉米离岸价风险的固定价格掉期交易,就是一种结合了本章讨论的许多风险经营手段的派生交易。

贸易期权

贸易期权(Trade Option)是派生交易市场与现金交易市场的结合。贸易期权不像远期合同中那样要求交割实际商品,它允许现金交易者在现金交易中使用期权中的权力。贸易期权是商业利益之间的一种场外交易合同,它使买方有权针对一确定价格和时期买进或交割谷物。

饲料谷物风险经营中的交易伙伴

套期交易者(Hedger) 套期交易者是一试图通过技巧将价格风险转移给他人,从而消除或缩小未来价格运行中预想不到的风险的个人。套期交易者一般是在期货交易所进行套期交易商品的生产者,加工者,销售者,买进者和卖出者。套期交易者可以是一些想要固定那些他未来某日将要得到的生长在他的田里或储存在库房里的产品的价格的人,或者,也可以是一些想要固定那些他未来某日必须付钱买来用于其交易的商品的价格的人。因此,一个农民在7月份种植了玉米,并想要确定秋季收获时他将得到的价格,就可以通过卖出玉米期货合同(并且通常于交割日前买进一合同进行冲销)来作套期交易。一养牛场主想要在7月份确定其牲畜12月所需玉米的成本,也可以作套期交易,即在7月份利用期货市场买进一期货合同,以后再于交割日前卖出一合同来冲销它。

投机商(Speculator) 投机商在预期今后价格看涨或看跌时,买进或卖出期货以得到利润。投机商无意交割真正的商品,因为他并没有将期货市场联系到产品的商业用途来使用。投机商向市场注入资本,是希望通过成功地预测价格运行来赢利。

期货掮客(Futures Commission Merchant, FCM) 严格定义的期货掮客是征求或接收按合同市场规则买进或卖出期货交割的商品,并获得接受人订单的付款,或向订单发出人延期信贷的任何个人,协会,合伙,公司或托拉斯。泛指期货掮客是那些为自己或他人而从事于买进和卖出期货,同时又是一期货交易所成员的经纪商。

介绍经纪人(中间商)(Introducing Broker, IB)

从事于征求或接收订单,以买进或卖出在一交易所进行期货交割的任何商品,并且不收受任何现金,证券或资产以保险,担保或保证由上述活动所引起的交易或合同的任何个人,注册为期货掮客“合伙人”者除外。

商品合资基金经理(Commodity Pool Operator) 类似于信托投资公司,从事于征求或接收资金,证券或资产,以便进行商品期货合同或商品期权交易的个人或公司。

商品交易顾问(Commodity Trading Advisor, CTA) 提供有关商品,包括商品期货或期权交易的适当性的分析或报告,以换取报酬的个人或公司。

票据交换所(Clearinghouse) 每一所美国商品交易所都有自己的票据交换所,以协调每日的买进和卖出,并保留交易所成员每一笔交易的记载。票据交换所处于买方和卖方之间,作为每一项合同的保证人。由于票据交换所体系的经营方式,期货的买方并不知道谁有义务提供他已同意买进的商品,同样,卖方也不知道如果他实际交割的话,谁会接收其商品,这种匿名的存在,是因为票据交换所对每一个买方来说是卖方,而对每一个卖方来说又是买方。票据交换所还在每一交易日结束时结清每一位客户的帐户。票据交换所的成员并不限于个人,其对公司和同伙也敞开大门。

套期交易的基价

套期交易为谷物贸易中希望去除或减少未来价格运行中的不可预见风险的人们所使用。作法是，将价格风险转移给投机商，他们愿意承担风险以期能够赢利。套期交易者谋求减少风险，为的是致力于从生产，加工，饲养和销售谷物的主要经营中赢利。以下是对套期交易的两个简要说明：

想要防止因价格上涨而受到损失的商人将买进一期货合同。因而，此人获得所谓期货市场的多头头寸，以对付现货市场上所谓的空头(指尚未获得所需粮食的商人)头寸的风险。

想要防止因价格下跌而受到损失的生产者将卖出一期货合同。这样，此人便得到期货市场的空头头寸，以对付现货市场上多头(指已拥有或可能增加以后将卖出的商品数量的商人)头寸的风险。

两种情况下，商人都大大缩小或消除了风险，因为现货和期货市场通常受到同样一些基本因素的影响。第一例中，在玉米现金交割价格为2.60美元时，以2.50美元买进一玉米期货合同的商人也许发现，以后玉米现货价格已涨至2.85美元，这样就比预期的贵出25美分。但是，期货合同价格可能也从最初的2.50美元涨至2.75美元，这样，该商人在卖出期货合同对冲后赢利的25美分，将弥补其现金交易亏损的25美分，价格变化的风险也就全部抵消了。第二例中，由于现金交易价格下跌25美分而受到损失的生产者，如果在他卖出一期货合同后，期货市场下跌了25美分，他也可以有同样的赢利来冲抵亏损。

上述简化的套期交易举例只是谷物市场上有效的风险经营的第一步。商品生产者和消费者还要对付谷物的时间和地点价值,这就产生了所谓“基价”的概念。

基价(Basis)是给定时间上一种商品的特定时间和地点交割的现货价格与其在特定合同月的期货价格之间的差价。比如,假定一商人于7月1日发现其能以每蒲式耳2.60美元在现货市场上买进11月交割的玉米,而12月期货合同的同期卖出价为2.50美元,则7月这一天的基价将加10美分,或对11月交割来说,“12月玉米期货加10”,现货价格低于期货价格时,就说基价为负;而高于期货价格时则说基价为正。像期货价格一样,基价是由谷物交易中竞价而确定的,现货价格则是期货价格加减基价的余额。

基价对于套期交易者十分重要,因为他试图利用期货价格来确定或维持现货价格。因此,预测现货和期货的差价,即基价,对套期交易者来说很重要。基价对于商品投机商同样重要,因为他要通过预测期货价格的动向来赢利,而期货价格最终必然类似于现货价格。通过了解基价,投机商可将现货价格与期货价格相联系。

期货市场起着全部市场信息交换所的作用,并提供了商品的真实市场价格,其价格的确立取决于现货和基价方程式的两个关键要素。第一个要素是,需要有期货市场指定交割地点的现货价格和到期期货合同正常结算的价格,其变异大致为与所有权转移有关的交割成本价。第二个因素是,需要有指定的期货交割点的市场价格与市场内其它地方的价格之间的高度相关。没有这一联系,将很难有效地进行在非指定交割点出售的商品的套期交易。以上为基价理论的核心。谷物基价的具体内容,或影响给定时间现货和期货差价的因素有:

1、时间因素,如在当地现货市场买进后至期货合同到期时谷物的储存费用,或需要用来在现货购买至期货月之间持有谷物的资金的利息费用。

2、因保险或拥有其名下的商品而产生风险的成本。

3、地点因素,指商品从现在地点至期货市场指定的交割地点的运输成本。

4、质量因素,包括现货谷物的等级,蛋白质,湿度和杂质含量等与期货合同规定的质量水平之间的差异。

5、基价被确定的时间和地点的供需条件。

基价理论试图解释现货和期货市场差价的变幻不定。它还有助于说明两种市场间的基本和固定的联系。由于谷物生产和消费具有季节性生产和连续性消费的特点,市场必须起到在过剩时鼓励储存和消费,在短缺时抑制储存和消费的经济职能。绝对价格,差价或期货交易所合同月之间的“买卖差价”,以及现货差价即基价一起完成这一经济职能。

由于这一联系,基价理论认为,对于在期货市场上可交割的谷物,消费者的现货基价不能超过相当于适当的期货价格加运费和交割成本的水平。一旦基价高于该水平,就将刺激交易者将库存从期货交割点转移到消费者地点,相反,该理论认为,现货基价水平也不能低于消费者能在本地有利地买进谷物运到应交割期货的交易所所在地的水平。

从出口角度来说,国外购买商应密切监视重要基价水平的出口装货地点有:五大湖港,美国大西洋港(常叫作USNH 或US North of Hatteras),美国墨西哥湾港(US Gulf)和美国太平洋港(常叫作PNW 或Pacific Northwest)。

世界上许多地方的购买商都特别关注新奥尔良和路易斯安纳(常叫作NOLA)的交易基价。新奥尔良占到美国谷物出口的50%以上。因为其拥有终年不冻的气候,并有驳船,铁路和卡车与生产地相通。

基价是理解现货交易的关键,也是理解实际商品与期货,期权和派生交易之间联系的关键,正是这一联系试图说明商品的价格。

交易基价和套头交易保值现货风险

当一商人要在期货市场上实际购买一种商品,并想防止其购买前现货价格发生预见不到的上涨,该商人一般会买进一期货合同,从而建立一个多头头寸。也可以说商人从事“买期保值”或“期买”。交易者称这样一个买方为“空头基价”。空头基价就是,当该商人想在期货市场买进实际商品时,其尚不拥有该商品,因而其盈亏将受到基价变化的影响。所以,该商人是空头基价。

当一买方认为现金远期合同的基价会疲软,而其能以买进期货合同来满足其需要时,一般他会从事买期保值活动。该买方随后将试图进行其期货合同的对冲卖出,并在以后基价溢价降低时再买进现货谷物。

如果一个人想在以后卖出一商品,一般他会考虑卖出期货合同,以防止在他实际卖出现货时价格发生意外下跌而受到伤害。这时,称该卖方为“空头套期”。其同时也是“多头基价”,因为此人虽然目前拥有库存谷物,但他卖出后的盈亏却要部分地取决于现货出售时基价的变化。当卖方认为现货远期合同的基价会坚挺,而他能通过卖出期货合同而得到较多的净收益时,他一般将考虑作空头套期。该卖方随后将试图在他进行实际现货卖出时买进期货合同进行冲销。

套期保值举例

例1:生产者的套期保值

一生产者计划于收获季节卖出500,000蒲式耳(相当于12,700吨)玉米。7月1日时,每蒲式耳现金价格为3.00美元,而12月期货为3.25美元。该生产者卖出100份12月期货合同作套期保值,因而建立了一个空头套期。到收获季节,他准备采取两项最终步骤:通过买进100份期货合同来冲销他先前卖出的期货以结清其套期交易,并在现货市场上卖出实际的谷物。这时,他发现现货价格已跌至2.50美元,而12月期货价格也跌到2.75美元。这样,该生产者确保了在7月份可以得到的每蒲式耳净收入3.00美元,但套期交易活动本身则既未盈利也未亏损。其运行过程是这样的:该生产者以2.50美元,而不是以他在10月或11月交割7月份背书合同时可得3.00美元实际卖出时,他在现货市场上每蒲式耳损失50美元。但是,这一损失又为他在期货交易中的每蒲式耳50美元的盈利所冲销,因为他是以3.25美元卖出期货冲销2.75美元买进期货而结算的。

