

金融期货与期权丛书 张慎峰 主编



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange



外汇期货

国际经验与国内市场设计

● 中国金融期货交易所外汇事业部 著



中国财政经济出版社

金融期货与期权丛书 张慎峰 主编



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

外汇期货

国际经验与国内市场设计

● 中国金融期货交易所外汇事业部 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

外汇期货：国际经验与国内市场设计 / 中国金融期货交易所外汇事业部
著. —北京：中国财政经济出版社，2015. 6

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6139 - 3

I. ①外… II. ①中… III. ①外汇交易 - 期货交易 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 059107 号

责任编辑：蔺红英 王 丽

责任校对：胡永立

封面设计：田 晗

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：010 - 88190406 北京财经书店电话：010 - 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 38.25 印张 699 000 字

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月北京第 1 次印刷

定价：85.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6139 - 3 / F · 4950

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报电话：010 - 88190492、QQ：634579818

《金融期货与期权丛书》

总 序



20 世纪 70 年代初，欧美国家金融市场发生了深刻变化。1971 年，布雷顿森林体系正式解体，浮动汇率制逐渐取代固定汇率制，汇率波动幅度明显加大。同期，各国也在不断推进利率市场化进程。随着欧美国家利率、汇率市场化程度的提升，利率、汇率风险逐渐成为市场风险的主要来源，经济主体对利率、汇率风险管理的需求大幅增加。金融期货期权就是在这样的背景下产生的。1972 年，芝加哥商业交易所推出了全球第一个外汇期货交易品种；1973 年，芝加哥期权交易所推出了全球第一个场内标准化股票期权；1975 年，伴随美国利率市场化进程，芝加哥期货交易所推出了全球第一个利率期货品种——国民抵押协会债券期货；1982 年，堪萨斯交易所又推出全球第一个股指期货——价值线指数期货合约。金融期货期权市场自诞生以来，发展一直十分迅猛。近年来，金融期货期权成交量已经占到整个期货期权市场成交量的 90% 左右，成为金融市场的重要组成部分。

金融期货期权市场是金融市场发展到一定阶段的必然产物，发达的金融期货期权市场是金融市场成熟的重要标志。金融期货期权能够高效率地实现金融风险在市场参与主体之间的转移，满足经济主体金融风险管理需求。1990 年，诺贝尔经济学奖获得者莫顿·米勒对其有过经典的评价：“金融衍生工具使企业和机构有效和经济地处理困扰其多年的风险成为了可能，世界也因之变得



更加安全，而不是变得更加危险”。

金融期货期权诞生以来，对全球经济发展起到了积极的促进作用。在宏观层面，金融期货期权显著提升了金融市场的深度和流动性，提高了金融市场的资源配置效率，有效改善了宏观经济的整体绩效；在微观层面，金融期货期权为金融机构提供了有效的风险管理工具，使金融机构在为企业和消费者提供产品和服务的同时，能够及时对冲掉因经营活动而产生的利率、汇率等风险敞口，使他们能够在利率、汇率市场化的环境下实现稳健经营。

党的十八大明确提出，要在更大程度、更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用，要继续深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革。李克强总理在《2015年政府工作报告》中首次明确提出，加强多层次资本市场体系建设，发展金融衍生品市场。可以预见，我国将进入一个经济金融市场化程度更高的新时代，利率、汇率等金融风险将成为市场主体日常经营中必须面对和处理的主要风险。在这样的时代背景下，加快发展我国金融期货期权等衍生品市场具有格外重要的意义。

一是有利于进一步提升我国金融市场的资源配置效率。期货期权市场的发展，有利于提升基础资产市场的流动性和深度，从而为基础资产市场的投资者进行资产配置、资产转换、风险管理提供便利，促进金融市场资源配置功能的发挥。

二是助推我国利率和汇率市场化改革进程。随着我国利率、汇率市场化程度不断提高，机构面临的利率、汇率风险在不断增加。如果缺乏有效的风险管理工具，包括商业银行在内的各类市场主体就无法有效地管理风险敞口。这不仅对金融机构稳健经营构成挑战，也会牵制利率和汇率市场化改革的进程。只有在利率和汇率市场化改革过程中，适时推出相应的期货期权衍生产品，才能保证利率和汇率市场化目标的实现。

三是有利于推动我国经济创新驱动，转型发展。实体经济以创新为驱动，必然要求金融领域以创新相配合，才能不断满足实体经济日益多样化、个性化的需求。金融期货期权是各类金融创新的重



要催化剂和基础构件，发展金融期货期权等衍生品，有利于推动整个金融行业开展有效创新，拓展和释放金融服务实体经济的空间和能量，促进我国实现创新驱动的国家发展战略。

当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求，加快发展我国金融期货期权市场已经刻不容缓。

2010年4月16日，中国金融期货交易所推出的沪深300股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，对于完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。中国金融期货交易所肩负着发展我国金融期货期权等衍生品市场的重大历史使命，致力于打造“社会责任至上、市场功能完备、治理保障科学、运行安全高效”的世界一流交易所，建设全球人民币资产的风险管理中心。加强研究和交流是推动我国金融期货期权市场发展的重要手段，中国金融期货交易所组织出版的这套金融期货与期权丛书，旨在进一步推动各方关注我国金融期货期权市场的发展，明确金融期货期权市场发展路径；帮助大家认识和理解金融期货期权市场的内在功能和独特魅力，凝聚发展我国金融期货期权的共识；培育金融期货期权文化，培养我国金融期货期权市场的后备人才。这套金融期货与期权丛书涵盖了理论分析、实务探讨、翻译引进和通俗普及等四大板块，可以适应不同读者的需求。相信这套丛书的出版必将对我国金融期货期权市场发展事业起到积极的推动作用。

中国金融期货交易所董事长

2015年5月

前言



外汇期货在全球三大主要金融期货品种中最早诞生。1972年5月16日芝加哥商业交易所（CME）在其国际货币市场（IMM）推出的外汇期货，为20世纪七八十年代整个西方国家金融创新拉开了序幕，开启了西方国家金融业的一场伟大革命。

1986年5月，诺贝尔经济学奖得主米勒（Merton H. Miller）在IMM诞生14周年之际，给予金融期货最高评价，称其是“过去20年最伟大的金融创新”。

时至今日，外汇期货正以全新的格局迎来历史性的发展机遇。一方面，以印度、俄罗斯、巴西、南非等金砖国家为代表的新兴市场国家外汇期货蓬勃发展，发展中国家已占全球外汇期货交易量的90%，交易额的27%。另一方面，发达国家外汇期货正焕发新的生机。2008年国际金融危机后，随着美国等发达国家对场外市场监管的加强，外汇市场期货化趋势日益明显。2013年，CME外汇期货交易量已经达到EBS交易量的1.14倍，日均交易额达1300亿美元，而在国际金融危机之前，CME外汇期货交易量只有EBS交易量的30%~40%。近年来，外汇期货占全球外汇市场交易额比重已经由20世纪90年代的2%左右提高到了目前的5%左右，这一历史性变化既是一种趋势，也是一种巨大的飞跃。

当前，人民币国际化高歌猛进，日新月异。2014年



跨境贸易人民币结算额高达人民币 6.55 万亿元，占我国货物贸易进出口总额的比重已达到 24.8%，亚洲、欧洲离岸人民币中心竞相发展。正是在这样的大背景下，以人民币标价的资产成为全球追逐的热点，以人民币为标的的外汇期货也成为全球争夺的战略性资源。2006 年 8 月，芝加哥商业交易所推出了第一款人民币外汇期货产品。目前，香港交易所、新加坡交易所、巴西交易所、南非约翰内斯堡交易所、莫斯科交易所和纳斯达克 OMX 交易所都推出了人民币外汇期货产品。台湾期货交易所等交易所也计划于 2015 年推出人民币外汇期货。境外人民币外汇期货市场的发展给我们带来巨大的压力。

同时，在我国“一带一路”对外开放和人民币国际化的大战略下，正是国内外汇期货市场建设的最佳时机。回溯 20 世纪 70 年代，七国集团（G7）货币的国际化程度已经很高，美国先入为主地发展外汇期货具有先发优势，巩固了美元在国际货币体系中的核心地位，而其他发达国家很难再发展一个与美国类似的市场。与此形成对比，当前以金砖国家为代表的新兴市场的货币还不是国际货币，或者说国际化才刚刚开始，境内的外汇期货市场发展明显好于离岸市场。所以，在人民币国际化稳步推进之际，为人民币外汇期货市场发展提供了极好的机遇。一旦人民币成为国际货币，待境外人民币外汇期货市场积累了足够的流动性，我国再发展外汇期货市场可能为时已晚。

本书系统介绍了外汇期货在境外的发展，汇总了中国金融期货交易所外汇期货开发团队多年的研究成果。全书分为四大部分，共 22 章。第一部分全面分析了包括外汇现货市场、外汇衍生品市场和外汇期货市场在内的全球外汇市场发展状况及特点，介绍了 2008 年金融危机后外汇衍生品场外市场监管加强的趋势，概括总结了外汇期货市场的基本功能；第二部分详尽论述了外汇期货的国际经验，从全球最早的美国外汇期货的诞生、发展，到金砖国家外汇期货的崛起，系统介绍了国际主要外汇期货市场的演变和发展，以及外汇期货在这些国家和地区，尤其是在金砖国家的应用，同时介绍和分析了交叉汇率期货和汇率指数期货在国际上的发展情况；第三部分论证了我国上市外汇期货的必要性、紧迫性及可行性，提出了我国



发展外汇期货的可行路径，详细阐述了我国人民币外汇期货和交叉汇率期货的制度设计，以及相应的业务规则和风险管理制度；第四部分主要介绍了外汇期货套保套利等应用策略。

“长风破浪会有时，直挂云帆济沧海”，我们坚信外汇期货在中国有巨大的发展前景，同时也坚信，外汇期货上市将助推人民币国际化，为企业的国际化经营及我国“一带一路”战略的实施保驾护航。希望本书的出版对各类专业人士和投资者了解外汇期货市场，以及未来参与我国外汇期货交易有所帮助。

目 录



第一部分 国际外汇市场概况

第一章 国际外汇市场概览	3
第一节 规模	3
第二节 交易货币	7
第三节 地理分布	9
第四节 参与者	11
第五节 交易工具	15
第六节 交易方式	17
第七节 市场组织结构	22
第二章 各外汇交易品种的市场发展情况	27
第一节 国际外汇现货市场	27
第二节 国际外汇远期市场	34
第三节 国际外汇掉期市场	39
第四节 国际货币掉期市场	42
第五节 国际外汇期权市场	46

第二部分 外汇期货市场的产生、发展及国际经验

第三章 美国外汇期货市场	55
第一节 美国外汇期货市场的产生	55
第二节 美国外汇期货市场早期发展状况	60
第三节 全球金融危机后美国外汇期货市场发展的特点	67



第四节 美国外汇期货市场发展的成功经验及启示	73
第四章 其他主要发达国家外汇期货市场	76
第一节 欧洲外汇期货市场	76
第二节 日本外汇期货市场	84
第三节 澳大利亚外汇期货市场	90
第五章 金砖国家外汇期货市场	96
第一节 金砖国家金融衍生品市场发展路径选择及经验借鉴	96
第二节 巴西外汇期货市场	105
第三节 印度外汇期货市场	117
第四节 南非外汇期货市场	130
第五节 俄罗斯外汇期货市场	141
第六章 其他新兴市场经济体的外汇期货市场	159
第一节 墨西哥外汇期货市场	159
第二节 韩国外汇期货市场	166
第三节 土耳其外汇期货市场	172
第四节 泰国外汇期货市场	180
第七章 境外交叉汇率期货市场	187
第一节 境外交叉汇率期货市场的产生、发展和现状	187
第二节 美国交叉汇率期货市场	195
第三节 俄罗斯交叉汇率期货市场	202
第四节 迪拜交叉汇率期货市场	207
第五节 新加坡交叉汇率期货市场	213
第八章 汇率指数期货市场	221
第一节 境外主要汇率指数介绍	221
第二节 洲际交易所的美元指数期货市场	233
第三节 芝加哥商业交易所的美元指数期货市场	237



第九章 外汇期货市场的基本功能	240
第一节 服务实体经济, 促进外贸稳定增长	240
第二节 降低外汇交易成本, 促进投融资便利化	246
第三节 增强经济抗风险能力, 降低汇率波动风险	251

第三部分 发展我国外汇期货市场的政策建议

第十章 我国外汇市场发展概况	259
第一节 我国外汇即期市场	259
第二节 我国外汇衍生品市场	266
第三节 20 世纪 90 年代我国外汇期货试点情况研究	278
第四节 人民币汇率指数及相关产品	284

第十一章 我国发展外汇期货市场的必要性	292
第一节 满足实体企业外汇风险管理和外贸稳定增长需要	292
第二节 助推人民币国际化和掌控人民币汇率定价权	296
第三节 丰富居民外汇投资渠道, 实现藏汇于民和减轻外汇储备压力	297

第十二章 我国发展外汇期货市场的紧迫性	299
第一节 外汇衍生品交易重心从场外向场内转移	299
第二节 境外交易所人民币期货竞相发展	303
第三节 人民币“走出去”, 定价权“留下来”	308

第十三章 我国发展外汇期货市场的可行性	314
第一节 交叉汇率期货完全可行	314
第二节 人民币外汇期货满足试点条件	316

第十四章 我国发展外汇期货市场的路径选择	318
第一节 建议优先上市交叉汇率期货	318
第二节 面向自贸区试点美元兑人民币期货	323
第三节 以人民币兑金砖国家货币期货为突破口发展境内人民币	



	外汇期货	327
第四节	布局人民币指数期货	340
第五节	发展场内人民币外汇期权	343
第十五章	交叉汇率期货仿真合约与规则设计	348
第一节	交叉汇率期货仿真合约设计	348
第二节	交叉汇率期货交割结算价的设计	381
第三节	交叉汇率期货相关业务及风险控制制度	385
第四节	交叉汇率期货仿真交易情况	404
第十六章	人民币外汇期货方案设计	407
第一节	面向自贸区试点人民币外汇期货方案	407
第二节	美元兑人民币期货合约设计	411
第三节	非美元货币兑人民币期货合约设计	439
第十七章	人民币外汇期权方案设计	467
第一节	人民币外汇期权合约标的选择	467
第二节	人民币外汇期权合约设计	474
第三节	人民币外汇期权交割方式与行权	503

第四部分 外汇期货的应用

第十八章	外汇市场基础知识	507
第一节	外汇市场的基本概念	507
第二节	主要货币介绍	509
第三节	外汇衍生产品介绍	516
第十九章	汇率制度和汇率决定理论	521
第一节	汇率制度的演变	521
第二节	汇率理论的演变历史与实证	525



第二十章 外汇期货套期保值	537
第一节 外汇期货套期保值的概念	537
第二节 外汇期货套期保值的基本类型	539
第三节 外汇期货套期保值比率	546
第四节 外汇期货套期保值风险	549
第二十一章 外汇期货套利交易策略	553
第一节 外汇套利交易的理论基础	553
第二节 外汇套利交易的基本类型	554
第三节 境内外人民币远期市场介绍及其套利交易	560
第四节 人民币外汇期货套利交易策略	567
第二十二章 外汇期货投机交易	572
第一节 投机交易的原理和类型	572
第二节 外汇期货的基本面分析	574
附录	578
1. 相关外汇专业术语	578
2. 相关币种译文对照表	581
3. 相关货币对译文对照表	582
4. 相关国别/地域译文对照表	583
5. 相关期货交易所译文对照表	584
参考文献	585
后记	594

第一部分 国际外汇市场概况



“美元是我们的货币，却是你们的问题。”

——美国前财长约翰·康纳利

现代国际外汇市场的创新与发展始于布雷顿森林体系风雨飘摇之际。1970年5月，加拿大率先使其货币自由浮动。1971年8月，日元开始自由浮动。1973年3月，布雷顿森林体系正式解体，时任美国财长乔治·舒尔茨对全世界宣告，美国作为全球支付体系看护者的时代已经结束了，“圣诞老人已经死了”（Santa Claus is dead）^①，从此主要国家货币汇率进入自由浮动时代。汇率的自由浮动给外汇市场带来了活力，1970~1973年间，外汇市场的交易量增长了三倍。1972年5月，芝加哥商业交易所（CME）上市了七种货币对的期货交易，1973年6月，路透引入了计算机报价系统，逐渐取代了以前的电话及传真报价系统。

如今，国际外汇市场已经是日均成交金额为5.35万亿美元的庞大市场，半个月的成交金额即相当于全球一年的国民生产总值，是全球最大的金融市场，具有以下一些明显特点：一是外汇市场是一个以国际金融中心为纽带形成的全球无形的市场；二是外汇市场是高度一体化模式下24小时连续交易的市场；三是外汇市场是监管相对宽松的市场。2008年金融危机前，除了交易所交易的外汇期货之外，其他类型的外汇交易基本上处于不受监管的状态。金融危机后，美国《多德—弗兰克华尔街改革与金融消费者保护法》对无本金交割远期（NDF）、场外外汇期权、货币掉期以及个人零售外汇保证金交易进行监管，但是对外汇远期与外汇掉期豁免监管。

^① James. H., International Monetary Cooperation since Bretton Woods, Oxford University Press, pp. 241 - 243, 1996.

本书的第一部分两章内容分别从交易的组织形式、市场参与者结构、交易规模及币种结构、各类交易工具等方面对国际外汇市场进行概述。



第一章 国际外汇市场概览

第一节 规 模

外汇市场是全球交易量最高、规模最大的金融市场。2013 年全球外汇市场日均交易量约为 5.3 万亿美元,以此为基础计算其全年交易量约为全球国内生产总值的 17.7 倍^①(见图 1-1)。自 2001 年以来,全球外汇市场交易规模始终呈快速上升趋势。



图 1-1 国际外汇市场交易规模增长

资料来源:国际清算银行(BIS)

从场内与场外市场来看,国际外汇市场仍以场外交易为主,场内交易占比不足 3%,但是由于基数较低,因此场内交易的增速要远高于场外市场。自 1998~2013 年间,场内外汇市场的规模增长了 1350%,而同期场外外汇市场的规模仅增长了 200%。以场外交易市场(OTC)外汇交易的主要电子经纪平

^① 根据世界银行的统计,2013 年全球国内生产总值为 75.6 万亿美元。