

世界金融期货 市场运作

陈雨露 编著

中国大百科全书出版社

内 容 提 要

本书是一部介绍当今国际金融期货市场概况、基本特征及运作方式的知识性读物。全书分为4个部分。第一部分概要介绍金融期货交易的涵义、基本特征、交易种类和世界金融期货市场的格局。第二部分介绍金融期货市场的一般运作方式,包括交易程序、交易规则及其与金融远期和期权市场运作方式的区别。第三部分介绍美国、日本、英国及其他几个重要国际金融市场上金融期货交易的运作情况。第四部分综述世界各国对金融期货市场的监管方式及金融期货市场监管的国际化趋势。

目 录

世界金融期货市场运作

一、世界金融期货市场概述	1
1. 金融期货及其交易的涵义	1
2. 金融期货交易的基本特征	4
3. 金融期货市场的交易种类	8
4. 金融期货市场的构成要素	14
5. 世界金融期货市场的格局	22
二、金融期货市场运作	29
1. 金融期货市场的交易程序	29
2. 金融期货市场的交易规则和违约	37
3. 金融期货市场运作与商品、金融远期及期权市场运作的比较	47
三、美国的金融期货市场运作	51
1. 美国金融期货市场的演进	51
2. 美国金融期货市场的组织	54
3. 纽约外汇市场的期货交易	59
四、日本的金融期货市场运作	66
1. 日本金融期货市场的产生和发展	66

2. 日本金融期货市场的组织	68
3. 日本金融期货市场的交易方式	70
五、英国的金融期货市场运作	75
1. 英国金融期货市场概况	75
2. 伦敦国际金融期货交易所	76
3. 英国金融期货交易方式	79
六、世界其他金融期货市场运作	84
1. 澳大利亚金融期货市场	84
2. 香港金融期货市场	86
3. 欧洲美元期货市场	91
七、世界金融期货市场的管理	97
1. 金融期货市场的政府管理	98
2. 金融期货市场的行业管理	103
3. 金融期货市场的交易所自我管理	108
4. 金融期货市场管理的国际化	120
附录一：货币期货合约格式	132
附录二：利率和欧洲美元期货合约格式	134
附录三：股票指数期货合约格式	136
附录四：期权合约格式	137

一、世界金融期货市场概述

1. 金融期货及其交易的涵义

金融期货是一种法律上具有约束力的合约,金融期货交易是以金融期货合约为对象的交易。这种交易是在期货交易所里进行的,没有场外交易。在交易所里,买卖双方就规定之金融品种和数量的金融证券进行买卖,一般是卖出合约或买进一个相反的合约来抵销所应承担的义务和责任。期货交易进行实物交割的极少,而是在有组织的、有严密规章制度制约的市场中进行的、在未来的某个日期按约定的价格进行交割的一种契约。由于是一种非现金与非现货的契约交易,故实际上是一种合同交易。

(1) 金融期货诞生的历史背景

在人类社会历史上,交换的出现标志着人类经济发展的一个里程碑。在商品经济时代,社会经济是一种为

交换而进行生产的经济。从简单的物物交换,到现货交易,再到现货远期合约交易,交换的发展带动了商品经济的发展;反过来说,商品生产的发展,商品经济的发展,又使商品交换的方式也不断地发展。从农产品交易中,季节性等原因给农产品的价格带来过大的幅度波动,作为避险工具的农产品期货便出现了。此后,又不断地出现了金属期货、能源期货等期货交易。

期货交易的出现,合约的标准化便具有法律约束力的交易原则初步确立,推动了商品交换的发展,完善了市场体系和市场机制,提供了资本增殖的机会,转移了价格的风险,显示了极大的生命力。在这种情况下,20世纪70年代,作为商品期货一种的金融期货便在美国金融形势的动荡中诞生了。

第二次世界大战结束到60年代中期,实行固定汇率,各国货币之间的汇率呈稳定状态。美国国内的利率在联邦政府的控制下也相对稳定。约翰逊政府为了供给对越作战的军费,采取不增加税赋而增加货币供给的方式,造成迅速升高的通货膨胀,利率逐渐上升,幅度逐渐扩大。1971年,尼克松政府不得不使美元贬值,并撤出而方国家固定彼此汇率的布雷顿森林体系,实行汇率自由浮动,使得各国也纷纷以调整利率的方式来稳定汇率。这样,利率波动更大,投资风险也增大,金融期货应运而生。然而,利率和汇率的变动不仅影响了国际间商品的交易,也波及金融业及借贷款人,波及债券、股票的

发行和投资,一场回避风险活动逐步酝酿成熟。1972年5月16日,专业从事期货交易的国际货币市场诞生,地点设在美国的芝加哥,是芝加哥期货交易所的一个分支,经营包括英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎和澳大利亚元的国际货币期货合约,后来又增加了欧洲美元和欧洲货币单位的期货交易。1972年,国际货币市场(IMM)推出国库券期货。1974年,芝加哥期货交易所又首先推出利率期货。1982年,美国堪萨斯市期货交易所(KCBT)推出股价指数期货。至此,所有的金融期货,包括外汇期货、利率期货、债券期货、股价指数期货等便一一问世。

(2) 金融期货交易的经济功能

①套期保值,转移风险。套期保值功能的基本原理是,在现货市场上买进或卖出某种金融证券,与此同时在期货市场上卖出或买进同一种并相同数量的金融证券,以期货的盈亏来抵消现货的亏盈,从而避免风险,起到保值的作用。

②扩大市场的流通量。套期保值者和投机者是期货市场上不可缺少的两类人,前者是以避风险保值为目的的,后者是以冒风险追逐厚利为目的的。在期货市场上,只有套期保值者是难以生存下去的,而仅有投机者则会引起市场的动荡和不稳定,甚至导致期货市场的垮台。因此对投机者既要利用又要限制。正是投机者的存在,

在市场上不断变换位置,不断买进卖出,方便套期保值者的合约能在市场上不断流动,套期保值才成为可能。投机是个中性名词,投机者在市场上可以分担和吸收风险,功不可没。

③价格发现功能。在期货交易中,买卖的价格都是由买卖双方通过公开竞争决定的,这种价格由先进的媒介传播到各地,各地的价格也通过传播渠道进行反馈。所以,期货价格代表了所有市场参与者对未来价格的综合预期,在某种程度上反映了国际资金市场在一定时期的各种金融资产的价格水平。

④提高营销效率。金融期货市场往往集中了全国乃至全世界的各种金融商品,集中了各国的交易者,金融期货交易所常常成为国际市场交易中心,交易者又极易进入市场,选择余地极大。这些都大大提高了买卖、交割效率,保证了经营的效益。

2. 金融期货交易的基本特征

(1) 交易无实物交割

在金融期货交易中,所交易的是标准化了的金融商品,因而最适于进行无形交易。

金融期货交易的对象,虽然是标准化了的金融商品,但因交易是通过买卖合约进行的,因而,它体现的只是无形的、虚拟化了的证券。其价格、收益率和数量等都

是均质的、标准化的,因而最适于期货交易;在交易中,很少引起金融商品所有权的转移,在金融期货市场上,所进行的是“见钱不见物”的交易,交易对象不包括实际存在的实物金融商品,以通过进行“对冲”操作来免除到期履约的责任。所谓对冲,就是先买进一张某金融商品的期货合约,在交割期到来之前,再卖出一张与该商品数量相等、质量相同的期货合约(或先卖出后买进),以免除到期进行实物交割的责任。

(2) 合约标准化

金融期货合约的标准化,是区别于远期合约交易的一个重要特征。期货交易所事先为各种金融商品规定了标准化的合约,在签定合约时,只需在合约上注明商品品名、数量、质量、价格、交割月份、交割地点、签约双方的姓名等。签约后,在所有诸因素中,基本上就只有价格(汇率、利率或指数)是变动的。这样就简化了手续,节省了成交的成本和时间,也防止交易双方可能对合同各条款理解不同而引发争议。

(3) 公开竞价

期货交易是在交易所里进行的。期货交易所为交易者提供了公开竞价的场所和设备;提供了许多严格的规章制度,使期货市场成为一个有高度组织化、规范化的市场;提供了在所里达成期货交易的担保。这样就对四

方汇聚起来的众多交易者的行为进行了规范,使交易所内的买卖合约活动更加旺盛。尤其是价格,市场的价格是多变的,金融价格更是如此。交易所对各地成交价格提供了快捷的信息,也提供了对市场价格的平衡作用。公开拍卖,竞价成交就是平衡作用的体现。这样,透明度高、效率高、公平合理,交易的可信度也高。

(4) 交易单位规范化

这是对交易者在契约中明确规定应交付或收受的数量。例如美国长期公债期货契约就规定交易单位为10万美元,契约的持有人必须交付或收受面值10万美元,利率为8%。外汇期货合约规定的交易单位,英国为2.5万英镑,加拿大为10万元,德国为12.5万马克,日本为1250万日元,瑞士为12.5万法郎,每笔交易的数额只能是规定交易单位的倍数。契约还对报价的方式予以记载,包括涨跌的幅度。美国联邦长期公债期货是以100美元作为基准报价,每一涨跌幅度是 $1/32$ 点。比如银屏上出现98—16,即表示目前价格是 $98^{16/32}$ 美元,也即98.5美元。若涨跌一个档分别为 $98^{17/32}$ (98.53125)美元、 $98^{15/32}$ (98.46875)美元,那么,在规范的交易中,100000美元每涨落一个档为 $1/32 \times 100000/100 = 31.25$ 美元。如某报资人以98—16买入,面以98—24卖出,则价格上涨8档,所获利润为 $8 \times 31.25 = 250$ 美元。这些规范化的规定,使在金融期货交

易所里进行交易一目了然,计算简便,避免出现差错或进行核对。

(5)交割期限标准化

在金融期货合约中,依标准将一年划分为四季,交割月份分别为3个月、6个月、9个月和12个月4种,其中还详细规定了最后交易日和交割日,它们之间通常相隔相当时日以便让投资者有足够的时间准备交付或接收所交易的商品。芝加哥期货交易所的长期国库券,在交割期限内的第一个营业日到最终营业日的前一个营业日之间,都可以结算。

(6)规定了原始保证金数额

为了为买卖期货合约提供财力保证,期货交易者在进入期货市场之前,就需要交纳履约保证金。这是为了使合约到期前,如未能将所持有的未平仓合约进行对冲,就要履行交割金融证券。这对于金融期货交易来说十分重要,它增强了金融期货交易的安全性,实质上是提供履约担保。保证金以合约的总价的某一比例未计算,其比例之大小视金融商品性质及其价相波动程度而异,通常占合约总价的1~15%。

(7)由结算所专门进行结算

合约标准化、结算所居中成为买卖双方的交易对

手,使结算所自动成为买卖双方的第三担保人。结算所主要的功能是保证合约买卖双方都能履行契约条件,如果契约一方违约,则结算所负起代为交割的责任,使契约另一方不受影响完成交割程序。结算所保证使所有交易免除对方不履约的风险,而将所有风险集于一身,这样可以省去买卖双方互相进行资信咨询的麻烦。结算所为了能维持这种保证功能,要求其会员就未平仓部位维持一定数量的原始保证金,当保证金低于一定水准时,则必须由经纪商发出追缴保证金的通知,使其恢复到原始保证金的水平。

3. 金融期货市场的交易种类

20 世纪 70 年代,国际金融形势动荡,利率变动无常,进而影响到汇率、债券和股票价格的变幻莫测;生产经营者、商品贸易者、外贸和金融业者的风险与日俱增。为了规避这些风险,包括外汇期货、利率期货、股票指数期货 3 大类 25 种金融期货异军突起,发展十分迅速。

(1) 外汇期货交易

从 1973 年开始,国际汇率制度以浮动汇率制取代了固定汇率制。汇价的变动取决于市场的供求关系和各种因素的影响,有时升降幅度很大,给对外贸易及金融外汇市场活动造成了很大的威胁;国际贸易中某种进出

口贸易的商品和劳务价格本来是合理的,由于汇率的变动则可能导致亏损,国际金融市场的借贷也可能因汇率上升而使借款人蒙受损失。正是在这种大动荡下,为规避风险而使期货交易成为势在必行。其有效方式就是套期保值。

外汇期货是指在合约到期日依当天汇率交付固定量的指定货币,如美元、日元、英镑、德国马克、瑞士法郎、荷兰盾、法国法郎、加拿大元、墨西哥比索、意大利里拉等。交易最活跃的外汇期货是美元对马克、日元、瑞士法郎、英镑及加拿大元。美国的外汇期货交易起步最大,交易量最可观,交易品种也最齐全。世界上第一个买卖国际货币期货的有形市场——国际货币市场,是芝加哥期货交易所的一个组成部分,目前它已成为综合性金融期货交易的场所。除此之外,美国外汇期货市场还有中美商品交易所、纽约棉花交易所和费城证券交易所。

伦敦国际金融期货交易所的成立迟美国 6 年,经营各国外汇期货。此外,还有伦敦证券交易所,香港、悉尼、新西兰、多伦多、阿姆斯特丹、新加坡等地也相继成立交易所从事外汇期货交易。

(2) 利率期货交易

利率期货的产生起源于 70 年代中期美国货币利率的频繁变动。美国一向以资金充足闻名于世,因而利率水平较为平稳。大量的机构投资者投资于有确定的利息

收入、本金收回保险的债券和股票,特别是投资于公债券和中短期国债上。它们是美国证券市场上的主力军。70年代,受两次石油冲击的影响,美国出现了持续的通货膨胀,虽然采取了高利息政策,但仍没抑止通货膨胀的趋势,造成了严重的社会问题。美国政府被迫降低利率,紧接着物价又再度上升。1974~1980年,利率几乎每月都在变动,涨落无常,幅度在6~21.5%,给证券投资者和银行、公司带来了极大的风险,保值的要求十分强烈。顺应公众的保值要求,美国芝加哥期货交易所(CBOT)和芝加哥商品交易所(CME)先后首创了金融利率期货交易。

利率期货是特指为转移利率变动所引起的证券价格变动的风险而以金融证券为对象的期货合约。交易的对象有短期利率期货,包括欧洲通货、国库券和可转让大额定期存单。也有政府公债期货,包括联邦长期公债、联邦中期公债、美国抵押权协会抵押权期货(GNMA Mortgages)和市政公债指数等,名目繁多,为公众保值避险打下了基础。

到80年代初,美国银行的利率又出现了大起大落。1980年4月,利率为20%,当年夏季曾跌到11%,当年年末又升至21.5%。1982年,各种利率期货已达到了3000万份合约;1986年,仅芝加哥期货交易所交易的美国长期国库券期货合约就达5260万份,居全国之首。到1989年,芝加哥商品交易所的交易量最大,仅3个月期

的欧洲美元利率期货的交易量就达 4080 万份合约；芝加哥期货交易所仅美国联邦政府公债期货的交易量就达 7030 万份。

其后，利率期货在品种上又不断增加，包括英国政府金边债券、荷兰政府债券、日本政府债券、瑞典政府债券等，世界各主要国家也陆续开办利率期货交易。1982 年 9 月，伦敦国际金融期货交易所正式开业；1985 年 10 月，东京证券交易所也开办了政府公债期货，第一天交易额就高达 6 万亿日元；香港期货交易所也于 1990 年 2 月正式推出港元利率期货；中国的金融期货交易也于 1993 年在上海开始营业。

(3) 股票指数期货交易

股票投资者经常面临两种风险，即系统性风险和非系统性风险。后者涉及局部的、某一公司或企业的破产或亏损；前者指的是全局的、客观的、不可分散的风险，这种风险往往是政策性的。70 年代以来，西方国家由于“石油危机”的冲击，利率波动激烈，通货膨胀持续。利率提高使股票价格下跌，大量投资者转面向债券投资或银行存款，股市受到极大冲击。80 年代初期，里根政府实行强硬的紧缩政策，利率猛升，股价猛跌，投资公众手足失措。1980 年年底，美国公众手中持有的各种股票 55000 种，价值为 1400 亿美元。这些股票面临严重的风险，也涉及股票市场的存亡。这一严重局面迫使人们研

究解决办法。为避风险,堪萨斯市期货交易所于1982年2月推出了第一份被称为价值线综合平均指数(the Value Line Composite)的股票指数期货合约。这是一种首创,也是一大革新,颇受工商企业界公众的青睐。所谓股票指数期货交易,是指在期货交易所内买卖股票指数期货合约的行为。股票指数期货合约规定在未来某个日期,根据合同到期时的基期指数价值交付一定倍数的现金,即根据交割日的指数价值与起始买进(卖出)时的指数价值之间的差额计算盈亏,并以现金交割。

股票指数是通过跟踪某一特定股票市场或整个股票市场,通过选择若干种具有代表性的上市公司的股票,将每日股票价格按加权平均、算术平均或几何平均法计算得出的价格指数。它反映的是股票市场平均涨跌变化趋势和幅度。股票指数的种类很多,最著名、最古老的要算美国道·琼斯公司编制的道·琼斯股票价格平均数。它共分为4组,其中最有影响的是道·琼斯工业股票价格平均数,由30种成份股组成,是一种几何平均数,长期以来成为纽约证券交易所最权威的股票指数。其次是香港恒生银行编制的反映香港4家股票交易所股市变化的恒生股票价格指数,产生于1969年11月,由33种成份股组成,在世界上也颇有影响。除此世界上还有许多股票指数,其代表性各不相同,一个公司也可以有自己的股票指数。

美国股票指数期货交易市场主要有,芝加哥期货交

易所进行 6 类市场指数(MMI)的期货交易;芝加哥商品交易所的 IOM 分部进行标准·普尔 500 股票价格指数(S&P500 Indexs)的期货交易;纽约证券交易所进行纽约证券交易所综合指数(NYSE Composite Index)的期货交易;堪萨斯市期货交易所进行价值线综合平均指数和小价值线综合指数的期货交易;费城期货交易所进行全国场外交易股票价格指数的期货交易。

除美国外,1983 年,澳大利亚悉尼期货交易所根据澳大利亚证券交易所所有普通股票价格指数制定了自己的股票指数期货合约。1984 年 2 月,英国伦敦推出金融时报编制的一种名为“伦敦金融时报股票价格指数”的新股票指数,每分钟计算 1 次(美国是 3 分钟 1 次);1984 年 7 月芝加哥商品交易所选用美国 20 种热门股票推出“主要市场指数期货”;香港也于 1986 年 5 月正式在香港期货交易所从事恒生股票指数期货的交易。还有,法国根据巴黎证券交易所发表的“巴黎证券交易所股票价格指数”、新加坡根据新加坡国际金融交易所编制的股票价格指数,开办了此项业务;日本东京和大阪的股票指数期货交易也于 1988 年开办。

股票指数期货交易在美国兴起,在全球展开,发展迅猛,交易量日益增大,被西方分析家称之为“股票交易中的一场革命”。更有甚者,出现了乐于进行股票指数交易而不愿直接购买股票的新的趋势。究其原因,一是股票指数期货交易成本比股票交易低很多。例如标准·普