



新坐标金融系列精品课程

金融期货投资学

陈晓红 杨艳军 王宗润 编著

Financial Futures Investments

清华大学出版社

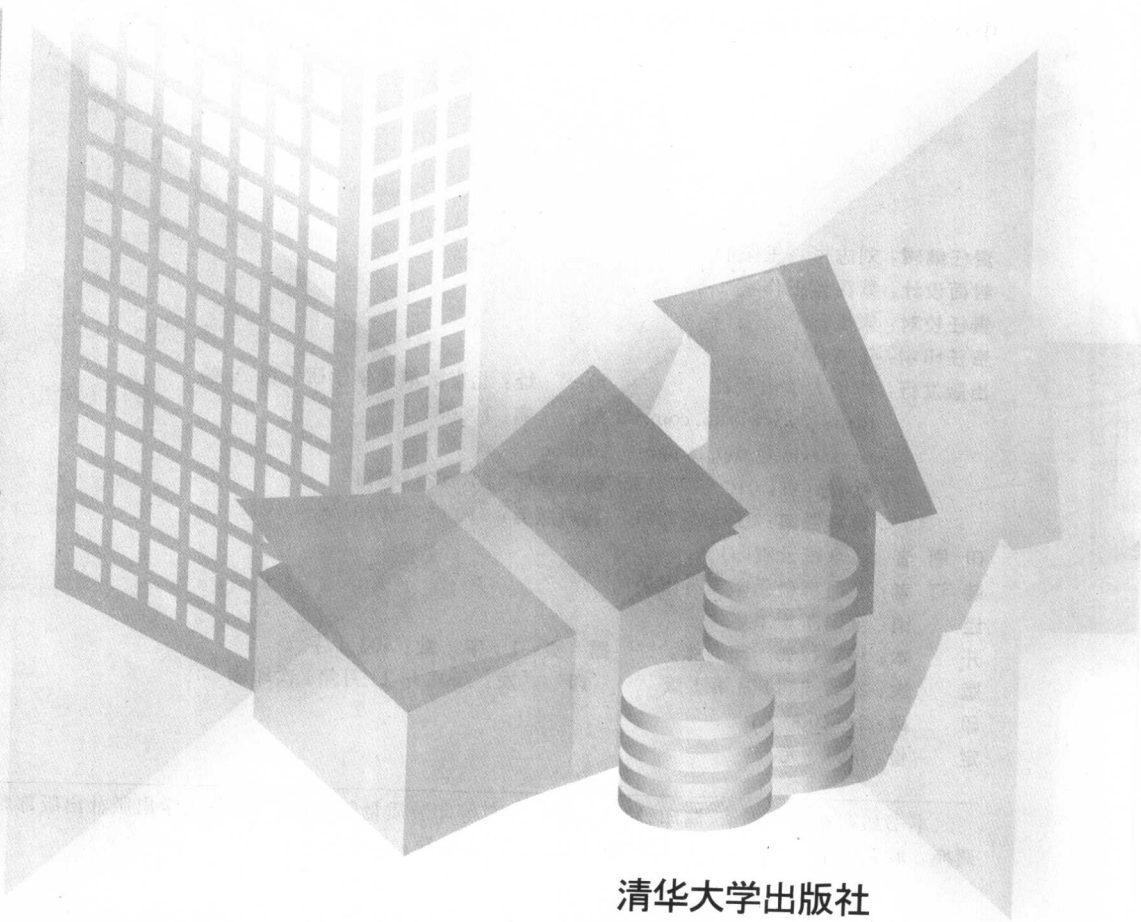


新坐标金融系列精品课程

金融期货投资学

陈晓红 杨艳军 王宗润 编著

Financial Futures Investments



清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

本书在充分借鉴、吸收中外理论研究和教材建设成果的基础上,全面、系统地阐述分析了金融期货的特点、交易规则、交易方式与交易策略、定价理论、主要的金融品种以及合约的特点与交易策略、投资分析与风险管理等。在内容上,本书力求反映国内外金融期货领域的最新实践和理论研究成果。另外,本书力求做到深入浅出、贴近实务,注重知识性和可操作性相结合。

本书可以作为高等院校经济学类、管理学类专业研究生和高年级本科生的教材,也可以作为理论研究和投资领域实践工作者的参考书。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

金融期货投资学/陈晓红,杨艳军,王宗润编著. —北京:清华大学出版社,2007.11

(新坐标金融系列精品课程)

ISBN 978-7-302-16169-1

I. 金… II. ①陈… ②杨… ③王… III. 期货交易—高等学校—教材 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 147179 号

责任编辑:刘志彬 王荣静

封面设计:紫深蓝工作室

责任校对:宋玉莲

责任印制:王秀菊

出版发行:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

c-service@tup.tsinghua.edu.cn

社 总 机:010-62770175 邮购热线:010-62786544

投稿咨询:010-62772015 客户服务:010-62776969

印 刷 者:北京密云胶印厂

装 订 者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×260 印 张:17 插 页:1 字 数:403 千字

版 次:2007 年 11 月第 1 版 印 次:2007 年 11 月第 1 次印刷

印 数:1~4000

定 价:30.00 元

本书如存在文字不清、漏印、缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话:(010)62770177 转 3103 产品编号:027073-01

前 言

随着第二次世界大战后布雷顿森林体系的解体,20世纪70年代初国际经济形势发生了剧烈变化,固定汇率制被浮动汇率制取代,70年代中期以来,为了治理国内经济和汇率自由浮动后稳定汇率,西方各国纷纷推行金融自由化政策,以往的利率管制得以放松甚至取消,导致利率波动日益频繁而剧烈。在这种背景下,外汇期货和利率期货等金融期货品种应运而生。伴随着股票市场的发展及其交易方式的不断进步,股指期货交易也在80年代初产生。在金融期货诞生的20多年时间里,其交易迅速发展。目前,在国际期货市场上,尽管商品期货交易也在不断增长,但其相对量却是下降的,金融期货已成为主要的期货品种,占了市场的大部分份额。在2006年全球期货期权交易量中,金融期货期权所占比例已高达91%。

我国20世纪90年代初曾开展了金融期货交易试点,在当时市场条件尚不具备的情况下推出了外汇期货、国债期货和股票指数期货的试点。除国债期货外,其他两类交易都未形成较大规模。虽然这些试点不能说取得了成功,但却留下了很多宝贵的值得汲取的经验和教训。目前,我国金融环境相对于90年代初期金融期货交易试点时已经有了显著变化,发展金融期货的条件日渐成熟。自2004年《证券投资基金管理暂行办法》颁布以来,我国证券投资基金规模不断扩大,基金管理公司不断增长,国有企业、国有资产控股企业和上市公司被允许进入股票市场,机构投资者的比重大大提高。这些机构投资者将以理性的投资策略为主,对于利用股指期货实现套期保值、规避系统风险将有巨大需求。与此同时,我国利率市场化程度不断加强,银行同业拆借利率放开,国债回购市场交易规模不断扩大,回购利率成为市场化程度较高的利率形式,为国债期货的恢复提供了现实依据。而我国人民币汇率机制也在不断发展与完善中,随着我国金融经济的发展,包括外汇期货在内的货币类衍生产品发展的可行性与必要性日趋增强。

我国期货市场走过了十多年的发展历程,经过1993年和1998年以来的两次清理整顿,进入了规范发展阶段。2001、2002年市场出现恢复性增长。2003年以来,新的商品期货品种不断推出,交易量不断创出新高。我国商品期货的功能作用得到了一定的发挥,其成功运作为开展金融期货积累了丰富经验。2007年3月16日,国务院颁布的《期货交易管理条例》,则为金融期货的推出奠定了法制基础。

2006年9月8日,中国金融期货交易所上海挂牌成立,并于10月30日启动沪深300股指期货的仿真交易,股票指数期货即将拉开序幕。这标志着我国金融投资领域即将发生巨大变化。可以预见,金融期货的推出将带来我国期货投资领域产品结构的变革。在即将推出股票指数期货之时出版此书,是为即将到来的市场做好充分准备。

本书在充分借鉴、吸收中外理论研究和教材建设成果的基础上,在内容和体系上形成了自己的特色。本书具有以下特点。

第一,本书系统全面、内容翔实。系统地阐述分析了金融期货的特点、交易规则、交易方式与交易策略、定价理论、主要的金融品种及其合约的特点与交易策略、投资分析与风险管理等。

第二,本书在内容上力求反映国内外金融期货领域的最新实践和理论研究成果。编著

者所在的中南大学证券与期货研究中心对金融工程与金融创新进行了大量系统、深入的研究,承担了不少期货研究课题。我们将金融期货投资领域的某些研究成果纳入了此书中。近年来,金融期货在实践方面的创新速度也非常快,使得已有的一些涉及国外金融期货的一些重要内容不再合适。而本书适时地总结与分析了近年来金融期货领域的创新成果。如本书对于国际上主要的外汇期货、利率期货和股票指数期货市场的最新创新与发展进行了阐述与分析,尤其是对金融工具的创新进行了深入探讨;对一些新的交易方式与策略进行了详尽分析;对于中国金融期货交易所及其即将推出的股票指数期货合约的合约设计与交易、结算机制进行了详尽分析与阐述。

第三,本书力求做到深入浅出,贴近实务。相比于商品期货,金融期货的交易机制与原理更为复杂,具有更强的专业性,很多内容对国内交易者来说是全新的,本书不是纯粹的理论研究,而是强调理论的运用。如在定价理论中,不可避免地要涉及许多数量关系,在讲解重要的理论时都有实例或例题,尽量深入浅出,使理论不至于枯燥,而是生动有趣。又如本书对于国际上交易量最大品种交易策略与合约设计的分析,都配有实际的案例与分析。为了方便理解与操作,在主要的章节,配有预备知识,便于对内容难点的理解与掌握;在分析风险管理体系与技术时,则附以风险管理案例的分析与讨论。

第四,本书注重知识性与可操作性相结合。本书在分析金融期货基本原理与交易机制的基础上,对于金融期货的交易程序、交易策略和技巧进行了详尽分析。

本书在内容上是这样安排的:第1章是关于金融期货的概述,包括金融资产投资的基本概念、产生与发展、功能与作用;第2章、第3章是金融期货交易的基础,其中第2章是金融期货交易基本规则,包括金融期货合约、金融期货市场的组织结构、金融期货交易制度与交易流程;第3章分析了金融期货的交易方式与交易策略,涵盖了投机策略、套期保值策略和套利策略等;第4章研究了金融期货的定价,第5章、第6章、第7章、第8章分别研究了不同金融期货品种的合约特点、主要交易市场及市场机制、运作原理、交易方式与交易策略,其中第5章是外汇期货、第6章是利率期货、第7章是股票指数期货,第8章是其他金融期货品种。第9章是金融期货投资分析,第10章是金融期货的风险管理,包括金融期货风险管理概述、风险管理体系和风险管理技术,并附有典型的金融期货风险管理案例分析。第11章是我国金融期货市场的发展,包括我国金融期货市场的历史回顾、建立我国金融期货市场的必要性与可行性分析、中国金融期货交易所及其第一个产品——沪深300指数合约。

本书可以作为高等院校经济学类、管理学类专业研究生和高年级本科生的教材,也可以作为理论研究和投资领域工作者的参考用书。

编者

2007年5月于岳麓山下

目 录

前言	I
----------	---

第 1 章 金融期货概述	1
---------------------------	----------

1.1 金融期货的基本概念	1
1.1.1 金融期货的概念与类型	1
1.1.2 金融期货的基本特征	1
1.1.3 金融期货与金融现货、金融远期以及商品期货的比较	2
1.2 金融期货的产生与发展	4
1.2.1 外汇期货发展的历史与现状	4
1.2.2 利率期货发展的历史与现状	6
1.2.3 股指期货发展的历史与现状	8
1.3 金融期货的功能与作用	13
1.3.1 金融期货的功能	13
1.3.2 金融期货的作用	14

第 2 章 金融期货交易基本规则	15
-------------------------------	-----------

2.1 金融期货合约	15
2.1.1 金融期货合约的概念与特点	15
2.1.2 金融期货合约的主要内容	15
2.2 金融期货市场的组织结构	16
2.2.1 金融期货交易所	16
2.2.2 金融期货结算机构	16
2.2.3 金融期货交易中介	18
2.2.4 投资者	18
2.2.5 金融期货监管体系	18
2.3 金融期货交易制度	20
2.3.1 投资者头寸报告制度	20
2.3.2 大户报告制度	20
2.3.3 涨跌停板制度	20
2.3.4 保证金与逐日盯市制度	21
2.4 金融期货交易流程	22
2.4.1 开户	22
2.4.2 指令	23
2.4.3 竞价	25

金融期货投资学

2.4.4	结算	26
2.4.5	交割	28
第3章	金融期货交易方式与交易策略	29
3.1	投机交易	29
3.1.1	投机的特点	29
3.1.2	投机的作用	30
3.1.3	投机者的类型	31
3.1.4	投机的原理与方法	31
3.2	套期保值交易	32
3.2.1	套期保值交易的定义	32
3.2.2	套期保值交易的原理	32
3.2.3	套期保值交易的种类	33
3.2.4	基差与套期保值效果	33
3.2.5	套期保值交易操作中的技巧	35
3.3	套利交易	36
3.3.1	套利交易的概念与分类	36
3.3.2	套利交易的价差	37
3.3.3	套利交易指令	37
3.3.4	买进套利与卖出套利	38
3.3.5	牛市套利与熊市套利	38
3.3.6	套利的风险分析	38
第4章	金融期货的定价	40
4.1	无套利均衡与金融衍生品定价	40
4.1.1	无套利均衡	40
4.1.2	金融衍生品的定价	41
4.2	股指期货的定价	44
4.2.1	股指期货定价的基本原理	44
4.2.2	不支付红利情况下的股指期货定价	45
4.2.3	支付红利情况下的股指期货定价	45
4.3	外汇期货的定价	52
4.3.1	现货持有定价模型	52
4.3.2	利率平价理论	52
4.3.3	购买力平价理论	53
4.4	利率期货的定价	54
4.4.1	利率期货定价的基本原理	54
4.4.2	短期利率期货的定价	54

4.4.3 长期利率期货定价	58
4.5 黄金期货的定价	61
第5章 外汇期货	62
5.1 外汇与汇率风险	62
5.1.1 外汇的概念	62
5.1.2 汇率及其标价方法	62
5.1.3 外汇交易概述	63
5.1.4 外汇风险	64
5.1.5 影响汇率波动的因素	65
5.2 外汇期货的概念	67
5.2.1 外汇的基本交易方式	67
5.2.2 外汇期货的概念	68
5.2.3 外汇期货与远期外汇交易的比较	69
5.3 外汇期货的种类与外汇合约	70
5.3.1 外汇期货的种类	70
5.3.2 外汇期货合约的主要条款	71
5.3.3 主要的外汇期货合约	76
5.3.4 外汇合约的实物交割	81
5.3.5 认读外汇期货行情	83
5.4 外汇期货套期保值交易策略	84
5.4.1 外汇期货套期保值概述	84
5.4.2 多头套期保值与空头套期保值策略分析	85
5.4.3 利用交叉汇率期货进行套期保值	88
5.4.4 进行外汇期货套期保值需考虑的因素	88
5.5 外汇期货投机交易	89
5.5.1 外汇期货投机概述	89
5.5.2 外汇期货多头与空头投机策略及分析	89
5.5.3 利用外汇指数合约投机获利	91
5.6 外汇期货套期图利	91
5.6.1 外汇期货套期图利概述	91
5.6.2 跨市场套利	91
5.6.3 跨币种套利	92
5.6.4 跨月份套利	93
第6章 利率期货	95
6.1 利率期货基础知识	95
6.1.1 单利与复利	95

金融期货投资学

6.1.2	利率工具的价格及收益率计算	96
6.1.3	收益率曲线	99
6.1.4	债券定价原理	100
6.1.5	持续期间	102
6.2	利率期货的基础产品	104
6.2.1	利率工具概述	104
6.2.2	与利率期货相关的利率工具	105
6.3	利率期货的种类及其交易场所	107
6.3.1	利率期货的种类	107
6.3.2	主要的利率期货交易所及其利率期货合约	109
6.4	短期利率期货合约	114
6.4.1	美国短期国债期货合约	114
6.4.2	CME 的 3 月期欧洲美元期货合约	116
6.4.3	EURONEXT 的欧元利率期货合约	119
6.4.4	短期利率期货合约的行情解读	120
6.5	中长期利率期货合约	121
6.5.1	美国中长期国债现货的报价与交易种类	121
6.5.2	全球主要中长期利率期货合约的内容规定	122
6.5.3	中长期国债期货的行情	126
6.6	利率期货的基本套期保值策略	126
6.6.1	多头套期保值	127
6.6.2	空头套期保值	127
6.7	利率期货套期保值策略的优化	128
6.7.1	利率期货的套期保值比率	128
6.7.2	优化后的卖出套期保值策略	131
6.7.3	优化后的买入套期保值策略	132
6.7.4	基于持续期间的套期保值策略	133
6.7.5	交叉套期保值	134
6.8	利率期货的套期图利策略	137
6.8.1	跨期套利	137
6.8.2	跨品种套利交易	141
6.9	CME 欧洲美元期货合约的“期货包”、“期货串”和“期货带”交易	145
6.9.1	CME 欧洲美元期货“期货包”与“期货串”的构造	145
6.9.2	CME 欧洲美元期货“期货串”的报价与交易	146
6.9.3	欧洲美元期货带套利	146

第 7 章 股票指数期货 151

7.1	股票指数概述	151
7.1.1	世界主要的股票价格指数	151

7.1.2	股票价格指数的编制方法	152
7.2	股指期货的特点与功能	153
7.2.1	股指期货的概念与特征	153
7.2.2	股指期货的市场功能	154
7.2.3	股指期货价格的影响因素分析	154
7.3	主要的股指期货合约	156
7.3.1	主要的合约简介	156
7.3.2	报价方式	158
7.3.3	合约规格	158
7.3.4	现金结算方式	159
7.4	股指期货交易策略	159
7.4.1	期现套利交易	159
7.4.2	套期图利交易	162
7.4.3	投机交易	165
7.4.4	利用股指期货进行套期保值	166
第8章	其他金融期货品种	168
8.1	股票期货	168
8.1.1	股票期货的概念	168
8.1.2	股票期货的特点	168
8.1.3	股票期货的产生与发展	170
8.1.4	股票期货的作用	171
8.1.5	股票期货合约	171
8.2	黄金期货	173
8.2.1	黄金期货的概念与特征	173
8.2.2	黄金期货的产生与发展	173
8.2.3	黄金期货价格的影响因素	174
8.2.4	黄金期货合约	175
第9章	金融期货投资分析	178
9.1	基本分析	178
9.1.1	金融期货投资基本分析概述	178
9.1.2	金融期货投资基本分析的几个主要方面	179
9.1.3	基本分析方法的评价	185
9.2	技术分析	186
9.2.1	金融期货投资技术分析概述	186
9.2.2	技术分析的几种主要方法	187
9.2.3	技术分析评价	200

第 10 章 金融期货的风险管理	202
10.1 金融期货风险概述	202
10.1.1 金融期货市场风险的实质	202
10.1.2 金融期货市场风险的成因	202
10.1.3 金融期货风险的类别	203
10.1.4 金融期货风险的特征	204
10.2 金融期货风险管理体系	205
10.2.1 国际典型期货风险监管体系	205
10.2.2 我国金融期货风险监管体系设计	206
10.3 金融期货的风险管理技术	208
10.3.1 交易所风险管理制度	208
10.3.2 VaR 模型与金融风险管理	209
10.3.3 SPAN 系统与衍生品市场的风险管理	211
第 11 章 我国金融期货市场的发展	227
11.1 我国金融期货发展的历史回顾	227
11.1.1 我国金融期货历史概况	227
11.1.2 我国外汇期货历史回顾	227
11.1.3 我国国债期货历史回顾	228
11.1.4 我国股票指数期货历史回顾	230
11.2 建立我国金融期货市场的必要性与可行性	231
11.2.1 我国建立外汇期货市场的必要性与可行性分析	231
11.2.2 我国恢复与发展国债期货市场的必要性与可行性分析	234
11.2.3 推出股票指数期货的必要性与可行性分析	235
11.3 中国金融期货交易所	239
11.3.1 中国金融期货交易所的建立	239
11.3.2 我国金融期货市场的结构	240
11.3.3 中国金融期货交易所的组织结构	243
11.3.4 中国金融期货交易所的会员及会员管理	243
11.3.5 中国金融期货交易所的风险控制制度	246
11.4 中国金融期货交易所第一个产品——沪深 300 指数合约	249
11.4.1 沪深 300 指数简介	249
11.4.2 沪深 300 指数期货合约的基本条款	251
11.4.3 股指期货交易的开户流程	254
11.4.4 股指期货的交易	256
11.4.5 股指期货的结算	256
参考文献	258

第1章 金融期货概述

1.1 金融期货的基本概念

1.1.1 金融期货的概念与类型

金融是货币流通和信用活动的总称。金融活动对整个国民经济的运行发挥着提供支付手段、媒介商品交换、积累储蓄并引导投资的重要作用。金融期货是指以金融工具作为标的物的期货合约。金融期货交易是指交易者在期货交易所或证券交易所通过公开竞价方式成交,承诺在未来特定日期或期间内,以事先约定的价格买入或卖出特定数量的某种金融商品的交易方式。

根据各种期货合约标的物的性质不同,可将金融期货分为几个大的类别:外汇(汇率)期货(含外汇指数期货)、利率期货(含利率指数期货)、股票指数期货、股票期货、保险期货以及贵金属期货等。其中交易量最大的是前三种期货。

1.1.2 金融期货的基本特征

金融期货交易作为买卖标准化期货合约的活动,是在高度组织化的、有严格规则的金融交易所进行的。金融期货交易具有普通商品期货交易的一般特征,但也有其特殊之处。金融期货交易的基本特征可概括如下。

(1) 交易的标的物是金融工具

金融期货这种交易对象大多是无形的、虚拟化了的证券或其指数,它不同于实际存在的消费性资产,这也是金融期货交易与商品期货交易最显著的不同之处。

(2) 金融期货交易是对标准化合约的交易

标准化合约对所涉及的标的物的数量规模(或面值)、交易时的最小变动价位、交割月份和交割日期、交易时间等都作了标准化规定,唯一不确定的是合约的成交价格。合约标准化给交易带来很大便利,交易双方无须对交易的具体条款进行协商,节约了交易时间,减少了交易纠纷。

(3) 金融期货交易采用对冲机制

交易者可以在到期日之前,通过买进(或卖出)同样的期货合约来了结先前的空头(或多头)头寸,而不必一定等到合约到期日时才进行现金结算或实物交割,大大方便了期货投资的进行。

(4) 金融期货交易采用保证金制

一方面,保证金具有杠杆作用,交易者只需缴纳相当于期货合约标的物总值很少部分

的保证金就可以买卖期货;另一方面,保证金可以促使交易者提供履约保证,有效防范期货交易风险。

(5) 金融期货交易采取公开竞价方式决定买卖价格

市场信息效率高、透明度高,价格不易被操纵,形成的价格具有预期性、权威性。

(6) 金融期货交易采用逐日盯市制度

该制度确保交易者的账户每日交易无负债,极大地防范了期货交易风险。

(7) 金融期货的交易实行会员制度

非会员要参与金融期货的交易必须通过交易会员代理。实际上,在交易系统内,直接交易限于会员之间,这更利于保证交易公平、公正、公开地进行。

(8) 期货结算时采用结算会员制,并采用分层次的结算体系

结算所(或交易所结算部门)只对结算会员的账户进行结算,结算会员再对其客户进行结算。这样的分层次体系有利于分散与控制风险。在结算时,结算所(或交易所结算部门)充当交易对手方,承担信用风险,这既简化了交易结算,又使整个系统的信用风险达到最小。

1.1.3 金融期货与金融现货、金融远期以及商品期货的比较

1. 金融期货与金融现货

金融现货如债券、股票是对某些特别标的物具有的产权,而金融期货是金融现货的衍生品。现货交易的发展和完善为金融期货交易打下了基础。金融期货是一种高级的交易方式,是以金融现货交易为基础,在金融现货交易发展到一定程度和社会经济发展到一定阶段才形成和发展起来的。没有金融期货交易,金融现货的价格波动风险就无法回避,没有金融现货交易,金融期货交易就没有了产生的根据,两者相互补充、共同发展。二者的差异主要有以下几点。

① 交易目的不同。金融现货买卖属于产权转移,而期货交易则着眼于风险转移和获取合理或超额利润,大部分金融期货交易的目的不在于实际获取现货。

② 价格决定不同。现货交易一般采用一对一谈判决定成交价格,而期货交易必须集中在交易所里以公开竞价的方式决定成交价格。

③ 交易制度不同。交易制度主要有:现货可以长期持有,而期货则有期限的限制;期货交易可以买空卖空,而现货只能先买后卖;现货交易是足额交易,而期货交易是保证金交易。此外,期货交易价格波动往往受交易所规定的每日最大涨跌幅的限制。一般而言,现货交易则往往没有涨跌幅的限制。

④ 交易的组织化程度不同。期货交易严格限制在交易大厅内进行;而金融现货交易有的在有组织的交易所进行,也有些是在柜台市场交易,也有些大笔交易采取个别协商转让的方式进行。

2. 金融期货与金融远期合约

金融远期合约是交易双方约定在未来特定日期按既定的价格购买或者出售某项资产的书面协议。金融期货合约是买卖双方约定在将来某个日期按成交时双方既定的条件交易某种商品的书面协议,是一种标准化的远期合约,其所交易的基础资产、合约规模、合约期限、合约交割安排等因素均采用固定的标准。一般来说,金融期货有发达的金融远期与

其对应。如与外汇期货相对应的外汇远期市场是最大的、流动性最好的金融市场之一；而与利率期货相对应的利率远期市场和利率互换市场也很发达。但是也有例外，如政府债券、股指期货和保险期货等几乎没有相对应的远期市场。

金融期货和金融远期最大的共同点是均采用先成交，后交割的交易方式，但二者也有很大的区别。

① 是否在指定交易所交易。金融期货与金融远期交易的第一项差别在于期货必须在指定的交易所内交易，交易所必须能提供一个特定集中的场地。交易所也必须能规范客户的定单在公平合理的交易价格下完成。金融期货合约在交易厅内公开交易，交易所还必须保证当时的买卖价格能及时、广泛传播出去，使得期货从交易的透明度中享受到交易的优势。而金融远期市场组织较为松散，没有交易所，也没有集中交易地点，交易方式也不是集中式的。

② 合约是否标准化。金融期货合约是符合交易所规定的标准化合约，对于交易的金融商品的品质、数量及到期日、交易时间、交割等级都有严格而详尽的规定，而金融远期合约对于交易商品的品质、数量、交割日期等，均由交易双方自行决定，没有固定的规格和标准。

③ 是否采用保证金与逐日结算制度。金融远期合约交易通常不交纳保证金，合约到期后才结算盈亏，因而信用风险可能较大。金融期货交易则不同，必须在交易前缴纳合约金额5%~10%的保证金，并由清算公司进行逐日结算，如有盈余，可以支取，如有损失且账面保证金低于维持水平时，必须及时补足。保证金机制与逐日盯市使得期货交易的信用风险极小。

④ 头寸的结束方式不同。结束期货头寸的方法有三种：第一，通过对冲或反向操作结束原有头寸，即买卖与原头寸数量相等、方向相反的期货合约；第二，采用现金或现货交割；第三，实行期货转现货(Exchange-for-Physicals)交易。在期货转现货交易中，两位交易人承诺彼此交换现货和以该现货为标的物的期货合约。远期交易由于是交易双方依各自的需要而达成的协议，因此，价格、数量、期限均无规定，倘若一方中途违约，通常不易找到第三者能无条件接替承受原有的权利义务。因此，违约一方只有提供额外的优惠条件要求解约或找到第三者接替承受原有的权利义务。

3. 金融期货与商品期货

金融期货和商品期货在交易机制、合约特征、机构安排方面并无二致，但二者也有不同之处。

① 有些金融期货没有真实的标的资产(如股指期货等)，而商品期货交易的对象是具有实物形态的商品，例如，农产品、金属矿产品等。

② 金融期货的交割比商品期货要便利得多。绝大多数商品期货都是通过实物所有权的转让进行最终交割。在期货交易中，尽管实际交割所占比例很小，但一旦需要交割，商品期货除了对交割时间、交割地点、交割方式有严格规定，还对交割等级进行了严格划分。同时，交割时实物商品的清点、运输等也比较繁琐。相对而言，有些金融期货采用现金结算的方式进行最终交割，并取得了巨大成功，如欧洲美元期货和股价指数期货，交割双方只需在期货合约到期时根据价格变动情况，交付价格变动的差额。此外，即使有些金融期货(如外汇期货和各种债券期货)也要发生实物交收，但由于这些产品具有同质性，且基本上不存在

金融期货投资学

运输成本,其交割也比商品期货便利得多。因此,相比于商品期货,金融期货的交割给买卖双方带来的损耗大大减小。

③ 金融期货的合约月份大多以3月为循环的季度月(如3月、6月、9月、12月),商品期货合约的到期日根据商品特性的不同而不同。

④ 金融期货适用的到期日比商品期货要长。如芝加哥商业交易所(CME)欧洲美元期货和芝加哥期货交易所(CBOT)美国政府长期国债期货的合约有效期限可长达数年。

⑤ 持有成本不同。将期货合约持有到期满日所需的成本费用即持有成本包括三项:储存成本、运输成本和融资成本。各种商品需要仓储存放,需要仓储费用,而金融期货合约的标的物所需的储存费用较低,有些如股指期货则甚至不需要储存费用。如果金融期货的标的物存放在金融机构,还会产生利息收入。例如,股票的股利、债券的利息、外汇的利息等,有时这些利息会超出储存成本和融资成本,产生持有收益(即负持有成本)。

⑥ 金融期货中期现套利交易(Arbitrage)更容易进行。在商品期货中,投机者进行的套利交易基本上都在期货市场中进行,称之为套期图利(Spread)。期货与现货之间的套利,即期现套利交易之所以很少采用,与商品现货交易额外费用高、流动性差以及难于操作有关。而在金融期货交易中,由于金融现货市场本身具有额外费用低、流动性好以及容易操作的特点,吸引了一批资金实力雄厚的机构专门从事期现套利交易。大量的期现套利一方面促进了金融期货交易的流动性;另一方面也有利于金融期货与现货市场之间保持合理的价格关系,使逼仓等操纵市场的行为难以发生。

1.2 金融期货的产生与发展

1.2.1 外汇期货发展的历史与现状

在“二战”行将结束的1944年,西方主要工业化国家首脑在美国的布雷顿森林召开了会议,创建了国际货币基金组织。根据布雷顿森林协议,每一美元币值相当于1/35金衡盎司黄金含量,并规定各国的中央银行将本国的货币汇率与美元含金量挂钩,将汇率波动范围限制在 $\pm 1\%$ 之内,这就是所谓的固定汇率制。固定汇率制对“二战”后世界经济的发展,特别是对西欧各国经济的复兴和国际货币金融秩序的相对稳定都起到重要作用。由于汇率波动极为有限,各经济主体的外汇风险自然有限,从而对外汇避险工具的需求自然也不大。

然而到了20世纪60年代,随着美国经济实力的相对下降和国际收支逆差日益增大,以及欧洲经济得到恢复和实力相对增强,固定汇率制度开始动摇,联邦德国等欧洲先进工业国家积累了大量的美元外汇,由于害怕美国无法实现自由兑换的承诺,纷纷向美国挤兑黄金,造成美国黄金储备急剧减少。为了挽救这种局面,美国政府不得不于1971年8月15日宣布实行“新经济政策”,停止其对外国政府和中央银行履行美元兑黄金的义务。1971年年底,“十国集团”在美国签订《史密森协定》,宣布美元对黄金贬值7.89%,且汇率波动范围限制扩大到 $\pm 2.25\%$ 。但是,此举仍无法阻挡美元危机的继续发生与进一步加剧,至1973年2月,美国政府不得不宣布美元再一次贬值10%,从而引发各国纷纷宣布其货币与美元脱钩。布雷顿森林体系就此崩溃,浮动汇率制从此取代了固定汇率制。

CME一直关注着货币市场,因为他们明白,一旦布雷顿森林体系瓦解,浮动汇率制必

将给期货市场带来新的机遇。为此,董事长梅拉梅德在1971年专程拜访了诺贝尔经济学奖得主弗里德曼博士,弗里德曼博士非常赞同在布雷顿森林体系瓦解时推出外汇期货,并于当年12月写下了题为《货币需要期货市场》的论文,极大地增强了CME开设外汇期货的决心和信心。CME随即着手组建国际货币市场部分(IMM),并于1972年5月16日正式推出以美元标价交易的英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎、荷兰盾、墨西哥比索及意大利里拉8种外汇期货合约交易。从而揭开了期货市场创新发展的序幕。从1976年以来,外汇期货市场迅速发展,交易量激增了数十倍。1978年纽约商品交易所也增加了外汇期货业务,1979年,纽约证券交易所亦宣布,设立一个新的交易所来专门从事外币和金融期货。1981年2月,CME首次开设了欧洲美元期货交易。随后,加拿大、荷兰、新加坡等国家也开设了外汇期货交易市场。从此,外汇期货市场蓬勃发展起来,它不仅为广大投资者和金融机构等经济主体提供了有效的套期保值工具,而且也为套利者和投机者提供了新的获利手段。从2001年6月开始,悉尼期货交易所(Sydney Futures Exchange, SFE)也开始交易澳元/美元等外汇期货合约品种。

近年来,信息技术的发展促进了外汇期货市场的发展。1992年6月,CME开办了电子交易平台Globex,用于交易期货与期货期权合约。最开始该系统仅用于场内交易闭市后进行交易,目前扩展到每日提供将近23小时交易,每周5个交易日,使全世界投资者都能够通过该系统交易CME的主要产品,且在该系统进行的期货交易可以和场内交易互相对冲。目前除了外汇期货合约,该系统还可交易欧洲美元、S&P 500、NASDAQ 100,以及CME历史上发展最快的电子化小型(E-mini)指数期货合约。建立于2000年的泛欧交易所(EURONEXT)得益于信息技术的采用,建成了第一个真正意义上的跨国交易所。它于2002年兼并了LIFFE,目前整合了欧洲、法国、英国(LIFFE)、比利时、葡萄牙5个国家的交易所,并在五大洲提供服务,成为欧洲交易量第二大的,世界交易额第二大的衍生品交易所。其信息技术整合完成于2004年,其IT平台提供现货、衍生品交易和结算服务。其分支伦敦国际金融期货交易所(EURONEXT-LIFFE)交易所推出了电子交易网络LIFFE CONNECT,用于交易外汇期货及其他期货合约。

国际金融经济发展状况的演变不断地影响着外汇期货市场的发展,使得外汇期货市场发生了两大重要变化。

其一,近几年来,随着欧元的流通,奥地利、比利时、德国、希腊、法国、芬兰、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙、西班牙的货币都被欧元取代了,使得外汇市场的交易品种减少,昔日相当活跃的以德国马克、法国法郎等货币衍生出来的期货与期权品种随之消失,取而代之的是由欧元衍生出来的外汇期货与期权品种。同时,随着欧元区货币的被替代,相应的外汇风险也随之消失,这导致外汇期货的交易量一度下降。据美国期货业协会(FIA)的统计数据,1998年,美国的外汇期货(期权)交易量为3 223万张,美国以外的交易量为3 420万张,全球共计6 643万张。而1998年,全球外汇期货(期权)交易量减少到了4 110万张。表1-1显示了2001—2005年全球外汇期货(期权)交易量。

表 1-1 2001—2005 年全球外汇期货(期权)交易量

万张

年 份	2001	2002	2003	2004	2005
成交量	5 538	6 051	7 785	10 537	16 551

其二,随着新兴市场的发展及其国际经济影响力的提高,各交易所不断开发出以这些国家货币为基础的衍生产品,如随着中国在国际金融市场的地位日益重要,CME于2006年8月推出了人民币/美元、人民币/欧元和人民币/日元的期货及期权合约。

目前,外汇期货市场交易量最大的主要是以下货币衍生出来的期货合约:美元、欧元、英镑、日元、瑞士法郎、加拿大元、澳大利亚元等。从世界范围看,外汇期货的主要市场在美国,其中又基本上集中在CME。据统计,2005年,全美成交的汇率期货(期权)类合约共16551万张,而CME该年成交外汇期货(期权)合约共8428.7万张,所占比例超过了50%。美国的纽约商品交易所和费城证券交易所也进行外汇期货交易,但数量并不大,因而影响力远不如CME。在美国以外进行外汇期货交易的主要交易所有:伦敦国际金融期货交易所(EURONEXT—LIFFE)、新加坡国际金融交易所(SGX—DT)、东京国际金融期货交易所(TIFFE)、法国国际期货交易所(MATIF)等,每个交易所基本都有本国货币与其他主要货币交易的期货合约。

1.2.2 利率期货发展的历史与现状

尽管利率期货的产生比外汇期货晚了三年多,但其发展速度却比外汇期货快得多,其应用范围也远较外汇期货广泛。

1. 利率期货发展历史

在经历了“二战”后最长的一次经济繁荣后,西方资本主义国家先后陷入了经济危机。20世纪60年代中期后,通货膨胀在美国开始抬头。此后的越南战争和两次石油危机,更加剧了这一势头。美国政府对货币政策的调整使利率波动十分频繁。各种金融机构和公司很难对其资产负债进行有效管理。1973年3月,以美元为中心的布雷顿森林体系在运行了28年后最终崩溃,国际货币制度实行浮动汇率制,使国际间经济贸易往来面临前所未有的风险。70年代中期以来,为了治理国内经济和汇率自由浮动后稳定汇率,西方各国纷纷推行金融自由化政策,以往的利率管制得以放松甚至取消,导致利率波动日益频繁而剧烈。面对日趋严重的利率风险,各类金融商品持有者,尤其是各类金融机构迫切需要一种既简便可行、又切实有效的管理利率风险的工具。利率期货正是在这种背景下应运而生的。

1975年10月,CBOT推出了政府国民抵押贷款协会(GNMA)抵押凭证期货合约,标志着利率期货这一新的金融期货类别的诞生。在此之后不久,为了满足人们管理短期利率风险的需要,1976年1月,CME的国际货币市场推出了3个月期的美国短期国债期货交易,并大获成功,在整个70年代后半期,它一直是交易最活跃的短期利率期货。

在利率期货发展历程上具有里程碑意义的一个重要事件是,1977年8月22日,美国长期国债期货合约在CBOT上市。这一合约获得了空前的成功,成为世界上交易量最大的一个合约。此前的政府国民抵押贷款协会抵押凭证期货合约虽然是长期利率期货,但由于交割对象单一,流动性较差,不能完全满足市场的需要。而长期国债则信用等级高、流动性强,对利率变动的敏感度高,且交割简便,成为市场的首选品种,甚至美国财政部发行新的长期国债时,都刻意选择在长期国债期货合约的交易日进行。继美国推出国债期货之后,其他国家和地区也纷纷以本国的长期公债为标的,推出各自的长期国债期货。其中,比较成功的有英国、法国、德国、日本等国的国债期货。