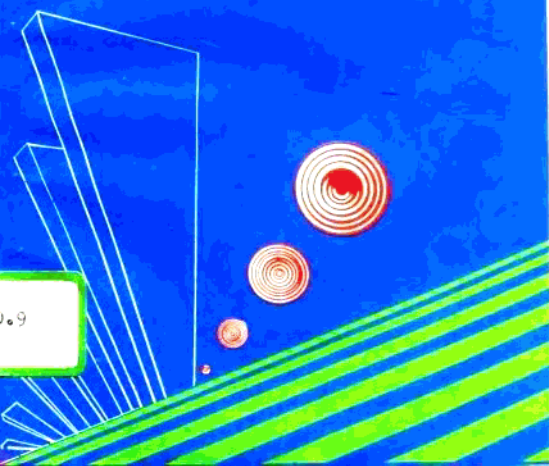


河南人民出版社

金 融 期 货

JIN RONG QI HUO

主编 党颂范 张汉如



说 明

中国经济正在朝国际标准化方向发展。期货交易基于避险的基础功能,在国际贸易中广为运用。金融期货对于黄金、股票、外汇、国库券、债券、大额存单即期交易及远期交易所面临的风险也有回避及对冲的作用。七十年代以来在国际上广为普及、运用。我国在入关的呼声中,正在把整个经济推向市场,金融期货交易作为市场经济的高级交易环节,正在我国兴起。

金融期货交易的产生基于其避险功能,然而在运用之后却伴随有投机性。如何做好金融期货交易,有许多基础性原理,同时随着多年实践,也有技术性方法。本书力图由基础因素分析到技术性分析,给读者以一个全面的对金融期货投资的认识。

在本书的编写过程中,注意吸收和参考了一些最新的研究成果。厦门大学图书馆及姜诚君同志在图书资料方面给予了许多支持。厦门大学有关教师、郑州大学商学院及金融系领导、河南财经学院财金系领导多方面给予帮助,河南人民出版社给予了大力支持,在此一并致谢。

参加本书写作的人员有:丁予君(新疆财经学院)、张汉如(河南财经学院)、薛志军(河南省建设银行)、杜迎伟(河南省人民银行)、苏锡河(新乡市工商银行)、党颂范(郑州大学)等同志。最后由党颂范和张汉如同志审阅全稿,负责总纂、成书。

由于时间仓促，水平有限，不足之处还望读者提出批评、
指正。

编 者
1993 年 7 月

目 录

• 1 •

第五章 外汇期货与市场	(87)
第一节 外汇现货市场	(87)
第二节 远期外汇交易	(94)
第三节 外汇期货交易	(99)
第四节 外汇期货与远期外汇的区别	(111)
第五节 影响外汇汇率的因素	(115)
第六章 金融期权交易与市场	(124)
第一节 金融期权交易的概念	(125)
第二节 金融期权的种类	(128)
第三节 西方国家主要的期权市场	(141)
第七章 金融期货操作技巧	(147)
第一节 金融期货投资的一般守则	(147)
第二节 金融期货投机性交易技巧	(155)
第三节 金融期货避险性交易技巧	(160)
第八章 金融期货的现状与发展	(175)
第一节 国际金融期货市场的状况与展望	(175)
第二节 我国金融期货市场的建立与前景	(179)
附录一	(188)
附录二	(199)
附录三	(203)

第一章 金融期货概论

按商品交割期间的不同，我们把市场分为现货市场和期货市场（futures market）两类。相应地商品交易也分为现货交易（spots trading）和期货交易（futures trading）两类。现货交易顾名思义就是现代商品的交易，一方交货，一方付款；期货交易则并不涉及实际货物所有权转让，而是转让与这种所有权有关的价格变化风险。早在十七世纪，美国和日本的商品期货交易所已以远期契约方式进行商品期货交易。在预定的日期内，依预先约定的价格买卖商品。如食品加工厂向农民预订 1000 吨小麦，预计二个月后付款。

第一节 什么是金融期货

随着期货交易的蓬勃发展，近年来不仅农产品、畜产品和矿产是期货市场上交易的商品，而且连原来作为交易媒介的金钱本身也成了可以交易的商品。金融资产价格用两种方式报出：（1）外汇汇率：反映一个国家货币与另一个国家货币相比的购买力；（2）利率价格：反映货币作为产生收入的一种资产的价值。因为外汇汇率的波动不定和利率的不断变化，进行金融产品的交易或转让过程中面临价格变化的风险，基于避险的客观需要，便产生了金融期货交易。

金融期货（financial futures）为期货的一种，是指交易的买卖双方，在期货交易所以公开喊价的方式成交后，承诺在未

来某一日期或某一段期间内，以事先约定的价格交付某种定有标准数量的金融工具的契约的交易。

美国的芝加哥商品交易所 (chicago mercantile Exchange, 简称 CME) 在 1972 年 5 月 16 日在交易所内另设一个专门负责金融期货的交易的部门——国际货币市场 (International monetary market, 简称 IMM), 创立了世界上第一个能够转移金融风险的集中交易市场。该交易所刚开始只办外汇期货, 因为交易十分成功, 后来又创办利率期货及股价指数期货 (stock index futures)。实际上金融期货的产生在于浮动汇率制度及 1970 年代美国利率自由化。在金融市场内, 另有一个可以转移汇率及利率变动风险的市场, 以确保有关金融资产的价位 (price protection), 并充当价位指标 (price barometer) 之重要功能。

金融期货契约是一种标准化的契约。其要件从以下几方面加以介绍:

一、交易方式: 买卖双方通过指定交易所, 以公平喊价的方式进行。目前主要的金融期货交易所有美国芝加哥商品交易所的国际货币市场部门 (IMM)、伦敦国际金融期货交易所 (London International Financial Futures Exchange, 简称 LIFFE) 等两大交易所, 以及澳洲、加拿大、日本、新加坡等国小型的交易所。其中, IMM 是 CME 的一个部门, 该交易所于 1989 年十一月三十日从交易所营运所得的利润中拿出 1930 万美元, 成立信托基金 (trust fund), 是全球唯一没有基金的交易所; 而 LIFFE 则是欧洲第一个金融期货交易所。

二、交易标的的种类。目前所进行的金融期货交易有以下契约:

(一) 黄金期货

(二) 外汇期货

- 包括：
1. 英镑期货契约；
 2. 加拿大元期货契约；
 3. 马克期货契约；
 4. 荷兰盾期货契约；
 5. 法国法郎期货契约；
 6. 日元期货契约；
 7. 墨西哥比索期货契约；
 8. 瑞士法郎期货契约；
 9. 欧洲通货单位 (European Currency Unit, 简长 ECU) 期货契约。

(三) 股价指数期货

(四) 利率期货

1. 三个月期国库券期货契约；
 2. 三个月期国内可转让定期存单期货契约；
 3. 三个月期欧洲美元定期存款期货契约；
 4. 三个月商业本票期货契约；
 5. 九十天期英镑定期存款期货契约；
 6. GNMA 所发行的转渡证券契约 (GNMA Pass-through Security Contract)；
 7. 日元长期国债期货契约；
 8. 短期国库债券期货契约；
 9. 英镑长期国债期货契约；
 10. 二十年国库债券期货契约。
- 三、交易条件：每笔交易成交时，须确定交易价格并立

即缴交期初保证金(initial margin),而大部分的交易所尚有最低保证金金额的规定,顾客的保证金在任何时候不得低于此数,此最低保证金称维持保证金(maintenance margin)。

四、交易权(trading privileges),只有交易所会员才有资格进而从事交易(floor-trading privileges),而无此权力的人只能通过经纪人进行交易。

五、交割时间:交割日期须为将来某一特定日期或期间、各种契约的交割时间都是市场上根据各种金融商品的交易旺季、所“约定俗成”的特定交割时间,称“交割月份(delivery month)”。如1mm的90天期国库券期货契约的交割月份为每年的三、六、九、十二月份,而交割日为固定在交割月份国库券第三次竞标后的星期四。交割月份只限于少数几个月份,其主要优点,在于可增加各契约月份的交易量,从而增加其流动性。

六、交易所(或另设清算所)担任每一笔契约双方的相对人(counterparty),并保证交易的顺利进行及契约的履行。

七、交易量,金融期货的交易量为标准化数量。例如LIFFE1986年9月开办金融时报股价指数期货交易,其买卖单位都是以100股为准。

八、交易次数,期货交易虽然在契约签订时已确定成交价格,但往往实际交割时才付款。在取得了金融期货后可以在同一交易所买卖,其次数多少以日期为限。如期限为60天,其交易次数在60天内多少不限。往往一笔期货,在售出到交割间要经过许多人的买卖。

九、交易盈亏计算,每一期货部位均须于交易后次日起,根据收盘价格逐日清算(daily settlement),以市价决定期货的

价值 (mark to market)，以逐日反映盈亏，并将盈亏金额逐日计入保证金帐户。若帐户余额超过期初保证金的水平，则必须补足至期初保证金的水平，若不补足则交易所将其期货合约拍卖。

第二节 金融期货的特征及报价方式

金融期货以金融产品为交易对象，和其它商品期货交易有许多共同点，也有不同之处。

其共同点主要有：

(一) 交易方式相同，即都需交付保证金 (margin)，在交易所进行公平喊价交易，交易所或清算所作为买卖双方的相对人。

(二) 交易双方当事人目的大体相同。参加商品期货交易的人基本上分为两类，一类人本身经营商品生产和买卖的生意，期货买卖只是他们的副业，他们把期货合约的交易当作以后进行现货交易的代替业务。这种人称为保价者 (Hedger)；另一类人则希望通过正确预测期货价格的变动来赚取利润，他们就叫做“投机者” (Speculator)、参加金融期货交易的人也基本上可以分为这两类，一类是因为业务需要而通过金融期货市场转移汇率或利率变动风险，另一类是投机者。

(三) 交易双方都不直接发生关系，而通过交易所或清算所进行契约履约。

(四) 都是标准化契约。

金融期货和其它商品期货相比之下有其特性，在于：

(一) 价格的平均移动性 (price parallelism)

不论任何种类的金融工具、其期货价格和现货价格的变动方向相同，同时两者的变动幅度也大致相同。如果期货与现货的差价（basis）变动幅度完全相同，则避险者利用期货市场即可完全规避价格风险，但事实上由于预期因素及持有成本的变化，差价不可能完全相同，因此就利用期货市场而规避风险者来说，其所承担的风险已从一般的金融风险减为差价风险（basis Risk）。

（二）契约持有者通常都于契约到期日前先行交割，实际到期交割的人则很少，大约在百分之五以内。

（三）价格的合而为一性（price convergence）

当期货契约较接近到期日之时，期货价格与现货价格之差价将随着期货契约所订交割日期的逐渐接近而越形缩小，及至交割日两者价格合而为一。

二、金融期货契约和远期契约的比较：

金融期货契约与远期契约（for ward contract）的相同点为两者均为买卖双方约定于未来某一特定日期，或某一特定期间内，以约定的价格买入或卖出某特定数量的金融商品契约，两者均具有转移风险与投机的功能。两者具有以下不同点：

（一）金融期货契约是标准化契约，交易数量或交割日期均为固定（标准化），无零星的交易；而远期契约的数量与交割日期，则任由契约交易的双方自行决定。

（二）金融期货契约交易在交易所内公开进行，易于了解市场行情推移，而远期契约则为店头交易（over-the-counter，简称OTC）无公开且集中交易的市场，价格咨询较不易取得。

(三) 金融期货有特定的保证金制度，而远期合约是否收取保证金则由交易双方自行议定。

(四) 金融期货合约成交后，通过交易所清算，双方不必顾虑交易对方的信用，故只有价格风险，无信用风险；而远期合约则兼具市场风险和信用风险。

(五) 金融期货合约成交后，可作反向交易，故届期实际交割者不到百分之五，而远期合约成立后，不可作反向交易，届期需实际交割，若不交割则没收保证金。也即，期货交易与远期交易的最大不同点，在于期货交易在交易制度上得以差额清算方式处理，期货交易的买卖双方均得于合约到期日之前，以反向交易方式进行差额清算，而远期交易则不可能单方面取消契约。

(六) 远期外汇的交易是以银行为主，但外汇期货的交易，则以交易所为主，银行仅是交易所的顾客而已。

三、金融期货的报价方式：

金融期货有如下三种报价方式：

(一) 指数报价法

一年期以内的短期利率期货，其报价以指数为基础，例如，由于三个月国库券购入价格等于国库券面额，减国库券面额 $\times$ 贴现率 $\times \frac{90}{360}$ ，若贴现率为7%，则购入国库券的价格为 $\$1,000,000.00 - \$1,000,000.00 \times 7\% \times 90/360 = 998,250.00$ 。若贴现率为6%，则购入国库券的价格为 $\$1,000,000.00 - 1,000,000.00 \times 6\% \times \frac{90}{360} = 998,500.00$ 。如果想在市场上获利，只能以高价卖出，低价买入才行。那么在本例中若希望以 $\$998,250$ 买入，以 $998,500$ 卖出，以贴现率

来报价，则须以 7% 买入而以 6% 卖出。但这不符合市场报价的买低卖高的习惯。于是短期利率期货的价格以 100 减去收益率来表示。例如国库券的贴现率为 7%，则期货以 93 报价。此种报价方式，一方面可以使国库券的买入价格低于卖出价格；另一方面，也可以使国库券期货的价格与指数呈一致方向变化，符合市场一般投资原理。当预期短期指数将上扬时，投资者会立即进场买入，而预期指数将下跌时，则投资者会进场抛出。

价格变动的最小单位称一个刻度 (tick)，它代表利率每变动一个基点 (basis point 指 0.01%)，对期货契约价值的变动金额。其计算公式为：

$$\text{刻度值} = \text{期货契约名目价值} \times \frac{\text{到期的期间 (天数)}}{\text{一年的天数}} \times \frac{0.01}{100}$$

例如，三个月期欧洲美元定期存款期货契约的刻度值为：

$$\$1000,000 \times \frac{90}{360} \times \frac{0.01}{100} = \$25;$$

三个月期英镑定期存款期货契约的刻度值为：

$$\$250,000 \times \frac{90}{360} \times \frac{0.01}{100} = \$6.25$$

一年期美元定期存款期货契约的刻度值为：

$$\$250,000 \times \frac{90}{360} \times \frac{0.01}{100} = \$25;$$

期货市场的参与者，利用已知的刻度值，易于迅速计算期货交易的盈亏。例如某人买入一张一年期美元定期存款期货契约之后，若价格涨了两个刻度，那么平仓该期货契约，可赚 $\$25 \times 2 = \50 。

二、息券收益法

长期利率期货的报价是采用与现货市场的同样方式并以该金融产品的标准到期日及标准息券收益为基础。

例如，息券收益率为12%、期限为20年的长期国债以面值的百分比来定价。假设1988年9月1日在CME交易的1989年12月份到期的长期国债期货价格为99—16，则表示票面价值100英镑，平息12%，20年期的长期国债存在，则应以合乎CME规定条件的类似标准到期日及标准息券收益的长期国债交割，并且根据一定的转换系数(Conversion factors)，互相补贴差额。

长期利率期货合约的刻度值，订为合约名目价值一个百分点的三十二分之一(1/32 of a percentage point)，其计算公式为：

$$\text{刻度值} = \text{合约名目价值} \times 0.01 \times \frac{1}{32}$$

例如，美国国库债券期货合约的刻度值为：

$$\$100,000 \times 0.01 \times \frac{1}{32} = \$31.25$$

英国长期国债期货合约的刻度值为：

$$£50,000 \times 0.01 \times \frac{1}{32} = £15.625$$

三、外汇汇率报价法：

外汇期货的报价，是以期货合约标的物的外汇汇率来表示，此与远期(forward)外汇的表示方法类似。1mm和LIFFE的外汇期货的报价与一般外汇市场的报价方式稍有不同，即用间接报价法。英镑、瑞士法郎、加拿大元及荷兰基尔德报价是报至小数点以下第四位；而墨西哥比索及法国法郎则报至小数点以下第五位；至于日元，则为了方便起见，将

小数点以下第六位中省去小数点以下前两位的零，而在外观上成为小数点以下第四位。

1mm 规定一“点”(point)，是指小数点以下最后一位数为“1”这种情况。因此，英镑、墨西哥比索期货的一点，所代表的则分虽是 0.0001 美元和 0.00001 美元。

此外，由于报价刻度不同，可对于不同的外汇契约，订定各种外汇期货契约的刻度值(tick value)。例如，1mm 的英镑期货契约的刻度值为 $\$0.0005 \times 25000 = \pounds 12.50$ 。LIFFE 的英镑期货契约的刻度值为 $\$0.0001 \times 25,000 = \pounds 2.50$ ，现将 1mm 及 LIFFE 对主要通货契约和刻度值列示如表(1—1)。

例如某交易员于 1mm 以 \$2.00 的价格买入两张英镑期货契约，八天以后以 \$2.05 的价格平仓，则其获利的计算方式如下：

$$(2.05 - 2.00) \div 0.0005 = 100 \text{ (刻度)}$$

$$\$12.5 \times 100 \text{ (刻度)} \times 2 \text{ (张契约)} = \$2,500$$

标准化的刻度值，有利于投机商，移转风险者和交易员等计算盈亏。

表 1—1 外汇期货契约的刻度值

交易所别		1mm		LIFFE	
币 别	刻度大小、刻度值	刻度大小	刻度值	刻度大小	刻度值
英镑		0.0002	\$12.50	0.0001	\$2.50
马克		0.0001	\$12.50	0.0001	\$12.50

交易所别	1mm		LIFFE	
日元	0.000001	\$ 12.50	0.00001	\$ 12.50
瑞士法郎	0.001	\$ 12.50	0.0001	\$ 12.50
法国法郎	0.00005	\$ 12.50		
荷兰基尔德	0.0005	\$ 12.5		
加拿大元	0.0001	\$ 10.00		
墨西哥比索	0.00001	\$ 10.00		

资料来源: Understanding Futures in Foreign Exchange,
International monetowry Market, 1987, P. 9

(四) 指数期货报价法:

这种报价方法是以某一定数额的美元金额乘以指数的数值。

1mm 规定股价指数 0.05 点为一刻度, 故每张契约价格改变的最低金额为 $\$500 \times 0.05 = \25 。

(五) 黄金期货报价法:

黄金期货以每盎司多少美元表示。例如, 黄金期货交易价格若为每盎司 \$500, 则每张契约的价值为 $\$500 \times 100 = \$50,000$ 。1mm 规定黄金期货每金衡盎司 \$0.10 为一刻度, 故每张契约价格改变的最低金额为 $\$0.10 \times 100 = \10 。

四、金融期货行情的阅读

《金融时报》(Financial time)、《华尔街日报》(Wall street Journal) 及其他各大报纸, 每天都登有金融期货的行情, 如表 1—2 所示。仅列示部分行情内容。

表 1—2

有关利率通货与股价指数等金融期货的市场行情

Friday November 25, 1988

	Open	High	Low	Settle	Chg	Yield	Open
						Settle	Interest
TREASURY BONDS (CBT)—\$100,000; pts. 32nds of 100%							
Dec	87-12	87-16	87-02	87-11	- 24	9.417 + .093	248,624
Mr89	86-31	87-03	86-21	86-31	- 23	9.453 + .089	139,824
June	86-21	86-23	86-09	86-20	- 21	9.537 + .083	35,060
Sept	86-10	86-13	86-00	86-10	- 20	9.546 + .079	17,030
Dec	86-01	86-01	85-20	86-00	- 20	9.586 + .079	8,496
Mr90	85-16	85-23	85-16	85-22	- 20	9.626 + .080	7,006
June	85-07	85-13	85-06	85-13	- 19	9.662 + .076	755
Dec	84-19	84-27	84-19	84-27	- 17	9.735 + .069	172

Est vol 100,000; vol Wed 174,788; op int 457,103, -16,072.

TREASURY BONDS (MCE)—\$50,000; pts. 32nds of 100%							
Dec	87-13	87-16	87-01	87-09	- 26	9.424 + .100	4,668
Mr89	86-31	87-03	86-21	86-29	- 25	9.471 + .097	911

Est vol 2,590; vol Wed 2,289; open int 5,617, -262.

T-BONDS (LIFFE) U.S. \$100,000; pts of 100%							
Dec	87-17	87-23	87-03	87-11	- 0-25	91-15	83-12 13,324
Mr89	87-07	87-07	86-24	86-31	- 0-24	88-20	86-24 568

Est vol 10,060; vol Thurs 605; open int 13,892, +97.

TREASURY NOTES (CBT)—\$100,000; pts. 32nds of 100%							
Dec	92-22	92-24	92-14	92-19	- 19	9.146 + .096	53,773
Mr89	92-20	92-20	92-08	92-14	- 18	9.171 + .091	29,283
June	92-14	92-14	92-05	92-09	- 18	9.197 + .092	581

Est vol 7,000; vol Wed 14,919; open int 83,702, -2,034.

5 YR TREAS NOTES (CBT) \$100,000; pts. 32 of 100%							
Dec	95-25	95-27	95-16	95-22	- 14	9.09 + .11	17,580
Mr89	95-26	95-26	95-155	95-22	-13.5	9.09 + .11	7,866

Est vol ; vol Wed 6,105; open int 25,496, +336.

5 YR TREAS NOTES (FINEX) \$100,000; pts. 32 of 100%							
Dec	95-20	95-22	95-17	95-205	- .125	9.11 + .11	9,034
Mr89	95-175	95-19	95-15	95-175	- .125	9.13 + .10	4,434
June	95-12	95-16	95-16	95-14	- .125	9.16 + .10	1,400

Est vol 800; vol Wed 1,668; open int 14,868, -83.

TREASURY BILLS (IMM)—\$1 mil.; pts. of 100%							
	Open	High	Low	Settle	Chg	Discount	Open
						Settle	Interest
Dec	91.87	91.92	91.82	91.92	- .08	8.08 + .08	11,477
Mr89	92.10	92.16	92.08	92.15	- .11	7.85 + .11	11,314
June	92.12	92.14	92.09	92.14	- .10	7.86 + .10	2,165
Sept				92.10	- .09	7.90 + .09	438
Dec				91.96	- .09	8.04 + .09	222

Est vol 5,026; vol Wed 5,111; open int 25,697 -4.