

Jinrong Qihuo
Lilun Yu Shiwu

金融期货

● Wangxiaoping
Zhubian

理论与实务

王孝平·主编

中国纺织大学出版社

Zhongguo Fangzhi Daxue Chubanshe

Jinrong Qihuo Lilun Yu Shiwu Jinrong Qihuo Lilun Yu Shiwu

lun Yu Shiwu

金融期货理论与实务

主 编 王孝平
副主编 郑沈芳
李 苗

中国纺织大学出版社

金融期货理论与实务

王孝平 主编

中国纺织大学出版社出版

(上海延安西路 1882 号 邮政编码 200051)

新华书店上海发行所发行 全国各地新华书店经销

江苏丹阳兴华印刷厂印装

开本: 787×1092 1/32 印张: 6.375 字数: 148.5 千字

1995 年 9 月第 1 版 1995 年 9 月第 1 次印刷

印数 0001—2000

ISBN 7-81038-060-5/F·014 定价: 10.00 元

序

二战后,生存了百余年的期货市场随着世界经济的发展,其交易的品种和范围也在不断演化,期货市场的触角已开始伸向金融领域。本世纪 70 年代初,由于美元的两度贬值,国际货币制度由固定汇率变为浮动汇率,加上 1973 年和 1978 年相隔不到 5 年时间就爆发两次石油危机,致使西方经济出现了令人困惑的滞胀局面,大量的石油美元使欧洲美元市场规模不断扩大。为了避免利率、汇率频繁变动所带来的风险,于是金融期货就应运而生。十多年来,金融期货市场发展的规模和深度,正愈来愈引起各国政府和经济界人士的重视。鉴此,编写一本介绍金融期货有关概念、理论和最新实务的读物,是有十分重要的现实意义的。

本书编写的目的不在于理论上的研讨,而是系统介绍金融期货的实务操作以及应用实例。为此,我们力求绕过繁冗、费解的理论阐述和计算公式,让广大读者尽快地进入实际操作中,以体会市场风险、培养市场感觉、进而找到相应策略,增强市场信心。由于本书是一本具有较强实用性的读物,是为任何具有中等以上文化程度的读者编写的,因此通俗易懂,便于操作是其一大特色。

本书共分十章。第一章至第四章介绍了期货市场的演化、期货市场的管理和组织、金融期货市场的特征和交易原

则,使读者对期货、期货市场的组织以及金融期货市场的一些特点有个初步的了解;第五章至第十章,则着重介绍各种金融期货工具的有关概念、实务操作的程序和相应的策略,并辅之以应用实例详解,让读者进一步提高和掌握各种金融期货工具的实际运用能力和投资技巧。

本书是集体合作的产物,其中:王孝平编写第一章、第五章、第六章、第八章和第九章;郑沈芳编写第二章、第三章、第七章;李苗编写第四章、第十章。全书由王孝平负责修改和总纂。

本书在编写过程中,参阅了国内外大量有关的书籍和资料,吸收了前辈和同仁们的诸多精辟见解,同时,也得益于有关专家和业内人士的帮助。本书的定稿和出版,还承蒙编辑、审稿者以及出版发行人员的鼎力相助。在此,我们一并致以深深的谢意!

王孝平、郑沈芳、李苗
1995年5月于上海

目 录

第一章 期货交易概述	(1)
第一节 期货交易的历史.....	(1)
第二节 期货交易的特点和作用.....	(2)
第三节 期货交易合约的标准化.....	(6)
第二章 期货市场的组织结构	(10)
第一节 期货交易所.....	(10)
第二节 期货交易结算中心.....	(12)
第三章 金融期货市场	(17)
第一节 金融期货市场的特点.....	(17)
第二节 金融期货市场的功能.....	(20)
第三节 金融期货合约及其价格确定.....	(21)
第四章 金融期货的交易原则	(24)
第一节 利率期货的交易原则.....	(24)
第二节 外汇期货的交易原则.....	(27)
第三节 国库券期货的交易原则.....	(28)
第四节 股票指数期货的交易原则.....	(29)
第五节 黄金期货的交易原则.....	(30)
第五章 利率期货交易	(33)
第一节 利率期货的特点.....	(34)
第二节 利率期货交易实务.....	(36)

第三节	利率期货市场对资本市场的影响·····	(42)
第六章	国库券期货交易·····	(48)
第一节	国库券期货市场的特征·····	(48)
第二节	国库券期货市场的交易·····	(52)
第三节	长期国库券期货交易·····	(59)
第四节	影响长期国库券期货市场的有关因素·····	(63)
第七章	国库券期货的期权交易·····	(68)
第一节	国库券期权交易的有关概念·····	(68)
第二节	国库券期货期权交易的基本功能·····	(71)
第三节	国库券期货的期权交易实务·····	(73)
第四节	国库券期货的期权交易策略·····	(75)
第八章	外汇期货交易·····	(83)
第一节	远期外汇与套利交易·····	(84)
第二节	欧洲美元期货交易·····	(92)
第三节	外汇市场的互换交易·····	(95)
第四节	外汇期货的套利问题·····	(100)
第五节	外汇期货的套期保值策略·····	(106)
第九章	股票指数期货交易·····	(111)
第一节	股票指数期货交易的成因·····	(112)
第二节	股票指数期货交易实务·····	(114)
第三节	主要市场指数期货·····	(122)
第四节	股票指数期货的风险管理·····	(124)
第十章	黄金期货交易·····	(130)
第一节	国际黄金市场概况·····	(131)
第二节	黄金期货市场的交易·····	(136)
第三节	黄金期货市场的发展趋势·····	(143)
附 录	·····	(145)

附录一	国债期货交易管理暂行办法	(145)
附录二	美国期货与期权交易管理的有关规定 ...	(157)
附录三	国际期货市场的发展过程	(165)
附录四	外汇期货业务管理试行办法	(168)
附录五	金融期货合约规格	(173)
附录六	英汉对照期货交易基本术语	(184)
附录七	国际金融市场常用分数/小数转换表	(194)

第一章 期货交易概述

期货合约是买卖双方通过期货交易的组织机构签订的法律凭证，而期货交易就是通过期货合约来买卖远期商品的一种交易方式。本章着重介绍期货交易的历史、期货交易的特点、作用以及期货合约的标准化。

第一节 期货交易的历史

商品市场的交易活动是为满足商品经济的特殊需要而产生的，也是随着社会生产力的发展而逐步演变的。从历史角度来说，依次出现过物物交换的商品交易方式、现货交易方式、现货远期合约交易方式，最后才产生了期货交易方式。13世纪的比利时商人开始进行期货交易，到14、15世纪期间，已发展成为有组织的市场。1580年前后，联结、沟通欧洲、美洲、亚洲、非洲进行各种商品交易的中心地区是比利时的安特卫普港。此后，由于受到西班牙海上力量的攻击，商人们为避免战祸开始向北转移，最后定居在现今的荷兰阿姆斯特丹港，重新展开和组织国际贸易活动，整个17世纪，阿姆斯特丹港作为欧洲的中心城市，成功地组织了这一历史时期的商品交易活动，并为阿姆斯特丹成为世界上最大的港口奠定了历史基础。

阿姆斯特丹不仅产生了商品期货交易，还发明了商品期货交易的另一种形式——期权交易。众所周知，荷兰是世界

花卉的主要出口国,而郁金香则是荷兰的国花,这种花的球状根比较容易腐烂,其生产量受气候影响极大,所以价格变动十分激烈。也正是由于这一原因,才逐渐产生了为之服务的商品期权交易,即只要价格发生变动,便可以从中赚取差价。到了1602年,世界上最早的股份公司——东印度公司诞生在阿姆斯特丹,该公司的股票就曾被当作商品期货交易的对象。

1780年,在英国利物浦进行的棉花交易时所产生的“to—arrive”合约便是现代期货合约的前身。1848年,美国芝加哥成立了世界上第一个采用标准化期货合约的期货交易所即“芝加哥谷物交易所”(Chicago Board of Trade—CBT),并于1865年,正式采用标准化期货交易合约展开和组织商品期货交易。因此,商品期货交易所的创始地应归于美国芝加哥谷物交易所。

到本世纪70年代以后,在期货市场上盛行了120多年的实物商品如谷物、金属等,开始逐渐退居次要地位,而货币、股票、债券等金融期货则异军突起,并十分活跃地涌进了期货交易所,为现代期货市场注入了新的活力。在短短的十几年内,金融期货的总成交量已占全球期货交易量的一半以上,在现代期货市场中跃居非常重要的地位,其发展速度令人瞠目。

第二节 期货交易的特点和作用

期货合约是一种根据有组织的机构即期货交易所的有关规定,于未来某一时间(三个月、六个月、九个月等)交割商品的一种买卖契约。期货交易是契约交易的发展。它克服了契约交易的一些缺陷,具有更有利于市场流通的一些特点。此外,期货市场尤其是期货交易的组织机构的健全和发展,对于

促进期货交易的健康发展也具有很大的作用。

一、期货交易的特点

由于期货交易是在商品经济条件下逐渐独立出来的一种商品交易方式,因而它具有以下几个特点:

① 期货交易是在专门的期货交易所内进行的,一般不允许场外交易。期货交易所不仅为期货交易者提供了一个交易场所,而且还为精心组织期货交易制订了许多严密的法规。同时,期货交易所还为所有在期货交易所内达成的交易提供了资金结算上的担保。这是期货交易区别于现货交易和现货远期合约交易等方式的一个重要特点。

② 期货交易中的期货合约是标准化的,这也是期货交易区别于现货远期合约交易的一个重要特点。期货交易的产生是以标准化的期货合约的出现为标志的。期货交易产生之初,期货交易的组织机构就为期货交易制订设计了标准化的期货合约,即为某种商品的期货合约制订设计了标准化的数量、等级、交割时间、交割地点等条款(这些在后一节中再作详述),以避免期货交易双方因对合约条款理解的不同,而产生争执和纠纷。在买卖成交后,只有价格是期货合约唯一变动的因素。

③ 期货交易大多是一种期货合约的买卖交易,而且在买卖交易后到期进行期货合约的实物交割,其比例非常小。这也是期货交易区别于现货交易、现货远期合约交易方式的一个重要特点。由于期货合约在期货交易的实际运作中被多次买进卖出,这就使得期货交易在很大程度上变成一种买卖期货合约的交易,并使得期货交易从实物商品的流通中逐渐独立出来,成为一种货币和期货合约互相易位的交易,即“纸上

交易”。准备规避市场价格风险的经营者,可以在期货市场上买卖期货合约,并在合约到期以前对冲掉到期进行实物交割的承诺,进而规避现货市场价格的风险。同时,这一市场功能也为市场投机的产生创造了时空条件,投机者可以在期货市场上频繁进行买空卖空期货合约的交易,以谋取市场差价。

④ 期货交易是一种委托交易,即不是由实际需要买进和卖出期货合约的买方和卖方在交易场内直接见面进行交易的,而是委托交易所的经纪人代理众多的买方和卖方在期货交易场内达成的。

⑤ 在期货交易的运作中,期货合约的买卖还由场内经纪人通过公开竞价的方式进行的,因而期货市场是一个价格公开、自由竞争的市场。正是由于期货交易的这种公开性、平等性和竞争性,所以能使期货市场上的期货价格较为准确地反映和预期市场的供求状况及其未来走势。

⑥ 期货市场具有特殊的结算制度和交易会员制度,交易者信用度较高。这是因为期货交易是期货交易所提供履约担保的交易,从而保证了期货交易的正常开展,避免了因违约引起的市场纠纷。期货交易所和结算公司实行履约保证金和无负债结算等严格的规章制度,凡是在交易所内达成并符合期货交易所有关规定的期货交易,交易所均提供履行合约的担保,即使合约一方宣布破产也同样提供担保,而对另一方作出财力上的赔偿。

二、期货交易的作用

期货交易的上述特点,构成市场组织化、有序化的重要标志。期货交易对完善市场价格机制起着重要的作用,主要表现在以下几个方面:

第一，可以降低价格风险。我们所说的降低价格风险主要是通过套期保值(Hedging)来实现的。这是由于现货市场的价格与期货市场的价格在运动方向上具有趋同性。现货市场如果因某种消息引发市场价格上涨，则期货市场价格也会相应上涨；相反，如果这种消息促使现货市场价格下降，则期货市场价格也随着下降。所以，通过在期货市场上取得一个与现货市场相反的交易部位就可以达到以盈补亏的目的。如果某企业因经营需要把其所拥有的债券进行融资，则可在现券市场上(债券二级市场)卖出债券，取得经营资金，同时在债券期货市场中买入相同数量的标准合约，以此规避和降低价格风险。

第二，帮助提高营销效率，促进企业资产的流动。现阶段的金融期货市场，已成为减少或防范国际经济活动中金融资产风险的交易中心。买卖双方在这里极易找到成交对象，使交易效率大为增加，从而提高企业资产的流动性(变现能力)，进一步提高企业的营销效率。比如，某公司计划向银行借一笔款子，同时又预测到近阶段央行利率会向上调高(则期货合约价格会下跌)，那么该公司在向银行借款的同时应在期货市场上卖出代表相同数额的期货合约。若到期交割时，央行利率果真调高了(即期货合约价格确实下跌了)，那么该公司在利息成本上的增加额刚好是从买入期货合约的赢利(即期货合约的买卖差价)上得到补偿，确保了该公司的借贷成本。当然，在实际运行中，资金的数额即赢利的数额会因期货市场的价格走势稍有出入，但必定能确保企业的借贷成本这一点是毫无疑问的。

第三，通过金融期货市场的公平竞争，还可以促使企业提高生产经营管理水平。金融期货交易所是高度组织化的公

开市场。交易者通过公平的竞争来决定价格，排除了任何非经济影响的因素，一个企业要想在这种信息公开、地位平等、公平竞争的市场环境中站稳脚跟，就必须不断改善生产经营管理，以增强企业自身的竞争力，因为企业的金融资产和有形资产是紧密相联的，金融资产如公司股票、债券是企业的融资工具，它们资助企业有形资本的形成和配置，同时企业金融资产的未來收入又是由有形资产派生的。可以这么说，在现阶段我国的市场经济中，如果没有金融资产，有形资本便无法在各部门、各企业中流动和重新配置，企业的生产经营也就无法进行。

第三节 期货交易合约的标准化

期货合约是标准化的法律契约，期货合约标准化是期货交易成功的关键。期货合约对交易的标的物必须有明确清楚的规定，以便交易双方可以对交易结果有明白的预期。但期货合约的标准化又不能没有弹性，以致让一小部分人有操纵市场的可能，或是只能引起一小部分参与者的市场兴趣。期货合约标准化的内容一般应包括标的物的定义，合约的数量和价格计算方式，最后结算时间，交割方式等。

一、期货合约交易标的物的定义

金融期货(financial futures)在标的物定义方面比较单纯，例如外汇期货，除了伪币之外，交割标的物并无品质的差异。然而在国外，利率期货与农产品期货一样，也有类别的问题。以芝加哥期货交易所(CBOT)的美国长期国库券(Treasury Bond)期货而言，虽然价格按15年到期、8%息

票利率(Coupon rate)的国库券而定,但有很多种不同到期、不同名目息票利率的国库券,均可以充做交割标的物。由于卖方有选择以何种债券交割的权利,因此都会选择在现货市场上价值最低的可交割标的物交割,这就是所谓“最便宜的去交割”(cheapest-to-deliver)的交割原则。此外买方则应于交易时,充分了解卖方会有提供最差的物品交割的可能性,才不会导致吃亏上当。上述这些业务在我国金融期货市场尚未开展,这是因为我国金融期货市场刚刚处在启动阶段,国内最大的金融中心——上海也尚未达到国际一流资本市场的水准,所以国内金融期货市场的业务范围也受到客观条件的限制。

二、期货合约的数量及价格计算方式

期货合约标准化的内容还包括交易标的物的数量。每一期货合约规定的标的物的数量,必须大到可以满足大公司、大机构的避险需求,但又不能太大而使一般的交易者难以承受。如上海证券交易所规定的国库券期货每一个标准合约代表的数量单位(Size)为 20 000 元一口,从近一年的实际运行来看是比较切实的。

一般来说,期货价格变动率愈小,每口合约的交易金额可以愈大,但变动率本身会改变,就促使期货合约金额有调整的必要。例如,CME 原来的英镑期货合约规格是 25 000 英镑,但英镑曾在一段时期变动非常小,经过交易厅经纪人的反映,CME 便将英镑期货合约于 1988 年调整为每口 62 500 英镑。然而在调整之后,英镑汇率似乎较以前变动剧烈,以致使英镑期货代为 CME 外汇期货中价格波动最大的期货合约,这就使一些入市资本较小的交易者难以承受,连带也就影响到其交易量。所以在决定合约规格之后,期货合约往往也会同时

规定该合约的最小价格变动单位，即所谓的变动一档的规格(tick size)。以上海证券交易所国库券期货合约为例一档是每手 0.01 分。由于期货合约每口规格是 200 手，因此变动一档就是人民币 2 元。此外，有时合约也会同时规定每日的涨跌停限制(daily price limit)。

三、期货合约的最后结算时间

期货合约的最后结算时间是指合约到期月份的选择。在选择期货合约最后结算时间时，必须考虑到市场参与者的需求。如果说交易所提供太多的合约月份的期货合约上市，以满足所有客户的需求，则可能使交易分散在不同月份，造成交易分散得太广太薄，以至于没有一项可以达到足够的流动性。如果说仅仅推出少数而分开的不同月份的合约上市，就可使交易量趋于集中，并促使交易量进一步放大。

在金融期货合约中，则并无季节性收成的因素做为选择合约月份的依据，因此金融期货合约月份大都集中在少数几个比较近的月份。例如上海证券交易所推出的国库券期货合约集中在每年的 3 月、6 月、9 月和 12 月；再如国外的利率与外汇期货合约交易量也绝大部分集中在近两个合约月份。

四、期货合约的交割方式

期货合约的交割方式也是期货合约标准化的重要内容之一。期货合约到期时标的物的交割有两种方法：即实物交割(physical delivery)与现金交割(cash delivery)。所谓实物交割，是指买卖双方于到期时可以用实物交付以完成交割义务，到 70 年代后期，实物交割已不再是期货交割的唯一方

式。现金结算，也成为可以接受的到期了结合约权益的交易方式。例如，美国芝加哥商业交易所 (Chicago Mercantile Exchange) 即 OME 在 1981 年推出欧洲美元合约时，就首先推出了现金结算方式。