

现代投资
科学丛书

编著
黄叶林

金融期货 交易理论与实务

中国金融出版社

《现代投资科学丛书》编委会

顾问	于光远	董辅初	
编委会主任	张庆寿		
编委会副主任	潘金生		
编委	(以姓氏笔画为序)		
	万文山	马续田	马常涛
	邢建平	杨卫东	张庆寿
	周奇凤	姜涛	钟世忠
	郭超	高行	贾堃
	黄叶林	富宁	谭晓莉
	裴芳	潘金生	
统编	黄叶林	马续田	谭晓莉

前 言

金融期货交易是市场经济高度发展的产物,在西方已有几十年的发展历史。随着金融国际化的迅猛发展,各种金融期货工具不断被创新出来,并且占据了期货市场的重要地位。金融期货交易独有的价格发现、套期保值和规避风险的经济功能,使它后来居上,成为期货市场的宠儿。

随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立与完善,各种金融机构与国际金融市场的关系越来越密切,如何利用国内外金融期货市场,通过参加期货交易来规避因价格、利率和汇率波动而带来的风险,已是摆在我国金融界面前的重要课题,市场经济的发展也要求我们尽快建立和完善包括金融期货市场在内的各种市场体系。可以预见,在不久的将来,金融期货交易将是继证券、房地产之后的又一个投资热点。

但是,金融期货市场毕竟是一个充满风险的交易市场,轻微的波动,既能给您带来丰厚的收益,也可能使您蒙受巨大的损失,可谓挑战与机遇并存。因此,只有掌握金融期货交易的基本理论和基本技巧,才能使您的决策建立在科学的预测之上,才能在瞬息万变的期货市场上处于常胜之地。本书正是以此为目的,向您详细介绍了金融期货的发展历史、价格走势分析方法以及各种具体的金融期货工具的运用与操作技巧,为您提供进入金融期货市场大门的金钥匙,帮您在期货交易中大展宏图。由于我们的水平有限,加之时间仓促,书中若有错误之处,恳请有关专家和广大读者批评赐教。

作者

1993年5月于北京

目 录

第一章	金融期货概论	(1)
第一节	金融期货的基本概念.....	(1)
第二节	金融期货的产生与发展.....	(8)
第三节	金融期货工具的种类与特点	(15)
第二章	金融期货市场	(27)
第一节	金融期货市场的组织结构	(27)
第二节	金融期货市场的交易程序	(36)
第三节	金融期货市场的功能	(53)
第三章	金融期货的套期保值、投机与套利交易	(60)
第一节	金融期货的套期保值交易	(60)
第二节	金融期货的投机交易	(72)
第三节	金融期货的套利交易	(79)
第四章	金融期货的价格分析技术	(90)
第一节	基本性分析方法	(90)
第二节	技术性分析方法	(96)
第五章	金融期权	(151)
第一节	期权的基本概念.....	(151)
第二节	金融期权.....	(162)
第六章	股票指数期货交易	(176)
第一节	股票指数的基本概念.....	(176)
第二节	股票指数期货交易.....	(185)

第三节	股票指数期货期权交易·····	(200)
第七章	利率期货交易·····	(209)
第一节	利率和利率期货市场的产生·····	(209)
第二节	利率期货种类及特点·····	(212)
第三节	利率期货交易·····	(223)
第八章	国际货币期货交易·····	(234)
第一节	国际货币期货市场·····	(234)
第二节	国际货币期货的交易方式·····	(240)
第三节	国际货币的期权交易·····	(254)
第九章	金融期货交易诀窍·····	(267)

第一章 金融期货概论

第一节 金融期货的基本概念

期货交易是一种在未来特定月份交割,按特定合约规格进行延期交换商品的行为。由于期货交易十分灵活简便,并有助于人们回避和转移未来难以预知的价格风险,因而早在古罗马时代,某些中央交易场所就有签订远期交货合约的做法。当时埃及的农产品就是以期货交易形式进入帝国商业中心罗马的,以后在欧洲、北美和日本等相继出现了可以进行期货交易的市場。19世纪末和20世纪初,上市商品逐渐从传统的农产品期货合约扩展至贵金属、制成品、加工品和非耐用品的储存商品合约。

金融期货的概念是本世纪60年代提出来的,到70年代获得了实现。1972年美国芝加哥商品交易所成功地推出外汇期货合约,开创了金融期货的新局面。随后,由于金融国际化的迅猛发展,利率期货、指数期货一一被推出,并且占据了期货市场的重要地位。为了进一步掌握金融期货交易的理论与实务,我们必须首先搞清一些有关的基本概念。

一、金融期货

金融期货是指金融工具的买卖都是在将来某一规定时间

交割。其特点是：买卖标准化金融工具契约签订时，价格已经议定，而在未来某个规定日期交割，交割期前契约可任意转让。金融期货主要包括外汇期货、利率期货和股票价格指数期货。

1. 外汇期货。外汇期货是最早被使用的金融期货，它是战后世界经济格局变化的产物。本世纪 70 年代初，以美元为中心的固定汇率制度崩溃，各国普遍实行浮动汇率制，外汇市场的变动加剧，汇率变动风险增大。为了减少风险，外汇期货应运而生，通过外汇期货交易进行套期交易，达到汇率保值的目的。

2. 利率期货。由于利率总是由相对稳定转向波动，利率的频繁波动不仅使货币而且使其他金融资产（如中、长期政府债券）也处于风险之中。为了避免因利率变动而产生的损失，导致了利率期货的出现。利率期货业务开办于 70 年代中期，最早有商业票据、定期存单以及政府债券期货。利率期货也如其他期货商品一样，是又一个套期保值的工具，可以分散因利率变动而产生的风险，从而达到保值的目的。

3. 股票指数期货。70 年代以来，西方国家受石油危机的影响，经济不稳定，直接影响到股票市场的股票价格。股票价格的升降，不仅对股票持有人存在价格风险，而且对股份公司也存在着经营风险。为了分散和避免股市风险，通过股票指数期货交易实行套期保值，是一个非常有效的手段。

二、金融期货交易与现货交易

金融期货交易是相对于金融现货交易而言的，是含义截然不同的两个概念。金融现货交易是根据买卖双方一对一的

谈判,然后根据买卖双方商定的付款方式买卖金融商品,并在一定时期内实行实物的交收,从而实现金融商品所有权的转移。金融现货交易的目的在于通过一定的价格买到或卖出某种金融工具。一般交易者在外汇市场上调汇买卖、在证券交易所的证券买卖者属于金融现货交易。而金融期货交易是先交付一定的保证金,在期货交易所内,通过公开喊价的方式买进或卖出金融期货合约。这种金融期货合约是根据每种交易金融商品的数量、品种以及交割时间、地点而书就的标准化契约,是规定将来某一特定时间买进或卖出某种金融工具的协议。期货交易者对实物的交收并不感兴趣,期货交易的目的是利用期货市场价格的上下波动进行保值或投机获利。因此,金融期货交易一般并不涉及金融工具所有权的转移,而只是金融期货合约所有权的转移,以便转嫁与这种所有权有关的金融工具价格变动的风险。例如,某期货交易者估计利率在近期可能上涨,于是他就在芝加哥商品交易所购买三个月交割的利率期货合约,买进后不久,利率果然上升,该交易者将利率期货合约卖出,从而得低价买进高价卖出的差价利润。当然,该交易者把赌注押在未来价格的涨落上是要冒一定风险的,特别是这种“买空卖空”的投机性交易具有更大的风险性。有关套期保值交易和投机性交易的详细内容另章叙述。

三、金融期货市场与现货市场

金融期货市场是进行金融期货合约买卖的场所,一般设在商品交易所内。金融期货市场一方面成为短期投资者投资的场所,以风险资本获取风险利润;另一方面成为企业经营者用来转移风险、保护收益的理想场所。现货市场是进行现货交

易的场所,它由拥有金融商品并准备马上交割的卖者和拥有现金想立刻得到金融商品的买者所组成。金融期货市场与现货市场相比具有以下几个特点:

1. 见钱不见物。期货市场上的买卖双方成交时并非凭现货,而是凭既定的标准化金融工具成交,金融商品并不进入期货市场,大多数的交易由合约的对冲来了结,很少进行实际金融商品交割。

2. 交易人员有严格的限制。在金融期货市场参加交易的必须是会员单位,非会员单位只能通过会员单位来进行交易。会员必须经过严格的资信审查并交纳会费,享有一些特许的交易权利。

3. 有固定的交易程序和规则。金融期货市场对成交方式、结算与担保、合约的转卖或对冲以及实物的交割等都有严格和详尽的规定。

4. 上市金融工具要具备一定的条件,并非任何金融工具都适宜上市以期货交易的方式进行买卖。

5. 期货市场交易集中,信息通达,价格公开,公平买卖。金融期货市场与现货市场虽然完全不同,但两者互相影响。金融期货交易有助于金融商品在现货市场上的买卖更顺利地进行,而现货市场交易活跃,可以促进期货交易的兴旺发展。期货市场以现货市场为依托,没有现货市场的发达与成熟,期货市场就不可能得到顺畅发展。

四、金融期货合约

金融期货合约就是从事金融性商品期货交易的买卖双方通过交易所签订的法律凭证。期货合约中,除价格以外的所有

合同条款都由商品交易所规定统一的标准,合约的单位数量、交货地点、时间都不需要买卖双方商定。这种标准化的期货合约易于转手和清算,流动性强,具有普遍适应性,对任何交易者都有效。由于期货合约中唯一变动的因素是价格,买卖双方只需就价格达成交易,期货交易便可告成。金融期货合约的结算通过交易所的结算单位进行,买卖双方无须知道对手是谁,自然免除了个别征信的手续,也降低毁约的风险。买卖期货合约必须交纳保证金,通常其数额为期货合约金额的2—10%。

金融期货合约与目前我国已有的远期合同有质的区别,不可混同。远期合同是买卖双方通过一对一谈判的方式,就买卖商品的数量、品质、规格、时间、地点、交割方式等达成共同的意见后鉴订的书面协议。远期合同不具有普遍的适应性,不可以作为共同性的标准化契约进行转让,只对当事人买卖双方有效。远期合同在签约前必须通过征信方式,分析交易对手的信用状况,调查其是否有履约的诚意。远期合同一般不需交纳保证金,其盈亏都是在合约到期之日才结清。远期合同的交易者一般是专业化生产商或交易商。

期货合约与远期合约虽然大不相同,但两者含有远期交易的内容,而且期货合约是在远期合约的基础上发展起来的。

由于金融期货种类各异,所以各种金融期货合约具有不同的内容,但基本上都包括下列各点:

- 1) 合约所签订的数量单位;
- 2) 合约每单位的报价是多少;
- 3) 价格波动的最低限度;
- 4) 价格波动最低限度的转换价值;
- 5) 每天交易涨跌幅度限制;

6) 涨跌幅度限制转换价值;

7) 合约月份;

8) 合约交易时间;

9) 合约最后交易日;

10) 合约交割等级;

11) 合约交割方式;

12) 合约交割地点。

每一张金融期货合约依据具体情况,包括上述各方面内容外,还载有期货名称、交易所名称、手续费价量表等。具体格式可参见附表 1—1。

五、金融期货交易与股票交易

股票市场与金融期货市场是两种不同的市场,但这两者在性质上有共同之处,如二者都是通过交易将社会游资集中;二者均为投资资金,以期获取利益。但是期货交易与股票交易存在着显著的差异,这些差异主要体现在以下几个方面:

1. 股票买卖属于产权转移,而期货交易者是一种风险的转移。当股票进行交易时,股票的产权也随之转移,也就是股票交易后,立刻办理交割手续。而期货交易时,金融商品的产权并没有转移,其产权的转移要到期货合约到期,商品要交付时才发生,而且大部分的期货交易者均不以取得实物为目的,买卖金融期货几乎不办理交割。

2. 金融期货交易比股票交易的融资比例要高。“以小博大”是金融期货交易最重要的特性,一般金融期货交易融资比例是在 85~95% 之间,某些金融期货商品的融资率甚至高达 97%,人们用少量的资本可以控制大量的资源。

表 1—1 芝加哥期货交易所(CBOT)

5 年期国库存券(T-note)期货合约

要 点	规 格
交易单位	100,000美元面值 T-note
最小变动价值	报价单位为 1/32 点,最小价格波动为 1/32 点的 1/2(每张合约 15.525 美元)
每日价格最大波动限制	不高于或低于上一交易日结算价格各 3 点(每张合约 3000 美元)(可扩大到 $4\frac{1}{2}$ 点)
合约月份	3、6、9、12 月
交易时间	早 7:20—下午 2:00(芝加哥时间)
最后交易日	从交割月最后营业日往回数的第八个营业日
交割等级	任何最近拍卖的 5 年期 T-note,特别是原偿还期限不超 5 年零 3 个月,而且其剩余有效期限从交割月的第一天算起仍不少于 4 年零 3 个月的 T-note 最好。
交割方式	联储电子过户簿记系统

3. 时间限制。金融期货交易必须注意时间因素,其期货合约有其时间性,合约到期后,合约的市场性即行消失。买卖金融期货时就已知道合约的到期日,在合约到期前,必须转手,不然就要在法律的约束下收货或交付。而股票买入以后可以一放好几年,没有时间限制。

4. 从风险方面来看,风险程度不大相同。金融期货合约交

易的风险程度比较接近于投机性股票交易。在期货交易中,所要交付的保证金相当低,以相当少的资金可以掌握着大量的金融商品的买卖,风险很大,但获利也很丰厚。

5. 价格变动的限制不同。金融期货交易通常都有每天的价格限制,禁止价格在一定的日子里变动突破一定的幅度,这种价格限制是事先制订好的,这样,可以防止价格大幅度变动。而股票价格的变动一般没有限制,如遇突发事件,证券交易所可以停止交易,直到市场恢复正常为止。

除以上几项主要区别之外,还存在一些其他的区别,如二者的交易场所不同,股票交易在证券交易所,而金融期货交易在商品交易所进行;此外,股票交易价格和期货交易价格的影响因素也不尽相同等。

第二节 金融期货的产生与发展

随着期货交易的蓬勃发展,不仅农产品、矿产品是期货市场上的商品,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。在美国 70 年代初,由于新的货币政策和其它因素的影响,金融体制发生了很大变化。为使企业和金融机构适应这一新的形势,有效控制价格风险,期货行业经过长期的酝酿和研究后,推出了一种新型的合约——金融期货合约。

金融期货合约是指在未来日期交割一定数量金融凭证或外汇的合约。金融期货交易始于本世纪 70 年代,最初是从外汇期货和抵押证券做起的。1972 年 5 月 16 日,美国芝加哥商业交易所(CME)首次推出了包括英镑、加拿大元、德国马克、意大利里拉、法国法郎、日元和瑞士法郎在内的外汇期货合约

交易。1975年10月,美国芝加哥期货交易所(CBOT)在政府有关部门协助下,推出了第一张抵押证券期货合约(mortgage-backed certificates—GNMA)。正是由于以上两种金融期货合约首次引进期货交易所,从而迅速带动了一大批其它种类金融工具,如美国政府长期国库券(T—bonds)、股票指数(stock index)、市政债券指数(municipal bond index)等的期货交易。之后,世界各地的金融市场都意识到了期货交易的重要性。1982年9月30日,英国伦敦开设了一个专门交易金融期货的交易所——伦敦国际金融期货交易所(LIFFE),而后在巴黎出现了巴黎金融期货交易所(MATIF);在日本东京证券交易所也陆续开设了十年及二十年的政府债券期货合约。其他如悉尼期货交易所、新西兰期货交易所、新加坡期货交易所等,都积极开创各种金融期货合约,目前全球已有20多个主要的经营金融期货交易所。

1982年,期货行业又实现了另一项新的突破,推出了期货的期权交易(options on futures)。与期货交易相比,期权交易具有更大的灵活性;期权交易也不同于其他金融工具,它造成不对称的风险。期权的买方有权利但没有义务按预定的价格购买或出售期权合约。因而,购买者能够利用的价格浮动保值或获利,他们的损失仅限于开始支付的保险金;对于期权的出售者,他们的利润限于开头收取的保险费。当价格不利时,期权卖方的损失可能是无限的,因此,期权有更复杂的风险估量。某些国际债券也是相似于期权特征的金融工具,如可转换债券和股权认权证是给予投资者购买股票的选择权。期权交易的出现,极大地方便了那些想事先确定价格风险或既想将价格风险限定在一定幅度内,又不愿放弃可能出现的获利机

会的投机商和风险管理人员。在 80 年代初,芝加哥期货交易所组建了进行股票期权交易的芝加哥期权交易所(CBOE)。

金融期货和期权交易的最显著特点可谓后来者居上。农产品期货市场在经过数百年的探索后才发展至当今的规模,而金融期货市场仅经过短短的 20 年时间便一蹴而就,并在许多方面超过了农产品市场。以芝加哥期货交易所为例,1976 年绝大部分成交的合约均属于农产品和金属期货,金融期货在合约总交易量中所占比重还不到 1%。而 1980 年,金融期货交易已占总交易量的 33%,这一比例到 1987 年增至 77%,1988 年,美国金融期货的成交量占全国期货成交量的 56.59%,而传统的农产品期货仅占 24.60%。金融期货可算得上是 20 年来国际金融市场发展的一个里程碑,也是各国金融市场迅速国际化后的一个重要产物。

由于各类金融期货工具的产生与发展有着不同的背景与进程,下面我们就对每一种金融期货商品进行详细的历史介绍。

一、外汇期货的产生与发展

二次世界大战后,西方主要工业国家在美国的布雷顿森林召开会议,创建了国际货币基金组织。根据会议达成的布雷顿森林协议,每一美元币值相当于 $1/35$ 盎司黄金,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,将汇率波动幅度限制在上下 1% 之内。显然在这种情况下,不论对于投资者还是对于贸易商来说,汇率风险是微不足道的,故不需要采取规避风险的措施,当然就没有产生有关外汇的期货买卖。

但到了 60 年代,固定汇率制度开始动摇。1971 年 8 月,美国政府宣布实行若干项控制通货膨胀的措施,如冻结工资和物价,贬值美元,中止美元平价兑换黄金,并将黄金官价提高至每盎司 38 美元,这宣告了以美元为中心的固定汇率制度彻底崩溃。在其后的数星期中,其他西方主要工业国家重新调整汇率,加拿大元、日元、西德马克和其他货币纷纷采取浮动汇率制。美国为维持自己在世界经济中的主导地位,曾召集主要西方国家在华盛顿特区签订史密森氏学会协议,试图挽回局面,但这一行动终未奏效。黄金价格和通货膨胀不断攀升,美元币值继续下降,1973 年 3 月后各国货币均采取了浮动汇率制。正是由于浮动汇率制带来的外汇波动幅度加剧,才最终促进了外汇期货合约的发展。

自从 1972 年 5 月推出世界上第一张外汇期货合约以来,作为最早被使用的金融期货,外汇期货的成交量一直稳定增长,以美国为例,近年来外汇期货交易占全美期货成交量的 10% 左右。外汇期货过去由于受到开收市的限制,只能在特定的时间内交易,对于 24 小时不断浮动的汇价,并不能发挥全面的风险对冲功能,使得外汇期货无法取代传统的远期外汇合约。但是,芝加哥商品交易所于 1989 年 7 月起,已推出了 24 小时不停的全球电子交易系统,这样外汇期货就能随现货价格 24 小时不停交易,这使得外汇期货得到了更大的发展。

目前,全球各交易所中,提供外汇期货合约的主要有三个:即附属于芝加哥商品交易所的国际货币交易所(IMM),新加坡国际商品交易所(SIMEX)和伦敦国际金融期货交易所,其中,IMM 的外汇期货合约,占了全球 99% 以上的成交量。

二、利率期货的产生与发展

利率期货最早产生于美国。美国的金融市场，一向以资金充足著称，所以利率水平较低，而且平稳，尤其是在长期金融市场上买卖的国家债券利率，非常稳定。但是，受70年代两次“石油冲击”的影响，美国经济陷于通货膨胀之中，为了抑制通货膨胀，美国采取了高息政策——提高资金利率。但实际上通货膨胀并没有收缩，反而因利率过高影响经济活力，结果失业率上升，经济停滞。故中央银行又不得不降低利率，但利率一降，物价又再度上升。所以，在70年代末期，美国利率水平几乎每月都在变。利率的反复波动，对持有国家债券的投资者来说，产生了货币贬值的风险。为了回避这一风险，他们开办了利率期货交易。1975年9月芝加哥商品交易所首次开办了国民抵押协会债券期货交易之后，又于1976年开办了美国政府短期国库券的期货交易。芝加哥谷物交易所于1977年8月也开办了美国政府长期公债期货的交易，其后，利率期货交易在世界金融市场上广泛开展起来。

利率期货在今天已是全球期货商品的主流其成交量高居各类期货商品的首位。新兴的期货市场，大都以利率期货为主力商品。这一方面是由于各主要西方工业国实行利率浮动自由化的政策；另一方面是由于各国政府在过去几十年内大量发行各种公债。金融机构持有大量债券后，利率风险对冲需求日益增长，尤其是在金融资产迅速国际化后，债券流动性大增，价格波动大，国际性的风险对冲需求愈来愈大。因此，利率期货的迅速发展是必然的。

1977年，美国政府有息债券总额为6970亿美元，但到