

金融期货期权 及其市场监管

郭宝新 罗扬眉 曹志刚 编著

中国金融出版社

金融期货期权及其市场监管

郭宝新 罗扬眉 曹志刚 编著

中国金融出版社

责任编辑:方瑞枝
封面设计:三土图文
责任校对:吕 莉
责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

金融期货期权及其市场监管/郭宝新等编著. - 北京:中国金融出版社,1999.3

ISBN 7-5049-2068-1

I.金…

II.郭…

III.期货交易-金融市场-市场管理-研究

IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 01868 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京长阳印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 13.125

字数 341 千

版次 1999 年 4 月第 1 版

印次 1999 年 4 月第 1 次印刷

印数 1-2384

定价 29.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

前 言

1972年5月16日,美国芝加哥商业交易所(CME)货币市场分部在固定汇率制崩溃,国际外汇市场动荡不定的情况下,率先创办了国际货币市场(IMM),推出了英镑、加拿大元、西德马克、日元、瑞士法郎、法国法郎、墨西哥比索七种货币期货合约,标志着金融期货的正式诞生;1973年4月26日,美国芝加哥期权交易所(CBOE)正式成立,推出了标准化的股票期权并正式挂牌交易,使期权合约在交割数量、交割月份以及交易程序等方面实现了标准化,期权交易开始以公开竞争的拍卖方式进行,这标志现代意义上金融期权的诞生。此后,短短20多年时间,金融期货、金融期权在国际金融市场上异军突起,交易额迅速上升,并通过货币市场金融工具传导机制影响世界经济发展以及国际贸易和国际金融形势,成为现代市场经济体系的一个有机组成部分。

但最近几年来,人们看到和听到的却是金融期货、金融期权掀起的诸种风波,其中既有涉及地方政府投资基金破产的美国加州奥兰治县事件,又有震撼全球的老牌英国投资银行巴林银行倒闭事件,更有涉及东南亚数国金融市场面临体系崩溃的亚洲金融风暴及导致俄罗斯政府一年内三易其主的俄罗斯金融危机;中国在1995年也爆发了震惊全球的“327风波”(外电称为中国的巴林事件)。这一连串的金融危机和风波都与风靡全球的金融期货、金融期权有关,使人们对金融期货、金融期权的风险产生巨大的畏惧

感。如何认识金融期货、金融期权的风险,如何对金融期货、期权施加监管,已成为亟待解决的问题。

自1997年7月1日我国恢复对香港行使主权,大陆与香港的联系日益密切。香港作为世界第三大金融中心、世界最活跃的金融期货、期权市场之一,其健康、稳定的市场秩序必然引起中央政府的高度关注。另外,我国台湾省于1997年3月26日颁布“《期货交易法》”,正在积极筹备开放金融期货、期权市场;周边国家也早已开展金融期货期权交易,甚至连印度也在积极探索开展金融期货期权交易的可能性。我国要想在下个世纪初期发展成为亚太地区的金融中心,必须与国际接轨,顺应世界经济的发展潮流,在加强金融监管的基础上,逐步开展金融期货期权交易。因此,从现在起,我们就需要掌握金融期货期权知识,把握世界金融期货期权的发展及现状,学习金融期货期权的运行与操作,迎接新世纪的挑战。

有鉴于此,本书将对金融期货期权的发展和监管问题作出全面的分析研究,并探讨我国金融期货期权市场的发展前景。全书共分九章,第一章为金融期货、金融期权衍生工具概述,简要介绍了金融期货、金融期权的产生与发展,种类、特征及功能。第二章为金融期货市场及交易机制,主要介绍了金融期货市场的基本制度及交易规则。第三章是外汇期货,第四章是利率期货,第五章是股票指数期货,分别描述了三种金融期货的产生及发展、交易规则与操作。第六章为金融期权,主要介绍了金融期权的交易机制及外汇、利率、股票指数期权的交易内容。第七章是金融期货、期权的定价,详细分析了决定金融期货、金融期权价格的因素及定价模型。第八章为金融期货期权市场监管,全面论述了加强金融监管的必要性,并就世界主要金融期货期权市场监管进行了国际比较。第九章为金融期货期权的发展趋势,详细分析了金融期货期权的发展趋势,论证了发展我国金融期货期权市场的必要性、可行性,

探讨我国金融期货期权的发展策略。

在本书的写作过程中,参阅了相关书籍、文章和资料,吸收了金融界(特别是期货界)、法学界专家、学者的观点,在此,向有关作者深表谢意。中国金融出版社编辑方瑞枝女士近年来给予笔者颇多支持,为本书的出版付出了辛勤劳动,一并表示我们诚挚的谢意。

限于我们的水平,加之国际金融期货期权市场发展很快,书中疏漏之处在所难免,敬请读者批评、指正。

作者

1998年9月于亚运村汇园公寓

目 录

第一章 概 论	(1)
第一节 金融期货、期权的产生及发展	(1)
第二节 金融期货的种类及特征	(7)
第三节 金融期权的种类及特征	(13)
第四节 金融期货、期权的功能	(18)
第二章 金融期货市场及交易机制	(26)
第一节 金融期货的基本特性	(27)
第二节 金融期货交易的基本规则	(31)
第三节 金融期货市场	(39)
第四节 金融期货的套期保值	(47)
第五节 金融期货的投机	(57)
第六节 金融期货的套利	(62)
第三章 外汇期货	(69)
第一节 外汇与汇率	(69)
第二节 外汇期货的产生和发展	(82)
第三节 外汇期货的特征及其与远期外汇交易的关系	(87)
第四节 外汇期货的交易规则	(94)
第五节 外汇期货的套期保值	(104)

第六节	外汇期货的投机与套利·····	(108)
第四章	利率期货 ·····	(113)
第一节	利率和决定利率因素·····	(113)
第二节	利率期货的产生和发展·····	(118)
第三节	利率期货的种类·····	(122)
第四节	短期利率期货的交易规则·····	(128)
第五节	长期利率期货的交易规则·····	(138)
第六节	利率期货的套期保值·····	(154)
第七节	利率期货的投机与套利·····	(158)
第五章	股票指数期货 ·····	(160)
第一节	股价指数及编制方法·····	(160)
第二节	股票指数期货的产生和发展·····	(171)
第三节	股票指数期货的特征·····	(175)
第四节	股票指数期货的交易规则·····	(177)
第五节	股票指数期货的套期保值·····	(185)
第六节	股票指数期货的投机与套利·····	(190)
第六章	金融期权 ·····	(194)
第一节	金融期权的基本概念·····	(195)
第二节	金融期权市场的交易机制·····	(204)
第三节	主要金融期权合约简介·····	(214)
第七章	金融期货、期权的定价 ·····	(222)
第一节	远期合约的定价·····	(223)
第二节	金融期货的定价·····	(235)

第三节	金融期权价格的决定因素·····	(248)
第四节	期权定价的布莱克—舒尔兹模型·····	(259)
第五节	看跌期权与看涨期权的平价关系·····	(276)
第六节	期权定价的二项式模型·····	(279)
第八章	金融期货期权市场监管 ·····	(285)
第一节	金融期货期权市场的挑战·····	(285)
第二节	金融期货期权市场监管的必要性·····	(302)
第三节	金融期货期权市场监管体制·····	(314)
第四节	世界主要金融期货期权市场监管比较·····	(332)
第九章	金融期货期权的发展趋势 ·····	(357)
第一节	金融期货期权的发展趋势·····	(357)
第二节	发展我国金融期货期权市场之思索·····	(371)

第一章 概 论

人类的交易行为,经历了一个由物物交换到现货交易(以货币为媒介的交易)再到期货交易的逐步发展的历史进程。而以标准化期货合约为基础,以清算所为核心,以保证金制度为保障的现代期货市场的建立,距今不过百余年的历史。^① 100 多年来,期货交易规模不断扩大,期货交易品种不断创新——由最初的农产品发展到现代农产品、金属等大宗产品进而及外汇、利率、股票指数等金融产品和金融衍生品,大大丰富了期货交易的内容。特别是金融期货,从诞生之日起,在短短的 20 多年时间里,风靡全球,很快将期货市场的主角——商品期货挤到了次要地位,使世界期货市场发生了划时代的变革。金融期货交易,成为全球商品生产经营者和金融机构最重要、最有效的风险管理工具和投资工具之一,并通过货币市场金融传导机制影响世界经济发展,在国际金融市场上发挥着巨大的作用。

第一节 金融期货、期权的产生及发展

一、金融期货的产生

金融期货(financial futures)是指买卖双方在内交易所内以公开竞价的方式,就将来某一特定时间按约定价格(或指数)交收标准

^① 王键:《期货市场理论与实务》,第 12 页,对外经济贸易大学出版社,1996。

数量特定金融工具的协议。它主要包括外汇期货(foreign currency futures)、利率期货(interest rate futures)、股票指数期货(stock index futures)三种。它是在一定的历史背景中、一系列因素的促进下产生的。

早在第二次世界大战即将结束之际,为了迅速医治战争创伤,抑制通货膨胀,恢复世界经济秩序,以美国为首的 44 个国家于 1944 年 7 月在美国新罕布什尔州的一个旅游小镇举行联合国货币金融会议。此次会议上,美国凭借其在第二次世界大战中迅速增长起来的强大经济实力,迫使参加国接受了美国提出的“国际稳定基金计划”(即怀特方案),签署了国际货币基金协定,又称布雷顿森林协定(Bretton Woods Agreement)。根据这一协定,各国货币普遍建立了以美元为中心的固定汇率制度。这种固定汇率制度的特点是“两个挂钩”:即美元成为中心货币,直接与黄金挂钩,各国确认 1 盎司黄金等于 35 美元的黄金官价,而美国承担各国政府或中央银行可随时用美元按官价向美国兑换黄金的义务;其他国家的货币与美元挂钩,各国政府规定各自货币的含金量,通过含金量的对比来确定各国货币与美元的汇率,汇率的波动幅度上下不得超过 1%。这样,只有美元和黄金才能发挥国际结算货币的功能,用于国际间的债务清偿。布雷顿森林体系对于“二战”后国际金融秩序的稳定、世界经济的恢复和发展起到了一定的积极作用。

但到 60 年代中期,由于美国政府长期推行凯恩斯主义经济政策,采取日益扩大财政预算赤字来维持虚假繁荣,加之越南战争不断升级,以及与前苏联进行疯狂的军备竞赛等原因,导致国内通货膨胀日趋严重,国际收支逆差日益扩大。而这时西欧经济已从“二战”的浩劫中恢复过来,经济实力不断增强,日本、联邦德国等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,造成美国黄金储备大量外流,这样固定汇率制度开始发生动摇。1971 年 3 月,美国与西方主要工业国

家签订史密森学会协议,试图重新确定汇率,并扩大允许汇率波动的幅度。但这一行动并没有奏效,黄金价格仍不断攀升,而美元价格持续下跌。1971年8月15日,尼克松总统宣布暂停美元与黄金的兑换,使布雷顿森林体系开始崩溃。1973年,浮动汇率制正式取代固定汇率制,成为世界各国的新兴汇率制度。这一转变使得任何一个经营或持有货币的金融机构、企业、个人随时随地面临因汇率变动而造成损失的风险,导致国际贸易及投资活动的风险剧增。

此外,70年代初,由于受两次石油危机的冲击,美国经济陷于严重的停滞膨胀之中。为了抑制通货膨胀,美国政府采取了高息政策——提高利率。但事与愿违,通货膨胀非但未被减轻,反而导致失业人数剧增,社会问题更加严重。于是美国政府被迫降低利率,其结果是引起物价的又一轮上涨。美国利率的这种频繁变动,给金融机构、企业、个人带来极大的利率风险,进而波及到股票市场,使股票价格变幻莫测。这样,整个西方世界就产生了规避外汇、利率、股价风险的强大需求。而这些传统金融市场的风险是难以通过传统金融工具本身来规避的,若运用作为重要资产管理手段的投资基金(mutual funds)来进行证券组合投资,既要耗费庞大的资金,而且也难以规避风险,尤其是系统性风险(systematic risk)。人们从商品期货交易中得到启发,将商品期货交易的原理应用于金融市场,这样金融期货交易便应运而生了。

另外,金融理论的发展、科学技术的进步也是促进金融期货产生的重要因素。早在60年代末期,美国芝加哥商业交易所(CME)就在探索推出一种新的期货合约,即外汇期货。这是一种崭新的期货合约,由于与整个金融外汇市场关系密切,引起了华盛顿及国会的关注。为了说服华盛顿及国会批准外汇期货上市交易,时任芝加哥商业交易所董事长利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)想到了他的老朋友,斯坦福大学教授、诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗雷德曼(Milton Friedman)。弗雷德曼先生于1971年12月

发表了一篇题为《货币需要期货市场》的论文,宣言“布雷顿森林体系已经死亡”,为外汇期货的诞生奠定了理论基础,^① 也为芝加哥商业交易所敲开了华盛顿的大门。

同样,通讯技术和电子计算机信息处理的飞速发展,为金融期货的诞生提供了坚实的技术基础。电子通讯技术的进步使得大量资料的处理与传输变得十分便捷,一方面大幅度降低了市场的交易成本,如信息成本等;另一方面将全球各主要金融市场紧密地连接起来,促使投资者的交易部位迅速抛补,使市场运作更具效率,进而吸引更多企业进入这个市场,从而扩大了市场规模。

正是在上述因素的推动下,金融期货得以产生并获得迅速的发展。

二、金融期货的发展

金融期货按其产生的顺序,最早出现的是外汇期货,接着出现了美国国债、欧洲美元等利率期货,最后出现的是股票指数期货。

1972年5月16日,美国芝加哥商业交易所(CME)货币市场分部在固定汇率制崩溃、国际外汇市场动荡不定的情况下,率先创办了国际货币市场(International Monetary Market, IMM),推出了英镑、加拿大元、联邦德国马克、日元、瑞士法郎、法国法郎、墨西哥比索七种货币期货合约,标志着金融期货的正式诞生。1975年10月,芝加哥期货交易所(CBOT)在美国政府有关机构的协助下,经过数年的调查研究,推出第一张利率期货合约——联邦抵押协会存单(GNMA CBRIS)期货合约。此后,美国财政部发行的各种期限的国库券、企业发行的商业票据以及欧洲货币等先后进入期货交易的范围。1982年,美国堪萨斯农产品交易所(KCBT)率先推出股票指数期货,开发出了价值线综合平均指数期货合约(value line composite average),将欧洲美元期货采用的现金交割方式加

^① 利奥·梅拉梅德:“金融期货的诞生与发展”,见《中国期货》,1996年5月。

以推广,给金融期货交易带来一场重大变革。美国著名期货专家利奥·梅拉梅德指出:“现金交割解除了期货业最沉重的羁绊……现金结算代替实物交割使我们能够考虑和探索一些以前在期货交易中行不通的观念和无形事物在市场上应用的可能性。这种无限潜力甚至对于最激进的市场革新者的头脑无疑也是一种挑战。”^①

金融期货交易的历史虽然只有 20 多年,但其发展极为迅速。金融期货市场在新合约种类、参与者数目和类型以及交易量等方面的快速增加,主要归因于现货市场上金融风险的增大,而传统的金融风险管理工具已经不能满足现代金融市场参与者的需要。因此,金融期货作为风险管理的有效工具日益被人们所认识和运用。在芝加哥期货交易所,1976 年绝大多数成交的合约均属农产品期货和金属期货,金融期货在总交易量中所占比重不到 1%。然而 4 年之后,金融期货的交易量已占总交易量的 33%;到 1987 年,进一步增加到 77%。金融期货首先在美国得到普遍运用,并迅速扩大到其他国家和地区,英国、荷兰、加拿大、澳大利亚、法国、新加坡、香港、日本、印度、巴西等国家和地区相继加入了发展金融期货的行列。中国在 1992 年以推出国债期货交易为标志也跻身为该行列中的一员。

金融期货交易规模也不断上升,短短 20 多年时间内,就由刚刚诞生发展为年成交量(以未清偿名义本金额统计)20 多亿美元的庞大市场。美国期货业协会发表了世界 41 个期货交易所的 130 种合约的数量统计报告,提到 17 种货币。1995 年,世界期货交易量达 15 亿张合约,其中利率期货相当于全球交易量的 57%,有 40 个品种;并且美国以外的期货市场交易量已经超过美国,占世界期货和期权交易总量的 60% 以上^②。金融期货在整个世界经

① 利奥·梅拉梅德:“期货的未来”,见《中国期货》,1995 年 12 月。

② 利奥·梅拉梅德:“金融期货的诞生与发展”,见《中国期货》,1996 年 5 月。

济生活中扮演着日益重要的角色。

三、金融期权的产生及发展

所谓期权(option),又称期货合约的选择权。按照交易方式它可分为看涨期权(call options)和看跌期权(put options)两种。看涨期权权利的购买者获得在未来一定日期或日期内根据合同规定的价格购买某种特定标的物的权利;看跌期权权利的购买者获得在未来一定日期或日期内根据合同规定的价格出售某种特定标的物的权利。所谓金融期权,是指在未来某一特定时间内买卖某种特定金融资产(标的物)的权利。也就是说,金融期权是由买卖双方通过订立合约,一方向另一方支付一定数额的权利金后,即拥有在一定时间内以一定价格向对方购买或出售一定数量的某种金融资产的权利。

历史上最早的期权交易的萌芽可以追溯到公元前 1200 年。当时古希腊和古腓尼基国的交易者为了应付贸易上突然和意外的运输要求,便事先向船东支付一笔垫金或保证金,以便于必要的时候,有权从船东处得到额外的舱位,使运货时间得到保证。这种做法蕴涵了期权交易的最初思想,并沿袭下来,发展为现代的期权交易。18 世纪时,欧洲和美国等相继出现了以农产品为主的有组织的期权交易,并以店头市场的交易形式进行,到本世纪 20 年代美国开始出现股票期权交易的雏形。可见金融期权是在商品期权的基础上产生的,但真正作为一种新的金融工具,得到广泛应用,则是在本世纪 70 年代后期。

本世纪 20 年代,在美国纽约金融区新街(New Street)的小饭店里产生了股票期权交易。每天清晨,从事股票期权交易的经纪人来到饭店,把饭店作为营业场所,联络买卖双方,尽量让他们能联在一起进行股票期权交易。实际上,这些经纪人虽然通过多方联系,但很难找到成交的对手,也就很难做到买卖双方交易平衡,因找不到成交对手而使合约滞留在手的事是经常发生的。那时期

权市场没有严格的规范,相当紊乱。直到 1934 年美国政府颁布证券法后,才将期权市场的管理工作纳入证券管理委员会的范围,并形成店头市场的报价交易网络。

1973 年 4 月 26 日,美国芝加哥期权交易所(CBOE)正式成立,推出了标准化的股票期权并正式挂牌交易,使期权合约在交割数量、交割月份以及交易程序等方面实现了标准化,期权交易开始以公开竞争的拍卖方式进行,这标志现代意义上金融期权的诞生。此后,伦敦、阿姆斯特丹、蒙特利尔、费城、悉尼、香港等地相继引进了金融期权交易,使这一交易在全球范围内迅速铺开。经过短时间的发展,金融期权市场已发展成为一个门类齐全、结构完善的市场,其交易规模正在迅猛增长。金融期权已成为全球金融市场中最为活跃的新型金融工具。

第二节 金融期货的种类及特征

一、金融期货的种类

金融期货是指以金融工具为交易对象的期货合约,又称金融期货合约。它主要包括外汇期货、利率期货和股票指数期货三种。另外,新出现的还有股票期货等,只不过规模都较小。有人将黄金期货、白银期货也都列为金融期货,但由于白银早已退出货币流通领域,黄金亦在 1978 年由国际货币基金组织宣布非货币化(gold nonmonetization),废除了黄金的货币职能,故黄金期货、白银期货都不是金融期货,而应属于商品期货中的贵金属期货。

1. 外汇期货(foreign currency futures)

外汇期货,又称货币期货、汇率期货,是指在期货交易所内,交易双方通过公开竞价、买卖在未来某一日期根据协议价格——汇率,交割标准数量外汇的合约。如前所述,外汇期货于 1972 年 5 月在芝加哥商业交易所的分支机构——国际货币市场诞生,是最

早的金融期货。它的产生和发展在期货市场的发展史上具有划时代意义。它打破了 100 多年来商品期货一统天下的局面,拓宽了期货交易的领域,促进了以金融工具为基础的期货交易的发展。国际货币市场开发外汇期货的成功和所发挥出来的经济功能很快引起世界各金融中心的仿效。1982 年 9 月,英国伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)开始涉足外汇期货;1984 年,新加坡国际金融期货交易所、悉尼期货交易所也开始经营外汇期货。目前主要的外汇期货品种有:英镑、德国马克、美元、日元、瑞士法郎、加拿大元、澳大利亚元、法国法郎、荷兰盾、墨西哥比索和欧洲通货单位(ECU)等。

2. 利率期货(interest rate futures)

利率期货是由交易双方在交易所内以公开竞价的方式达成的,在未来某一特定时间交割标准数量的带息金融凭证的合约。它以各种利率的载体作为合约标的物,债券是利率的主要载体,故利率期货实际上是附有利率的债券期货。利率期货是期货市场近百年来最具有意义的创新,它以借贷金融凭证作为期货合约的基础,其价格的变动直接与市场利率的浮动有关,因此,它为借贷资本提供了比较理想的保值工具。利率期货于 1975 年由美国芝加哥期货交易所推出美国国民抵押协会抵押证期货(Government National Mortgage Association, GNMA)后,在英国、法国、日本、澳大利亚等世界各国广泛开展,目前利率期货交易量占全世界金融期货交易量的一半还多,是最受欢迎的期货品种。利率期货种类又分为短期利率期货和长期利率期货两种。

短期利率期货主要包括短期银行利率期货、欧洲通货(euro-currency)、短期国库券(treasury bill)、定期存单(certificates of deposit)和银行承兑汇票(bank-accepted bill)。世界各主要金融期货交易所交易的短期利率期货主要有 1 个月期欧洲美元利率期货、3 个月期欧洲美元利率期货、3 个月期英镑期货、3 个月期欧洲日元通货期货、3 个月期欧洲马克期货、3 个月期美国国库券利