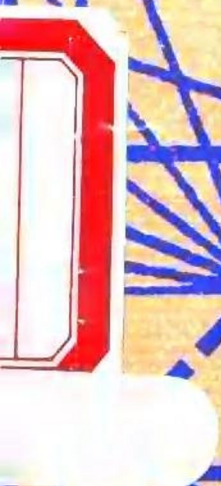


金融期货交易

主编 罗会斌 副主编 裴武威



金融期货交易

UD190.24

主 编 罗会斌
副主编 裴武威

暨南大学出版社

1993·广州

粤新登字 13 号

金融期货交易

罗会斌 主编

*

暨南大学出版社出版

(广州 石牌)

广东省新华书店经销

广东省封开县人民印刷厂印刷

*

开本:787×1092 1/32 印张:8.375 字数:16万

1993年12月第1版 1993年12月第1次印刷

印数:1—30000册

ISBN7—81029—245—5/F·67

定价:6.80元

序

房地产、证券、期货乃当今世界公认的三大投资领域。对于多数中国人而言,前两者似乎要熟悉很多,而期货就完全是另外一回事了。毕竟,期货与绝大多数中国人的日常经验没有任何关联。

这一点也不奇怪。期货原本深深植根于市场经济的土壤。市场经济的重要特征之一就是价格随供求关系的变化而处于不断的调整之中,价格波动给经济活动的参与者带来风险,回避风险的需求由此产生;期货是人类迄今为止所发明的性能最好、应用最广泛的回避价格风险的工具。

自然,期货也可用于投机。一切投资本质上都不过是低进高出,以赚取差价为目的,所以,投机与投资之间从来就没有一个绝对的分界线。但是,期货交易决不是赌博。赌博是人为地制造风险,使社会财富在一部分成员之间进行无聊的转移,它没有任何实际的经济意义。而期货交易是回避价格风险的有效手段,现实风险的存在是期货交易得以存在的必要条件。因此,在一个价格固定或者甚少波动的经济中,期货是没有存在的基础的。

期货交易的发展和社会经济的演进密切相关。最早出现

的是商品期货,商品期货中又以农产品期货历史最久。待商品期货发展到相当程度后,又出现了金融期货,这不过是本世纪70年代以来发生的事情。但金融期货短短20年的发展成绩骄人,重要性日渐突出。

本书提供了一个有关金融期货交易产生、发展及进一步演进的框架。由于美国的金融期货市场在世界上发展最早且最完善,所以讨论的背景也主要放在美国,相信它是有充分的代表性的。

目前,中国拥有为数不少的期货经纪公司,其中相当一部分是代理国际期货交易的,涉足美国市场者尤多。对于商品期货,投资者易于接受;而对抽象得多的金融期货,就有仔细阐述的必要了。本书的目的之一,是帮助投资者了解什么是外汇期货、利率期货及股价指数期货,指导不同种类的投资者如何利用期货交易回避价格风险,并详细讲述投机套利的种种策略,为投资者入市提供必需的知识准备。

中国的期货市场正处于蓬勃发展的阶段。期货交易所、特别是期货经纪公司不断涌现,投资者稳步增加,所有这些在繁荣市场的同时,也带来了市场的混乱。在这样一个特定的历史时期,如何在不妨害期货交易进一步发展的前提下切实保障广大投资者,尤其是中小投资者的利益呢?本书的另一个目的,是提供国外期货市场监管的范例,以期对国内期货业的发展有所裨益。

期货交易是一门实践的艺术,但对实践的尝试不能自无知始;希望本书能成为投资者的起点。

罗会斌

1993年12月26日于上海

目 录

第一章 金融期货发展概况	(1)
第一节 期货交易的历史	(4)
第二节 金融期货的产生	(7)
第三节 金融期货市场的经济作用	(13)
第二章 金融期货市场的基本结构和交易程序	(15)
第一节 金融期货市场的构成	(16)
第二节 金融期货交易程序	(29)
第三章 主要金融期货类别	(40)
第一节 外汇期货	(40)
第二节 利率期货	(53)
第三节 股价指数期货	(71)
第四章 金融期权	(78)
第一节 期权基础知识	(78)
第二节 期权交易的作用	(84)
第三节 期权交易的盈亏分析	(85)
第四节 期权交易策略	(87)
第五节 期权交易与期货交易的异同	(97)
第六节 其它金融期权交易	(98)
第五章 期货市场分析方法	(101)

第一节	基本分析法	(102)
第二节	技术分析法	(113)
第六章	期货战略及其应用	(159)
第一节	套期保值战略概述	(160)
第二节	期货投机战略	(174)
第三节	银行的期货战略	(181)
第四节	期货战略在投资银行业务中的应用	(186)
第五节	期货战略在公司财务中的应用	(191)
第六节	金融期货与信托基金	(198)
第七节	金融期货与个人财务	(203)
第七章	世界主要金融期货市场	(208)
第一节	美国金融期货市场概览	(208)
第二节	香港金融期货市场简介	(222)
第三节	日本的金融期货市场	(229)
第四节	伦敦国际金融期货交易所	(234)
第五节	世界主要金融期货市场一览表	(247)
第八章	金融期货市场发展前景	(249)
第一节	对期货交易的国内管辖权	(250)
第二节	期货市场中的竞争	(252)
第三节	国际期货管理	(254)
第四节	24 小时市场和电子交易	(255)
第五节	90 年代展望	(258)

第一章 金融期货发展概况

近些年来,随着数据处理技术和复杂的国际通讯联系的重大改进,加之深受新的技术因素和市场参与者影响的金融市场和金融工具的不断更新,国际金融业获得了史无前例的发展。同时,金融市场也出现了不确定性和易变性的特点。

金融期货市场自本世纪 70 年代初期产生以来,经历了预料中的失败和某种程度的不景气,最终发展成为了今天国际资本市场的主导力量。现在金融期货已被各种机构和私人投资者认可并加以使用,成为既复杂又有创新的新兴行业。一些金融期货合约的日交易量和全部持有部位现已超过了基本现货证券市场上的日交易量和持有部位,股票指数期货合约交易通常也超过了国际股票交易所同一天的交易量。主要的国际性的银行(包括那些一开始对金融期货持嘲笑和怀疑态度的银行)现均积极参与期货市场,既充当期货代理商,又直接进行期货交易,以改善对资产负债的管理。

由于历史的原因以及美元在金融市场上占主导地位,所以最大和最活跃的金融期货市场都在美国,期货交易合约一

般以美国财政部和政府机构证券、股市指数和某些商业工具为基础。不过,欧洲、亚洲和南美的主要金融中心也正在建立它们自己的金融期货市场。

在过去的几年里,金融期货市场在新合约品种、参与者的数目和类型等方面的超常增长很大部分归因于现今市场上金融风险的增大。传统的金融风险管理工具已不再能满足现代市场参与者,于是,普及和扩大使用这种作为风险管理和交易的工具——金融期货,越来越有必要。统计数据表明,金融期货交易自出现以来,交易量有了巨大的增长,而且在整个期货业中的重要性也日益加强。1985年以来,在美国和伦敦,仅利率期货合约的交易量就取代了所有农产品期货合约的交易量,若将股票指数和外汇期货合约的交易量加在一起,金融期货交易共占整个期货合约交易总量的60%以上。

美国按商品分类交易的期货合约

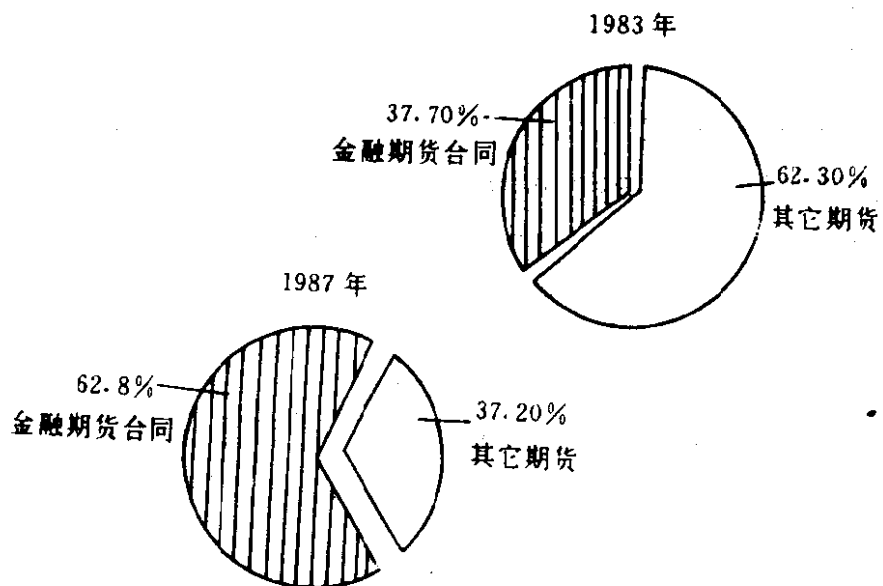
(1987年)

名次	商品类别	合约数	比重(%)
1	利率	97506007	42.60
2	农产品	43366454	18.95
3	股票指数	25545819	11.16
4	能源产品	20952358	9.15
5	外国货币	20537034	8.97
6	贵重金属	17817380	7.78
7	非贵重金属	2577709	1.13
8	其它	573923	0.25
	总计	228876684	100

按商品分类交易的期权合约
(1987 年)

名次	商品类别	合约数	比重(%)
1	利率	25842477	55.95
2	外国货币	7047575	15.26
3	农产品	4309280	9.33
4	石油产品	3260642	7.06
5	贵重金属	3008214	6.51
6	股票指数	2098464	4.54
7	非贵重金属	612850	1.33
8	其它	6483	0.01
	总计	46185985	100.00

资料来源:期货业协会



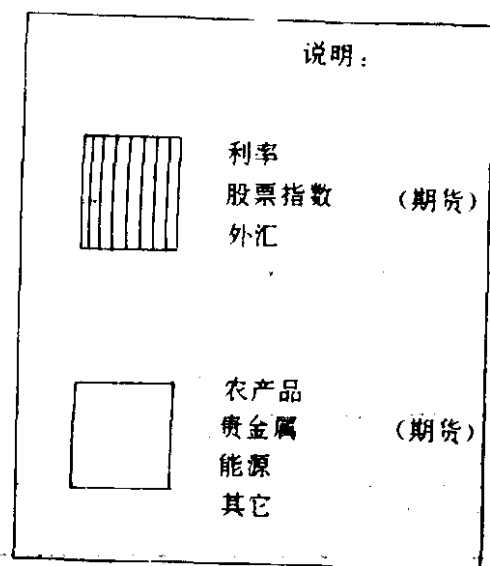


图 1.1

第一节 期货交易的历史

随着期货市场得到国际上的认可,各种市场历史学家都试图找出最早的期货交易所或期货交易的证据。有人宣称,早在 17 世纪,远期交割稻米的合约就已在日本形成;另外一些人士则想到了中世纪贸易集市或 19 世纪 20 年代在伦敦咖啡交易所的橡胶和茶叶的远期定价合约。

尽管历史上的争论很多,但有一个事实是显而易见的,即近年来,美国中西部城市芝加哥拥有世界上最大的期货交易中心和无可争议的金融期货合约诞生地的声誉。

芝加哥位于五大湖的南部和大平原的东北角,这一优越的地理位置理所当然使它成为谷物农场主与繁荣的东海岸商人交汇的市场中心。可是,农产品市场价格波动剧烈,部分原因在于收获具有季节性,而芝加哥及其周围地区又缺乏仓储

设施和运输网络,缺乏鉴定所交割货物的质量和数量的可行方法。于是通常出现这样的情况,秋天,大量的谷物用货车运来,绵延几英里,而且价格很便宜;可到了春天,供应匮乏时,价格却很昂贵,如从头年 10 月到次年 2 月,面包的价差达 3 倍。

1848 年,一批当地的商人组成了芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade ,CBOT),以建立和推行更有规则的农产品交易方法。芝加哥期货交易所的最初目标是维持一个商品交易所,推进商业习惯的统一;遵循公平交易的原则,促进商业纠纷的快速裁决;获取和传播有价值的商业和经济信息,为其成员寻求合作的机会以促进他们的合理追求。

一旦这些美好的理想被变为实际的措施之后,建立集中的谷物交易所就日渐显示出它的巨大优越性,并很快得到现货市场的承认。由于有一个有组织的中心市场来出售商品,拥有资本的个人开始投资于仓储设施。交易所本身则利用其会员的巨大政治影响致力于改善交通和制定促进交易的法律的工作。经过交易所的努力,包括等级划分、质量标准、检测程序等在内的市场秩序都已建立起来。秩序开始代替混乱,以前被堆积起来的多余谷物已有储存的地方,商人和投机者愿意承担储存谷物的成本,因为他们知道,对即将到来的订货,这是必要的。在此期间,出现了一种适用于交易所内外的特殊的交易活动订立远期合约(Forward Contract),即生产者同意在收获后的某一天将谷物卖给买主,价格随着收获的丰歉而浮动。

当然,相对于简单的货到付款制而言,能够进行价格合约的远期交割是一个巨大的进步。可是远期交易并不是没有自

身的弊端。尽管一些基本要素标准化了,合约的许多条款还须根据交易方的信誉、商品的质量和数量以及交易的具体情况分别进行谈判。任何时候,对某一特定合约感兴趣的买卖方的数目是有限的,他们必须相互寻找才能进行谈判,并就某些方面达成妥协。如果意外事件妨碍了其中一方履约,这种特定的条款使之很难找到相应的替代者愿意或能够按照原来的协议来承担合约义务。同原交易伙伴重新谈判常常代价很高,所以违约的风险总是存在。同时,合约也不够灵活,很难对原来的条款进行变更,也不容易取消。

签订远期合约至关重要的是对交易对手信誉的估价,这种估价通常费时费力,且代价高昂。合约双方必须考察对方在市场价格大幅波动时的履约能力,但没有可行和可靠的方法知道对方在交易中是否过于冒险或是否有欺骗行为。因此,后来,逐渐形成了普遍接受的惯例,即交易双方将一定数量的现金存放到中立的第三方作为履约保证(Performance Bond),与交易所的会员或通过会员进行交易。

到 19 世纪 60 年代,特定的远期合约制发展成为在集中化的市场上进行的期货交易,其合约除了价格以外其它各个方面都是标准化的。清算所(Clearing House)也建立起来,用于收集保证金并检查和接受所有在交易所交易的合约。

随着交易量的增长,交割的机制也发生了变化。起初一份合约通过一系列的买、卖方进行交易,最后的买主从第一个卖主那里提货,为了简化交割程序,产生了第三方业务,每一交易均被交易所的结算部门记录下来,到交割时,结算部门发出仓库收据,卖方利用该收据向未付款的买方进行票据交割。除了简化交割程序,这一清算机制还促成了期货合约的转让和

对冲：一份合约可以由买进或卖出同一交割期的合约而抵消。这种对冲方式吸引了越来越多的投机资本涌入市场，并增强了套期保值交易(Hedge)所必需的流动性。今天，多数交易都由对冲交易来了结。

到 19 世纪 70 年代初，期货市场的基本要素包括：

- ①经检验分级确定的质量和标准的数量；
- ②对高于或低于标准质量的谷物支付溢价或实行折扣；
- ③买卖双方支付履约保证金；
- ④制定期货交割日期；
- ⑤具有相同交割月份的期货合约可以转让和对冲；
- ⑥价格由市场上公开叫价的方式来确定。

其它现货市场交易所也采用了期货交易的标准，首先是谷物和棉花等可贮存的商品，以后是蛋类等易腐的商品。芝加哥黄油蛋类交易所就是这样，它后来易名为芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)，以反映其上市期货合约的广泛性：包括活牲口、猪肚、谷物、木材和土豆等期货合约。在取得这些合约的成功之后，芝加哥商业交易所的贡献还在于：在 20 世纪 70 年代初使人们认识到，农产品期货交易的理论也适用于货币商品。

第二节 金融期货的产生

商品期货理论运用于金融工具的历史背景，是发生于 20 世纪 70 年代初国际金融领域的一场革命：从固定汇率制向浮动汇率制的转变。1944 年以来，布雷顿森林协定以固定汇率

制维持国际货币秩序的稳定,汇率波动幅度限制在 2.25%之内。随着布雷顿森林体系在 1971 年的崩溃,美元贬值,货币价值开始重新组合。国际性的银行及其日益增多的跨国客户突然发觉他们面临着以前所不存在的潜在的外汇风险。

正在成长的国际金融市场也变得日益缺乏稳定性。一方面由于攀升的联邦预算和贸易赤字对美元产生的巨大的贬值压力,另一方面,随着石油价格的上升和蔓延的通货膨胀,欧洲美元市场爆炸式的增长,空前的利率波动,以及美国未偿国债的急骤增加,使所有金融市场的参与者很快意识到他们的外汇风险和利率风险的巨大性。他们必须更加积极地参与金融市场,开始运用各种策略以适应市场的易变性,这就需要实际可行的套期保值的方法。

由于货币和利率体现了商品供求的特征,一些经济学家和期货交易所认为,在农产品中成功应用多年的期货交易理论可以为金融风险的转移提供有用的方法。由于芝加哥是农产品期货交易的中心,又是国际公认的经济理论流派的大本营,它成为金融期货合约的发源地也就不足为怪了。

一、外汇期货

1972 年,芝加哥商业交易所的一个分部国际货币市场(International Monetary Market, IMM)开始交易 7 种外汇期货合约。起初,国际货币市场上的交易主要是投机性的,由那些发现在货币市场上有利可图的当地交易商来进行。后来,银行和其它金融机构便取而代之。开始是在不完全的现货和期货市场之间套利,但也能运用期货对外汇风险套期保值。

二、利率期货

利率期货的引入是在 1975 年。当时,芝加哥期货交易所引入了政府国民抵押贷款协会(GNMA)期货合约,用于抵押债务的套期保值。自 1960 年以来,美国抵押债务已超过了除联邦债务以外的所有类型的信贷。1975 年,商业银行系统的分析表明,3570 亿美元的资产和 880 亿美元的负债对短期利率很敏感,如果收益率变化几百个基本点(一个基本点为 0.01%),2690 亿美元的净资产所面临的风险将对银行的营业收入产生巨大影响。这样,芝加哥商业交易所决定设计一种能用于对所有利率风险进行套期保值的合约。

1976 年 1 月,90 天期美国国库券期货合约在国际货币市场上市,基本抵押资产价值 100 万美元,像“现在你也能成为暂时的百万富翁”这样的话题很快在接受合约的商品交易商中流行。最初使用国库券合约的是能够承担大量国库券存贷风险的政府证券交易商。到 1983 年初,短期国库券合约已成为商业交易所中交易第二活跃的期货合约。

1977 年 8 月,芝加哥期货交易所创设了美国长期国库券(US T-Bond)合约,并获得了很大的成功。长期国库券市场上政府交易商占主导地位,很像短期国库券市场。长期国库券期货也给现金债券部位套利提供了新的机会。1979 年至 1980 年间,由于 1979 年 10 月以后联邦储备银行对信贷市场实行完全不干预政策,导致利率波动幅度进一步扩大,交易量迅速增长。

1981 年 7 月,国际货币市场推出了 90 天期存单合约(CD),随后又推出了三个月欧洲美元定期存款合约。1982 年

5月,芝加哥期货交易所推出了10年期国库券期货合约,它主要由套做商和专业套期保值交易商使用;1987年5月,开始做美国政府5年期债券期货;1988年4月,开始做5年期债券期货。

美国短期、中期、长期国库券期货市场是金融期货市场中发展最完善、流动性最强的,其交易量大大超过了基本现货市场。这些合约提供了在期限范围内套期保值、套利和投资的机会,吸引了广泛的参与者,包括交易商、银行、投资基金、制造商、经纪商和私人投资者。

三、股票指数期货

金融期货合约和交易所在70年代后期继续激增,并获得了全面的成功。以各种证券和金融工具为基础的金融期货合约起初遵从传统的付现自运(Cash and Carry)的定价和交割模式,但到1981年,随着第一份现金交割的欧洲美元期货合约的引入,要求实际交货以确保价格统一的合约惯例受到了挑战。

既然有了以最后现金支付代表期货合约完成的先例,新的合约结构便成为可能,金融期货市场发展另一个主要的创新——股票指数期货便出现了。股票指数期货交易始于1982年,以活跃和著名的美国股票价格指数为基础,如价值线股票指数、标准普尔500种股票指数、纽约证券交易所综合指数和主要市场指数等。每一股票指数期货合约代表购进或卖出相当于所代表的股票价格指数的一定倍数的现金,并按照到期期货合约最后一个交易日实际股票价格指数的结算