

外币期货市场

常 记 智

自从战后形成的布雷顿森林货币体系崩溃，各国普遍实行浮动汇率制以来，西方金融市场动荡不安，外汇汇率频繁波动，一方面为投机者创造了更多的机会猎取投机利润，另一方面给从事国际贸易和金融活动的企业和个人带来了汇率风险。在这种形势下人们纷纷寻找各种有效的汇率风险转移途径，外币期货市场应运而生，成为国际金融资本投机及套期保值的重要场所。

世界上第一家专门经营外币期货的市场——国际货币市场（International Monetary-Market, 简称 IMM）由美国芝加哥商业交易所创办于一九七二年五月十六日。该市场上市交易八种货币（英镑、加拿大元、西德马克、荷兰盾、日元、墨西哥比索、瑞士法郎、法国法郎）。外国货币以及后来增加的各种利率债券等金融凭证进入商品期货交易所，跻身商品之列，与传统的农副产品、畜产品和某些贵金属一起作为期货交易的对象，这对具有一百多年历史的期货交易来说，无疑是一个巨大的突破，尤其是外汇业务，历来归一些跨国银行所经营，现在打入商品期货市场，并且发展迅速，不能不令世人瞩目。除了美国的几家商品交易所以外，其他国家和地区的交易所也竞相效尤，不甘落后。英国的皇家证券交易所于一九八二年九月三十日开办了伦敦国际金融期货交易所，（The London International Financial-Futures Exchange, 简称 LIFFE），上市交易的就有英镑、西德马克、日元、瑞士法郎等外币。一九八四年九月，新加坡国际货币交易所（The Singapore International Monetary-Exchange, 简称 SIMEX）择吉开张，上市交易西德马克、日元和欧洲美元。SIMEX和芝加哥的 IMM 还建立了互相冲销体系，减少了交易成本，延长了营业时间。伦敦是传统的国际金中心，而新加坡则是新兴的亚太金融中心，在这两个地方建立外币期货交易的场所，对外币期货的发展将产生深远的影响。

外币期货对我国来说，目前还很陌生，因为它本身的历史也不长。笔者以为，了解它的性质、作用，搞懂它的交易原理、基本做法，探索我国在对外经贸中利用它的可能性是很有必要的。

一、外币期货与外汇远期的区别

外币期货（英文为 currency futures 或 currency futures contracts）很容易同外汇市场上银行间的外汇远期（英文为 forward contracts）或期汇混淆起来。尽管两者名称相似，作用也有相同之处，但在业务做法上却有很大的不同，对此应该搞清楚。现将其主要不同点概述如下：

（一）市场不同

外币期货的市场是一个高度组织化了的交易场所，一般为交易所。交易所里有专供交易

者进行交易的整套设施和配有专职的工作人员，订立统一的规章制度。在美国，各交易所的期货交易均受美国期货交易委员会管辖。该委员会是政府机构，所以说，期货市场是一个有形的市场。而外汇交易中的远期并无一个有形可见的市场。它的市场实际上是由各银行间、银行与外汇经纪商或大公司等企业之间的电话、电报、电传等组成的电讯网络。

(二)交易方式不同

外币期货交易在交易所里是由专职的交易员用公开喊叫和打手势的方式完成的。交易员一次只能开出一一种价格，买方开出买价，卖方开出卖价，然后讨价还价，一旦双方价格吻合，即拍板成交，回报客户确认。银行间的期汇交易一般通过电讯工具进行，并同时报出两种价格，即卖出价和买进价，高的一档表示卖出价，低的一档表示买进价。

(三)、合同规格不同

一般期货合同可以归纳成“四个标准化”。1、金额标准化，如英镑期货合同每份为25,000英镑，加拿大元期货合同每份为100,000加元，法国法郎期货合同每份为250,000法郎等等。每次交易量只能是合同金额的倍数。2、品质标准化。对外币期货来源，虽然不存在标准化问题，除了标明外币名称外，还要标明是三月期货，还是六月期货。3、交货期标准化，如芝加哥国际货币市场外币期货合同的交货期分别为1月、3月、4月、6月、7月、9月、10月、12月的第三个星期三。4、交货地点标准化。外币期货的交割地点一律为清算所，(clearing house)一笔交易完成后，清算所就成为买卖双方的对方。对买方来说，它是卖方；对卖方来说，它是买方。所以交割清算的对象不是当初成交时的对方，而是清算所。以上这四个方面在期汇交易中则是由银行之间，或银行与外汇经纪商以及大公司等企业之间，根据每笔交易的情况，逐一谈判解决的。

(四)信用保证不同

由于清算所充当了每笔交易的清算对象，因此交易者不必担心对方的资信是否可靠。而期汇交易则不同，银行对每一笔交易都要慎重考虑对方的资信情况，所以，中小企业及一般个人不敢问津。

(五)实物交割率不同

货币期货交易绝大多数在合同到期前就已对冲了结，实物交割率不到1%，而期汇交易大多数是以实物交割了结的。

(六)保证金制度不同

参加外币期货交易都需要交纳保证金，以杜绝坏帐发生。银行间的期汇交易是不付保证金的，除非一方银行较小，只能委托交易时才付。

(七)佣金制度不同

外币期货交易由经纪人同客户协商解决佣金收取问题，银行间的期汇交易用不着付佣金，但如果通过外汇经纪商则买卖双方都要付佣金。

以上是外币期货和外汇远期的主要不同方面。两者相比,各有千秋。外币期货交易与外汇远期交易相比最为突出的特征,即其具有优势的地方,就是期货市场更接近“完全竞争性”。任何企业和个人,大到银行、公司,小到家庭主妇、学生,只要按时按量交纳保证金,都可以通过经纪商参加期货交易。所有的交易者,不论来头大小,在期货市场上都处于同等地位。交易所对所有参加交易的企业和个人一律一视同仁。交易场上的专职交易员相互之间并不知道某一笔定单的主人为谁,价格是公开喊叫的,最具有竞争性。而银行间的外汇远期业务,虽然成本低,但每次交易量一般不低于1,000万美元,且资信要求又很高,主要服务对象为大银行、大公司,尽管没有明文规定不许中、小客户买卖,但客观上限制了他们。而外币期货就不同了,每次最低交易量为一份外币期货合同的金额,比一般外汇远期的合同金额要小得多。因此,外币期货交易特别有利于中、小企业以及个人。当然,大企业也可以利用这个市场,多买卖几份合同就是了。

为了保护交易者的权益,期货交易所订有非常慎密和健全的保障措施。上面曾提过的有,保证金制,清算所制、美国政府的商品期货交易委员会。清算所每天都要进行结算,亏损的补进即增收保证金;盈利的可以提出。还有最高价格波动限额以及防止交易员营私舞弊的种种规章制度。此外,参加交易的企业和个人在定单的处理上可以根据情况,灵活多变,把可能发生的亏损事先限制在某一范围,因此,期货交易所具备了充分的客观条件,使交易者的权益不受损失。

二、基本交易原理,保值与投机

外币期货合同的金额一律以美元标价,如一份瑞士法郎的期货合同金额为125,000瑞士法郎,远期汇率假设为每瑞士法郎兑换0.4200美元, $0.4200 \times SF125,000 = \$52,500$,这张合同的价格就为52,500美元。例如,一个多头者,按现价即0.4200美元兑换一瑞士法郎买进一份九月期瑞士法郎合同,金额为52,500美元,如果价格上升到0.4220美元兑换一美元,则 $0.4220 \times SF125,000 = \$52,750$,这个多头者就获利\$250。而该合同的卖者,则损失了\$250。

期货交易中有一个非常重要的概念,即“基点”(basis point),它等于期价减去现价。期价和现价关系紧密,因交割期不同而产生的差别就以“基点”来表示。离交割期越近,基点越小。到达交割期后,期价即现价,因此基点为零。这就是事先可将将来的价格确定的基本道理所在。一基点为1%的0.01,也即100基点等于1%。在外汇兑换业务中,基点反映了各有关国家的利率差别,如果没有人为的国际贸易和资本流动的限制,期价随利率不同而不同。例如,加拿大的利率比美国的利率高2%,那么加拿大元的期价以美元标价就贴水2%。汇率变动程度往往很小,但交易量很大的话,汇率的些微变动也会使总金额产生很大差别,故说明汇率变动多少往往不是以百分数计,而是以基点计。

在外币期货市场上最低波动幅度和每天最高波动限额就是以基点来表示的。如芝加哥的国际货币市场,其英镑最低波动幅度为5基点,每份合同为12.50美元;最高波动限额为500基点,每份合同为1,250美元。

参与外币期货市场活动的交易者,和其它期货市场一样,可以分为两大类:一类为投机者。他们根据汇率变动的趋势,在外币期货市场上买空卖空,或看涨买进,或看跌卖出,猜

取投机利润；另一类为保值者。他们的交易目的，在于转移汇率变动所带来的风险，以保证商品生产和销售的顺利进行，获取正常的商业利润。这是从参加交易的目的来分的。但一旦到了交易场上，却无法分清谁是投机者，谁是保值者，况且有的交易者往往根据行情变化，从单纯的保值转为投机，或从投机转为保值，对整个交易程序丝毫不发生影响。关于投机的买空卖空活动，因篇幅关系不予以赘述。以下举两例详细说明套期保值的基本做法。

外币期货市场的套期保值业务可以分为买进套期保值和卖出套期保值。

例1 买进套期保值 (long hedge or buy hedge)

设某年三月一日，美国一进口商同加拿大一出口商签订合同买进一批服装，总金额为500,000加元，发货和付款期为同年九月一日。按签约时的汇率计算，该进口商在美销售这批服装后，可以赚得一笔可观的利润。但他担心到付款期时加元的汇率有可能上升，那样的话，他就要多支付美元，利润可能受损，于是他在外币期货市场买进五份九月份到期的加元期货合同。到了九月一日，该进口商在现汇市场买进加元用于支付货款，同时在外币期货市场抛出五份九月份交割的加元合同冲销原合同。（注意：外币期货合同的交割期为该月的第三个星期三），其过程如下：

现货市场	基 点 差	期货市场
三月一日		
美进口商进口加拿大服装一批	10	买进五份九月份交割的加元期货
总计500,000加元，加元汇率		合同，加元汇率\$•8450，计价为
\$•8460，货款为423,000美元。		422,500美元。
九月一日		
买进500,000加元，汇率为	1	卖出五份九月份交割的加元期货
\$•8490，付出424,500美元。		合同，汇率为\$•8489，计价为
		424,450美元。
损失 = 1,500美元	9	盈利 = 1,950美元

该进口商虽然在现货市场比原来多支1,500美元，但在期货市场却盈利1,950美元，足以抵销损失还有余。

例2 卖出套期保值 (short hedge or sell hedge)

设联邦德国一家公司于某年三月八日签约购买一台美国计算机，价格为500,000美元，交货和付款期为同年八月一日。按签约时的马克汇率计算，这笔买卖划得来。但该公司又担心马克汇率下跌，多付出马克，因此在外币期货市场卖出九份九月份到期交割的马克期货合同。到了八月一日，该公司在现货市场买进美元以支付货款，同时，在期货市场补进九份九月份到期交割的马克合同冲销原合同，达到保值目的。其结果如下：

现货市场	基 点 差	期货市场
三月八日		
联邦德国公司签约进口美计算机一	94	卖出九份九月份马克期货合同，汇率
台，价格500,000美元，汇率为		\$/DM•4245，共计477,562.50美元。
\$/DM•4151，需付1,204,529DM。		

八月一日

买进500,000美元, 汇率为	51	买进九份九月份马克期货合同冲
\$/DM.3724, 付出1,342,642DM,		销原合同, 汇率\$/DM.3775, 共计
用于支付货款。		424,687.50美元。
损失 = 138,113DM	43	盈利 = 52,875美元

该公司将期货市场盈利的52,875美元兑换成西德马克 $\frac{52875}{.3724} = 141,984\text{DM}$, 足以弥补货

款损失还有余。

需要说明的是, 在前面所举的两个例子中, 汇率的变动方向完全按照保值者的预想的那样, 不出所料, 因此保值的结果极为上算。但另一种情况也同样会发生, 保值以后, 其汇率的变动方向正好和保值者的预想相反, 保值的结果是现货市场盈利, 期货市场吃亏, 还不如不保值。因为如果不保值, 就可以在现货市场赚进一笔额外的收入, 提高利润。发生这种情况诚属难免, 因为套期保值本来就是在对汇率的变动心中无底的情况下所采取的一种防范措施, 不能指望每次都要赚进。那样的话, 无疑于投机了。在一般情况下, 现货市场损失, 期货市场盈利, 或期货市场损失, 现货市场盈利, 一亏一盈, 盈亏互助就算达到了套期保值的目的。

当然, 从事国际贸易和金融的企业和个人在进行保值前, 应该有一定的预测, 尽可能减少无谓的损失。换言之, 不必笔笔交易进行保值。预测汇率变动的趋势, 似应从以下几个关键因素去考虑分析。1、有关国家的经济状况, 如该国的国际收支、国民收入、物价、利率、通货膨胀等; 2、有关国家的政治局势, 国家对内对外政策, 政府干预程度, 政府反通货膨胀政策的松紧程度, 以及国家关系; 3、一些季节性影响等。在对汇率进行预测时, 考虑分析以上因素是必要的, 但决定保值还是不保值, 常常取决于个人的价值判断, 并无一定公式可循。国外有的学者提出用“预期值方法”(expected value approach), 即用一种概率计算, 说到底, 属于个人主观意志, 只能求其大概。

另外, 在客观上利用外币期货市场对外汇汇率进行保值还存在一些局限性。1. 需要保值的金额往往不能和合同相吻合。前面已提到过, 外币期货合同的规格是标准化的, 只能做到大部分保值。2. 外币期货合同期限有限。3. 外币期货种类目前只有八种。4. 交易场地规模有限, 只能容纳有限的人数进行交易。据美国圣路易斯联邦银行一九八四年三月的报告, 利用外币期货市场进行套期保值只占整个外汇汇率保值业务的5%。绝大多数的外汇汇率保值还是通过银行间进行的。由此可见, 外币期货市场的兴起与发展, 只是为了人们提供了另一条保值途径, 增加一个选择的机会, 难以与传统的外汇市场分庭抗礼, 更谈不上取而代之。

外币期货市场是资本主义经济“乱中求治”的产物。它的兴起和发展对国际贸易和金融起着一定的积极作用。近年, 西方经济学界对国际货币体系的改革和前景众论纷纭, 莫衷一是, 而要想回到二次战后的固定汇率制确乎非常渺茫。就目前来看, 几种汇率制并存, 以浮动汇率制为基本特征的国际货币体系还将继续下去。因此, 外币期货市场赖以生存和发展的客观条件依然存在, 发展广有天地。