



王琪英

一、利率期货及其品种

1. 利率期货 利率期货是指协约双方同意在约定的将来某一个时期,按约定的条件买卖一定数量的某种长期信用工具。它是运用信用工具远期交割的方式以避免或获取因市场利率变化而引起的损失或盈利的一种期货交易。

利率期货产生的年代与外币期货基本相同,1975 年 10 月,著名的美国芝加哥国际货币市场开始使用政府国民抵押协会的抵押证券签订的合约,这种新的合约以货币的价格——利率为基础,而不是以一般的商品为基础,标志着利率期货交易的诞生。此后,利率期货的品种越来越多。1983 年利率期权交易被引入期货市场。现在,利率期货在美国期货市场中交易量是最大的,约占美国期货合约交易总量的 1/3 以上。在世界各国的期货市场上,利率期货 24 小时全球交易的局面已经形成。

2. 利率期货的品种 在所有的金融期货交易标的中,利率期货(包括利率期权)的交易标的是最多的。目前上市交易的品种有:

(1) 短期国库券,又称短期库券。它既是广义的商业票据的一种,又是由各国政府出面发行的期限最短的一种证券。其中以美国政府发行的国库券最为典型,在利率期货交易中所占的比重最为重要。

在交易标的中,主要是指以拍卖形式发行的 3 个月和 6 个月期短期国库券合约。因其安全性高,流动性好,且可作为一般利率指标,故被选作短期利率期货。此种合约的价格以贴现方式或按面值打折扣的方式交易。例如,面值为 1 万美元、91 天期、收益率为 4% 的国库券,售价 9 900 美元,期满可收回 1 万美元。

此合约规定面值为 100 万美元、91 天期的国库券为标准合约。最低价格波动幅度为 1 点,即 25 美元。每日限价最高不超过前一个交易日最高价的 50 点(1 250 美元),或最低价的 100 点(2 500 美元),报价采取所在市场设计的一种指数为基础的方法,即用 100 减年收益率来报价,例如,6% 收益率的国库券报价为 94.00,则实际的合约报价为 $100 \text{ 万美元} \times (1 - \frac{3}{2} \%) = 98.5 \text{ 万美元}$ 。

(2) 长期国库券。各国政府发行的国库券一般期限都很长,美国的长期国库券每半年支付一次固定利率的利息(亦有直接采取贴现方式的),或者以本金加利息的方式一起偿还,偿还

的方式有3种:一次偿还、分期偿还和某时期内随时偿还。

在中美商品交易所交易的美国国库券期货合约中,交易单位比较小,每张合约的交易量是5万美元,仅为芝加哥交易所上市的美利坚国库券期货合约交易单位的一半,所以很受资金有限的小额投资者的欢迎,近些年交易量上升很快。

在芝加哥交易所上市交易的美国国库券期货合约,其交割月份分别为3月、6月、9月和12月,以3年为一循环。

美国国库券的期货价格,是指在期货市场上获得20年期、利率为8%的美国国库券而于交割日所付出的价格(有些利率不是8%的公债也上市交易)。

英国的上市长期国债期货合约是以20年期、收益率为12%的长期国债为基础,合约面额为5万英镑,其报价一般采用与现货市场相同的贴现方式并以债券的标准到期日和标准利息收益为基础。

(3) 银行定期存单。1961年银行首次发行可转让定期存单,成了金融界、特别是银行的主要融资工具。所谓可转让定期存单,也就是银行发给存款客户的存款凭证,记有固定的利率和到期日。

目前各国期货市场开设的定期存单期货有:欧洲美元3个月期、美元、英镑等3个月期等。

美国的可转让短期定期存单期货合约期限为3个月,本金价值为100万美元。报价方式以国际货币市场(IMM)指数表示。若国际货币市场指数高于或低于前一个营业日指数0.80(80基点),则须停止交易。

(4) 商业票据。这是指金融公司及大工商企业凭信用签发的无抵押借款凭证,用以在资金市场筹措短期资金。这是一种短期流通票据。

在利率期货交易中,商业票据的交易数量及上市地点比较有限。目前只有伦敦国际金融期货交易所(3月期英镑票据)及美国芝加哥商品交易所(30天、90天期固定利率票据300万、100万合约规模)有一定数量的商业票据期货交易。

二、利率期货合约与行情表续解

1. 利率期货合约 利率期货合约主要包含以下一些标准内容:

(1) 交易标的,也就是利率期货的种类。

(2) 合约规模。利率期货合约的规模花样繁多,一般都为具体证券的本金面值。

(3) 最小变化价位。一般以利率基点变化百分率表示,如0.01%、0.001%、1/32等,而变化值与利率基点变化百分率的转换关系为:

$$\text{变化值} = \text{名义合约价值(即合约规模)} \times \frac{\text{期限(天)}}{\text{年(天)}} \times \text{基点百分率}。$$

(4) 合约期。各种交易标的、各个交易所合约期几乎都相同:3月份、6月份、9月份、12月份。

(5) 最后交易日。各个交易所差别很大,例如,有的为交易月份的最后一个营业日,也有为交易月份的第3个星期前再2个营业日前等。

(6) 利率。尽管期货合约的规模,事实上都是实际证券面值的若干整数倍,但标准合约上仍然注明交易标的的证券的利率水平。当然,这里是指固定的利率。

(7) 每日价格最大波动限制。其大致分为两种:一是无限制;二是设定一个上下界限或基点幅度,如芝加哥商品交易所5年期、10年期、长期国库券合约规定不高于或低于上一交易日结算价格各3点。

(8) 交割方式。其形式多种多样,即使是同一交易场所亦有差别。例如,芝加哥商品交易所的中、长期国库券合约,采用联邦电子过户簿记系统;抵押证券期货合约,则根据最后交易日的抵押证券取样价格以现金进行交割结算;而30天利率期货合约则根据交割月的平均日联邦基金利率水准进行现金结算。

2. 利率期货行情表解读 在金融期货行情表中,利率期货行市表是较复杂的一种,下面我们以1990年3月24日《纽约时报》刊登的美国长期国库券行情表来说明:

Season							
High	Low	Month	High	Low Close		Chg	Open Int
U. S. Treasury Bonds (CBOT)				8% - \$ 100 000prin; pts, and 32d's of 100%			
97 - 27	56 - 29	Jun.	97 - 21	96 - 21	77 - 15	+ 1 - 6	.....
97 - 5	56 - 29	Sep.	96 - 28	95 - 31	96 - 22	+ 1 - 5	.....
96 - 14	56 - 25	Dec.	96 - 5	95 - 8	96 - 31	+ 1 - 5	.....
95 - 27	56 - 27	Mar.	95 - 12	94 - 21	95 - 10	+ 1 - 5	.....
95 - 10	63 - 12	Jun.	94 - 22	94 - 10	94 - 22	+ 1 - 5	.....
94 - 20	63 - 4	Sep.	94 - 4	93 - 24	94 - 2	+ 1 - 3	.....
94 - 6	62 - 24	Dec.	93 - 19	93 - 8	93 - 19	+ 1 - 4	.....
93 - 17	67	Mar.	93 - 4	92 - 55	93 - 4	+ 1 - 4	.....
92 - 28	66 - 8	Sep.	...	...	92 - 22	+ 1 - 4	.....
...	...	Dec.	91 - 30	91 - 18	91 - 30	+ 1 - 5	.....
Est. Sales 150 000, Fri's sales 185 000. Fri's open int 255 549							

本表第1行第一、二列为季度最高价和最低价

U. S. Treasury Bonds (CBOT): 美国芝加哥期货交易所美国长期国库券期货, 8%—\$ 100 000prin: 面值10万美元、利率8%的长期国库券期货合约, pts, and 32d's of 100%: 面值的百分比(pts), 价位 $\frac{1}{32}$ 百分点。

表内最末行: 24日交易量150 000合约, 上个交易日, 即上星期五交易量为185 000份合约, 未平仓量255 549份合约。按行情, 6月期货的每份合约价格是:

$$100\,000 \times 97 \frac{15}{32} \% = 97\,468.75 \text{ 美元。}$$

三、利率期货的套期保值

1. 空头套期保值 利率期货套期保值是根据利率下跌时各种货币金融工具的市场价格升高和利率上升时金融工具价格下跌的原理, 一切借款者或金融工具出售者, 应在利率上升时进行空头利率套期保值, 即售出有关利率期货。但在实际操作中, 因利率期货标的不一, 期限不同, 利率有别, 目的有异, 所以同样的空头套期保值, 其操作也略有不同。

首先是稳定将来借款的成本而实施空头套期保值。例如,5月份将得到从该年9月份起到次年2月份带有跨年度,期限为半年的1000万美元的贷款,若贷款的实际利率与美国国内定期存单利率很接近,借款人就可以通过出售10份在9月份和12月份交割的3个月银行定期存单合约来固定其远期借款成本。

假定,5月份利率为10%,借款者预计市场利率会上升,9月和12月交割的3个月期银行定期存单为89%的行市进行交易,也就是说,在面值为100%的前提下,贴现买入的这两种定期存单期货合约从买入时的支出到存单到期时按面值收入间的差额——11%,便正好是此笔合约的远期利率。显然,通过卖出这些合约,也就是等于把远期筹资借款的成本固定在11%的水平上,不管实际的行市利率如何变化。

若至9月份,3个月期的行市利率上升为12%,于是,3个月期银行定期存单合约的价格便跌至88%,对本例的借款者来说,他原先卖出的合约使其得到了差价收入。结果,行市利率上升使其借款利息成本的增加被空头套期保值下所售出的合约的收入所抵消,于是利率仍然稳定在11%的水平。

以上是实际利率行市走向超出市场预测的情况,反过来,若行市利率下跌,此笔空头套期能达到什么效果呢?

假定3个月期银行定期存单实际利率下降到10%,则9月份交割的3个月定期存单合约的价格显然就变为90%,于是,每售出一份合约要损失100个变化点,不过,由于利息成本已比预期的要低,所以,空头套期损失的美元由利率的下降而同样得到了弥补。所以,无论利率水平朝哪一方向变化,利率总是被有效地固定在年率11%的水平上。

必须指出,上例中借款期限与期货合约期限完全一致的情况在现实中是不多见的,其保值操作也似乎简单了点。但通过空头套期保值办法,确实可达到有效的保值目的。

其次是为减少现货市场的到期而做空头套期。假定买卖者手中持有100万美元价值的证券,想要投放6个月。当时,6月期票据的利率为8.45%,但9个月期的利率达到了9.05%。为要获得此远期的较高收益而又减少风险,则他可购进同样9个月期的商业票据期货,收益率9.05%;同时,他出售10份短期国库券期货合约,交割期6个月。由于原来投资证券的价格变动大致与短期国库券的变动相等,通过此套期,他便可把较高的9.05%收益固定在6个月期。到期后,他即可把原投资的证券出售,并同时购回10份短期国库券合约。实际操作中,不仅仅是远期借款或处证券多头地位可进行空头套期实施保值,债券发行中为确保筹措资金数额,包销商也实施空头套期保值。

2. 多头套期保值 一切贷款者或金融工具的购买方,应在利率下跌,或更确切地说,应在利率下降到低于市场所期望的远期利率时,进行多头利率套期保值,即买进有关的利率期货合约,以固定贷款或投资的收益。

例如,某公司预计3个月后将会有2000万美元的现金流入,打算投资于一年期的美国国库券。那么如何来保证该投资的远期收益呢?

该公司可以通过买进80份3个月后交割的美国国库券合约来固定。假定,一年期国库券收益率是11.50%,但市场预测3个月后利率降到11%(到时期货合约价格将意味着89.00),为避免利率进一步下跌,公司把利率固定在11%的水准,因此,就以预期的3个月后的可能行市价格89.00买入80份期货合约。

(下转第59页)