

利率期货——一种规避债券市场风险的金融营销产品

Interest Rate Future——A Financial Marketing Product for Avoiding Bond Market Risks

孙卫

Wei Sun

经济学院

中国·甘肃 兰州 730030

School of Economics,

Lanzhou City, Gansu, 730030, China

【摘要】利率期货属于金融期货的一个重要品种，其交易量在期货商品交易量中占据重要的位置，同时利率期货具有价格发现、规避风险、优化资产配置的功能。利率期货作为一种重要的金融衍生工具，是投资者进行投资和转移风险的一个重要选择。本文对利率期货的相关概念进行简单介绍，并对利率期货的套期保值和投机获利的原理和实践操作步骤进行介绍，使人们对利率期货有进一步了解。

【Abstract】The interest rate future is an important product belonging to financial futures, its trading volume plays a key role in the volume of futures commodity. It has functions of price discovery, avoiding risks and optimize asset allocation. As a vital financial derivative, the interest rate future is a good choice for investment of investors and transfer of risks. This article briefly introduces the related concepts of the interest rate future, hedging of the interest rate future, and principles as well as practical operation steps of making profits, enabling people to know more about the interest rate future.

【关键词】利率期货；概念简介；实践操作

【Keywords】Interest rate future; Brief introduction of concepts; Practical operation

1 利率期货的概念

利率期货是指以债券类的证券为标的物的合约，即期货合约的双方同意在将来约定的某一个时期，按事先约定的利率，买卖一定数量的某种信用工具。它是运用信用工具远期交割的方式以避免因市场利率变化而引起的损失，或者是为了获取因市场利率变化而获得盈利的一种期货交易。

2 利率期货的产生与发展

自二十世纪七十年代以来，依照西方经济学发展理论来看，利率往往是调节经济的主要手段之一。在西方国家的经济生活中，利率经常发生较大的波动。

为了满足投资者实现规避利率波动风险的客观要求，一九七五年十月，美国著名的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，即国民抵押协会的抵押存款证（GNMA），这种新的合约以货币价格即利率为基础，而不是以一般的商品为基础，标志着利率期货交易的诞生，此后利率期货的交易品种也越来越多。在芝加哥期货交易所推出这种GNMA之后，全美其他的期货交易所也随即推出了利率期货合约的其他各类型的品种，利率期货交易量增长迅速。据统计，截至1984年，利率期货交易量已经占据全美期货交易量的33%，在各类期货交易量中占据首位。目前，利率期货在期货交易比较发达的国

家和地区早已超过农产品等期货而成为成交量最大的一个期货品种。

3 利率期货在中国的发展

利率期货合约是其标的资产价格依附于利率水平的期货合约。主要是用于有效对冲利率风险的金融工具。1975年，美国芝加哥商品交易所首先推出GNMA，即美国国民抵押协会抵押证期货，随后又分别推出了短期国库券、中长期国库券、商业银行的定期存款证、欧洲美元存款等利率期货。进入八十年代，英、日、加、澳、法、德、中国香港等国家和地区也分别推出了各自的利率期货。

中国在1992年12月28日曾经推出国债期货试点运行，但是局限于当时开展国债期货交易的条件不成熟兼交易出现严重的投机、联手操纵市场等局面，自从上市交易以来，投机操纵风波不断，到1995年5月17日，中国证监会做出了暂停国债期货试点运行的决定。

直到2012年2月13日，中国金融期货交易所，才正式开始推出国债期货模拟交易，并于2013年9月6日在中国金融期货交易所成功上市。首批上市的国债期货合约的期限均为五年期，分别为2013年12月和2014年3月、6月合约。根据中金所此前发布的五年期国债期货合约，国债期货合约标的为面值一百万元、票面利率为3%的名义中期国债。

4 利率期货的市场功能

4.1 价格发现

对于利率期货的交易方式，一般采取集中撮合的竞价方式，即在集中的固定场所以公开竞价的方式进行的交易。这种集中撮合的竞价方式，按照价格优先、时间优先的原则来买卖，可以产生未来不同到期月份的利率期货合约的价格。货币市场主要由同业拆借市场、票据市场、回购市场、短期债券市场等组成，同时货币市场的价格也是由这些主要市场的价格所组成，另外利率期货价格也是货币市场价格的一个重要部分。

债券市场的期现套作，对于金融市场的统一基准利率的形成有着积极的推动作用，有助于形成一个由短及长的完整的国债收益体系。利率期货以债券市场的证券为合约标的，基于债券复制出新的投资操作。这种新的投资操作即是利率期货的投资操作，它是交易方向相反的，收益率不同的，虚拟债券的期现套作。该种操作可以真实有效地发现金融市场的无风险投资收益率，为整个金融市场的产品定价体系提供一个准确的基准利率。

4.2 规避利率风险

规避利率风险是利率期货的另外一个基本功能，金融市场的投资者可以将利率波动所带来的风险转移到愿意承担风险并且期望从中获利的投机套利者手中，从而实现套期保值的目的。利率期货之所以会具有规避利率变动的功能，原因就在于利率期货合约的价格与其标的物的价格变动趋势基本一致，呈正相关的关系。基于此，套期保值者可以分别在期货市场和现货市场上分别做一笔期限相同、金额相同、方向相反的对冲交易，从而达到套期保值的目的，避免利率波动造成的资产损失。

4.3 利率期货交易具有的优化资源配置的功能如下：

第一，提高资金使用效率。例如，利率期货具有双向交易的功能，投资者利用双向交易的功能，在债券价格上涨或下跌时，都可以使用利率期货的这一功能来进行套期保值，从而避免了资金出现闲置的可能性。另外，可以方便地进行现金流管理。例如，利用利率期货交易的杠杆作用，投资者建立同样金额头寸的效率要比在现货市场建立同样金额头寸的效率要快许多。第二，利率期货可以使投资者实现组合投资的目的，从而提高投资组合的收益率。

5 利率期货的交易策略：套期保值的交易和套利交易

5.1 利率期货的套期保值的交易策略

套期保值是金融市场上利率期货参与者的投资目的之一，其所对应的期现套作的交易策略，即套期保值的交易策略，也是利率期货交易中最基本和最常用的交易策略之一。所谓套期保值的交易，是指现货市场的投资避险者，利用期现套作的交易方式，在现货和期货市场上分别买入或者卖出期限相同、数量相同、但是交易方向相反的利率期货合约，从而达到规避短期市场利率的波动对现货市场的资产价格所带来的影响，进而达到锁定现有的或未来的投资组合的市场价值的目标。

案例1：P银行利用利率期货交易进行套期保值的操作

2016年3月中旬，P银行的投资决策者需要对该银行未来的一笔投资做出决策。该银行在未来的2个月内预计将有100万美元的现金收入，计划用来投资期限为3个月的短期美国国债期货。目前的市场利率是7.8%，决策者担心未来短期市场利率会下降，这将导致短期美国国债期货的市场价格上升。于是投资者在期货市场上买进短期美国国债期货，以保证此项1000万美元的资金在投资时的收益率不会下降。2个月后，尽管市场利率下降为7.55%，但银行购买该笔投资的收益率却达到了7.85%

表1展示了P银行利率期货交易的操作过程：

表1

日期	现货市场	期货市场
3月15日	市场利率 7.8%	P银行买进一张9月份到期的3个月期限的短期美国国债期货合约（面值100万美元），利率8.1%，价格90.8万
5月16日	P银行投资100万美元购买了3个月期限的短期美国国债期货，利率7.55%	银行卖出一张9月份到期的期限为3个月的短期美国国债期货合约，利率7.8%

分析：银行的现金流量的大小会随着利率的波动而产生变化，当市场利率呈现下降趋势时，银行未来的现金流量的再投资收益率也会相应下降。金融期货合约以债券类的证券作为合约标的，其价格波动趋势和利率的波动趋势呈现负相关的关系，所以金融市场的投资者（此处以银行为例）购买利率期货合约可以规避因利率下降而导致的现货市场的损失，进而可以稳定现金流量。

根据以上数据，可以分析P银行在金融期货市场上买卖利率期货合约的投资损益情况：

$$\text{现货市场的损失} = 1000000 * (7.8\% - 7.55\%) * \frac{90}{360} = 625$$

$$\text{期货市场的收益} = 1000000 * (8.1\% - 7.8\%) * \frac{90}{360} = 750$$

$$\text{总收入} = 1000000 * 7.75\% * \frac{90}{360} + 750 = 19625$$

$$\text{投资收益率} = \frac{19625}{1000000} * \frac{360}{90} * 100\% = 7.85\%$$

通过上述计算可以看出，尽管由于市场利率的下降导致了P银行在现货市场上损失了625美元，但是P银行在期货市场上却获得了750美元的利润，从而将利率下降的风险通过利率期货合约的期现套作，将风险转嫁给了期货市场上的投机套利者。

5.2 利率期货的投机套利交易

利率期货的套利，利用利率期货套利一般规避的是利率变动的风险。套利的方式一般可分为跨市场套利、跨期限套利、跨品种套利、以及期货和现货套利等。鉴于套利者可以通过套利策略获得金融市场的无风险利润，因此，套利机会一旦出现，在现货和期货市场上就会有大量的投

全球金融周期与国际货币政策协调

The Global Financial Cycle and Coordination of International Monetary Policy

朱珠

Zhu Zhu

中央财经大学
中国·北京 100081
Central University of Finance and Economics,
Beijing, 100081, China

【摘要】 通过结合金融市场运行出现的新特征, 本文介绍了全球金融周期的定义及其影响因素, 并对这一周期运行下的国际货币政策协调提出了建设性意见。研究表明: (1) 全球金融周期正在逐步形成, 国别金融周期正在逐步弱化。(2) 核心国家的货币政策对全球金融周期的运行具有主导作用。(3) 构建 G20 框架下的多层次国际货币政策协调机制, 应该是国际社会今后的努力方向。

【Abstract】 By combining the new features of financial market, this paper introduces the definition and influence factors of global financial cycle, and puts forward constructive suggestions on international monetary policy coordination. Studies have shown that: (1) The global financial cycle is gradually forming, the financial cycle in country level is gradually weakening. (2) The monetary policy of the core country has a leading role in the operation of global financial cycle. (3) To build a multi-level international monetary policy coordination mechanism under the G20 framework should be the future direction of the international community.

【关键词】 全球金融周期; 货币政策; 金融市场

【Keywords】 Global financial cycle; Monetary policy; Financial market

1 引言

随着国际经济往来日益密切, 经济全球化和一体化程度不断加深, 日益多样的传播渠道使得各国金融活动相互紧密地联系在一起。在各种金融中介和市场渠道的传导下, 国家之间的金融活动开始相互影响, 世界各国的金融周期开始相互传播、产生共振, 进而形成了国际金融活动以及全球金融变量整体的周期性波动。

投资者进行套利, 一直持续到套利机会消失。在一个发育良好的期货市场和现货市场上, 由于有众多套利者的存在, 套利机会往往稍纵即逝。

此处以伦敦国际金融期货交易所 (London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE) 交易的 3 个月期的英镑定期存款合约为例, 来说明利率期货合约的主要内容。一份标准化的伦敦国际金融期货交易所的期货合约的内容应该包括以下内容, 如表 2:

表 2

交易单位	£500000 的 3 个月利率
交割月份	交割月为三月、六月、九月、十二月, 挂牌数为 23 个交易日
合约报价	100.00 减去利率
最小价格变动幅度	0.005 (£6.25)
最后交易日	交割月的第三个星期三
交割日	最后交易日之后的第一个营业日
交易时间	7:30—18:00

关于最小价格变动变动幅度, 3 个月期限的英镑利

2 全球金融周期及其影响因素

2.1 全球金融周期

借鉴国际学者的已有研究, 本文认为, 全球金融周期是指, 以商业金融为立足点的市场背景中, 世界各国的金融活动作为一个理性整体, 面对全球特定因素的冲击, 通过资本流动, 在金融中介的作用下, 借助全球金融体系传导而形成的与世界实体经济长期均衡水平相关的金融市场

率期货的价格年最小变动的幅度为 0.005%, 故三个月期限的英镑利率变动幅度为 0.00125%, 利率期货价格的变动幅度也是 0.00125%, 只是变化方向与利率相反, 对应的单笔合约的英镑数额为 £500000, 故其价格变动幅度为 $500000 \times 0.00125\% = £62500$

当期 T_0 时刻, 利率期货的价格 $P_0 = 92$, 利率 $i_0 = 8\%$, 以 $P_0 = 92$ 的价格买入 10 份利率期货合约; 到期 T_1 时刻, 利率期货的价格为 $P_1 = 92.05$; 到期平仓, 盈利额是

$$10 * \left[\frac{(92.05 - 92.00)}{0.01} \right] * 12.5 = 625$$

6 总结

利率期货发展历史并不长, 但其交易量在各种期货交易量中居于首位, 可以看到其在防范利率变动风险方面作用巨大。未来一段时间利率期货作为一种金融营销产品, 其发展前景必定广阔, 因此商业银行等金融机构可以将利率期货进一步引入实际业务中, 扩张银行业务渠道, 推广这一新型的金融营销产品。