

第一章 金融期货概述

第一节 金融期货的产生、发展

提示 期货产生的最初目的是套期保值，其实质即在于规避风险。因此，金融期货产生的实质也在于规避金融市场的风险。对于金融期货产生的背景及其产生、发展的过程也可从这个角度进行理解。正是由于利率、汇率和股票市场风险的增大引起了外汇期货、利率期货和股指期货这三大金融期货品种的产生、发展，这正是金融期货产生的背景。

思考 了解 20 世纪 70 年代汇率风险情况。
了解 20 世纪 70 年代利率风险情况。
理解金融创新是金融期货产生的外在动力。

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过程。

纵观现代期货市场的建立，距今不过百余年的历史。自 20 世纪 70 年代以来，期货交易的商品结构发生了重大变化：长期占主导地位的传统农产品等商品期货逐渐退居次要地位，而外汇、利率、股票指数等金融期货迅速发展成为当今世界期货交易的主流。金融创新既是金融期货产生的内在动因，也是金融期货产生的一个重大背景。

一、金融期货产生的背景

金融期货（financial futures）是指买卖双方在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 futures）和股票指数期货（stock index futures）三种。它是在一定的历史

背景和一系列因素的促进下产生的。

1. “布雷顿森林体系”的解体，固定汇率制度向浮动汇率制度转变，汇率风险凸现

二战结束，“布雷顿森林体系”建立，各国货币普遍建立了以美元为中心的固定汇率制度，即“两个挂钩”^[1]制度。该体系对于“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。

但到了 20 世纪 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的措施，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，因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，而美元价格则持续下跌。

1971 年 8 月 15 日，美国总统尼克松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 年第二次美元危机以后，固定汇率制完全解体，被浮动汇率制正式取代，汇率开始由市场供求决定。结果是汇率波动频繁、波幅变大，这就导致进出口商品成本上升（下降）或其海外资产（负债）价值改变，从而产生了汇率风险。

2. 利率的频繁变动导致利率风险增大，并波及股票市场

20 世纪 60 年代以来，美国长期实行凯恩斯政策，这使攀升的联邦预算和贸易赤字对美元产生了巨大的贬值压力。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

[1] “两个挂钩”制度即：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。

府采取了高息政策——提高利率，但事与愿违，反而导致了欧洲美元市场爆炸式的增长。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。美国利率变动的情况如表 1-1 所示。空前的利率波动，以及美国未偿国债的急剧增加，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。

利率变动的影响极大：利率上升，金融工具贬值；利率下降，金融工具升值。这样就给银行、公司、其他投机者（或生产商）和持有金融工具的个人带来了利率风险，进而波及到股票市场，使股票价格变幻莫测。

正是基于上述原因，整个西方世界就产生了规避外汇、利率和股价风险的强大需求。

表 1-1 美国利率变动情况

	优惠利率变动 (次数)	优惠利率变动幅度 (%)
1960	1	4.50 ~ 5.00
1965	1	4.50 ~ 5.00
1970	5	6.75 ~ 8.50
1974	23	8.75 ~ 12.00
1975	21	7.00 ~ 10.50
1976	8	6.25 ~ 7.25
1977	6	6.25 ~ 7.25
1978	15	7.75 ~ 11.75
1979	15	11.50 ~ 15.75
1980	39	11.00 ~ 21.50
1981	25	15.50 ~ 20.50
1982	12	11.50 ~ 17.00

3. 金融创新是金融期货产生的“外在动因”

面对汇率、利率和股票价格频繁波动的风险，市场经济主体必须更加积极地参与金融市场，运用各种策略以适应市场的易变性。然而，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。例如，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，既耗费庞大，又难以规避风险，尤其是系统性风险（systematic risk）。“金融创新”势在必行，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，加之金融理论^[1]、通讯技术和电子计算机信息技术的飞速发展为此提供了坚实的基础，金融期货交易便应运而生了。

二、金融期货的产生、发展

金融期货交易的历史虽然只有 30 多年，但其发展极其迅速。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都快速增加，这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。

按金融期货产生的顺序，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。

1. 外汇期货的产生、发展

随着固定汇率制度解体，浮动汇率制度下的汇率由市场供求力量来决定，市场不确定性和投机因素的影响给外汇市场带来了极大风险。为了规避这种风险，利用期货交易进行套期保值成为人们的必然选择，外汇期货应运而生。

1972 年 5 月 16 日，在固定汇率制崩溃、国际外汇市场动荡不定的情况下，美国芝加哥商业交易所（CME）货币市场分部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。

1982 年 9 月 30 日，英国“伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）”在伦敦正式成立，主要经营英镑、瑞士法郎、德国马克、日元、美元期货。随着外汇期货业务在世界范围内的扩展，香港、澳大利亚的悉尼、新西兰的奥克兰、加拿大的多伦多和温哥华、荷兰阿姆斯特丹以及新加坡等地，都先后开始进行外汇期货交易，只不过在交易量上还远远不及芝加哥的 IMM 和伦敦的 LIFFE 而已。

进入 20 世纪 80 年代以来，外汇期货交易迅速发展，取得了令人惊异的

[1] 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）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，宣布“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。

成就。以 CME 为例，1982 年全年日元期货交易量为 1 762 246 手合约，1986 年增至 3 969 777 手合约，是原来的两倍多；同一时期，该所的德国马克期货交易量增幅更大，由 1 792 901 手合约上升到 6 582 145 手合约。

2. 利率期货的产生、发展

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 CDRS）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利率期货交易的范围。

自美国 CME 和 CBOT 利率期货开办成功之后，世界各国也陆续开办利率期货交易。伦敦国际金融期货交易所上市的利率期货有 3 个月期欧洲美元、3 个月期英镑和 20 年期英国政府金边债券；1985 年 10 月 19 日，日本东京证券交易所也开办了政府公债期货，第一天交易额高达 6 万亿日元（279 亿美元）香港期货交易所也于 1990 年 2 月 7 日正式推出港元利率期货。

利率期货的品种逐渐增多。目前交易的债券期货有美国长期和中期国债，美国市政债券、英国政府金边债券、日本政府债券、加拿大长期和中期国债、荷兰政府债券、瑞典政府债券和欧洲债券等。交易的利息率期货有短期国库券（或短期债券）利息率、欧洲美元利息率和存款单据利息率等等。除此之外，还有商业票据期货、房屋抵押债券期货。

利率期货交易的规模逐渐扩大。20 世纪 80 年代初，美国的银行利率出现大起大落。1980 年 4 月美国基本利率为 20%，夏季跌到 11%，年末又涨至 21.5%。一年内出现 10% 的利率波幅，这使利率期货的投机者获利颇丰，同时也使金融机构、银行、投资机构认识到对付利率波动的最可靠办法就是利用期货市场的对冲，于是利率期货的规模成几何级数上升。1982 年各种利率期货达到了空前的 3 000 万手合约水平。到 1986 年，在 CBOT 交易的美国长期国债期货合约已跃居美国金融期货交易的首位，达 5 259.9 万手合约；在 CMOT 交易的美国中期国债期货合约居第六位，数量达 442.6 万手。

3. 股指期货的产生、发展

为了应对各种股票价格变动风险而分别进行的套期保值，既需要大笔费用，又极为麻烦。需求促进市场创新，在美国又出现了一种期货新品种，这就是股票价格指数期货。

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以推广，给金融期货交易带来了一场重大变革；1982年4月，芝加哥商业交易所推出标准普尔500（S&P500）的指数期货合约；1983年，澳大利亚悉尼期货交易所根据澳大利亚证券交易所普通股票指数制定了自己的股票指数期货合约；1984年7月，美国芝加哥商品交易所又推出了“主要市场指数期货”，其选用的成分股是20种美国最热门的股票；1986年5月，香港期货交易所正式开始从事恒生股票指数期货的交易，这是远东地区继澳大利亚悉尼期货交易所开办后的第二个股票指数期货交易的市场。

美国投资界对交易所推出的股票指数期货交易倍加重视，特别是那些管理资金的经理们，更是将股票指数期货作为协助他们管理有色证券市场风险的有力工具之一。股票指数自问世以来，在短短的10年间，取得了突飞猛进的发展。1978年，纽约证券交易所的股票日平均交易量仅略高于2200万股，大宗股票合约日平均交易量仅为215手，道·琼斯工业平均指数合约交易量也仅为800~1000手。然而，到了1987年，该交易所股票日平均交易量已达到1.63亿股，大宗股票合约交易量为3700手，道·琼斯指数合约交易量也突破2000手。目前，股票指数期货已成为西方金融市场最热门的交易，股票分析家称之为“股票交易中的一场革命”。

从1982年8月引入股票指数期货以来，主要股票市场持续5年高涨，并使世界股市达到创纪录的水平，吸引了大大小小的投资者。1982年后半期，指数期货合约交易总量超过了瑞士法郎、铜和GNMA抵押存单（CDRS）这些公认的期货合约每天的交易量，为美国期货交易的不断增长作出了重要贡献；1984年，标准普尔500种股票指数期货合约成为世界范围内第二活跃的期货合约，股票指数期货交易的生长继续超过所有其他种类的合约。

现在指数期货合约以世界主要股票市场指数为基础进行国际性的交易，包括《金融时报》指数、日经指数、道·琼斯指数和恒生股票指数等。

第二节 金融期货的种类

提示 金融期货的种类划分是以期货合约的标的物为标准进行的，主要分为外汇期货、利率期货和股票指数期货。在此小节中，只需对这三种金融期货种类的标的物作一个了解即可。

思考 什么是金融期货的种类划分标准？

外汇期货的标的物是什么？了解常用的外汇期货标的金融工具。

利率期货的标的物是什么？了解常用的利率期货标的金融工具。

股票指数期货的标的物是什么？了解常用的股票指数期货标的股票指数。

一、金融期货概要

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。以前也曾将黄金期货、白银期货列为金融期货，但因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），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。股票指数期货虽然出现较晚，但其发展速度较快，规模也越来越大。

金融期货合约是指交易所为进行期货交易而制定的合同，是买卖双方分别向对方承诺在将来的某一月份交割规定的某一金融工具而达成的具有法律约束的、可转让的标准化书面协议或文件。目前国际金融市场上各类金融期货已是应有尽有，在全球期货交易所中，交易的主要金融期货有：

1. 外汇期货（Foreign Currencies Futures Contracts）

- 日元（Japanes Yen；JY）
- 英镑（British Pound；BP）
- 马克（Deutsche Mark；DM）
- 瑞士法郎（Swiss Franc；SF）
- 荷兰基尔德（Dutch Guilder；DG）
- 法国法郎（French Franc；FF）

- 加拿大元 (Canadian Dollar; CD)
 - 墨西哥比索 (Mexican Peso; MP)
 - 意大利里拉 (Lira)
2. 利率期货契约 (Interest Rate Futures Contracts)
- 长期公债 (T-Bonds)
 - 美国联邦抵押贷款协会债券 (GNMA)
 - 美国联邦抵押贷款协会存托凭证 (GNMA-CDR)
 - 地方免税债券指数 (Municipal Bond Index)
 - 中期利率——中期公债 (T-Notes)
 - 短期利率 (LIBOR, PIBOR 等)
 - 国库券 (T-Bills)
 - 可转让定期存单 (CDs)
 - 欧洲美元
3. 股价指数期货 (Stock Index Futures Contracts)
- 股价平均指数期货 (Value Line, NYSE 1 685 家公司简单指数平均)
 - 迷你股价平均 (Mini Value Line - 约为 Value Line 期货契约单位的 1/5)
 - S&P100 (NYSE100 家公司股价加权平均指数)
 - S&P500 (NYSE500 家公司股价加权平均指数)
 - NYSE 综合指数 (为 NYSE 1 525 家股价加权平均)
 - NYSE 金融指数 (为 NYSE 金融股价加权平均)
 - CBOE100

二、外汇期货

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——汇率以交割标准数量外汇的标准化合约。外汇期货合约标的物包括日元、英镑、德国马克、瑞士法郎、荷兰盾、法国法郎、加拿大元、墨西哥比索和美元等。

如果把“外汇”当作一种商品，则汇率就是外汇商品的价格，基于利用商品期货可以对商品价格进行套期保值以防范商品价格变动风险的原理，利用外汇期货则可以对外汇汇率进行套期保值，防范外汇汇率的变动风险。

三、利率期货

利率期货合约是指合约双方同意在将来某个日期、按约定条件、买卖一定数量某种长短期信用工具的标准合约。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；其他标的物还有国内定期存单、欧洲美元存款和商业票据等。

利率期货交易，即由交易双方在交易所内以公开竞价的方式买卖标准的利率期货合约，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标的物，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。

利率期货又分为短期利率期货和长期利率期货两种。

短期利率期货合约标的物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率期货和 3 个月期巴黎银行间利率期货等。

长期利率期货主要包括政府中长期国库券期货、抵押证券期货和市政公债期货等，期货合约标的物主要指到期日为 2~3 年以至超过 15 年的国债。

四、股指期货

股票指数期货合约是指合约双方同意在将来某一时期、按约定的价格买卖股票指数的可转让标准合约。最有代表性的股票指数有美国的道·琼斯股票指数、标准普尔 500 种股票指数（即 S&P500）、纽约证券交易所综合指数、价值线指数、英国金融时报指数、日经 225 种指数、香港恒生指数、多伦多 300 种指数等。

股票指数期货（Stock Index Futures Contracts）简称为股指期货，股价指数并不是实实在在的金融资产，而是股指期货交易的特殊商品。由于股票指数本身无法交割，故它采用的是现金交割的方式。股指期货可以使投资者在广泛的范围内投资于整个股票市场而非单个股票，这就避免了进行证券组

合投资的麻烦。

第三节 金融期货的特性

提示 本小节通过对金融期货与金融现货、金融期货与商品期货的差异比较，阐明了什么是金融期货。在此基础上对金融期货的四大功能进行了阐述，进一步明确了金融期货的定义和特性。

思考 金融期货与金融现货的主要差异是什么？

金融期货与商品期货的区别在哪？

金融期货具有哪四大功能？

理解“风险转移”是金融期货最基础的功能。

金融期货是如何实现其“价格发现”功能的？

一、金融期货交易与金融现货交易的差异

金融现货交易是金融期货交易产生、发展的基础，金融期货交易则是金融现货交易的延伸和补充。作为两种不同的交易方式，它们又有显著的区别：

1. 交易目的不同

金融现货交易是为了真实地实现某种金融资产所有权的转移。而金融期货交易实质上是一种契约交易，买卖双方大多数情况下不是为了买卖金融资产本身，它的突出特点是“买空卖空”，即参与期货交易的目的是利用期货市场的价格变动来保证合理利润和获取超额利润。

2. 价格决定方式不同

在现货交易中，买卖双方一般采用“一对一”谈判方式决定成交价格，而期货交易必须集中在期货交易所里以公开拍卖、竞价方式决定价格。

3. 交易的组织化程度不同

现货交易的地点、时间没有严格规定，而期货交易严格限制在交易所内进行；现货交易信息分散、透明度低，而期货交易集中、信息公开、透明度高。这是因为期货交易有固定的交易程序和规则，且实行层层设防的保证金制度和完善的结算系统。

二、金融期货与商品期货的差异

从逻辑上分析，商品期货和金融期货产生的内在逻辑基本一致，都是在客观经济形势复杂、经济风险增加情况下为转移风险、套期保值而产生、发展起来的；从两者的职能分析，金融期货和商品期货在理论上的依据都是一致的，价格发现机制、转移价格风险机制也都相同。但二者仍然存在以下区别：

1. 交易合约标的物不同

从金融期货和商品期货在金融市场上的属类来看，两者均属于期货市场，但二者交易合约的标的物不同。商品期货以农产品、畜产品及各种金属为交易标的，如棉花、橡胶、冻猪肉、牛肉、木材、铜、锌等；金融期货以金融市场上金融工具为交易对象，如货币市场上的国库券、外汇市场上的外币以及股票市场上的股票价格指数等。

2. 交易对象与交易方式的差异

从交易对象、交易方式上看，二者最主要的区别在于一个是“无形的”而另一个是有形的。金融期货可视为一种“无形的”期货交易，如汇率期货、股票指数期货等，只是按照约定的汇率、利率、指数点换算成货币单位进行交易、结算，没有实物的交割；而商品期货到期结算时，通常可以进行商品实物的交割。所以，从投机性上来讲，金融期货的投机性更大一些，也正因为如此，金融市场交易更为活跃。

3. 市场参与者方面的差异

商品期货市场里，大部分参与者就是商品的生产者、消费者和贸易商，只有少数短期投资者，利用期货合约进行风险资本经营，获取投机利润；而在金融期货市场上，参与者主要有期货佣金商、经纪商代理人、套期保值者、套利者与投机者，他们都不是真正的投资者。此外，参与金融期货交易的人也越来越社会化，只要有一定的资本，任何人都可参与金融期货市场。

4. 发展速度方面的差异

从商品期货和金融期货产生的时间及其历史背景来看，商品期货的出现远远早于金融期货，但金融期货一经出现，其交易数量就远远超过商品期货。金融期货提供了一个资金迅速融通的手段，它是在商品期货基础上发展起来的，从其产生开始，金融期货市场就带有国际性，而现代通讯技术的迅速发展更促使了其信息传递、反馈的迅速与准确。全世界所有金融期货市场相互联系、相互影响，共同组成一个统一的大金融期货市场，决定着金融

券的行情变化，并对国际间资金融通产生重大的影响。

三、金融期货的功能

金融期货具有规避现货的价格风险、降低借贷成本、提高证券市场流动性以及发现未来价格等功能，这使其成为现代市场经济中不可缺少的风险避风港和经济导向标，成为现代金融市场的重要组成部分。

虽然金融期货交易是一种“零和博弈”，但“零和”并不等于“零收益”，金融期货具有风险转移、价格发现以及投机等诸多功能。

1. 风险转移功能

金融期货最原始的目的在于为交易标的——金融资产的持有者或使用者转移因价格变动而产生的风险，风险转移（Risk Shifting）是金融期货最重要的经济功能。所谓风险转移，是指将市场变化的风险通过一定的机制或方法由一部分人身上转移到另一部分人身上。期货市场的风险转移是通过套期保值（Hedging）来实现的。套期保值者通过在现货市场和期货市场进行两个在数量上相同、方向上相反的买卖，即其在现货市场上买进或卖出一定数量的金融资产，同时在期货市场上设立与现货市场相反的头寸（Position），从而达到规避风险的目的。对套期保值者来说，参与金融期货市场不是为了赚取利润，而是要在价格上得到保证，即通过承担较小的基差风险来转移价格风险，从而创造出更大的经济效益。

风险转移功能给期货市场的存在提供了充分条件，诺贝尔经济学奖获得者美国的默顿·H·米勒教授就曾说过：“只要有自由市场，就会存在未来价格的不确定性，只要存在未来价格的不确定性，就需要期货市场。”

2. 价格发现功能

价格发现是金融期货交易另一十分重要的基本经济功能，是金融期货市场赖以存在和发展的基础。我们知道，在金融期货交易中，无论是套期者还是投机者，其目的都不在履行合约进行实物交割，而在于获得价差。其中最重要的价差是现货价与期货价之差。期货价格分析便成为金融期货交易中十分重要的内容。金融期货价格是由买卖双方在期货交易所内根据自己掌握的信息进行预测、进行公开报价竞争决定的，它代表了所有市场参与者对于未来价格的综合预期。期货价格不仅能准确反映当时市场的供求状况，而且能及时准确地反映变化中的市场供求情况，反映市场中潜在的供求变化和供需

双方对未来市场供求关系的共同预测，这就大大地增强了期货价格对供求关系进行事先调节的能力，进而减少或抑制了市场的周期性波动，从而降低了市场风险。所以说，期货交易发现了未来均衡价格，并且这一竞争性价格通过现代化的通讯手段迅速传递到世界各地形成世界性的价格，成为对外贸易定价的重要依据和世界商情研究的重要对象。随着金融期货交易和期货市场的不断完善发展，尤其随着国际性联网期货市场的出现，金融期货市场的价格发现功能就会越来越完善。

3. 投机功能

只有投机者在市场上对期货合约进行买卖，才使套期保值者的合约在市场上不断流动，使套期保值成为可能。因此，在期货市场转移风险、套期保值这一职能的执行中，投机者必不可缺；如果没有投机者，就没有人来承担套期保值者要转移的风险。

此外，期货合约可以对冲，为投机者提供了存在的前提条件，所以一个成熟的期货市场总是有为数众多的投机者参与交易。

就期货市场而言，投机者有助于期货合约的流动性，也有助于市场机制的通畅运行。投机是套期保值得以实现的必要条件，也是套期保值发展的必然结果，它是期货市场不可或缺的润滑剂。但是，如果一个期货市场因设立条件不成熟、套期保值机制不健全而导致投机充斥时，期货市场也就演变成一个“赌场”，甚至会导致期货市场的垮台，这种投机也就失去了存在的必要性。因此，套期保值和投机是互相依存的，金融期货市场应是一个以套期保值者为主，同时也为众多投机者广开方便之门的市場。

4. 信息传递功能

期货交易的信息传递功能是期货交易得以顺利实现的前提，这不仅吸引了更多的参与者，还促进了金融期货风险转移和价格发现的功能的实现。

期货市场是一个完全由供求法则决定的自由市场，它是将众多影响供求关系的因素集中于交易场内，记录了世界范围内各种因素对某一特定金融资产的影响；同时，飞速发展的电子技术为主要国际金融中心实现信息、交易和清算的电脑联网提供了技术支持，促进了期货市场发现的价格及形成的信息的全球传播，这些成为现货交易的依据。例如，英国伦敦国际金融交易所每日成交的各种金融品种在数量上占全世界的比重虽并不高，但交易所结算价格却是国际贸易的重要价格依据，它代表了全球金融的供求趋势，是世界行情研究的重要对象。

第二章 金融期货基础理论

第一节 金融期货中的基础概念

提示 在金融期货的基础概念中，我们必须掌握“金融期货合约”和“基差”的内涵。

本节通过阐述金融期货合约的内容和特点明确了什么是“金融期货合约”，并介绍了金融期货合约的相关工具，如货币市场工具、资本市场工具、股票价格指数等。此外，还从交易所角度对如何选择“金融期货合约”种类以及在设计“金融期货合约”过程中需要考虑的因素进行了讲解，以期使读者对“金融期货合约”有一个全方位的认识。

“基差”是金融期货中一个极其重要的概念，必须重点掌握。本节通过对期货价格和现货价格的诠释，引出了“基差”的定义，即现货价格和期货价格的差。在此基础上，深入探讨了“基差”的实质，即是一种相关现货持有成本，对金融期货而言，现货的持有成本是指融资购买现货所需支付的利息成本与拥有现货期间所能获得收益的差额。进而从这个角度详细分析了影响基差变化的因素。最后，通过基差的动态变化提出了“基差收敛理论”。

思考 金融期货合约的主要要素包括哪些？

金融期货合约的特点有哪些？

了解金融期货合约的相关工具，如货币市场工具、资本市场工具及股票价格指数等。

了解金融期货合约种类的选择及设计金融期货合约时应该考虑的因素。

掌握基差的定义。

重点掌握基差的本质以及金融期货合约基差的本质，并对影响金融期货和与基差变化有关的因素进行了解。

重点掌握基差的动态变化和“基差收敛理论”。

一、金融期货合约

1. 金融期货合约概念

期货合约是指期货交易所为进行期货交易而制定的合同，是买卖双方分别向对方承诺在一确定的远期交割规定的商品而达成的具有法律约束的书面协议。那么，金融期货合约就是指根据买卖双方同意的价格买进或卖出一定标准数量和质量的某一金融工具，在约定的将来某一月份交割的、可转让的、具有法律约束性的协议或文件。

金融期货合同作为标准化的交易工具，由交易所制订，一份标准化期货合同通常包括商品名称、交易所名称、合同规模、交割月份、交割日期、通知日和到期日等。如表 2-1 的美国长期债券期货合约。

(1) 金融期货合约的特点

一致性：所有同类合约对所指的项目在数量、数量单位、价格波动最低限幅的转换价值上都是一致的。

流动性：合约的买者和卖者通常可在合约到期前用对冲交易来结束其所持有的头寸。

杠杆作用：由于金融期货合约初期保证金很少，因此这种高度的杠杆作用可以在相当小的价格变动中取得较大的收益，当然也有可能受损失。

标准化：a. 标准的数量。每一种期货合约都有其标准的交易数量。芝加哥商业交易所 90 天欧洲美元期货合约每份单位为 100 万美元；芝加哥国际货币市场瑞士法郎期货合约每份为 12.5 万瑞士法郎。b. 标准的交收地点，即指定的银行、金库等。金融期货合约之所以要有标准统一的规定，主要好处就是彼此之间能够完全的交换、买卖。进一步来说，标准化的金融期货合约可以减少因价格的波动引起的期货价值改变的不同，将混乱降到最低限度。因此，在进行期货交易之前，一定要仔细研究期货合约的内容。

表 2-1 美国长期债券期货合约

商品名称	美国长期债券	
交易所名称	芝加哥交易所 (CBT)	
合同规模	100 000 美元	
交割月份	三、六、九和十二月	
交割日期	交割月内合同到期日前的任意营业日	
通知日	交割日前的两个营业日	
到期日	交割月结束前的第八个营业日	
价格波动	最小为 1/32 的 1%，称为 1 点，价值 31.25 美元 最大为 64/32%，即 2%，称为 64 点，价值 2 000 美元	
定额保证金	(由交易所制定，有时会发生变化)	
	初始保证金	维持保证金
套头者	1 500 美元	1 500 美元
投机者	2 000 美元	1 500 美元

(2) 金融期货合约的主要内容

合约标的物交易数量单位：金融期货合约所含的交易单位为期货市场公众和交易所认同的标准单位。在期货市场交易的金融期货随种类和标准的计量单位的不同而不同。如芝加哥期货交易所长期 (T—bnd) 期货合约的交易单位为 100 000 美元，纽约股票交易所综合指数期货合约的交易单位为 500 美元乘以 NYSE 综合指数。在期货交易中了解这些计算单位可以说是最基础的准备，因为它支配着期货合约价格的波动，是以 1 元为一档或是以 1 角为一档的波动，其波动的结果与期货合约的价值有关系。

价格波动的最低限幅：顾名思义，价格波动的最低限是合约价格升降的最小幅度，如长期利率期货最小跳动点为 1/32 点，股票指数期货最小变动单位为 1/20 点 (0.05)。

价格波动最低限幅的转换价值：即价格每一最小波动幅度所代表的价值。对一般商品期货而言，就是合约的标准单位乘以价格波动的最低限幅得出的数值；金融期货价格波动最低限幅转换价值的计算与商品期货有所不同，这将在后面章节中介绍。

每天的涨跌幅限制：即将前一交易日最后收盘价的一定幅度作为当日交易的最高涨幅限制及最低跌幅限制。交易所设定此种限制有利于控制市场的投资情绪，是市场风险的控制手段之一。

每日涨跌交易限制的现金价值：这一项内容主要是衡量交易者在一个交易回合里最大的利润或最大的损失。此外需注意，交易的涨跌限制是根据市场反复不定的行情而随时作适当调整，以应付市场大市。

⑥交割月份：指期货合约到期而应进行现货交收的月份。大部分期货合约都是规定某月份为交割月份，且交易所有权选择交割月份的远近。如美国的交易所多喜欢选择 2、4、6、8、10、12 月这些双数月份为交割月份，有时长达两年之久；日本的交易所则多选择最近的 6 个月份为交割月份。

2. 金融期货合约的相关工具

(1) 金融期货合约的种类

在上一章中，我们已经讲过，金融期货合约根据其相关金融工具的不同，可以分为利率期货合约、外汇期货合约和股票指数期货合约。

利率期货合约大致可分为：短期债券期货合约、中期债券期货合约、长期债券期货合约、商业票据期货合约、定期存单期货合约和房屋抵押债券期货合约，其中又以前三种最为常见。外汇期货合约是最早被使用的金融期货，主要有英国英镑、加拿大元、德国马克、日元及瑞士法郎等。目前，提供外汇期货合约的交易所主要有三个，即芝加哥商业交易所的国际货币市场、新加坡国际货币交易所和伦敦国际金融期货交易所。股票指数期货合约自 1982 年 2 月在美国问世以来，发展十分迅速，已成为金融期货市场上很热门的一种合约。目前，在美国、英国、法国、日本、香港、澳大利亚及新加坡，均有股票指数期货交易，但以美国和日本最为成功。

(2) 金融期货合约主要的相关金融工具——货币市场工具

国库券：即由财政部发行的期限少于 1 年的政府债。美国国库券的常见期限为 91 天和 182 天，不付息且折价卖出，到期时按面值偿还，面值与买价之间的差额即构成其收益。

国库券是衡量货币市场状况的良好指标。持有国库券的投资者不仅人数众多，而且包括了各种类型的投资者。影响国库券价格的因素同样影响到其他的货币市场工具，因而其价格变化与其他众多货币市场工具密切相关，如：商业票据、银行承兑票据、大额存单等。正因如此，国库券期货被广泛地运用于交叉套期保值，以抵补以上这些货币工具的利率风险。

大额可转让存单：是商业银行和金融公司吸收高额定期存款的一种手段，与定期存款不同的是它有实际证明的凭证，是一种可转让证券，一个方便的二级市场，通常可为银行提供一个较为稳定的短期资金来源。与商业票