

第一章 期货交易概论

了解期货首先需要掌握期货交易与期货市场的一般知识，这是投资成功的可靠保证。本章选择一些与期货交易实务联系密切的基础知识，分四节进行介绍。

第一节 期货与期货市场

一、期货基本概念

1. 期货

简单地说，期货就是一种可以反复买卖的标准化合约。理解期货的概念，需要从两个方面去把握。首先，期货不是“货”。也就是说，它不像现货那样以一定的物质形态而表现和存在。其次，期货就是一种合约。现代期货意义上的合约，与我们日常经济交往中的合同有相似之处，即它们都规定买卖双方对某种商品交易的所有项目，如买卖对象的名称、数

量、质量、价格，交易时间、地点、结算的方式，等等。但是，期货意义上的合约与现货交易中的合同有根本不同，主要表现在两点：第一，期货合约可以反复买卖。现货合同签订以后，买卖双方都有义务按照合同条款的规定去执行，任何单方面的违约都要受到相应的经济甚至法律制裁；而期货合约买卖的任何一方都可以在不通知对方的情况下将合约转让给第三方，也就是说，期货合约的这种单方面“毁约”是合法的。第二，期货合约是标准化的。也就是合约中的一切项目都是固定的、统一的（唯一不确定的是价格），交易双方只能按照规定好的内容进行竞价买卖，而不能像现货合同中那样双方可以协商确定。正因为这方面的特点，才使得期货合约的买卖能顺利、活跃地进行。

2. 期货交易

期货是一种可以买卖的标准化合约，那么在一定的场所，依照一定的规则，公开、公正、公平地买卖期货合约的行为就称为期货交易。简单地说，期货交易就是期货合约的买卖行为。这种合约买卖只能在集中的场所中按照规范化的规则，通过公开竞价成交。合约的买卖双方都可以在合约到期之前通过市场的运作转让合约，实现交易的目的；否则买方有义务按照合同的规定，依据卖方提出的交割要求，补足合约总金额以后提取现货，卖方则有义务根据合约的要求交运现货。

3. 期货市场

期货市场就是依据一定的规则集中进行期货合约交易的场所。狭义的期货市场就是指期货交易所。期货市场是在现货市场基础上发展起来的市场经济的高级形式，具有结构严密、管理严格、运作规范的主要特点。

二、期货市场的历史演进

1. 期货市场的产生与发展

现代期货市场是由农产品期货产生和发展而来的。农产品期货最早萌芽于西欧，在古罗马和古希腊时期，就有远期交易的形式，城里的商人往往事先向农民预收农产品，到收获后才交付，也出现了中央交易所。日本则在 1667 年正式开始了稻谷的期货交易。但较为规范的期货交易则是 1848 年美国芝加哥期货交易所的诞生。当时，有 82 家会员，并且制定了一套小麦及其他谷物的称量和检验标准。后来，又于 1865 年 10 月 13 日颁布了第一套交易规则，标志着现代期货正式、系统的运作。此后，期货市场迅速发展，交易品种不断扩大。特别是 20 世纪 70 年代发展起来的金融期货，已成为现代期货市场的主流。同时，期货市场的国际化趋势越来越明显，现在基本上形成了全球一体化。

2. 我国期货市场的发展

伴随着股票、债券交易所的成立，旧中国的期货市场也相应产生了。1892 年，由洋人创办的中国最早的交易所——上海股份公所成立。1918 年 6 月最早由国人设立的北平证券交易所，开始推出公债、证券的期货交易。1921 年 5 月，当时的北洋政府颁布《物品交易条例》，对物品期货交易作出了规定，使期货交易趋于合法。新中国成立后不久，期货交易被停止。

直到 80 年代后期，建立和发展期货市场的问题才被重新提上议事日程。经过理论研究和方案设计，1990 年 10 月，具有期货交易机制的郑州粮食批发市场成立，标志着我国期货

市场进入了组建阶段。1992 年 1 月 18 日第一个打出期货交易所招牌的深圳有色金属交易所正式开业。随后，全国各地期货交易所迅速发展。到 1994 年初，各省市登记的交易所达 50 多家，几乎相当于全世界期货交易所数量的总和。与之相适应，1991 年第一家期货经纪公司——广州万通期货经纪公司宣布成立后，经过短短几年的时间，期货经纪公司遍布全国各地。1993 年 12 月，全国共有各种类型的期货公司 1000 余家。针对期货市场发展中的问题，国家有关部门加强了对期货市场的监督。1993 年国家工商行政管理局颁布了《期货经纪公司登记管理暂行办法》，对期货经纪公司的设立、运作等作出了规定。1994 年 11 月 8 日，国务院证券委员会颁布《期货经营机构从业人员管理暂行办法》，加强对期货从业人员的管理，同时对期货交易所进行业务整顿。到目前为止，经国家批准的试点期货交易所 15 家，国家工商局注册登记的期货经纪公司约 300 家。

虽然我国期货市场发展很快，但是从总体上来看，我国期货市场的发展还处在试点和起步阶段。无论是对期货市场的监管，还是交易所的建设、交易品种的设计、运作程序的规范，特别是投资参与者的素质、心理和操作技巧等方面，与国外相比较都有很大差距。这一切都需要我们期货业同仁的不断努力。

第二节 期货合约

在介绍期货合约之前，我们首先需要了解一下期货商品。

一、期货商品

在期货市场上作为买卖对象的，称为期货商品（又称上
场商品）。选择合适的期货商品作为交易对象，是实现期货市场
经济功能、顺利进行期货交易的重要条件之一。期货商品
的结构和分布是考察一个交易所乃至一个国家期货市场发展
状况的主要依据。由于受期货交易特点的影响，一般而言，期
货商品需具备以下特点：

（1）期货交易中期货商品的交货期通常在 6 个月到 2 年
不等，所以期货商品应能被长期保存而不易变质。

（2）便于反复交易和交割的实现。期货商品的质量、规
格、等级等应能容易划分和确定。

（3）有广阔的市场。主要包括有众多的买者和卖者，市
场流通量大，价格波动比较频繁。只有这样，才能保证交易的
顺利实现，使成交活跃，而又不易操纵。

根据期货商品的不同特点，一般认为它可以分为两类，即
商品期货和金融期货，其交易对象分别是传统期货商品和金
融商品。

1. 商品期货

商品期货主要包括下面几种：

(1) 农产品期货：主要有小麦、棉花、玉米、大豆、绿豆、红小豆期货等；

(2) 金属期货：又可分为贵金属期货（如黄金、白银期货）和工业金属期货（主要有铜、铝期货）；

(3) 能源期货：石油、重油期货；

(4) 软体期货：包括咖啡、可可期货。

2. 金融期货

金融期货主要包括以下几种：

(1) 外汇期货：较活跃的有英镑、马克、日元、瑞士法郎四种。它们的报价大都采用每单位外币相对美元价格的“间接报价法”。

(2) 短期利率期货：主要有欧洲美元期货和美国国库券期货。

(3) 长期利率期货：主要有美国中期公债期货和长期公债期货。

(4) 股票价格指数期货：主要有美国标准普尔 500 股票指数期货、香港恒生股票指数期货和日经指数期货。

目前，我国交易所上市交易的主要是商品期货，其中农产品期货占绝大部分。金融期货方面，曾经推出国债期货，但不久又被停止试点。

二、期货合约

1. 期货合约的定义

期货合约是期货交易的对象，是买卖双方分别向对方承诺在某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，是交易所为进行期货交易而制定的合同。

2. 期货合约与远期合同的区别

期货合约是在远期合同的基础上产生的，期货合约与远期合同都是要求远期交割的契约，但是两者之间又存在着实质的区别，主要表现在以下几个方面：

(1) 交易地点。远期合同在任何地点都可以成交，通常是没有固定的场所，它主要通过电话、电传联系进行交易；期货合约只能在组织程度很高的交易所内进行，场外交易被视为违法。

(2) 交易双方的关系。由于交易所的介入，期货合约的交易双方不直接接触，双方分别同结算公司实现买卖；远期合同的交易则由交易双方直接进行。

(3) 交易的参与者。任何人只要缴纳一定的保证金就可以通过交易所的会员参与期货合约的交易，参与人较广泛；远期合同的参与者只能是一定资金规模或商品的拥有者。

(4) 交易的安全保证。期货合约的交易双方都必须向期货结算公司交存一定的保证金，由于有保证金作保证，期货合约的违约可能性很小；而远期合同一般不要求交保证金，合约的结算或履行完全取决于对方的信誉，因此其风险较大。

(5) 合约条款。期货合约是标准化的，除了价格是在成交时根据市场行情确定之外，其他内容都是固定的，因此交易较方便；远期合同的条款是根据买卖双方的个别需要来签订的，因此谈判复杂，但适应性较强。

(6) 合约的履行。远期合同的交易最终要进行实物交割；而期货合约最终进行实物交割的很少，一般只占成交期货合约总数的 3% 左右，绝大多数的合约都是以对冲形式了结交

(7) 合约的转让。期货合约由于是标准化的合约，买卖双方可以通过“对冲”交易，即购买一个相反的合约，顺利实行合约的转让，并了结其履约义务；而远期合同则一般不允许单方面转让。

(8) 价格形成。远期合同中的价格是买卖双方协商确定的；而期货合约中的价格则是在期货交易所的交易厅内通过公开竞价而形成的。

(9) 价格波动。期货合约中一般规定了最小变动价位与每日价格最大波动限制，如超过一定幅度就停止交易；而远期合同则没有价格波动限制。

3. 期货合约的基本要素

由于期货合约是标准化的合同，每张期货合约都应包括以下基本要素：

(1) 交易单位。即是期货合约规定的每张合约所包含的商品数量。各个交易所对每张合约规定的交易单位一般是不同的。例如美国纽约商品交易所规定一张铜的期货合约的交易单位为 2.5 万磅，而英国金属交易所规定为 25 吨。各种商品具有不同的交易单位，如一个黄豆合约为 5000 蒲式耳。利率期货合约交易单位的标价则与现货市场类似，如芝加哥谷物交易所的长期国库券的交易单位为面值 100 000 美元，息票利率为 8%，20 年到期。股票指数期货合约的交易单位一般为现行指数的倍数。如恒指期货合约的交易单位规定为指数的 50 倍，若以恒指 1 万点计，即每张合约值 50 万港元。郑州商品交易所绿豆合约约为 10 吨，苏州商品交易所红豆合约约为 2 吨。

(2) 品质规格。由于商品因产地、品种等级、纯度等不

同，自然会产生品质上的差别；又因期货交易商品流通量大，为了便于交易，就有必要确定比较有代表性的品质规格作为交易的标准品。因此，每份合约都订立了一个提取实物的等级标准，该标准是根据商界一般需求而订出来的。大部分交易所允许与品质规格稍有出入的商品进行交易，只需在价格上作适当调整即可。例如我国郑州商品交易所规定，玉米的交割等级为中国标准二等黄玉米，若交割为一等黄玉米则加价 4%，三等黄玉米则减价 4%。

(3) 最小变动价位。指期货交易中价格变动的最低数额。因为如果开盘后成交价格总是不变，期货市场就失去了保值和投机的功能，进而也就失去了存在的意义。为此，期货合约中都规定了价格变动的最低数额。在美国期货交易所中，通常用点数报价来表示，每点为 1% 美分。如：小麦合同一蒲式耳价格变动为 $1/4$ 美分，1 份合约为 5000 蒲式耳，其变动为 12.5 美元 ($5000 \times 1/4 \times 1\%$)。长期国库券最小价位变动为 $1/32$ 点，即为 31.25 美元 ($100000 \times 1\% \times 1/32$)。香港恒生股票指数期货合约最小变动价位为一个指数点，即 50 港元。郑州商品交易所绿豆合约最小变动价位为 20 元。

(4) 每日价格限幅或每日价格最大波幅限制。为了尽量保持期货市场在正常情况下进行交易，期货合约中规定了每日价格波动限额，如一日之内价格变动超过这个限额，就宣布市场停板，即暂时闭市不进行交易。它包括涨停板和跌停板两种情况。涨停板，是指期货交易所规定在一个交易日内价格上涨的最大幅度；跌停板，则是指在一个交易日内价格下跌的最大幅度。每日价格的停板额是通过在某一期货合约的上一个交易日收市价或结算价基础上增加或减少一定金额

而计算出来的。例如，玉米收盘价为每蒲式耳 2.32 美元，其正常的每日最大价格变动限额为 10 美分，因此下一个交易日的玉米交易范围在 2.22 美元至 2.42 美元之间。而在价格剧烈波动期间，根据芝加哥期货交易所规定，当某一特定商品的 3 个或更多交易月份的期货价格在一天内猛升至或剧跌至停板额水平时，期货合约的价格变动限额可在原停板额基础上自动扩大 50%。

(5) 交易月份。一方面表明经营者买卖期货的月份，另一方面又是期货合约的交割期限，对于卖方而言，可以在指定月份的第一天起到月末限定的日期止的任何一天交货。每张期货合约中，同一商品的交易月份是固定的。因商品交易所而异，合约月份有所不同，一般根据商品收获季节、运输时期和交易习惯而定。例如，芝加哥期货交易所大豆期货合约的交易月份是 9 月、11 月和次年的 1 月、3 月、5 月、7 月及 8 月；小麦期货合约是 7 月、9 月、12 月和次年的 3 月及 5 月。少数商品可以买卖在全年各个月份交货的期货，如纽约咖啡及可可交易所国产糖的交易。郑州商品交易所绿豆合约交易月份为 1 月、3 月、5 月、7 月、9 月、11 月。

(6) 交易时间。指各类期货进行交易的具体时间，这完全是由各个期货交易所根据其自身的情况而定的。

(7) 交货地点。即期货合约中所指定的商品存放地或方便的场所，以实现交易所内合约实物的交割。为方便交割，交易所一般都指定数家交割仓库。

(8) 履约保证金。为了确保买卖双方履行合约的义务，期货市场参与者在进行合约交易时必须存入一定数额的履约保证金，保证金数目是由提供合约交易的交易所制定的，其金

额通常为合约总值的 5%~15%。

(9) 最后交易日与最后交割日。即是指合约交易的最后期限，如果在最后交易日还未进行合约的对冲，则要进行实物交割。

为了方便交易，有的期货合约还规定有交割方式。如芝加哥期货交易所长期国库券期货合约中规定，其交易必须通过联邦储备帐簿电子过户系统。

4. 期货合约的特点

作为标准化的期货合约，其主要特点如下：

(1) 统一性。期货合约是标准化的合约，所有合约对所交易的某项商品除价格在成交当时确定之外，其余如合约交易单位、品质、交割时间等方面都有统一的规定，从而使交易简便易行。

(2) 流动性。是指期货合约的买者和卖者通常可以在合约到期前，用“对冲”交易来改变其所处的地位，在实现合约合法转让的同时，了结其履行合约的义务。正是由于期货合约这一流动性，吸引了大量投机者参与期货交易。

(3) 约束性。由于期货合约是在期货交易所达成的标准化合约，因此期货合约本身受期货交易所的法规的约束。如为了确保市场财力的完好性，美国期货交易所规定了市场参与者最多可持有的期货或期权合约的数量。当交易者持有的合约数量达到或超过规定数量时，则需逐日向有关部门报告。再如，期货交易保证金制度也是对交易者履行合约的强制性经济约束手段。

(4) 安全性。指期货合约的违约风险小、履约率较高。具体而言，即是期货市场参与者必须在买卖期货合约时将一笔

款项存入其保证金帐户，交易双方在每日市场收盘后，由结算公司将盈余额划入保证金帐户贷方，亏损额记入借方。如果客户因交易而发生亏损，帐户中的保证金金额低于维持最低保证金水平，将要求客户再补交保证金以达到初始水平。如果在翌日交易开始前，客户未追缴保证金，交易所则有权冲销客户的期货合约。而且在价格剧烈波动期间，客户也将被要求存入额外保证金以应付不利的价格变动。正是这些保障措施使期货交易的违约风险几乎为零。

(5) 非个人化。指期货合约一经成交，买卖双方便不再直接发生任何关系，结算公司分别对买卖双方负责。在这种情况下，买者有责任从结算公司接受交货，卖者有责任交货给结算公司，每个合约是否被履行，不取决于买卖双方，而是取决于结算公司。因此，期货合约已经变成非个人化合同，合同的可靠性建立在结算公司的保证金基础上。

(6) 简单化。指在期货市场中，交易者只需简单地买卖某类商品期货合约就可以参与这类商品广泛的市场价格变动。

5. 期货合约的价值的计算

合约价值计算是期货交易盈亏计算的基础。合约价值的计算原理很简单，合约价值等于标准合约单位即合约含量乘以成交价格。公式如下：

$$\text{合约价值} = \text{合约含量} \times \text{成交价格}$$

每一种期货合约中都规定了统一的数量标准，这就是合约含量，交易者只需查阅期货合约即可。对于成交价格，则需要对合约报价单位有清楚的了解。因期货品种不同而有不同的报价单位，主要有以下几种

(1) 商品期货。一般商品期货报价采用一定数量单位的价格为报价单位。国内期货交易所一般以吨为单位,国际期货交易所一般以磅为单位。

(2) 短期利率期货。如芝加哥商品交易所的 90 天欧洲美元利率期货,是以“国际货币市场指数”(IMM Index)为报价单位,也就是“IMM 市场指数”等于 100 减去该证券的年收益率,如年收益率为 7.55%,则 IMM 指数等于 92.45 (100 - 7.55)。如该合约的最小价格波幅为 1 个基本点,即 0.01%,则最小变动值等于合约含量(100 万美元)乘以 0.01%,再乘以 1/4 (该期货的期限为 90 天,一年按 360 天计),即:

$$1\,000\,000 \times 0.01\% \times 1/4 = 25 \text{ 美元}$$

(3) 中长期利率期货。对于 CBT10 年期中期国库券期货合约,交易单位为 100 000 美元,合约的定价都是标的证券面值(交易单位)的百分位数为基础,再加上最小增长百分点 1/32%,也就是合约金额的百分点为 10 000 美元,最小跳动点 1/32 点金额,即最小跳动值为 $10\,000 \times 1/32 = 31.25$ 美元。如期货价格为 95-21,则该合约价格为:

$$10\,000 \times 95 \frac{21}{32} = 95\,656.25 \text{ 美元。}$$

(4) 外汇期货

各种外汇期货报价都是以美元为参照物。需要注意的是,澳元、马克、法国法郎、瑞士法郎、日元的报价是以一美元兑换多少外币来表示,与典型的银行业务中的外汇交易的报价方式一致,但加(拿大)元和英镑则是采用单位外币兑换多少美元来表示。

(5) 股票指数期货

美国标准普尔 500 股票指数期货合约价值等于 500 美元乘以成交时的指数点,亦即该股票指数每 1 点或 1.00 代表 500 美元。最小波动价为 0.05 点,最小波动值为 $500 \times 0.05 = 25$ 美元。

香港恒生股票指数期货的合约价值等于 50 港币乘以成交时的指数点,即恒生指数每 1 点或 1.00 代表 50 港币,最小波动价为 1 点,这样其最少波动值为 $50 \times 1 = 50$ 港币。

6. 期货合约的了结方式

(1) 对冲平仓。对冲平仓是期货交易最主要的了结方式。是指交易者在同一交易所内通过卖出或买进相同交割月份的期货合约来了结先前所买进或卖出的合约。

(2) 交割平仓。是指对到期但尚未对冲的期货合约,通过实物交割的方式来了结这些合约。一般交割合约占总合约量的 1%~3%。

(3) 现金结算。根据最后交易日的市场价格计算期货合约交易的盈亏,然后以现金支付来了结合约。主要适用于指数期货交易。

第三节 期货交易的特点

与现货交易相比较,期货交易具有以下主要特点。

一、保证金制度

与现货交易不同，参与期货交易，不需要投资期货合约的全部金额，而只需要按照交易所的有关规定，按合约价值的一定比例（一般为 5%~15%）交付一定的信誉押金，即保证金。通过保证金制度，投资者只要用 5%~15% 的资金就可做 100% 的买卖。更确切地说，期货交易中的保证金是投资者参与期货交易的信誉保证，表示投资者有足够的有能力来承担期货交易的结算义务。所以，保证金除常用现金支付外，还有有价证券担保、信誉担保、抵押等多种形式。保证金制度的实行，使广大投资者可以用较小比例的资金支配较大数额的期货商品价值，这是期货市场吸引投资者的优点之一。同时保证金制度也是期货交易特殊的结算制度的基本保证，如果没有保证金制度，期货结算制度就无法实现。有关保证金的详细内容请见本书第八章第二节。

二、双向交易

这一特点也是相对于现货交易而言的。现货交易的盈利实现，只有在商品价格上涨的条件下，事先购进大宗商品，当商品价格上涨之后，再卖出以赚取差价利润；当商品价格下跌时，现货投资者就不能取得利润或者只能承受损失。所以，在现货交易中，只存在一种先买后卖的“单向交易”方式。

在期货交易中，除了现货交易中的先买后卖这种方式外，也可以先卖后买。就是在价格下跌的情况下，先以较高的价格卖出，待价格回落后，再以较低的价格买进结算平仓，这就是期货交易的“双向交易”。双向交易方式的运用，使期货

交易操作更方便更灵活，无论商品价格如何波动，只要判断正确，抓住机会，就能赚取差价利润。当价格上涨时，先低价买进，再以高价卖出；当价格下跌时，先以高价卖出，后以低价买进。

以上是期货交易的两个最显著的特点。

三、公开竞价成交

与现货交易分散成交、买卖双方协商价格的方式不同，期货交易实行集中交易，对标准化的期货合约实行公开竞价，确定成交价格。公开竞价可以理解为“拍卖”与“竞买”的结合。拍卖即对于期货合约谁的买价高就卖给谁；竞买即对于同一合约谁的卖价低就买谁的。所以期市的成交价始终是当时市场上买卖双方中最高的买价与最低的卖价的配对。买卖双方要想成交，即要买进来，或卖出去，就要看谁的买价高、谁的卖价低，这就是期货交易公开竞价的价格优先原则。公开竞价的另一原则是“时间优先”，即按照进场的先后顺序排列，在同一价格情况下，先进场指令先成交，后进场指令后成交。

期货市场公开竞价的方式有两种。一是口头竞价，买卖双方通过成交价，配合一定手势竞价，这种方式主要适用于西方。另一种是电脑交易。电脑交易系统最早于 1983 年由国际交易所应用在期货交易上。1987 年芝加哥商业交易所与路透社共同签署一项建立荧幕交易系统协议，这套全球期货交易系统，于 1992 年 6 月 25 日正式启用，从而可以在全球任何地方进行交易。电脑交易系统主要有两种类型。一种是交易撮合系统。撮合方法是卖方最低价与买方最高价列入最优

先撮合，价位相同的则以时间先后决定先后顺序，目前国内各交易所采用的均为这一系统。另一种是伦敦国际金融期货交易所使用的自动交易系统，主要功能是模拟并进而取代公开竞价的交易。

不管上述哪种方式，都可以充分反映同一期货商品买卖双方的意愿，成交价格能反映当时市场的供求双方力量的对比，正因为如此，期货市场的价格被称为合理的价格。这一价格的形成对于现实的商品生产和需求具有指导性的作用，这也是期货市场的价格发现功能。

四、有效的风险防范措施

在现货交易中，当投资者持有现货，价格下跌时，就会蒙受损失。特别是持续下跌或者下跌幅度过大时，投资者很难做到减少损失，因为此时无人愿意买进，投资者不能卖出，只能坐等损失。期货市场则不同，由于众多买者和卖者的参与，加上双向交易方式的引进，交易活跃，除非在特殊情况下（如停板），都能买进卖出，实现自己的交易目的。所以，从风险控制的角度来说，当投资者处于不利情况下，完全可以按照自己的意愿随时平仓出场，将损失界定在自己的意愿之内。

期货交易中风险控制的方法和技巧很多，关键在于投资者如何灵活运用。期货市场的确是一个高收益、高风险的市场，要想获取高的收益，就必须将风险界定在一定的范围内。所以，每一次交易不管成功的把握多大，为以防万一，都要跟上切实的止损保护措施。