

1. 期货的由来及其功能

在人类历史上，商品交易的方式经历了从低级向高级的发展过程。最早的商品交换方式是以物易物的易货贸易。随着作为一般等价物的货币的产生，人们找到了一种更方便的商品交换方式，即以货币为媒介的钱物交易。具体来说，就是买主一手交钱，卖主一手交货，当场成交，钱货两清的即期现货交易。即期现货交易同以物易物交易相比较，有许多明显的优点，因而在商品经济发展过程中一直是一种主要的交易方式。即期现货交易虽然方便，但是它需要通过面对面对谈判才能实现一手交钱、一手交货，因此，如果等到商品大量生产出来之后再临时寻找买主，或者在需要时再寻找卖主，往往会耽误很多时间，甚至会因流通渠道不畅通而造成卖不出、买不到的局面，而且在遇到价格剧烈波动时，还会给买方或卖方带来很大损失。为了解决这个问题，便产生了先成交、后收钱交货的远期合同交易。远期合同交易的开展有利于建立稳定的购销关系，克服了即期现货交易的许多弊病，但在日益发达的商品交换过程中也暴露出许多局限性，如交易仍然分散，难以提供正确的价格信息；交易不规范，缺乏强制履约机制；合同不能转

让，或者转让很困难，不利于调整生产、经营和转移风险等等。针对这些缺陷，买卖双方除了进一步完善远期合同交易外，还在远期合同交易的基础上发展了以回避风险为主要目的的期货交易。

1.1 现货交易与期货交易

期货交易是一种与现货交易不同的交易方式。确切地说，期货交易是在期货交易所内买卖标准化的期货合约的交易。这种买卖是由转移价格波动风险的生产、经营者和承受价格风险的风险投资者参加的、在交易所内依法公平竞争而进行的、并有保证金制度为保障的交易活动。这种交易的目的一般不是获得实物，而是回避价格波动的风险或套利，因此很少进行实物交割。

现货交易包括即期现货交易和远期合同交易，它是人们比较熟悉的商品交易方式，而期货交易则在交易对象、交易目的和交易方式等方面与现货交易有着根本的区别。

1. 交易对象不同

期货交易的买卖对象是某种商品的标准化合约，它通常不涉及商品实物的转移。从国外资料看，在成熟的期货市场上实物交割一般只占 2%~3%，其余的 97%~98% 是通过对冲来了结的。所谓对冲是指卖方通过买入同样的合约，或者买方卖出同样的合约来结束交易，经过对冲，卖方不需要交出商品实物，买方不需要运走商品实物，只需计算前后两次交易的差

价，亏损方补交差价款，盈利方提出差价款。由于期货交易者可以通过在合约到期以前在期货市场上作对冲操作免去到期进行实货交割的责任，这就使得期货交易主要成为一种买卖期货合约的交易，使得期货交易从实货商品的流通中独立出来，成为一种货币和期货合约之间互相换位的交易。因此，有人说“期货不是货”。

即期现货交易和远期合同交易买进或卖出的是某种商品本身，是通过商品实物转移来完成交易的。从实质上讲，它们都是一种商品和货币互相换位的交易，远期合同交易不过是把这种商品和货币互相换位的交易推迟到未来的某个时期。

2. 交易目的不同

期货交易的目的是为了回避价格波动带来的风险或进行投机获利；即期现货交易与远期合同交易是为了取得商品的使用价值（买方）或实现商品的价值（卖方）。

3. 交易的场所不同

期货交易必须在有组织的期货交易所内进行，并且有固定的交易程序和规则；即期现货交易和远期合同交易的交易地点没有严格规定，既有集中交易，也有分散交易，一般没有必须遵守的交易程序。

4. 交易的主体不同

期货交易的交易主体除了希望回避价格风险的生产者、经营者外，还有大量的投机者，买卖双方没有直接联系，是以经纪人和交易所为中介发生间接联系的；即期现货交易和远期合同交易的主体是生产者、经营者和消费者，买卖双方直接见面。

5. 交易的方式不同

期货交易是以公开、公平竞争的方式进行的，一对一的谈判交易被视为违法；价格通过公开竞价方式产生。即期现货交易与远期合同交易一般通过一对一谈判进行，价格一般由买卖双方私下协商达成。

6. 交易的商品范围不同

期货交易的商品范围有限，只有满足一定条件的商品才能进行期货交易；即期现货交易与远期合同交易的商品品种是没有范围限制的。

7. 保障制度不同

期货交易是由期货交易所提供履约担保的。凡是在期货交易所内达成并符合期货交易所有关规定的期货交易，交易所都提供履约的担保。即使合约一方宣布破产，也同样提供这种担保，对另一方作出财力上的赔偿。期货交易所之所以能提供这种财力上的担保，是和期货交易所或清算所内所实行的履约保证金制度、每日结算制度等严格的规章制度紧密相关的。即期现货交易与远期合同交易有《合同法》等法律作保障，合同不能兑现时可借助于法律来解决纠纷。

期货交易与现货交易既有着上述的区别，又有着密切的关系，即期货交易是以现货交易为基础的，是从现货交易发展而来的。

1.2 期货市场的产生和发展

商品期货市场最早起源于欧洲。在古希腊和古罗马的市

集，就已经有固定的交易时间和地点，甚至还有约定在日后交货的买卖行为——在农产品收获以前，城里的商人往往先向农民预购农产品，等到收获以后，农民才将产品交付。在 13 世纪，比利时的商人也已经开始进行类似的交易，并在 14、15 世纪期间发展成为有组织的市场。这些比较原始的、地方性的先买卖后交割的远期贸易已初步地、部分地具有了期货交易的基本运作规则。

随着各地交易、运输条件的改善和现代城市的兴起，地方性的远期贸易逐步发展为集中的市场交易中心。1580 年前后，联结、沟通欧洲、美洲、亚洲、非洲进行各种商品交易的中心地区是比利时的安特卫普。后来，由于受到西班牙无敌舰队的攻击，商人们为避战祸开始向北转移，最后定居在现今的荷兰阿姆斯特丹，于是，在整个 17 世纪，阿姆斯特丹成了贸易中心城市。1602 年，世界上最早的股份公司——东印度公司诞生在阿姆斯特丹，该公司的股票就曾当作期货交易的对象。

集中的市场交易中心和商品交易形式的发展，使交易不断规范化，市场不断专业化，最终出现了商品交易所。“交易所”名称正式被确立，最早的应为 1570 年的“英国皇家交易所”。公元 1215 年，英国的大宪章正式规定允许外国商人到英国参加季节性的交易会，批准商人可以随时把货物运进或运出英国，从此打开了英国贸易之门，贸易得到了迅速发展。在贸易中出现了有的商人提前出价购买尚未运到英国而在途中的货物的行为。其作法是买卖双方先买卖一种文件，列明货物品种、数量、价格，且只先交一笔保证金，而不支付全部货款，等货物运到时才交割全部货款及货物，这时交易才告完成。最初的这种简单的交易方式，后来继续发展为买卖双方为了转嫁价格

风险，获取较好的收益，在货物尚未运到之前将文件转卖的情况，买者又将文件卖出，卖者又买了另外的文件，由此形成了复杂的交易。后来，来自荷兰、法国、意大利和西班牙的商人组成了一个公会，对会员买卖的文件提供担保，从而具有了期货交易所的雏形。1570年，世界第一个商品交易所——英国皇家交易所正式成立。其后，荷兰的阿姆斯特丹建立了第一家粮谷交易所，比利时的安特卫普也开设了咖啡期货市场。

在同一时期，日本和美国也出现了类似的市场。其中，日本在18世纪初就有了商品交易所。1700年前后，日本有了食米现货市场，1730年，大阪食米交易所正式承认食米的远期合约交易。这类交易和期货交易很类似，买卖双方同意在未来某特定日期付款，交付一定品质、数量的货品。在美国，1752年纽约就有买卖土产的交易市场出现，除此之外，其他城市也有小规模的市场。这些早期的市场除了提供场所给商品使用者及生产者交易外，也吸引了各种商业人士、经纪商、金融业者和投机者。这些市场是纽约现在几个交易所的重要基础。

19世纪初，随着资本主义经济的发展，市场不断扩大，生产逐渐专业化，产品由生产到最后消费之间所需的时间更长，致使其间需要更多的资金与信用来购买原料、加工设备，或支付贮藏、运输等费用。由于价格变动给生产者和营销商等带来了很大的价格风险，增加了企业经营的不稳定。尽管各国国内与国际间金融体系与证券市场的发展提供了企业生产所需的大量资金，满足了资本的需求，然而金融体系与证券市场皆不能解决商品价格风险问题，这个问题不解决，最终势必以提高价格、提高利润率等方式将其转嫁给消费者来承担。可见，资本主义经济的发展要求期货市场也要得到相应的发展，并进

一步规范化，以较好地解决经济发展过程中价格风险增加的问题。

在这种背景下，诞生了世界上第一个比较规范的期货交易所——美国芝加哥商品交易所。芝加哥商品交易所是在 1848 年由 82 名谷物交易商自发组织创立的、为会员交易服务的公益性组织。成立交易所当时的目的是想解决三个问题：第一，通过远期合约的签订保护供需双方的利益，稳定产销关系，避免价格的季节性变动；第二，对于谷物交货进行品质划一的规定，定出几个品质，使品种规格标准化，以避免交易过程中的纠纷；第三，为谷物交易提供一个集中交易的场所，使交易者增加成交机会，并以理想的价格成交。1865 年，芝加哥商品交易所的组织机构和交易规则已基本完善。其谷物质量标准、重量单位、检验制度、交货月份等至今还在继续使用。为了既防止不履约又能促进期货合约贸易，在实践中创建了保证金制度。此外，随着交易行为的日趋复杂及期货合约的多次转卖，投机者在这时已成为期货市场的重要组成部分。为了处理日趋复杂的结算业务，专门从事结算业务的清算公司应运而生。为了更好地进行交易，在变化莫测的期货市场上取得预期利益，专门从事为买卖双方成交的经纪业务日益兴隆，发展为经纪行。经过 140 多年的发展，芝加哥商品交易所已成为世界最大的比较综合性的期货交易所。据估计，仅谷物一项，世界上 90% 以上的期货交易都是在该所进行的，该所堪称世界谷物交易中心，因此，芝加哥商品交易所也称为芝加哥谷物交易所。

比较规范的期货交易所开办一百多年来，其数目已近百所，上市交易的商品多达百余种，但上市交易商品中有 90% 以上属于地区性商品，对于全球的商品价格没有太大的影响，

真正活跃在国际市场上的热门商品仍以大宗初级商品为主，其中有农产品的谷物类、棉花、可可、橡胶以及金属类等。

自本世纪 70 年代以来，期货市场上商品也在不断变化，盛行一百多年的实物商品谷物、金属等在 20 世纪 70 年代以后逐渐退居次要地位，而黄金、货币、股票证券等金融产品十分活跃地涌进商品期货交易所，成了主要的期货商品。

1.3 金融期货的产生

金融期货的产生较晚，直到 1972 年，第一种金融期货合约，即外汇期货合约才在美国芝加哥商业交易所的国际货币市场上交易。尽管金融期货产生较晚，但发展却异常迅速。到 1975 年 10 月，芝加哥谷物交易所又推出了第一种利率期货合约，即政府国民抵押协会传递证期货合约。该合约在其产生的头 3 个月中，交易量就达到两万张。就在政府国民抵押协会传递证期货合约产生之后的几周，短期国债期货合约又在芝加哥商业交易所的国际货币市场登台亮相。1981 年 2 月，美国堪萨斯农产品交易所首开股票指数期货交易，同年 4 月，芝加哥商业交易所也开始了股票指数期货的交易。

自美国首创金融期货之后，其他西方国家相继仿效，各种金融期货交易迅速发展起来，而且交易量越来越大，在期货交易中占据了压倒优势。为什么金融期货产生如此之晚，而发展又如此之快呢？这是由 70 年代以来西方各国金融状况的急剧变化所决定的。

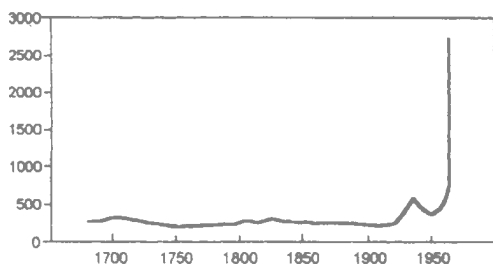


图 1—1 英国的物价指数 (1850=100)

从图 1—1 可以看出，从 17 世纪直到本世纪初，英国的物价水平基本上是平稳的，尽管在战争时期物价上升，但战后物价又回复到原来正常的水平。从本世纪 70 年代开始，情况发生了很大变化，在整个 70 年代，物价几乎呈垂直上升态势。这种情况不仅在英国，在其他西方国家也可以看到。图 1—2 所反映的就是美国的情况。

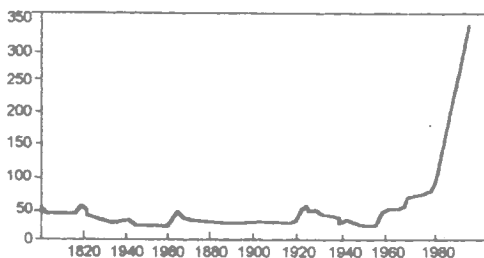


图 1—2 美国的物价指数 (1967=100)

由图可看出，在 60 年代中期之前的通货膨胀都是温和型的，从 1965 年开始，物价急剧上升，超出人们的预料之外。

对于 70 年代的通货膨胀有很多解释。许多人认为是中东石油危机造成的，换言之，是原油价格上涨的结果。但更多的人把它归因于布雷顿森林体系的崩溃。在布雷顿森林体系的固定汇率制度下，各西方国家的货币与美元挂钩——固定汇率，美元又和黄金挂钩，即固定美元与黄金的比价，从而使各西方国家和几乎整个全球金融得以稳定。但在 60 年代中期之后，随着美国黄金储备的减少，布雷顿森林体系开始动摇。1968 年，黄金的美元价格发生变动，1971 年，美元停止兑换黄金，两年之后，即 1973 年，布雷顿森林体系正式解体。

在布雷顿森林体系下，各西方国家的政府为维持其货币与美元的固定比价，势必要控制其国内的通货膨胀率、利率和其他经济变量，而布雷顿森林体系一旦解体，各西方国家的政府便可自由选择其认为有利的货币政策，从而破坏了汇率稳定的基础。图 1—3 所提供的是从 50 年代到 80 年代美元对日元汇率的月度百分比变动情况，该图清楚地显示出布雷顿森林体系的终结正是汇率大幅波动的起点。

奔腾式的通货膨胀和大幅波动的汇率势必加剧利率的易变性。以美国为例，在 1979 年 10 月之后的两年中，90 天国库券利率的易变性是其前两年的 5 倍，长期国债利率的波动幅度更大。由于执行了稳定利率的货币政策，因此在 70 年代中后期的大部分时间内美国的利率还是相对稳定的，据说这是以更高的通货膨胀率和更弱的美元为代价的。从 1979 年 10 月开始，随着货币政策的中期目标由利率转向货币供给量，利率也就进入了剧烈波动的时期。

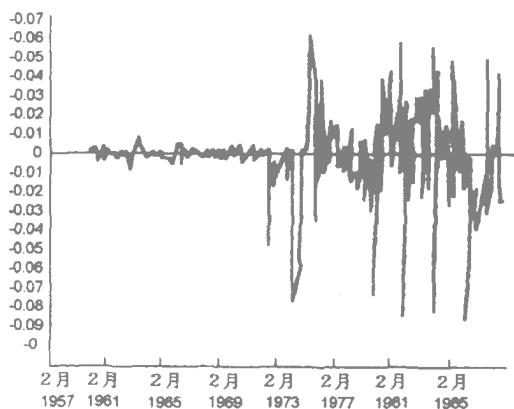


图 1-3 美元对日元的汇率变动

通货膨胀以及汇率、利率的极端不稳定使金融风险空前增加。对进出口商来说，每一方都希望用本国货币进行交易以避免汇率风险。例如对进口商来说，用外汇支付进口商品货款，如果本币对该外汇贬值，则进口商的利润就会大受影响，因为进口商品的本币价格因本币贬值而提高，若限制进口商品的售价就会使进口商的利润减少。在固定汇率制度下就不会有上述问题，因为进口商清楚地知道为进口商品其所需要支付的本币量，而出口商也同样清楚地知道从出口商品中他（她）所能获得的本币量。

利率风险的危害是显然的。在 80 年代，美国的储蓄机构就因为市场利率的上升而遇到沉重打击。因为它们过去给客户提供的长期低息贷款现在则只能用高息的短期资金来支撑了。并且，随着市场利率的提高，储蓄机构的资金来源也大为减

少。因为，不少原来的存款人现在将资金转向货币市场以谋取更高的收益。

面对日益增加的金融风险，避免或降低风险的需要产生了，满足这种需要的金融工具就是金融期货。前面我们提到，首先产生的金融期货即外汇期货是 1972 年在芝加哥商业交易所的国际货币市场上市交易的，而 1971 年正是美元停止兑换黄金，固定汇率机制失效的开始，因此，外汇期货的产生从时间上看绝不是偶然的。

金融期货的产生直接与金融风险的增加相联系，而金融期货的发展则离不开金融现货市场的扩大。

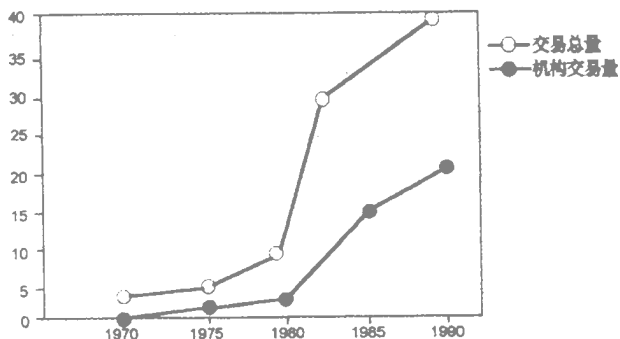


图 1—4 纽约证交所的普通股票交易

从图 1—4 可以看出，从 1975 年开始，特别是在 80 年代，普通股票的交易规模迅速膨胀，而其中很大一部分交易是由金融机构来进行的。金融机构的介入有力地推动了交易规模的扩

大，而同时也强化了进行套期保值以降低风险的必要性和可能性。

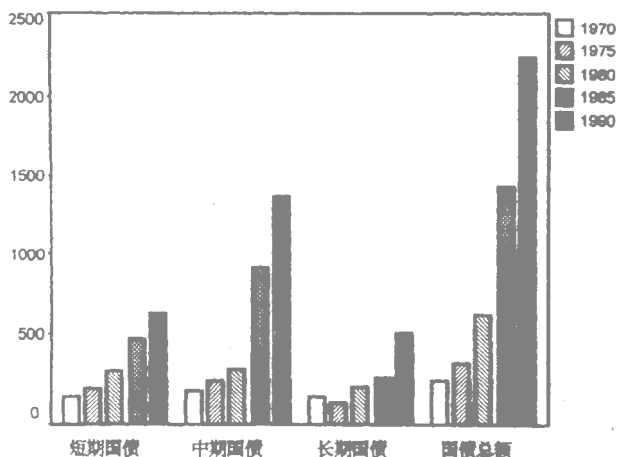


图 1—5 美国政府债券的年度发行量

图 1—5 表明，从 1970 年到 1990 年的 20 年间，国债发行量呈逐年上升之势。在 1990 年，短期国债和中期国债的发行量分别超过 5250 亿和 12500 亿美元。每年发行的长期国债虽然比短期国债和中期国债少，但由于长期国债的偿还期通常在 25 年到 30 年之间，因此，未到期的长期国债总额也是非常可观的。

国债现货市场的规模如此宏大，对于证券商和大量交易的投资者来说，如无相应的套期保值工具，则利率风险将无法承受。实际上，现货国债市场之所以能获得如此迅速的发展，这

在很大程度上也得益于相应的期货市场的支撑。当然，首先是现货国债市场的发展，向期货国债市场提出了要求，然后才是期货国债市场的发展反作用于现货国债市场。

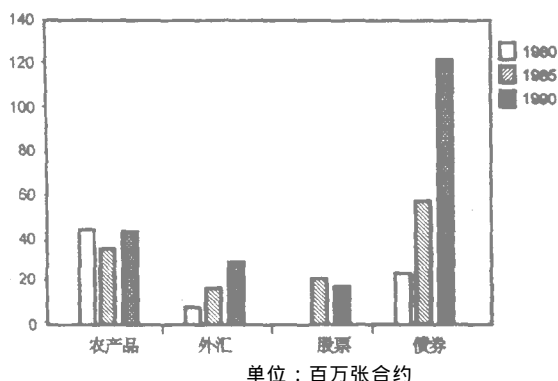


图 1—6 各类期货的交易总额

从图 1—6 我们可以进一步明确两点认识：第一，金融期货交易的发展速度高于商品期货交易；第二，现货市场的交易规模直接决定期货市场的交易规模。债券期货交易的发展速度之所以如此之快，大家不难从图 1—5 找到答案。

总之，金融期货产生较晚，但后来居上。其原因存在于两方面：第一，自 70 年代以来的金融风险的急剧增加；第二，现货证券市场的发展和机构投资者的大量介入。

1.4 中国的期货交易

一、旧中国期货市场的产生

旧中国的期货市场是在半殖民地、半封建的社会条件下产生，并随着经营股票和债券买卖的交易所的成立而出现的。尽管中国古代就已出现了商品生产与商品交换，其发展曾一度在世界上居于领先地位，但直至近代，自然经济一直在整个社会经济中占据统治地位。落后的商品经济阻塞了旧中国期货市场的自然发育之路。19 世纪中、后叶，腐败的清朝政府对外采取妥协投降政策，先后与英、法、日、俄、美帝国主义国家签订了一系列丧权辱国的不平等条约，为外国资本主义的经济侵略打开了方便之门。资本主义的经济侵略，一方面严重打击了中国的传统手工业，另一方面也带来了技术、设备和管理经验，加速了中国自然经济的解体，为民族工商业的产生和发展创造了契机并提供了一定的条件。

1892 年，外国人在上海设立了有文字记载以来中国境内的第一家交易所——上海股份公所。1906 年，外国人又设立了上海众业公所，开始在上海从事证券和物品的投机交易。这对于催生和刺激民族工商业的发展具有一定的积极作用。中国民族资产阶级为了抵御外国的经济势力，保护和发展自己，在加强同业联系和内部团结的同时，开始模仿和注意学习资本主义的先进作法，特别是 19 世纪 70 年代在中国大地兴起“洋务运动”以来，洋务派官僚便通过在上海市场上发行股票来为其

创办民族工业筹措资金，这样，在市面上就出现了证券的买卖活动。

清朝末年，梁启超率先倡议组织“股份懋迁公司”（即交易所），虽因种种原因最后没有成功，但这反映了当时随着民族工商业的发展，民族资产阶级对发展证券和股票市场的需求。1913年，北洋政府工商部长张謇主张“国非富不强，富非实业不张”的实业救国论，并召集全国大工商业家在北京开会，讨论在全国设立交易所事宜，最后虽未成功，但却推动了交易所的建立。

随着辛亥革命的冲击，中国民族资本主义工商业有了较快的发展，在上海出现了华商股票掮客，从而改变了以往由外商独占证券买卖的局面。1914年，上海提议组织股票公会，经北洋政府农商部批准，于同年秋季成立了上海股票商业公会。上海股票商业公会实行会员制，设有交易市场，每日上午9时至11时聚会买卖，可以进行即期现货和远期交易。一时间，各种同业公会纷纷成立。为了便利面粉的买卖，上海机械面粉公会还附设了贸易所；上海金业也有金业公所组织，其中黄金交易已订有较为完备的规则。这些同业公会作为同行业间自发形成的民间组织，虽交易范围不大，但其机能、组织和运作也具有交易所的雏形。

1914年底北洋政府颁布了《证券交易所法》，1915年4月又颁布了《证券交易所法细则》。1916年，孙中山先生在得知外国人要在上海建立交易所并垄断上海市场的消息后，与当时上海总商会会长虞洽卿商议在上海建立上海交易所股份有限公司，并拟具章程及说明书呈请农商部审批。1917年2月，农商部批示，只可建立证券交易所。1917至1918年间，虞洽卿

又联合各业董事，并征得商会赞助，一再呈请开展商品证券两大交易；与此同时，另有一些人呈请建立上海证券交易所、上海证券金银交易所等。就在上海各交易所争相筹办之际，1918年夏，由王璟芳、岳荣堃、曲阜新、李景明等人发起并组织的北京证券交易所宣告成立，这是旧中国由中国人设立的最早的交易所。交易所主要经营证券的现货交易和期货交易，开创了中国进行期货交易的历史。

北京证券交易所的成立，强烈震动了实力雄厚的上海工商界，上海的一批交易所发起人从沉寂中活跃起来。经过一番积极的筹备，1919年6月，虞洽卿等人呈请建立的上海交易所终获批准，并有兼营证券和物品的特权；又经过一年的筹备，上海证券物品交易所于1920年7月1日成立营业，这是第一家由中国人在上海创办的交易所。交易所的经营对象除证券外，还有金银、皮毛、花纱布、粮油等7种物品。

1921年北洋政府颁布了《物品交易条例》和《物品交易所条例施行细则》，对商品期货交易做了有关规定，至此，期货交易在我国已渐趋合法化。与此同时，成立于1914年的上海股票商会也根据北洋政府的证券交易法规定，改组为“上海华商证券交易所”。

旧中国的期货市场，从开始协议到法律颁布历经了20多年时间。这以后，旧中国的期货市场也几经兴衰、几经周折、时断时续。1921年秋冬，是旧中国期货市场发展的第一个高潮期，当时仅在上海一地先后成立的交易所即达140多家。“民十信交风潮”后，期货市场的发展转入低潮，只有上海、北京等地近10家交易所继续营业。20年代末，各种证券、物品的期货交易才缓慢恢复起来。抗战爆发后，上海、天津、北