

第 1 章 期货的基本概念

一、期货交易的历史沿革

期货交易是商品经济发展到一定阶段的产物，在漫长的商品交易中逐渐被演变，并随着市场范围的日益扩展、通讯手段的现代化，从而使作为商品经济发展产物的期货交易的性质、品种等也随着发生了重大变化。

在十六世纪中叶以后，日本大阪出现了大米期货交易所。有资料记载，全世界的第一个商品交易所于 1570 年在英国诞生，她就是该年成立的英国皇家交易所 (ROYAL EXCHANGE)。1848 年一家较为规范的谷物期货交易所——芝加哥商品交易所 (Chicago Board of Trade, 简称 CBT) 在美国成立，该交易所由美国 82 家谷物交易商自发组织创立的会员性组织。当时把它称为谷物交易所，当初采取的是远期合约交易方式，往往因谷物的质量或交货期等缺乏统一规定的标准而发生纠纷。于是，1865 年，芝加哥商品交易所推出了一种期货合约的标准化协议，来取代原先使用的远期合约。

随后在世界其它商品经济较为发达的国家或地区也相继成立了期货交易所，如德国、法国、意大利、比利时、澳大利亚、巴西、芬兰、新加坡、香港、印度等。在期货交易的标的中仍以农产品及金属为主。

早期的期货合约由于在交易商品品质、合约规格、什款方式、价格决定等没有标准化，加之买卖双方信誉度不够，因而存在一些不足。正是由于上述的种种缺陷，早期的期货市场在实践中不断修正与完善，逐步地演变为今日现代的期货交易市场，实现了回避价格风险和发现价格的市场功能。

期货市场价格的出现，大大促进了商品的生产与交换，随着新的期货交易所的成立，新的期货种类的推出，期货交易取得了长足的发展。伴随世界经济的相互依存性的日益加强，期货市场正在向国际化发展，先进的资讯系统、现代化的科技为期货市场的国际化提供了优良的条件。1984年，芝加哥商品交易所率先与新加坡国际货币交易所实现联网。时至今日，期货市场已实现了国际化，不仅提高了市场效率，同时也加强了国际市场的合作与竞争。

二、期货合约

期货合约(Future Contract)是指买卖双方在期货交易所达成的标准化的、受法律约束、并规定在将来某一特定时间和地点、交收某一特定商品的合约。每份期货合约对商品的质量、等级、数量、交货期和交割地点等都有具体规定,因而合约的规格是标准化,且具有法律效力。

期货合约是双向合约,通常买卖双方均不愿发生实际交割,多属买空或卖空交易,所以在期货合约的到期前应进行平仓,即买空者抛售、卖空者补进。

通常一份标准期货合约主要内容应包括:期货合约的名称、合约品质与等级、交易时间、合约月份、交易单位与数量、合约价格、最小变动价格、每日价格最大波动幅度限制、合约张数的限量、交割期限、交割程序、最后交易日、交割日期、买方责任、卖方责任、付款方式、交割地点、交割通知、有效期、违约条款及其它。下面就期货合约中的主要内容作一介绍。

(1) 交易单位与数量

交易单位指交易所规定的每张期货合约所包含的商品或金融工具的数量。例如,美国芝加哥交易所规定 1 张玉米的期货合约的交易单位为 5,000 英斗,而中美洲商品交易所则规定 1 张玉米的期货合约的交易单位为 1,000 英斗。但在同一期货交易所里,相同品种期货商品的期货合约的交易单位都是相同的。期货商品交易数量只

能是期货合约交易单位的整数位。期货合约中一个交易单位为一口。因而，一张合约则为一口。期货合约交易单位的标准化，极大地简化了期货交易过程，提高了市场效率。

(2) 合约月份

合约月份是指某种商品或金融工具的期货合约到期交割的月份。通常期货交易所对期货合约的交割月份都有具体规定，如美国芝加哥商品交易所里 5 年中期国库券期货合约的交割月份有 3 月、6 月、9 月、12 月四种标准化期货合约。

某些商品或金融工具的期货合约的交割月份的确定，一般由生产、消费和使用等特点决定。如农产品生产具有明显的季节性，交割月份的规定也具有季节性特点。例如，在美国小麦的收获季节在六月份，美国芝加哥商品交易所规定小麦期货合约月份为 7、9、12 月以及来年的 3 月与 5 月。

不同期货商品交货期限不一致，有短至几个月的近期期货合约，也有超过一年的远期期货合约。

(3) 交割地点

期货合约的交割地点指由期货交易所统一规定的、进行实物商品交割的标准仓库，以保证买卖双方的交割顺利进行。

(4) 最小变动价格

期货合约的最小变动价格指在期货交易所里进行公开竞价过程中，商品或金融工具期货价格报价的最小数值。例如，美国芝加哥商业交易所冷冻五花猪肉期货合

约所规定的最小变动价格为每磅 0.00025 美元。期货合约的最小变动值为某种商品或金融工具的最小变动价格乘以合约交易单位。例如，五花猪肉期货合约的最小变动值为 $4000 \times 0.00025 = 10$ 美元。

期货合约交易的报价为期货合约规定的最小变动价格的整数倍数。

(5) 每日价格最大波动幅度限制

期货交易所规定的某种商品或者金融工具每日价格的最大波动幅度的限制指合约的每日价格最大的涨跌幅度的限制，又称为每日涨跌停板限制。期货交易所涨跌停板的目的是防止期货市场价格的狂涨与暴跌，使期货交易免遭重大损失。期货价格的波动幅度仅限于每日价格最大波动幅度之内，否则，期货交易所将会暂停该期货合约的交易。

每日涨跌停板的计算是以某期货合约上一交易日的结算价格为基数，在此基数的基础上增加或减少每日价格最大波动幅度限制。例如美国芝加哥商品交易所冷冻五花猪肉期货合约规定的每日价格波动幅度限制为每磅不高于或不低于上一交易日结算价格各 2 美分，即每张合约 800 美元。

当期货市场的价格出现剧烈波动时，在这期间各期货交易所有不同的做法来调整涨跌停板的幅度。美国芝加哥期货交易所规定，当某一特定商品或金融工具的 3 个或更多个交割月份的期货价格在一天内猛升到涨停板或剧跌至跌停板时，期货合约的价格可在原涨跌停板的基础上自动扩大 50%。新的涨跌停板将至少保持 3 个交

易日，若市场价格在第三天仍升至或跌至新的涨跌停板时，则将继续持续 3 天。如果在第三天时价格波动幅度减小，则涨跌停板恢复至原水平。

每日价格最大波动幅度的确定取决于期货价格波动的频繁程度及波幅的大小。通常价格波动越频繁、幅度越大，则涨跌停板的幅度设置应大一些。否则应小一些。

(6) 最后交易日

期货合约的最后交易日指期货交易所规定的期货合约进行交易的最后期限，若过了这个期限的未平仓期货合约，则须进行实物交割。不同的期货交易所各自有不同的最后交易日的规定。例如，美国芝加哥商品交易所抵押证券期货合约的最后交易日为交割月第三个星期三之前的星期五下午 1:00（美国芝加哥时间）。

(7) 合约的交易时间

期货合约的交易时间是指某商品期货交易每周有多少个交易日及每一个交易日内开始到结束的时间。在交易时间里，每张期货合约规定到期合约最后交易日的交易时间截止至当日中午止。不同的期货合约的交易时间也不尽相同。如 CBOT 小麦期货合约的交易时间为交易日内上午 9:30 至下午 1:15。

为使读者对期货合约有一个较完整的认识，现提供纽约金融交易所（NYFE）和纽约证券交易所（NYSE）的股票综合指数期货合约摘要，详见下表 1。

表 1：纽约金融交易所（NYFE）和纽约证券交易所（NYSE）股票综合期货合约摘要

要 点	规 格
交易单位	500 美元乘以 NYSZ 综合指数（例如： $500 \times 135.00 = 67500$ 美元；135.00 表示当时的综合指数）
最小变动价格	5 个基础点，例如：0.05, 135.05, 135.10, 135.15（每张合约 25 美元）
每日价格最大波幅限制	无
合约月份	3、6、9、12
交易时间	上午 9：30AM 至下午 4：15PM（纽约时间）
最后交易日	合约月份第三个星期五之前的星期四，如该日不是 NYFE 的工作日，最后交易日为该日之前的一个工作日
交割等级	在合约到期时以现金结算，最终结算价格是根据所有 NYSE 综合指数构成股票的到期合约月份第 3 个星期五的开盘价格，经特别计算求出的。

三、期货合约的种类

当今期货市场种类繁多，通常可将它们划分为三大类，这三大类分别为商品期货、金融期货和黄金期货。

(1) 商品期货

商品期货又可划分为农产品期货、化工产品期货、金属产品期货、林产品期货等，据统计 1987 年全球进入期货交易的商品有 35 种。

农产品期货是商品期货的主要部分，也是早期期货市场的开端。农产品期货交易从早期的农作物产品扩充到油料、肉类、经济作物类等。

金属期货也已成为了全世界期货市场中较成熟的期货品种之一。现代工业把金属分为黑金属和有色金属两大类。铁、铬、锰属黑色金属，其余均为有色金属。而有色金属有可分为重金属、轻金属、贵金属和稀有金属等四大类。目前，期货市场已有十种主要的有色金属期货合约在交易，这十种主要的有色金属包括：铀、铝、铅、锌、锡、镍、钨、铂、金、银。

(2) 金融期货

直到本世纪的 60 年代才开始金融期货的研究，发展至今，金融期货可谓方兴未艾。当今世界的最大金融市场在美国的纽约，其次是英国的伦敦，其他主要金融市场为瑞士的苏黎世、西德的法兰克福、法国的巴黎、日本的东京、荷兰的阿姆斯特丹、香港等地。当今期货市场最为旺盛的应属美国和英国的期货市场。

金融期货主要包括外汇期货、利率期货、债券期货和股票指数期货等，在以后内容中将分别作较详尽介绍。

(3) 黄金期货

1968 年以后，全球才开放黄金的自由交易市场，而黄金期货交易则始于本世纪的 70 年代。1974 年 12 月 31 日美国开始了黄金期货交易，1978 年 11 月 亚洲地区第一个国际黄金期货市场在新加坡开始交易。1980 年 8 月 19 日黄金期货被香港商品交易所列名为该所的第四种上市的商品期货，之后，英国、日本等国家才开始黄金期货的买卖。

1971 年美国宣布停止美元对黄金的兑换后，黄金的价格一直处在剧烈的波动之中，为期货投机者与保值者提供了便利条件。正是由于金市的波动，近几十年来，黄金期货交易得以长足发展。

四、基差的概念

基差 (Basis) 是指某一特定商品或金融工具在某一特定时间和特定地点的现货价格与期货价格的差额。例如，八月份芝加哥期货交易所十一月份大豆期货的价格为每斗 3.85 美元，而美国东部某地区大豆现货价格为 3.50 美元，则该地区的基差为 $3.50 - 3.85 = -0.35$ 美元。

基差为负数表示现货价格低于期货价格，也称为远期升水 (Contango)，在正常商品的供求条件下，基差一般均为负数。而当市场出现商品供求不正常，如商品供不应求现象时，基差呈正值，称之为远期贴水 (Backwardation)。基差包含有两个市场间的运输成本和持有成本，因而在同一时间，两个不同地点的基差不同。

理论上同一市场不同时期的基差是时间的函数，反映出持有成本是时间函数，即合约到期时间越长，持有成本越大；合约到期时间越短，则持有成本越小。当期货合约接近到期日时，当地的现货价格应与该地期货市场最近的期货价格相近，其差别为交运成本。如图 1 表示基差的减少。

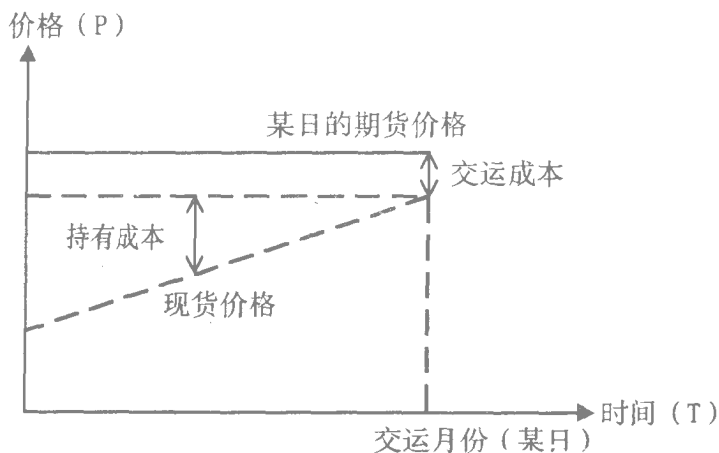


图 1 基差的减少

在正常市场中，某一月份的期货价格高于现货价格，即基差为负数，市场对储存者有一定的补偿关系 (Premium Relationship)。但当供求关系出现短缺现象时，持有成本消失，甚至有负的持有成本，现货价格或近期的期货价格高于远期的期货价格。这种持有成本为负值的关系被称为折价关系 (Discount Relationship) 与正常市场相对应，这种市场称为反向市场 (Reversed Market)。例如，农民在某年适逢干旱粮食失收，而年底粮仓存货供不应求，新粮食又要待来年六、七月份方能收获，这种情况下，年底现货粮价极可能高于来年收获季节的期货粮价。

对于套期保值交易而言，基差是一个十分重要的概念，做套期保值交易时必须随时关注基差的变化情况。影响基差的因素非常复杂，因为基差决定于现货与期货的

价格，因而凡是影响现货或期货价格的因素均将会影响到基差。如市场供求关系、经济、政治、季节、自然等等因素。

五、期货交易与现货交易的比较

期货合约是在期货交易所内达成的标准化合约，合约中商品的品种、规格、质量、数量、交割地点、交割日期等均是标准化的，而现货合约则是买卖双方对将要交付的商品的质量、数量、交货日期等进行协商后签订的非标准合约。

期货交易与现货交易存在以下主要几个方面的区别：

(1) 交易对象不同

期货交易的对象是期货合约，而现货交易的对象是实实在在的商品本身。

(2) 交易主体不同

期货交易的主体是套期保值者、投机者和经纪人，而现货交易的主体则是生产者、消费者和经营者。

(3) 交易目的不同

期货交易的目的是为了规避价格风险进行套期保值，或是利用期货市场价格波动进行投机获利，但更多参与者是以保值为目的。而现货交易的目的则是实现商品的价值与使用价值，买方是为了获取商品的使用价值，卖方则是为了获取商品的价值。

(4) 交易场所不同

期货交易是在期货交易所以公开竞价方式进行交易，而现货交易一般则是买卖双方谈判后达成成交协议。

(5) 交易的品种范围不同

期货交易的商品品种有限，主要有金融商品、金属、农产品、原材料、石油等。而现货交易的商品可涉及一切可以参与流通的商品。

(6) 交易保障不同

期货交易通过保证金制度保障合约的履约，而现货交易则透过合约的条款在合约不能全面履约时通过法律上的手续来保障合约的履行。

(7) 交割方式不同

期货合约到期时很少发生实物交割，多采用合约平仓方式，而现货合约到期时一定会发生实物的交割。

(8) 交易定价方式不同

期货合约的价格是通过交易所里公开竞价产生，而现货合约的价格则是协议定价。

六、期货投资与股票投资的比较

对投资者来说，股票市场与期货市场分属两类不同的市场，比较投资期货与投资股票的异同，对更好地投资理财至关重要。投资期货与投资股票既有相同之处，也有不同之处。现分述如下：

相同之处体现为：（1）两者均为风险较高的投资。（2）交易、业务流程大致相同。投资股市需到证券商处开户，证券商为交易所会员，证券商派出市代表代客户在场内交易，期货交易也同样需要到期货经纪公司开户，并发出买卖委托指令，期货经纪公司为期货交易所会员，由期货经纪公司派出市代表在场内代客户买卖。（3）股票交易所与期货交易所的组织架构及运作大体相同。

不同点体现为：（1）股票投资会产生产权的转移，而期货投资却是一种风险的转移。股票交易要进行股票的交割，交割后即发生产权的移转。投资期货大多不会真正交割实物。（2）投资期货的杠杆作用大于投资股票。因为投资股票必须全额投入，而投资期货通常仅需交 5% 左右的保证金，便可融资在 85%~95% 之间，达到“以小博大”的杠杆作用。（3）投资股票没有时间限制，可视股市行情选择最佳时机出手与购入。而投资期货通常合约有有限期，合约到期前要平仓或到期日要覆行交割货物。（4）投资的风险程度不一。虽然前面相同之处谈到都是风险投资，但不同之处就表现在实际承担的投资风险程度不一样。在期货投资中，仅需交很少比例的保

证金便可掌握大量商品或金融工具，价格的稍微变动产生合约总价值的巨大变动，相对保证金而言，风险比率很大。对不等额投资而言，期货投资风险远大于股票投资，过分买卖会造成更大风险。而就等额投资而言，期货投资的风险小于股票投资。因为在极端情况下，股票可能变为一张废纸，而期货合约最低价值也不会是零。

(5) 股票投资属于现货交易，没有保证金制度。而期货投资属于有保证金制度的远期交易，无论买卖都要交纳保证金。

第 2 章 金融期货合约

金融期货可谓是世界各国金融市场国际化的里程碑。伴随世界经济形势、利率、汇率、证券市场频繁波动，为国际金融期货市场的进一步发展提供了条件。下面将向读者较详细地介绍有关金融期货的品种。

一、外汇期货合约

外汇期货合约 (Foreign Currency Futures) 是指在期货市场上通过标准化外汇期货合约来买卖外汇和规避汇率风险的交易工具。1972 年 5 月，美国芝加哥商业交易所推出了世界上第一张标准化的外汇期货合约。外汇期货交易的迅猛发展，是同 70 年代初国际外汇体制发生重大变化，由此导致外汇风险日益增大相关联。为了有效地回避外汇汇率风险，期货交易机制被引进到了外汇市场，从而为投资者提供了一种有效回避汇率风险的工具。1973 年 3 月以后，许多国家货币均采用了浮动汇率，外汇市场汇率波动加剧，进一步促进了外汇期货合约的发展。

外汇期货是最早被推出的金融期货，成交一直稳定增长。目前全球主要的外汇期货交易所有美国芝加哥商业交易所的国际货币交易所 (IMM) 该所也是全球最大的外汇期货交易所，其成交量占全球外汇期货合约的