

第一章

期货和期货市场概述

学习目标

1. 简述国际上期货交易的产生与发展；
2. 概述我国期货市场的发展历程；
3. 掌握期货交易的概念与特点；
4. 正确理解期货市场的功能；
5. 了解期货市场对我国经济发展的影响和作用。

第一节 期货交易和期货市场的含义

一、什么是期货交易？期货交易有哪些特点？

期货交易(futures trade)是指在期货交易所内买卖标准化合约的交易。这种交易是由回避价格波动风险的生产经营者和愿意承担价格风险以获取风险利润的投资者参加并在交易所内根据公开、公平、公正的原则进行的。

期货交易在现货交易、远期交易的基础上发展而来,作为市场经济的一种高级交易形式,它与现货交易有着显著的差异。就期货交易的基本特征而言,可归纳为以下几个方面。

(一) 期货交易的合约为标准化合约

以上海期货交易所上市的黄金期货合约为例,它具有标准化的条款,对交易单位、报价单位、最小变动价位、交割品级等都有明确规定,唯一的变量是价格(表 1-1)。这种标准化合约给期货交易带来极大的便利,交易双方不需要事先对交易的具体条款进行协商,只需对价格进行竞价,从而节约了交易成本、提高了交易效率和市场流动性。

表 1-1 上海期货交易所黄金期货标准合约

项 目	合 约 内 容
交易品种	黄金
交易单位	1 000 克/手
报价单位	元(人民币)/克
最小变动价位	0.01 元/克

续表

项 目	合 约 内 容
每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价 $\pm 5\%$
合约交割月份	1—12 月
交易时间	上午 9:00—11:30; 下午 1:30—3:00
最后交易日	合约交割月份的 15 日(遇法定假日顺延)
交割日期	最后交易日后连续 5 个工作日
交割品级	金含量不小于 99.95% 的国产金锭及经交易所认可的伦敦金银市场协会(LBMA)认定的合格供货商或精炼厂生产的标准金锭
交割地点	交易所指定交割金库
最低交易保证金	合约价值的 7%
交易手续费	不高于成交金额的万分之二(含风险准备金)
交割方式	实物交割
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

应当指出的是,期货合约的标的具有特殊性,不是所有的商品都适合期货市场。期货合约标的物应当具备可储存、品质可标准化、价格波动幅度大和交易量大等特点。

(二) 场内集中竞价交易

期货交易是在期货场所内进行的,交易所会员直接在场内交易,其他交易者委托交易所会员代理进行期货交易(现在越来越多的交易通过计算机网络直接从客户端发起,经会员端风控检查后进入交易所系统撮合)。不同的参与者报出各自的买卖价格,然后由计算机系统撮合匹配,最后达成交易。期货市场的竞价交易原理与股票市场没有本质差别。在期货市场上交易的人中除了运用期货进行避险的企业和金融机构外,还有一批投机者,他们本身既非生产者也非消费者,而是希望从价格变化中利用期货交易杠杆和双向交易特点获利,他们承担了企业和机构不愿承担的风险,给期货市场提供了流动性。

(三) 保证金交易

期货市场需要缴纳一定数额的履约保证金,并且在交易过程中,始终要维持一个最低保证金水平,由于保证金仅占交易额较小比例,因此期货交易具有“以小博大”的高杠杆效应,体现出高风险、高收益的特点。期货交易在合约到期之前并不需要支付货款,但为保证事前达成交易的双方能够在未来顺利地实现交割,避免中途交易方违约,期货交易采用了保证金制度。保证金制度较好地平衡了期货交易效率与履约安全之间的关系。

(四) 双向交易

期货交易采用双向交易方式。交易者既可以买入建仓(或称开仓),即通过买入期货合约开始交易;也可以卖出建仓,即通过卖出期货合约开始交易,即除了可以先买后卖,也可以先卖后买。双向交易给予投资者双向的投资机会,也就是在期货价格上升时,可通过低买高卖来获利;在期货价格下降时,可通过高卖低买来获利。

（五）对冲了结

期货交易最后进行实物交割的比例很小,大部分通过“对冲”操作来解除履约的责任,因此,期货交易一般是一种见钱不见物的交易。期货市场的交易者在期货市场建仓后,大多并不是通过交割(即交收现货或到期现金结算)来结束交易,而是在合约到期前通过对冲平仓了结,特别是投机者更是如此。买入建仓后,可以通过卖出同一期货合约来解除履约责任;卖出建仓后,可以通过买入同一期货合约来解除履约责任。

（六）当日无负债结算

为了避免违约情况发生,期货交易所会在每天交易结束后计算期货参与者的保证金,如果保证金余额低于规定的标准,就会要求参与者追加额外的资金来保障未来的交割能够顺利实现。该制度称为当日无负债结算,也称为逐日盯市(marking-to-market)。交易所结算部门在每日交易结束后,按当日结算价(settlement price)对交易者结算所有合约的盈亏、交易保证金及手续费、税金等费用,对应收应付的款项实行净额划转,并相应增加或减少保证金。

二、什么是期货市场

期货市场就是期货合约交易的场所。以黄金期货的交易为例,黄金冶炼企业或黄金加工企业通常都是套保交易者,它们有现货的背景,存在实际的现货需求。套利交易者往往是一些专业的机构,这些机构没有现货交易背景,但是对期货市场有较深入的了解,一旦市场价格出现不合理的偏离,其可以通过买入黄金期货、卖出黄金现货或买卖不同月份的期货等其他策略来获得无风险的套利收益。套利交易能够及时修正市场的偏离,提高市场的定价效率。

除了套保交易者和套利交易者,前面提到的投机者也是一类重要的市场参与者。对于投机者而言,没有现货生产背景,往往根据自己的价格预期来进行买卖。从整个市场来看,投机者不像套保交易者会给实体企业直接带来好处,也不像套利交易者修正市场定价,但是投机者是市场不可或缺的主体,为市场提供流动性,扮演套保交易者和套利交易者的对手方。简单而言,如果没有投机者,套保交易和套利交易会很难完成。

（一）商品期货市场

商品期货市场是指在商品期货市场上进行商品期货合约买卖的交易场所。

商品期货市场可供交易的商品种类繁多,主要包括农副产品、金属产品、能源产品等几大类。

具体而言,农副产品约 20 种,包括玉米、大豆、小麦、稻谷、燕麦、大麦、黑麦、猪腩、活猪、活牛、小牛、大豆粉、大豆油、可可、咖啡、棉花、羊毛、糖、橙汁、菜籽油等,其中大豆、玉米、小麦被称为三大农产品期货;金属产品 9 种,包括金、银、铜、铝、铅、锌、镍、钨、铂;化工产品 5 种,有原油、取暖用油、无铅普通汽油、丙烷、天然橡胶;林业产品 2 种,有木材、夹板。

各国交易的商品期货的品种也不完全相同,这与各国的市场情况直接相关。例如,美国市场进行火鸡的期货交易,日本市场则开发了茧丝、生丝等品种。欧洲、美洲、亚洲的许多国家都先后设立了商品期货交易所。这些国家的期货商品,主要是本国生产并在世界市场上占重要地位的商品。例如,新加坡和马来西亚主要交易橡胶期货;菲律宾交易椰子期货;巴基斯坦、印度交易棉花期货;加拿大主要交易大麦、玉米期货;澳大利亚主要交易生牛、羊毛期货;巴西主要交易咖啡、可可、棉花期货。

(二) 金融期货市场

金融期货市场是指交易金融期货合约的场所。

拓展阅读 1-1
丰富发展金融衍生品品种体系,
促进共同富裕



金融期货市场是国际资本市场创新和发展的产物,也可以说是比传统商品期货市场更新的交易品种的市场,它仍然保留价格发现(price discovery)、套期保值等风险转移、附加提供投机平台等有效市场功能,并继承了期货市场已有的法律监管机制。20世纪70年代,由于布雷顿森林体系国际

货币制度的崩溃,以及金融自由化和金融创新浪潮的冲击,国际资本市场上利率、汇率和股票价格指数波动幅度加大,市场风险急剧增加。为了规避这些风险,金融期货市场应运而生,为保证资本市场的良性运转发挥了不可替代的作用。

金融期货的种类有外汇期货、利率期货(包括中长期债券和短期利率)、股指期货(stock index futures,如英国的金融时报指数、日本的日经平均指数、中国香港的恒生指数等)和股票期货(如个股期货、25只全球性股票期货等)。

第二节 期货市场的产生和发展

一、期货市场的产生

在人类社会的发展进程中,按时间顺序先后出现了三种商品交换方式,即物物交换的交易方式、现货交易方式(含现货远期合约交易方式),以及期货交易方式。物物交换是人类最古老、最简单的商品交换方式,随着社会生产力的不断提高,这种简单的交换方式不能适应商品经济的进一步发展,于是,现货交易这种以货币为媒介的商品交换方式就产生了。现货交易的最大特点是灵活简便,与早期简单的物物交换方式相比,更适宜于规模不断扩大的商品交换的需要,所以,现货交易至今仍是一种最主要、最经常、最普遍的商品交换方式。但现货交易是由买方和卖方在分散的条件下达成价格协议的,这样形成的价格就难免在一定程度上是滞后的。尤其是那些生产周期长、投资大的大宗商品容易出现价格波动,有很大的市场风险,而现货市场又缺乏相应的转移这种价格波动风险的机制。

为了解决现货交易存在的问题,经过商品经济的长期实践,产生了现货远期合约交易(cash forward)的方式。所谓现货远期合约交易,就是指现货商品的买卖双方通过签订现货远期合约的方式把商品和货币的交换推向未来的某一个日期,所以也称作远期现货交易。而现货远期合约是由现货商品的买卖双方事先签订的未来的某一个日期交割一定数量、质量商品的合约或协议,在签订合约后,签约双方都必须承担在合约到期时按相互协

商议定的条款履行合约的义务。在签订现货远期合约时,买卖双方不仅对买卖的商品的数量、质量等级、交割日期进行协商,而且互相协商了一个交货价格。现货远期合约交易在一定程度上排除了现货交易所具有的偶然性和不确定性,使买方预先取得相对稳定的货源、卖方预先取得相对稳定的销路。同时,签约双方预先在合约中固定了交货价格,使买方放弃了当未来价格下跌时获得利益的机会,但同时也避免了未来价格上涨时遭受经济损失的风险,反之亦然,这就在一定程度上为买卖双方提供了一条缓解价格风险的渠道。此外,现货远期合约交易还比较适宜于大宗商品的交换。所以,至今为止,现货远期合约交易仍是一种应用非常广泛的商品交换方式。

但是,现货远期合约交易并未能完全弥补现货交易具有的缺陷和不足,具体来说,它还存在着以下这样一些问题。

(1) 现货远期合约交易中,合约的履约只能以签约双方的信誉作为担保,存在着一定的信用风险,经常发生违约、毁约的现象。

(2) 由于现货远期合约是由买方和卖方私下协商签订的,寻找成交对象并不容易,成交之后想把合约转手买卖也不方便。

(3) 在现货远期中预先固定成交价格的方式,虽然能在一定程度上达到为交易者转移价格风险的目的,但只不过是把价格波动的风险在买方和卖方之间转移,这种预先固定价格的方式也相应地降低了价格的灵活性,使得现货价格不能随时反映市场供求的变化。

总之,现货远期合约交易虽然弥补了即期现货交易的某些不足,但是,仍然不能为生产者、经营者以及其他现货商品的交易者提供一条转移价格波动风险的有效途径,使所有现货商品的交易者都不得不面临价格波动的风险。所以,为了弥补现货远期合约交易中的这些不足,保证商品交换顺利进行,客观上需要一种新的商品交换方式,于是,经过不断的实践和探索,在现货远期合约交易的基础上,期货交易就逐渐产生和发展起来了。

现代的期货交易的产生,可以追溯到 1848 年美国芝加哥期货交易所(Chicago Board of Trade,CBOT)的建立。19 世纪中叶,芝加哥已发展成当时全美最大的谷物集散中心,每当收获季节,农场主都将谷物运到芝加哥,往往造成市场饱和、价格下跌。而到第二年春季,往往又出现谷物供不应求、价格昂贵,在这种情况下,储运经销商应运而生。当地经销商在收获季节从农场主那里收购谷物,存到来年春季再运到芝加哥出售。本地经销商的出现,在一定程度上稳定了同当地农场主的产销关系,但为此也面临谷物过冬期间价格波动的风险。为了回避这种风险,本地经销商在购进谷物后前往芝加哥,与那里的谷物经销商和加工商签订来年交货的远期合同,但这种合同仅以买卖双方的信用为担保,经常发生违约的现象,交易纠纷不断发生。

为了推动谷物交易的正规化,减少交易者之间的纠纷,1848 年,美国的 82 位商人在芝加哥发起组建了世界上第一个现代意义上的期货交易所。交易所成立之初采用远期合同交易方式,交易的参与者主要是生产者、经销商和加工商,其特点是实买实卖,交易者利用交易所来寻找交易对手。后来,一些非谷物商看到转手倒卖谷物合同能够赚钱,便也进入交易所买卖远期合同赚取价差,这部分人就是早期的投机商。

随着交易量的增加和交易品种的增多,合同转卖的情况越来越多。为了进一步规范交易,芝加哥期货交易所于 1865 年推出了标准化期货合约,对商品的数量、质量、交货地

点、交货时间都做了统一规定。标准化合约的出现,取代了原先广泛运用的远期合同,是现代意义上的期货交易产生的第一个里程碑。同年,芝加哥期货交易所又开始实行保证金制度,为交易者买卖的合约提供履约担保,保证金制度的实施,消除了交易双方不按期履约而产生的诸多矛盾,被称为期货交易产生过程中的第二个里程碑。此后,为了更有效地进行交易,专门联系买卖双方成交的经纪业务日益兴隆,发展成为经纪行。1882年,允许以对冲方式免除履约责任。到1883年,为了处理日趋复杂的结算业务,交易所成立了结算协会,专门对会员的交易进行结算,结算体系的出现,使现代期货交易机制完善起来,被称作期货交易史上的第三个里程碑。在此后的时间内,随着交易所交易规则和交易制度的不断完善与发展,期货市场的功能和运作方式都发生了质的飞跃,进入现代期货市场的阶段。

二、期货市场的发展

(一) 英国工业革命进程催生金属期货

金属期货交易诞生于英国。18世纪60年代开始,英国棉纺织业技术开始革新,瓦特蒸汽机发明出来并得到广泛使用,历经约100年时间,英国大机器工业代替手工业,建立起工厂制度。对有色金属的巨大进口需求导致远期交易剧增,英国从国外大量进口有色金属工业材料,在当时条件下,穿越大洋运送矿砂货轮抵达时间没有规律,金属价格波动剧烈。1876年,伦敦金属交易所(LME)成立,开金属期货交易先河,交易品种有铜、铝、铅、锌等。伦敦金属交易所自创建以来一直交易活跃,其价格是国际有色金属市场的晴雨表,交易的价格和库存对世界范围有色金属和市场销售产生重要影响。LME是英国工业革命的产物,它对欧洲工业化进程产生了重要影响。

美国金属期货的出现晚于英国,19世纪末20世纪初,随着美国现代工业体系的建立,期货交易从农产品扩大到金属和其他工业品。纽约商品交易所(COMEX)成立于1933年,由经营皮革、生丝、橡胶和金属的交易所合并而成,交易品种扩展到铜、铝、黄金、白银等。

(二) 全球三次石油危机导致能源期货的产生

能源期货是石油危机的产物。1973年10月,第四次中东战争爆发,石油输出国组织(OPEC)宣布石油禁运,造成石油价格上涨,从每桶不到3美元涨到13美元。主要依靠石油进口的美国、西欧、日本经济受损严重。这是世界石油工业的转折点。此后,1978年伊朗政局动荡以及1980年爆发两伊战争,1990年又爆发了海湾战争,战争导致全球石油危机,现货贸易定价体系也不断改变。从20世纪70年代以前的垄断寡头(七姐妹)定价,到80年代开始的OPEC国家主导油价,随着石油产业结构和价格机制的不断变化,石油市场参与者增多,竞争性加强,市场对石油期货的需求与日俱增。1978年,纽约商品交易所(New York Mercantile Exchange, NYMEX)推出了第一个成功的石油期货合约——纽约取暖油期货合约,此后汽油、柴油等期货合约相继上市,数量众多的石油企业进入期货市场,期货价格逐渐成为石油贸易的基准价格。目前全球交易量最大的石油期货合约是

布伦特,纽约商品交易所的 WTL 次之。亚太多个国家都推出了石油期货。

(三) 金融期货的产生与发展

金融期货产生于 20 世纪 70 年代。第二次世界大战之后,形成了以布雷顿森林体系为核心的国际货币体系,在这一体系下,美元成为世界中心货币,其他国家的币值与美元挂钩,美元与黄金挂钩,汇率波动限制在一定幅度内。布雷顿森林体系对第二次世界大战后稳定汇率,促进国际贸易和经济发展发挥了重大作用。在此基础上,西方金融市场得到了前所未有的发展,证券市场也迅速扩大,金融机构、工商企业以及居民个人手中都积累了巨额的金融资产和金融债务。与此同时,各国之间经济联系日益广泛和密切,国际贸易和国际投资的发展使外汇市场急剧膨胀。20 世纪 70 年代后,随着美国经济实力的相对衰落,以及欧洲、日本经济得到恢复和实力相对增强,以固定汇率制度为核心的国际货币体系发生动摇。以德国为代表的欧洲国家积累了大量的美元外汇,由于担心美国无法实现自由互换黄金的承诺,纷纷向美国挤兑黄金,从而导致美元价格持续下跌。此后,试图重新稳定汇率的史密斯学会协议也宣布崩溃,全球各主要工业国家货币均实行自由浮动。

随着布雷顿森林体系和史密斯学会协议先后解体,国际经济形势发生了急剧变化,固定汇率制被浮动汇率制所取代,利率管制等金融管制政策逐渐被取消。汇率、利率频繁、剧烈波动,促使人们向期货市场寻求避险工具,在这种情况下,金融期货应运而生。1972 年 5 月,芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange,CME)设立了国际货币市场分部(IMM),首次推出包括英镑、加元、西德马克、法国法郎、日元和瑞士法郎等在内的外汇期货合约。1975 年 10 月,芝加哥期货交易所上市的国民抵押协会债券(GNMA)期货合约是世界上第一个利率期货合约。1977 年 8 月,美国长期国债期货合约在芝加哥期货交易所上市,是迄今为止国际期货市场上交易量最大的金融期货合约。1982 年 2 月,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)开发了价值线综合指数期货合约,股票价格指数也成为期货交易的对象。金融期货虽然只有 40 多年的历史,但发展极为迅猛,它彻底改变了期货市场的格局。目前,金融期货已经在国际期货市场上占据了主导地位,对世界经济产生了深远影响。

促使金融期货产生的直接原因是利率与汇率的市场化,其根本动力来源于经济活动中日益增长的不确定性和对风险管理的巨大需求。金融期货是 20 世纪最具革命性的金融创新,金融期货出现以后,管理经济金融风险的方式已经发生了革命性的变化。正是期货及其他衍生品的发展,提升了分离经济和金融风险并进行定价的能力,促进了市场经济体系的完善。目前,国际衍生品市场已经形成了远期、期货、互换、期权、资产支持证券和信用衍生工具等多类别产品相互补充的架构,形成了与商品市场、金融市场、资本市场并行的风险管理市场。包括期货在内的各类衍生产品已经成为不可或缺的重要金融工具,被广泛应用于风险管理之中。

从以上国际期货及其他衍生品市场发展历史可以看出,期货交易起源于农业,在工业革命后,随着经济的发展延伸到金属、能源等工业原料领域,而到了后工业经济时代,金融对经济的作用日益明显,当经济的货币化程度达到一定水平,如何规避金融资产价格波动的风险变得至关重要,金融期货及期权等衍生品的重要性日趋突出。

三、我国期货市场的产生、发展与现状

(一) 期货市场是我国市场经济和改革开放的产物

我国期货市场产生的背景是市场经济发展与改革开放。1978年12月,中国共产党十一届三中全会作出了经济体制改革的决定,拉开了中国市场化进程的序幕。20世纪80年代,我国改革开放实现体制模式的转换,逐步由计划经济体制向社会主义市场经济体制过渡,企业体制、价格体制、流通体制和外贸体制发生了重大变化,从而经济发展也出现了新的格局。国家逐步放开对农产品流通和农产品价格实行多年的管制,实行价格双轨制,市场调节的范围不断扩大。随着改革的深化,农产品价格经常出现较大的波动。

一批学者开始思考并提出建立农产品期货市场的建议,国务院的领导先后作出研究期货交易的重要指示。1988年3月,第七届人民代表大会第一次会议的《政府工作报告》提出:积极发展各类批发市场,探索期货交易。国务院发展研究中心、国家经济体制改革委员会、商业部等部门根据中央领导的指示,组织力量开始进行期货市场研究,并成立了期货市场研究组织,考察期货市场的历史和现状;1988年到1990年的近3年时间里,为中国建立期货市场做了先期的理论准备和可行性研究。

(二) 我国内地期货市场发展的历程

1. 初创时期(1990年底—1993年)

1990年10月12日,中国郑州粮食批发市场经国务院批准,以现货交易为基础,引进期货交易机制,作为内地第一个商品期货市场正式开业,迈出了中国内地期货市场发展的第一步。1992年9月,内地第一家期货经纪公司——广东万通期货经纪公司成立。同年12月,由商务部和物资部组建的中国国际期货经纪公司成立,1992年10月,深圳有色金属交易所推出了中国内地第一个标准化期货合约——特级铝期货标准合同,实现了由远期合同向期货交易的过渡。

由于没有明确的行政主管部门,期货市场的配套法律法规滞后,内地期货市场在创立初期出现了盲目发展的势头。一是各类交易所、经纪公司大量涌现。到1993年年底,我国内地经批准设立的期货市场(含各种交易所和批发市场)达50多家,期货经纪公司300多家,期货兼营机构近2000家。二是期货风险事件频发。由于缺乏经验,法律法规和监管体系建立与完善需要时间,制度约束和监管难以及时到位,超常规的发展给我国期货市场带来了一系列问题和风险。在实际运行中出现了一些较大的市场风险事件。一些单位和个人对期货市场缺乏基本了解,盲目参与境内外的期货交易,损失严重,造成了国家外汇的流失,期货市场虚假繁荣,引发了一些经济纠纷和社会问题。

2. 治理整顿阶段(1993年底—2003年)

1993年11月,党的十四届三中全会及时作出了“严格规范少数商品期货市场试点”的决定,通过治理整顿将期货市场引入规范发展的轨道。1993年下半年开始,针对期货市场存在的问题,治理整顿逐步深入,一系列治理整顿措施出台:一是明确监管机构、清理参与主体。1993年11月,国务院下达《国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的通

知》，提出发展期货市场必须遵循“规范起步，加强立法，一切经过试验和严格控制”的原则，明确期货市场试点工作由国务院证券委员会负责，具体工作由中国证监会执行。由此开始了内地期货市场第一次治理整顿：先后审批 15 家交易所为试点市场，重新审批注册期货经纪公司，1994 年初停止了期货外盘交易。二是整顿期货市场，清理期货品种。1998 年 8 月 1 日，国务院下发《国务院关于进一步整顿和规范期货市场的通知》。15 家期货交易所被压缩合并为 3 家，交易品种削减为 12 个。三是制定法律法规，健全相关制度。1999 年，国务院颁布了《期货交易管理暂行条例》，从期货交易所、期货经纪公司、投资主体和执法监管等不同角度对不同行为主体的职责、权限及具体运作做了明确规定；中国证监会也相应地发布了《期货交易所管理办法》《期货经纪公司管理办法》《期货从业人员资格管理办法》和《期货经纪公司高级管理人员任职资格管理办法》四个具体管理规定等配套法规文件。

3. 稳步发展阶段(2004—2013 年)

2004 年 1 月 31 日，国务院颁布了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，提出我国要“稳步发展期货市场。在严格控制风险的前提下，逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发现价格和套期保值功能的商品期货品种”。该意见澄清和纠正了过去针对期货市场的许多认识误区，“稳步发展期货市场”成为指导期货市场发展的方针。2004 年至 2013 年 10 年间，我国期货市场稳步发展，市场规模和质量都取得了大幅度提升。一是市场规模快速增长。在沉寂多年以后，棉花、燃料油、玉米、黄大豆 2 号等品种先后上市交易。截至 2013 年底，上市期货品种总数达到了 40 个。其中，商品期货品种 38 个，覆盖了农产品、金属、能源和化工等国民经济的重要领域。金融期货也实现了权益类和利率类产品的重大突破。商品期货成交量连续多年居世界前列，国际影响力初步显现。二是期货行业整体实力明显增强。截至 2013 年底，行业代理客户保证金 1 988 亿元，期货市场成交额 267.47 万亿元，分别是 2004 年的 15 倍和 36 倍；行业集中度稳步提升，一批期货公司脱颖而出。三是进一步完善法规制度和监管框架。为适应期货市场创新发展的需要，2007 年，国务院颁布了《期货交易管理条例》；2012 年，修订了此条例，并积极推动期货法立法工作。在市场监管方面，逐步建立并完善了统一开户、市场监测监控、跨市场监管、稽查执法、投资者适当性管理等制度，形成了一套行之有效且富有特色的市场风险预警、监测和防范处置的机制。在中介机构监管方面，建立健全了期货保证金安全存管制度、净资本监管制度、期货投资者保障制度、期货公司分类监管制度、信息披露制度等制度，推动了期货公司规范经营水平的逐步提高。

4. 创新发展阶段(2014 年至今)

2014 年 5 月，国务院发布了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（也称新“国九条”）。相比 10 年前出台的老“国九条”，新“国九条”有关发展期货市场的内容更为丰富，提出“推进期货市场建设”和“提高证券期货服务业竞争力”的战略规划，标志着我国期货市场迈入新的发展阶段，对期货市场的创新发展提供了新机遇、新契机和新要求。启动了《中华人民共和国期货法》的起草工作，并列入全国人大立法规划。中国证监会出台了《期货公司监督管理办法》《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》，并召开了首届期货创新大会。期货公司的风险管理、资产管理等创新业务全面展开。

《中华人民共和国期货法(草案)》(以下简称《期货法(草案)》)在经过十三届全国人大常委会第二十八次会议第一次审议后,于2021年4月29日公开向社会征求意见,这是我国首次专门立法规范和促进期货市场健康发展,《期货法(草案)》走到征求意见这一步历时8年,较《期货交易管理条例》有多方面的补充和完善。

规划设立广州期货交易所,以碳排放为首个品种,设立在广州市南沙新区。2016年,中国证监会与国家发改委达成共识,于2019年2月列入《粤港澳大湾区发展规划纲要》。2020年,《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会 国家外汇管理局关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》提出,研究设立广州期货交易所。10月9日,证监会发布消息称,广州期货交易所筹备组正式成立,这标志着广州期货交易所的创建工作进入实质阶段。2021年1月22日,证监会批准设立广州期货交易所。2021年4月19日,广州期货交易所举行揭牌仪式。

经过30多年的探索发展,我国内地期货市场已经实现了量的积累,正处于创新发展的重要战略机遇期,体现出新的时代发展特征。一是产品创新生机勃勃。继2013年上市9个期货品种,2014年开始到今天又上市了聚丙烯、热轧卷板、晚籼稻、玉米淀粉、硅铁、锰硅、镍、锡、棉纱、苹果、原油、燃料油、线材、纸浆、乙二醇、红枣、尿素、20号胶、粳米、不锈钢、苯乙烯、纯碱、液化石油气、低硫燃料油、短纤、国际铜、花生、生猪等数十个品种。为配合利率市场化和人民币汇率形成机制改革,适应资本市场风险管理的需要,上市了金融期货品种,包括10年期国债期货、上证50指数期货、中证500指数期货。并配套上市了相应的期权品种。二是期货行业创新提速。2014年9月,中国证监会发布《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》,对于加快推进期货经营机构的创新发展作出了具体的部署。期货投资咨询业务、资产管理业务和风险管理业务相继推出,改变了过去单一的经纪业务模式,丰富了服务手段,打开了期货经营机构创新空间。期货公司探索“走出去”,进行海外收购和设立境外子公司,提升了期货行业的国际化水平,积累了一定的跨国经营经验。三是监管转型初现成效。《期货法(草案)》的公开意见征求,标志着我国期货业走向立法规范,有利于促进期货行业健康发展。同时,积极推动行政审批制度改革,取消银行业金融机构从事保证金存管资格审批和境外期货业务持证企业年度外汇风险敞口核准两项审批事项。修改完善交易所主要业务活动准则,全部取消了缺乏法律法规依据的相关事前备案、事前征求意见事项,涵盖内容包括品种上市审批流程、交割仓库设置、保证金标准和涨跌停板幅度调整等,降低了市场运行成本。四是场外衍生品市场起步。随着期货公司风险管理子公司业务的逐步开展,场外期权、互换等个性化产品相继推出,场外业务模式开始形成。

(三) 我国内地期货市场的现状

2020年,我国内地期货期权市场累计成交量为61.53亿手(单边),累计成交额为437.55万亿元(单边)。根据美国期货业协会的统计,2020年我国内地商品期货成交量占全球商品期货成交总量的63%,已连续12年位居世界第一;全球成交量排名前20的农产品和金属期货中,我国内地分别占14个和11个。截至2020年年末,我国内地期货市场共上市90个期货期权品种,包括62个商品期货、18个商品期权、6个金融期货和4个

金融期权。期货公司风险管理子公司场外衍生品交易规模不断扩大。未平仓名义本金从2015年年底的17.75亿元(均为商品类场外衍生品交易)增加至2020年年末的1565.04亿元(其中商品类场外衍生品规模占比约61%,金融类占比约39%)。同时,我国内地期货市场目前有五家期货交易所,监管体系日益完善,市场制度逐步健全。具体来看,期货市场账户管理体系不断完善。截至2020年年末,期货市场有效客户数186.3万个,其中,个人客户180.4万个,单位客户5.9万个,有效客户数较2012年账户规范工作完成后增长116.6%。市场风险管理制度不断建立健全。我国内地期货交易所制定了保证金、每日结算、涨跌停板、持仓限额和大户持仓报告、风险准备金等制度。在中央对手方建设上,2019年1月,中国证监会正式批准上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所成为合格中央对手方(QCCP),并建立PFMI(金融市场基础建设原则)信息披露长期工作机制,这标志着我国内地期货市场在结算交割体系建设上已基本与国际监管标准接轨。

第三节 期货的基本经济原理

一、期货市场的基本经济功能

期货市场的基本经济功能是价格发现和规避风险,其他功能都是在这两个基本功能基础上派生出来的。

(一) 价格发现的功能

价格发现,是指期货市场能提供各种商品包括金融产品的未来价格信息。在期货市场上,各种商品的期货合约都有很多买者和卖者。这些买者和卖者之间是以集合竞价的形式进行交易的。因此,通过大量的买者和卖者竞争性的竞价后形成的市场价格,反映了市场对商品利率、汇率、股指等价格变化。这种竞争性价格一旦形成便被交易所记录下来,并通过现代化的通信手段迅速传到各地,从而形成市场价格。

期货之所以具有价格发现功能,是因为它集中了各方面机构和专业人士对市场供求关系的看法,他们的预测通过期货价格的形成反映出来,对市场极具敏感性,所形成的金融期货价格显示了大多数交易者的预测结果。期货价格给现货市场提供了重要的参考信息,期货价格是经济活动的重要依据,是市场价格的晴雨表。



拓展阅读 1-2 中国农产品期货价格发现功能的评估和建议

(二) 规避风险的功能

经济生活中无时无刻不存在风险,而期货是具有风险转移机制的市场。它将现实经济生活中客观存在的风险转移出去,为实体经济提供释放风险的出口,同时将释放出来的风险变为可交易的产品,为市场参与各方提供一个高效的风险交易场所,通过交易,改变各自的风险偏好。风险转移是通过套期保值来实现的,套期保值过程就是风险转移的过程。

由于影响现货市场和期货市场价格波动的因素是相同的,所以对于同一种商品,现货

市场的价格波动和期货市场的价格波动方向是一致的。涨的时候会都涨,跌的时候就都会跌。所以,通过在两个市场进行相反方向的操作,就会实现损益互相弥补的目的。当然,这种转移出去的风险必须有人来承担,这就是风险爱好者,期货参与者众多,参与目的各不相同,套保者是为了规避风险,实现稳定成本与收益,而套利者和投机者是为了追求较高投资收益。不愿承担风险的参与者通过期货转移风险,相同程度的风险,集中在某个机构和分散到若干个机构结果是不一样的,集中风险后果比分散风险严重得多。如一家大型银行发生了很大风险,不仅影响这家银行的经营,而且可能传递到与这家银行有关联关系和业务往来的其他机构与个人,甚至发生社会震荡,而分散风险有利于降低社会风险,增强经济实体抗击重大突发性事件的弹性,实现实体经济的平稳运行。

(三) 资产配置的功能

随着全球化程度日益加深以及全球经济不稳定因素增多,国际大宗商品市场波动加大,各国金融市场中参与主体面临的风险增多,因此越来越多的投资者开始重视期货市场,并期望借助期货市场的独特优势来为其持有的资产进行优化配置。而期货的迅猛发展以及大宗商品交易金融化程度的提高也为越来越多的机构和个人提供了资产配置的平台,期货市场也相应地具备了资产配置的功能,从而在一定程度上满足了投资者对于规避风险以及个性化、分散化、多元化的资产配置的需求。

(四) 风险投资的功能

期货除了价格发现和规避风险这两个基本功能以外,还有进行风险投资、获取投资收益的功能,这个功能主要是针对各类投资机构和投机者来说的。期货增加了金融产品的多样性,能满足多样化的投资需求,也可以促进投资策略多样化。期货是保证金交易,具有以小博大的杠杆作用,期货价格的波动会给投资者带来多于保证金数倍的盈利或损失。各类机构不仅可利用期货市场化解风险,也可设计出高风险高收益的投资产品,各类专业投资机构也可利用期货进行投资组合。各类投资者的参与,不仅使价格发现更准确,也使期货市场更富于流动性,风险转移功能更易于实现。

二、如何正确认识期货的功能

(一) 期货是为了转移市场价格风险而建立的

一些不了解的人认为,期货没有货币与证券市场的融资功能,不过是一种无实际功能的“零和博弈”。事实上,在市场经济条件下,期货市场与证券市场的功能是不同的。证券市场解决的是资本集聚与集中的问题,建立在此基础上的上市公司,解决了企业无限责任有限化的问题;而期货市场作为市场经济高度发展的产物,解决的是市场价格风险的管理问题,使市场经济中的无限风险有限化。社会经济活动不仅关注财富的积累与分配,也关注风险的集聚与分散,关注经济发展的可持续性和稳定性。期货市场本身不是风险的来源,而只是集中分配风险,在风险厌恶者和风险偏好者之间转移风险。在市场风险日益加大的当今世界,不善于运用风险管理工具,是经济运行中的最大风险。

（二）期货市场套期保值功能的发挥通常是间接和隐性的

期货市场的规避风险功能往往难以直观和量化,尤其不能以从事期货交易盈亏多寡来简单评价期货市场的功能,更不能以期货市场上的亏损个案作为评价期货市场功能的依据。因为对套保者来说,在期货上有亏损,就意味着在现货市场上降低了成本或增加了盈利。对期货效应的评价,要就市场操作的具体情况进行分析。因此,期货市场套期保值功能的发挥必须从整个企业经营的总体情况出发,而不能以“期货盘面上的盈亏论成败”。

（三）期货是专业性的投资工具,不是大众化的投资产品

与股票、黄金、房地产等投资不同,应当或有条件参与期货交易的机构或个人数量是有限的。从企业风险管理的角度讲,只有那些具有一定经营规模,其生产经营与期货品种关联性强,并且确实有需求的企业才有必要参与期货交易。从机构投资者的角度讲,应当参与的是有实力和专业经验的金融机构。从个人角度来讲,那些具有专业素质和一定的经济能力且心理承受能力强的投机者才可以投资期货市场。不过,作为价格发现的重要工具,期货市场的价格信息对于政府、企业、个人有普遍的应用价值。即使不直接参与期货交易,也一样能够利用期货市场的价格信息指导生产经营和投资活动。

（四）期货市场是一把“双刃剑”,具有正向和反向功能

投机过度会出现误导性的价格信号,会酿成金融风险,这也是期货受到责难和非议的重要原因之一。但这一现象从另一方面表明,期货作为一种金融工具,其风险更多的是由于被滥用或者误用所产生的。金融衍生品确实在世界性金融危机中起到过推波助澜的作用,但究其原因是金融机构在创新和使用衍生品时,偏离了基本的经济学原理,偏离了实体经济的现实需求,推出了大量过于复杂的、高风险的、不被公众投资者所了解的产品。此外,风险问题多出在受监管较少的场外衍生品市场,而不在场内期货市场。

（五）期货市场功能发挥需要具备一定的条件

期货市场功能发挥的充分程度依赖于现货基础条件与产业发展,完善的现货市场基础设施有利于期货功能的发挥。便利的物流条件、完善的仓储设施是商品期货功能充分发挥的基础。现货市场价格的市场化程度对期货市场功能发挥也有明显影响,市场化程度越高,企业避险意愿越强,期货功能发挥越充分。此外,企业参与期货市场的意愿与产业集中度紧密相关。产业集中度过高可能会导致垄断,使企业缺乏参与期货市场的动力,这也会影响期货市场功能的发挥。

第四节 我国期货市场在服务实体经济中的作用

一、期货市场对我国宏观经济的影响

（一）期货市场促进国内国际市场接轨

随着世界经济一体化以及我国市场的不断开放,我国期货市场规模在扩大,在大宗商

品国际定价中的作用和影响力正逐步增强。我国期货市场上的期货品种正逐步受到国际市场的重视,并在国际商品定价体系中发挥着越来越大的作用。一些市场化程度较高的商品,国内、国际市场上的期货价格之间相互影响、相互作用,存在较为紧密的联系。例如,在通常情况下我国黄金白银期货价格与 COMEX 黄金白银期货价格的相关系数为 0.99,大商所铁矿石期货价格与普氏指数价格相关性为 0.98,上海期货交易所的铜、铝、铅、锌期货价格与 LME 相应期货价格的相关系数分别为 0.98、0.94、0.91 和 0.95,天然橡胶期货价格与东京商品交易所天然橡胶期货价格的相关系数为 0.90。相关期货市场的价格信息高度相关,充分反映了国内、国际供需关系的变化趋势。

(二) 期货市场提升了我国商品价格的全球影响力

以有色金属为例,受工业革命影响,在过去很长的时间内,金属的传统国际贸易中心主要是位于伦敦的 LME 和位于纽约的 COMEX。而进入 20 世纪 90 年代,特别是 2001 年加入 WTO(世界贸易组织)后,随着我国经济腾飞对金属的旺盛需求,以及我国期货市场国际地位提升的影响,以上海期货交易所为代表的中国金属期货在全球有色金属市场上的价格话语权逐步增强。由“伦敦单向引导上海期铜”向“伦敦和上海互为引导关系”转变,上海期铜对伦敦期铜的引导系数从 2005 年的 23% 提高到 2009 年的 49%,国际定价影响力逐步显现。全球最大铜生产商智利国营铜业公司(CODELCO)执行主席何塞·阿雷亚诺曾公开表示,“随着中国铜贸易量占 CODELCO 的铜产量份额的不断上升,我们正越来越密切地关注上海期货交易所价格所透射出的市场变化信息”。《中国证券报》曾报道伦敦一位交易员的口述,“伦敦金属交易所开市之前,从业人员都有一项必做的功课,看一看上海期货交易所铜为主的有色金属品种的收盘价,从而作为当天开盘挂价的参考”。国际有色金属市场逐步形成了伦敦、纽约、上海三足鼎立的格局。2008 年金融危机后,中国作为世界经济增长“引擎”的作用进一步凸显,对全球经济的影响力更加显著,上海期货价格在全球有色金属市场上的影响力更加显著。而随着 COMEX 被 CME 并购,纽约价格在全球有色金属市场上的影响力日渐式微,上海价格开始与伦敦价格的影响力并驾齐驱。我国有色金属期货市场国际影响力的增强,无疑给中国企业在国际谈判中增加了重要的砝码。

(三) 期货市场为资源有效配置提供有力支持

资源有效配置的核心是运用合理价格机制,引导长期和相对稳定的高效率资源流向。一个完善的期货市场是一个高度近似完全竞争的市场,标准化合约集中交易制度确保大量交易者的信息迅速、集中、公开传播,减少了人为因素的干扰,形成有效预期价格,节约现货市场成本,有利于提高竞争效率,促进资源要素的合理配置。如我国大豆系列期货品种功能的发挥使我国得以在国际市场上及时、稳定采购足够数量满足国内需求,缓解耕地资源、水资源的紧缺问题,更好实现了全球大豆资源的优化配置,如果只有美国期货市场,而没有国内期货市场,我国进口与压榨企业只能用芝加哥期货交易所进行套保,这样不但要承受汇率、运费等风险,有时升贴水波动风险企业也难以承受。

（四）期货市场提升我国资本形成能力

期货市场的发展,为实体经济提供了更多的风险管理工具,完善了资本市场的功能,提升了资本形成能力。如银行在做结构性融资时,往往会同时参考期货市场和现货市场上的商品价格来确定其给企业提供的融资额度。例如,在标准仓单质押贷款中,商业银行会根据标准仓单对应的货物的价值来确定贷款发放的数额,仓单质押担保的最终目的和最主要的功能即在于以此种担保来确保债权人的债权能够如期获得清偿,因而,在债权人的债权到期不能获得清偿时,质权人有必要实行质权以实现仓单质押担保的目的和功能。担保物能否完全覆盖债权的关键在于银行对标准仓单的估值是否正确合理,此时期货市场价格因其预见性和长期性成为商业银行的重要参考,也是商业银行在标准仓单质押贷款中进行风险管理的重要环节。结构性融资各方利用期货市场管理风险,就是利用期货市场的套期保值功能来规避市场价格波动的不确定性因素。

期货在金融机构理财产品创新中发挥着“助推器”的作用,可以帮助金融机构发行更多样化的理财产品,吸引更多的投资者购买,将储蓄转化为投资,增加资本的供给。股指期货和国债期货上市之后的数据表明,由于有良好的风险管理工具,投资者敢于坚定持有现货资产,对社会资本的形成有所促进。国债期货的推出丰富了证券公司等机构管理利率风险的手段,证券公司持有国债意愿明显增强,促进了国债发行,有利于积极财政政策的实施。

二、期货市场对我国相关产业的影响

改革开放以来,全球化产业分工使工业革命继续深化,我国依托资源要素的优势发展成为世界工厂和制造业大国。我国期货市场在服务我国相关产业、利用国际资源促进中国产业融入全球生产贸易体系过程中发挥了积极作用。

（一）推动产业变革,提升产业竞争力

以有色金属为例,经过多年的发展,我国有色金属行业已经从一个封闭、落后、参照军工企业模式管理的行业,迅速发展成为我国工业部门中市场化、国际化程度最高的行业之一,不仅有效满足了国民经济飞速发展对有色金属物资供应的需求,而且一举成为我国少数具有较强国际竞争力的特色产业之一。有色金属工业规模以上的企业数量从1978年的602家增长到2013年的9276家;主要十种有色金属产量从1978年的99.6万吨增长到2013年的4029万吨。有色金属行业年末资产总额从1978年的116.2亿元增长到2013年的40399亿元;进出口贸易额从1990年的17亿美元,到2000年的143亿美元,再到2013年的1581亿美元,增长了90多倍。在总量水平不断扩大的同时,有色金属产业盈利能力也大幅提升,主营业务收入、营业利润和税收额均实现较大增长。回顾有色金属产业的发展历史可以看到,中国有色金属期货市场催化了有色金属行业的巨大变革,而有色金属行业的变革同时也推动和成就了期货市场的快速发展;有色金属行业自20世纪80年代中后期开始实行价格“双轨制”,期货市场促进了有色金属行业从计划向市场的顺利过渡。1995年,国家计划委员会规定,有色金属价格按上海期货交易所每月第一个

星期实物交割的加权平均价定价,由此开创了国家和大企业运用期货市场价格进行资源配置的先河。现在,我国期货市场上的铜、铝、铅、锌等期货价格已经成为行业监控分析、国家收储、收购兼并等环节定价基准和研判参考依据,成为我国实体产业运用期货市场的典型案例。

(二) 促进小生产与大市场对接,在服务农业方面的功能与作用明显

期货市场发端于农产品期货。一个健康的期货市场对于促进主要农产品稳定生产、保持农产品的有效供给以及形成合理的市场价格都具有非常重要的作用。利用期货市场价格发现功能,有利于按市场需求调整种植结构,期货工具的应用有力地促进了“订单农业”的发展,促进了从农产品向商品的跳跃,逐步完善了价格形成机制和市场流通机制。利用期货市场套期保值功能,帮助农业生产组织做大做强,实现农业规模化经营,走向农业现代化。期货市场为我国农业生产和经营提供了一条畅通的信息和物流渠道。期货价格的即时公开性和巨大的影响力,使其成为相关农产品经营的参考价格。农产品现货市场吸收信息的效率提升,现货市场价格调整速度大大加快,全国现货市场的走势更加趋于一致。原来全国相对分割和分散的现货市场价格以期货价格为核心统一起来,促进了全国统一大市场的形成。农产品产销市场能够快速充分对接,促进了粮食流通,引导了良好市场流通秩序的形成。

(三) 促进产业转型升级,服务产业链协调发展

首先,期货市场提供了满足产业上下游不同需求的避险工具。以钢铁产业为例,国内铁矿等钢铁上游企业的特点是:生产成本相对固定,但产品价格却跟随市场剧烈波动。价格的变动直接影响矿山的盈利水平,在价格过低时,矿山几乎无法正常生产。为了锁定产品的利润,保证生产平稳运行,铁矿石、焦煤期货的推出,帮助上游企业对库存和产能进行套期保值。中游企业(炼焦、钢铁企业)面临的是复杂多变的市场环境。炼焦企业的成本大部分是原材料,即焦煤的买入成本;除副产品外,其收入主要来自卖出焦炭;两者之差就是炼焦企业的利润。钢厂的情况类似,成本主要是焦炭与铁矿石,收入则来自钢材。企业得以存活的根本原因就是收入与成本之间存在利润。但是,影响中游企业利润大小的因素非常多:中游企业不能单纯锁定出售产品的价格,也要关注原材料的价格变化;中游企业还要特别关注相关商品的价格变化关系、引起价格变化的原因、同一产业链上不同商品价格变化的程度和时间。通过对比螺纹钢期货价格,铁矿石、焦炭和焦煤期货价格,国外铁矿石掉期和矿山招标价,国内铁矿石和焦炭现货价格,钢铁生产企业可以实时测算出原材料与产成品间的生产加工利润,进行套保交易锁定利润。

其次,期货市场有利于产业控制过剩产能,提高产品质量,期货市场价格可以作为“温度计”,为钢铁产业产能控制提供依据。如螺纹钢期货上市后,远月合约价格一直低于近月合约价格,呈现负向市场特征,是钢铁产能过剩的直接显示。期货价格能够反映多种生产要素在未来一定时期的变化趋势,具有前瞻性,能帮助经济主体估算商品未来的销售价格和相应的利润空间,改变经济主体的生产、投资意愿与行为,防止钢铁行业产能的盲目扩张。普通线材和螺纹钢期货的推出,也有助于国家关于钢材产业的政策落实,推进企业

的技术改造,加速质量差、规模小、污染严重的企业的淘汰,从而也可以促进企业集中度的提高。

最后,期货市场有利于产业流通领域的分化整合。钢材期货上市后,钢材的金融属性进一步增强,博取差价的钢材贸易盈利模式难以为继。钢材贸易企业的市场运作模式将回归于传统钢材流通,发挥供需衔接的重要功能。

三、期货市场服务实体经济的方式

期货市场对于实体经济的意义在于实体企业可以通过期货的套期保值规避价格波动带来的风险,稳定企业的生产利润。

(一) 套期保值

套期保值,又称对冲贸易,是指交易人在买进(或卖出)实际货物的同时,在期货交易所卖出(或买进)同等数量的期货交易合同作为保值。它是为避免或减少价格发生不利变动的损失,而以期货交易临时替代实物交易的一种行为,包括买入套期保值(long hedge)和卖出套期保值(short hedge)。

1. 买入套期保值

买入套期保值是指交易者先在期货市场买进期货合约,以便将来在现货市场买进现货时不致因价格上涨而招致经济损失的一种套期保值方式。一般来说,计划购进商品或担心未来价格上涨的现货商人往往采用买入套期保值策略。

例如,3月30日,某不锈钢加工厂计划两个月后购进加工原料1000吨镍,工厂以当前现货镍价99600元/吨制定采购成本预算,不愿提前购进原料占压库存,但是又担心两个月后镍价上涨,于是,决定利用上海期货交易所金属镍合约进行买入套期保值,以99300元/吨的价格买进7月期货合约1000手(1吨/手);6月1日,当工厂决定开始购进原镍进行加工时,现货镍价格已上涨至116400元/吨,而7月期货合约价格也上涨至116100元/吨。工厂在购进现货的同时卖出平仓期货合约,从而锁定了采购成本,成功地实现了套期保值。

由上面的分析可知,该厂选用了与现货品种相同的镍期货合约、与现货交易时间相应的7月期货合约、与现货数量相等的期货合约数量(1000手=1000吨),进行了与现货交易部位相反的期货交易,从而完成了一次成功的买入套期保值,用期货交易16800元/吨的差价盈利弥补了现货采购16800元/吨的成本亏损,规避了现货市场价格上涨的风险。

2. 卖出套期保值

卖出套期保值是指交易者先在期货市场卖出期货合约,当现货价格下跌时,用期货市场的盈利来弥补现货市场亏损,从而达到保值目的的一种套期保值方式。持有商品库存或担心未来价格下跌的现货商人往往采用卖出套期保值。

例如,5月2日,现货市场上大豆销售价格为3900元/吨,由于今年国家鼓励玉米改种大豆,并对大豆种植给予较大力度的补贴,预计种植面积将明显增加,东北某农场预计全年产量有可能会增长30%,担心9月收割后大豆供应充足导致价格下跌影响经济收入,于是,在大连商品交易所卖出1万手(10吨/手)9月大豆期货合约,成交价格3850

元/吨；9月初，当农场收成已成定局，即将开镰收割，但是大豆现货价格已跌至3 650元/吨，农场在期货市场以3 600元/吨的价格卖出平仓期货合约，用期货合约250元/吨的差价盈利弥补了现货收成250元/吨的利润损失，从而锁定了价格和利润收入，成功地实现了套期保值。

（二）期货加保险

保险的赔付条件是针对自然灾害等各类“不可抗力”因素；期货则是用来“抵抗”价格波动。保险和期货都是风险管理工具，不难发现可以实现互补，“保险+期货”应运而生。

“保险期货”，是指农业经营者或企业为规避市场价格风险向保险公司购买期货价格保险产品，保险公司通过向期货经营机构购买场外期权将风险转移，期货经营机构利用期货市场进行风险对冲的业务模式。它是基于为农业经营者提供价格避险工具发展起来的。农产品价格变动是影响农户收益的重要因素之一，农业经营者直接通过期货市场进行市场风险管理需要较强的专业知识、操作经验以及资金保障，这对于普通农户来说是一个较大的障碍。

而相对于直接参与期货市场，保险产品对农户来说要熟悉得多，且不需要考虑保证金占用、强行平仓等期货规则，更易于农户的理解和接受，加之保险公司具有更强的综合实力和更完善的基层服务基础，价格保险产品更适用于保障农户收益。

总体来看，“保险期货”为农户提供了一种操作性较强的避险工具，将农民所面临的价格风险转移至期货市场，有效地完善了农业生产经营者与期货市场之间的连接机制，是农户或企业所面临的价格风险与期货市场之间的传送带，合理地利用和发展可以更好地发挥期货市场的风险管理功能。

案例：铁岭生猪的“保险+期货”

随着2020年生猪期货获批上市，期货市场便可利用其价格发现及风险分散的天然属性，为猪肉产业链的各环节提供风险管理服务，在一定程度上稳定猪肉市场秩序。弘业期货在生猪期货上市的第一时间便与全国各地的生猪企业取得联系，确保及时为有相关需求的企业提供针对性风险管理服务。

弘业期货携手中华联合保险辽宁分公司与铁岭连生种猪场达成合作关系，为其价值超过163万元的534头生猪提供价格保障服务。为扩大覆盖范围，提高项目影响力，保费由猪场和弘业期货各出资50%。

首先期货公司与保险公司以商品期货交易所公布的价格为基础，设计保险产品，随后投保人购入保险公司相关产品价格保险，保险公司则通过期货公司买入看跌期权，进行再保险。

当保险期内产品平均价格低于保险约定价格时，按照保险条款，期货公司对保险公司进行资金赔付，投保人则通过保险公司获得赔付。

此次在铁岭连生种猪场开展的生猪价格险项目，采用了创新的增强型亚式价差看跌期权结构，利用增强型亚式价差看跌期权的特性大大增加了项目赔付概率，并通过组合价差期权的模式降低了企业购买保险的成本，最大限度保障了企业的利益。据弘业期货介

绍,目前该项目正在平稳运行,弘业期货也会加快相关项目的落地进度,为更多生猪企业及养殖户带去专业、精准、高效的服务。

四、金融期货对金融市场与行业的影响

金融期货是资本市场发展到一定阶段的必然产物,是成熟金融市场不可缺少的组成部分。金融期货为市场提供了更多的风险管理工具,提升了为实体经济服务的能力。

(一) 提高金融市场信息效率

金融期货在信息揭示方面比现货市场更有效率。以国债期货为例,国债期货价格在一定程度上反映了市场对中长期利率走势的预期,能够及时、有效反映货币政策信息。相比银行间债券场外交易市场,国债期货产品标准化程度高、报价成交连续,能够为债券市场提供透明度高、连续性强的价格信息。

(二) 提升金融市场价格稳定性

金融期货通过套期保值降低了市场价格的波动性,使得金融市场运行更加稳定。股指期货上市以来,较好地发挥了“减震器”的作用,股市长期波动率显著降低,股市短期大幅波动天数明显减少,股市波动极值范围大幅缩小,单边市特征改善明显,涨跌转换加快、幅度变小,股市系统风险有所下降。

(三) 降低金融市场交易成本

金融期货交易能够以更低的成本调整投资组合的风险收益特征,多种不同风险收益特征的投资组合可以吸引新的参与者进入标的资产市场,增加市场流动性。

(四) 提升金融机构产品创新能力,服务居民理财投资

金融期货为金融机构创新提供了新的“原料”。通过金融期货,财富管理机构可以设计出新的理财产品,实施更为灵活和丰富的投资策略,提升财富管理的业绩,使广大投资者尤其是中小投资者分享发展成果。如国债期货的上市加快了金融机构产品和业务创新,促进各行业共同发展:第一,国债期货为机构投资者提供有效的风险管理工具,丰富了金融机构的交易策略,促进基于债券市场组合和国债期货的产品创新,提升金融机构的资产管理效率,增强其服务实体经济的能力。第二,国债期货促进了商业银行、证券公司、期货公司、证券投资基金国债期货相关业务合作。一是银证之间已经开展国债借贷合作,部分商业银行已经与证券公司签订了国债借贷协议,并为此增持了可交割国债,提高了交易性国债的比重;二是商业银行可以通过取得交易所会员资格直接参与国债期货业务,或通过期货公司会员参与期货业务,目前五大国有商业银行已取得中国金融期货交易所会员资格;三是证券、期货和基金发挥各自优势,合作研发与国债期货挂钩的资产管理产品等。第三,国债期货促进了债券市场其他创新品种的发展。

（五）金融机构运用金融衍生品管理自身风险,增强金融机构综合竞争实力,从而更好地服务实体经济

金融期货能够辅助金融机构资产负债管理,保障金融行业的稳健经营。金融机构在服务实体经济和自身运营过程中也面临着各类金融市场波动风险,需要灵活运用各类利率、汇率及权益类衍生工具进行避险。机构间的利率衍生品解决了商业银行、保险公司的资产负债期限错配问题,汇率衍生品规避了商业银行等金融机构因开展外汇业务面临的多币种币值波动风险,权益衍生品提升了金融机构动态管理投资组合的效率,总体来看,金融衍生品平滑了金融机构的现金流与财务表现,增强了金融机构综合竞争实力,发挥了金融机构服务实体经济运转的支柱作用。

虽然我国期货市场在服务实体经济方面发挥了功能与作用,但由于我国期货市场发展历史还不长,市场结构仍需要进一步完善,与经济发展需求相比仍存在较大差距,主要表现在:一是期货市场结构不健全,实体企业利用期货的广度和深度不足;二是期货市场规模与实体经济不匹配,部分期货品种流动性不足,发现价格和风险管理的功能发挥不够充分,不能有效承接实体经济转移和分散的风险;三是期货及衍生品体系有待完善,金融期货和期权产品应加快发展;四是期货市场对外开放程度低,应加快国际化步伐;五是应进一步加强期货市场法制建设,完善期货立法。

关键技术语

期货 期货交易 期货市场 期货市场的功能

复习思考题

1. 什么是期货市场? 期货交易有哪些特点?
2. 是否所有的商品都能成为期货商品? 作为期货商品一般要具备哪些特点?
3. 期货的功能有哪些? 如何正确理解期货市场功能?
4. 期货市场对宏观经济的影响与作用有哪些?
5. 期货市场对我国相关产业的影响与作用有哪些?
6. 为什么我国要建立和发展期货市场?

即测即练

