

中国的期货市场

——以上海期货交易所为例

一、 期货的理解

期货，顾名思义，是一种让市场参与者拥有在未来某个时间点购买或出售一定数量的特定商品的权力和义务，从而抵消可能存在的价格波动风险，并获得投资收益。

在《金融学基础》课程中讲到，期货的诞生，极大的促进了金融系统对风险分配的积极促进作用。它可以促进资源配置的有效性，消除价格波动带来的不确定性，提高市场竞争力，改善交易效率，节约资本，增加投资者的信心。

放眼于世界，期货促进了国际贸易，为投资者提供了一个风险管理的机会，以及为外汇、贵金属和其他商品提供了一种安全的投资机会。期货交易还为投资者提供了一种获取超额收益的机会，可以帮助他们把握市场变化并获得收益。

二、 上海期货交易所的基本信息

2.1 简介



图 1：上海期货交易所图标

上海期货交易所(Shanghai Futures Exchange，缩写为 SHFE)坐落于上海市浦东新区，其是受中国证券监督管理委员会集中统一监管的期货交易所，宗旨是服务实体经济。根据公开、公平、公正和诚实信用的原则提供期货、期权交易服务。

上海期货交易所的主要功能是为广大期货交易者提供期货交易的场所、设施和服务，设计期货合约、安排期货合约上市，组织、监督期货交易、结算和交割。

2.2 历史渊源

上海期货交易所是中国最早的期货交易所之一。1990 年 11 月 27 日正式开始经营。

上海期货交易所在 1995 年正式加入中国期货行业协会，于 1999 年被列入全国期货交易市场，2007 年在沪深两市上市，2009 年在上海证券交易所正式上市，成为中国证监会直接监管的期货交易所之一。

2.3 交易品种

作为中国最早的期货期权交易所之一，上海期货交易所上市物品多样，常见的如表 1 所示。

表 1：上海期货交易所的常见交易品种

分类	交易标的物举例
期货	<ul style="list-style-type: none">• 金属类（铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板、不锈钢板、…）• 能源化工类（原油、燃料油、石油沥青、天然橡胶、纸浆、20 号胶、不锈钢、低硫燃料油、…）
期权	铜、天然橡胶、黄金、铝、锌、原油、螺纹钢、白银

其中，原油期货是我国首个国际化期货品种，对我国期货市场对外开放具有标志性意义。铜期权是我国首个工业品期权，为企业提供了更加精细化的风险管理工具。铜期货已成为世界影响力最大的三大铜期货市场之一。

三、 上海期货交易所的交易

3.1 交易规则概要

上海期货交易所的交易规则体系包括《期货交易管理条例》、《上海期货交易所期货交易规则》、《期货交易所自律管理规则》和《上海期货交易所期货报价规则》等。

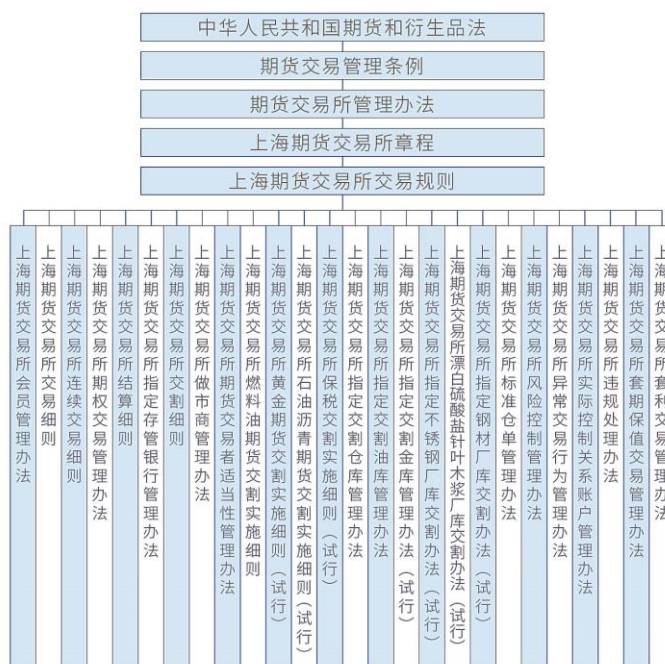


图 2：上海期货交易所的规章制度层级图

其中，上海期权交易所有一些具有一定亮点的交易规则或机制，整理如下：

- ▣ **平今平昨：**当日可开今仓/昨仓，或者同时开今昨仓，避免了大宗交易时，投资者需要多次开仓的情况；
- ▣ **支持多种报价模式：**支持包括现货对应期货报价、按照合约规则报价、按照期货交易所规定报价、综合报价等报价模式，满足报价需求；
- ▣ **支持多种交易模式：**支持包括指令式交易、实时订立式交易和撮合式交易。
- ▣ **支持多种风控机制：**包括持仓限制制度、保证金制度、涨跌停板制度、大户报告制度、强行平仓制度、风险警示制度等。
- ▣ **支持多种交割方式，严格交割流程：**支持包括现金交收、实物交收和投资者间交收等交割模式，满足交割需求；

3.2 交易合同

上海期货交易所的长久经营使之形成了一套完整的合同规范。合同基本条目包括：

- 1 **合同编号：**买单号和卖单号由期货公司生成，并由双方签字确认；
- 2 **交易标的物：**指定交易的标的物名称、交易量；
- 3 **交易价格：**指定交易的价格；
- 4 **交易结算：**指定交易结算时间（一般是 T+1），以及结算方式；

- 5 交易押金(保证金)：一般为总金额的 5%；
- 6 交收方式：指定交收方式，包括现金交收、实物交收和投资者间交收；
- 7 风险控制：指定风险控制措施，包括持仓限制、跳空、涨跌停板等；
- 8 争议解决：指定发生争议时，双方将采取何种方式解决。

如下图为上海期货交易所的一份典型的黄金期货交易合同，可以看到他们的合同约定条目繁多，包括交易月份、事件、品级、地点、保证金要求等待，体现了期货的合同规范化。

附件 1
《上海期货交易所黄金期货合约》
(修订案)

交易品种	黄金
交易单位	1000 克/手
报价单位	元 (人民币) /克
最小变动价位	0.02 元/克
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±3%
合约月份	最近三个连续月份的合约以及最近 13 个月以内的双月合约
交易时间	上午 9:00 - 11:30 , 下午 1:30 - 3:00 和交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份的 15 日 (遇国家法定节假日顺延，春节月份等最后交易日交易所可另行调整并通知)
交割日期	最后交易日后第一个工作日
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(具体质量规定见附件)。
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 4%
交割方式	实物交割
交割单位	3000 克
交易代码	AU
上市交易所	上海期货交易所

图 3：上海期货交易市场的一份合同

3.3 报价模式

在 3.1 节中，我们提到了上海期货交易所支持的现货对应期货报价、按照合约规则报价、按照期货交易所规定报价、综合报价 4 种基本报价模式，具体区别点可见表 2：

表 2：上海期货交易所常见 4 种报价模式对比

分类	定义	适用范围
现货对应期货报价	将期货价格与现货价格进行对应，以现货价格为基础，加上期货溢价或折价的方式确定期货价格。	商品期货市场 (如黄金、原油)

按照合约规则报价	按照期货合约规则进行报价，每个合约的报价规则不同，通常包括基差、交割地点、交割品质等内容。	农产品期货市场 (如豆粕、玉米)
按照期货交易所规定 报价	按照期货交易所规定的报价方式进行报价，包括集合竞价和连续竞价等方式。	所有的期货市场
综合报价	将多种报价方式进行综合，确定期货价格。 如股指期货市场中，综合考虑股票价格、利率、股息率等因素进行报价	大部分期货市场

总之，不同的期货市场和合约，其报价方式也会有所不同。投资者在进行期货交易前，需要了解相关合约的报价方式，以更好地把握市场价格走势和风险。

3.4 交易模式

在 3.1 节提到指令式交易、实时订立式交易和撮合式交易是三种上海期货交易所常用的交易模式。他们的定义和特点如表 3 所示。

表 3：上海期货交易所常见三种交易模式

分类	定义	特点
指令式交易	投资者向期货公司提交报价，期货公司接受报价并与客户签订合同	(1) 交易双方不需要在同一时间点进行交易； (2) 客户可以按照自己的意愿进行交易； (3) 客户可以自由选择交易价格。
实时订立式交易	双方在同一时间点均在线下期货市场签订交易合同	(1) 交易双方需要在同一时间点进行交易； (2) 双方只能按照市场价格进行交易； (3) 交易过程简单快捷。
撮合式交易	期货公司将买卖双方的报价进行撮合，完成期货合约交易的过程	(1) 双方可以在不同时间点进行交易； (2) 双方可以通过撮合的方式完成交易； (3) 双方可以根据自身的需要调整交易价格。

在课堂上所学的农夫和面包店的故事即可看作一个撮合式交易，这也是比较常见的交易方式。

3.5 风控机制

风险的分散是期货的一大显著且重要的特点。上海期货交易所具备如下的风险控制功能。在 3.1 节中，我们提到了上海期货交易所支持的多种风控机制，下面将以常见的几种风控机制作分析：

- **持仓限制：**期货交易所设定的最大持仓量，是投资者持有的期货合约的最大数量。有色金属系列的期货合约采用限制会员持仓和限制客户持仓、比例限仓和数额限仓相结合的办法，控制市场风险。某一月份合约在其交易过程中的不同阶段，分别适用不同的持仓限额，进入交割月份的合约的持仓限额从严控制。上海期货交易所的持仓量以千股为单位，最小持仓量为一手，最大持仓量为五万手。

铜、铝、锌、铅、镍、锡期货合约在不同时期的限仓比例和限仓数额规定									
	合约挂牌至交割月份		合约挂牌至交割月前第二月的最后一个交易日			交割月前第一月		交割月份	
	某一期货合约持仓量	限仓比例(%)	某一期货合约持仓量	限仓比例(%)和限仓数额(手)		限仓数额(手)		限仓数额(手)	
		期货公司会员		非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户	非期货公司会员	客户
铜	≥16万手	25	≥16万手	10	10	3000	3000	1000	1000
			<16万手	8000	8000				
铝	≥20万手	25	≥20万手	10	10	3000	3000	1000	1000
			<20万手	10000	10000				
锌	≥12万手	25	≥12万手	10	10	2400	2400	800	800
			<12万手	6000	6000				
铅	≥10万手	25	≥10万手	10	10	1800	1800	600	600
			<10万手	5000	5000				
镍	≥12万手	25	≥12万手	10	10	1800	1800	600	600
			<12万手	6000	6000				
锡	≥3万手	25	≥3万手	10	10	600	600	200	200

图 4：上海期货交易所关于常见金属的持仓比例、数额规定

- **保证金限制：**保证金是投资者参与期货交易时需要支付的费用。期货保证金是一种交易担保，设定最低保证金要求有助于减少履约风险。保证金比率随市场行情、到期事件以及合约特征的不同而不同。

有色金属系列期货合约上市运行不同阶段的交易保证金收取标准	
交易时段	交易保证金比例
合约挂牌之日起	5%
交割月前第一月的第一个交易日起	10%
交割月份第一个交易日起	15%
最后交易日前二个交易日起	20%

图 5：上海期货交易市场关于有色金属的保证金规定

- **涨跌停板制度：**规定期货交易市场上某一品种合约价格的涨跌幅度有限制，设定最大的涨跌幅度值，以减少大幅增长对期货合约双方的可能损失。其对市场价格稳定性也有一定帮助。
- **强行平仓制度：**当投资者未能及时履行期货合约义务时，市场将会强行平仓，以缩减投资者的持仓量。

这些风控制度的设立，有效控制投资者在期货市场的投机和套利行为，减少市场出现价格控制的情况，减少市场价格波动，维护了期货市场的公平性。

值得说明的是，这些风险控制机制只是为了减少违约风险，但是并不能减少系统风险。期货交易是一种高杠杆交易，也就是以相对较少的保证金进行交易，可以获得相对较大的收益。但是这种高杠杆也带来了高系统风险，因为投资者的损失也会相对较大。

3.6 交割管理与流程

交割管理是上海期货交易所对于期货到期后组织进行交易的一些管理措施。在合约最后交易日后，所有未平仓合约的持有者应当以实物交割方式履约。

交割方式主要分为三类现金交收、实物交收报价和投资者间交收报价，三者的主要区别在于他们的**支付方式**有所不同，具体区别点可见下表：

表 4：期货交割方式		
分类	支付方式	特点
现金交收	交易时立即付款	更加普遍
实物交收	交易时通过实物形式支付	需准备足量实物
投资者间交收	通过转账或其他方式支付	报价时间长

实物交割应当在合约规定的交割期内完成。上海期货交易所规定的交割流程如下：

- **第一交割日**
 - 1 买方申报意向。买方在第一交割日内，向交易所提交所需商品的意向书。内容包括品种、牌号、数量及指定交割仓库名等。
 - 2 卖方交标准仓单。卖方在第一交割日内通过标准仓单管理系统将已付清仓储费用的有效标准仓单交交易所。
- **第二交割日**
 - 1 交易所分配标准仓单。交易所在第二交割日根据已有资源，按照“时间优先、数量取整、就近配对、统筹安排”的原则，向买方分

配标准仓单。

- 2 不能用于下一期货合约交割的标准仓单，交易所按所占当月交割总量的比例向买方分摊。

- **第三交割日**

- 1 买方交款、取单。买方应当在第三交割日 14:00 前到交易所交付货款并取得标准仓单。
- 2 卖方收款。交易所应当在第三交割日 16:00 前将货款付给卖方，如遇特殊情况交易所可以延长交割货款给付时间。

- **第四、五交割日**

- 1 卖方交增值税专用发票。

同时，上海期货交易所制定了如下的交割细则，用以规定实物交割的具体要求，其中溢短限制了品类、磅差限制了重量

有色金属系列交割细则			
品种	交割单位	溢短	磅差
铜	25吨	每张标准仓单所列阴极铜的重量为25吨，溢短不超过±2%	不超过±0.2%
铝	25吨	每张标准仓单所列铝锭的重量为25吨，溢短不超过±2%	不超过±0.1%
锌	25吨	每张标准仓单所列锌锭的重量为25吨，实物溢短不超过±2%	不超过±0.1%
铅	25吨	每张标准仓单所列铅锭的重量为25吨，实物溢短不超过±2%	不超过±0.1%
镍	6吨	每张标准仓单所列电解镍的重量为6吨，实物溢短不超过±3%	不超过±0.1%
锡	2吨	每张标准仓单所列锡锭的重量为2吨，实物溢短不超过±3%	不超过±0.1%

图 6：上海期货交易所实物交割细则

对交割的限制规定，减小了期货交易路线中“最后一公里”的需求和潜在风险，规范了流程，使得整个交易形成完整闭环。

四、 关于中国期货的发展个人感悟

中国期货市场在过去几十年的发展中，经历了从无到有、从小到大、从单一品种到多元化等阶段，取得了巨大的成就。

首先，中国期货市场的发展离不开政策支持和市场需求。政府在监管和扶持方面发挥了重要作用，如推出了期货交易所和衍生品市场、设立了期货监管机构等，这些政策措施为期货市场的发展提供了有力保障。而市场需求则是推动期货市场发展的重要推手，随着中国经济的蓬勃发展和社会需求的不断增

加，期货市场的作用也越来越凸显。

其次，中国期货市场在发展过程中也面临着一些挑战和问题。其中，风险管理和市场监管是最为重要的问题之一。期货市场本质上是杠杆交易，投资者需要承担较大的风险，因此如何规避和管理风险是投资者和监管机构需要共同解决的问题。同时，市场监管也需要加强，防范市场操纵等不法行为，维护市场秩序和公平竞争。近年来，保证金制度、限仓制度的不断完善，使得中国期货的风险监管稳步提高。

成就的背后需要我们共同努力，包括产品的创新、制度的完善、市场的多元化有效化、国际交流的加强，使得衍生品市场能够更大程度上满足不同投资者需求，相信中国的期货市场会发展的越来越好。