Market Talks
教育中心

大宗商品 · 初级 · 第5课，共15课

期货如何运作

多头与空头、清算所、保证金与每日结算、杠杆，以及合约到期时会发生什么

阅读约13分钟　　8道测验题，附答案

大宗商品 · 初级 · 第5课，共15课

期货如何运作

一句话概括

期货合约是一份标准化协议，约定以今天确定的价格，在未来某个日期买入或卖出一种大宗商品。清算所站在每一位买方和卖方之间，双方都要缴纳保证金作为押金，盈亏每天以现金结算。由于保证金相对于合约价值很小，期货的杠杆很高。每份合约都会到期，不想进行交割的交易者必须及时平仓或展期。

关于未来价格的约定

期货合约在今天确定三件事：交易**什么**（大宗商品、等级和数量）、**何时**交易（交割月份），以及**以什么价格**交易。除价格以外，一切都由交易所规定，所以同一月份的所有合约都完全相同。交易者唯一要商定的就是价格。

- 买方持有**多头**。他同意按商定价格买入，所以市场价格上涨时他获利。
- 卖方持有**空头**。她同意按商定价格卖出，所以市场价格下跌时她获利。

卖出某种大宗商品的期货合约，并不需要你持有这种商品。做空和做多一样容易，这也是交易者使用期货的原因之一。每一个多头持仓都恰好对应一个空头持仓，所以所有多头的总盈利总是等于所有空头的总亏损，反之亦然。

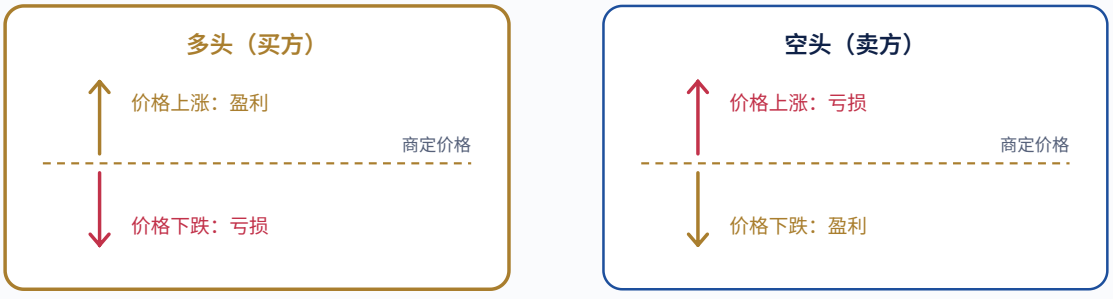


图1. 期货合约的买方持有多头，价格上涨时获利。卖方持有空头，价格下跌时获利。

居于中间的清算所

如果David同意三个月后向Emma买入黄金，他就必须相信Emma到时仍有能力交货，而Emma也必须相信David有能力付款。这种信任问题被称为**交易对手风险**。

期货交易所通过**清算所**来解决这个问题。交易一经撮合成交，清算所就成为David的卖方和Emma的买方。双方都不需要认识或信任对方，只需与清算所打交道。清算所则通过向双方收取保证金、每天结算盈亏来保护自己。CME Group、ICE和其他大型交易所都各自运营着自己的清算所。

这种结构是期货与差价合约的一大区别。交易差价合约时，经纪商是你的交易对手。交易期货合约时，你的交易对手是清算所。



图2. 清算所成为双方的交易对手，所以买方和卖方不需要相互信任。

保证金与每日结算

开立期货持仓时，你不需要支付合约的全部价值，而是缴纳**初始保证金**，这是一笔由交易所规定的履约保证金（你的经纪商可能要求更多）。每天收盘后，交易所为每份合约确定一个**结算价**，你当天的盈亏会以现金计入或扣出你的账户。这个每日进行的过程称为**逐日盯市**。

如果亏损使你的账户低于**维持保证金**这一较低水平，你就会收到**追加保证金通知**：你必须补入资金，使账户回到初始保证金水平，否则经纪商可以将你的持仓平仓。

举个例子。David以**$4,000**做多1份Micro Gold期货合约（10金衡盎司）。假设初始保证金为**$2,000**，维持保证金为**$1,800**。

日期	结算价	当日盈亏	结算后账户余额
开始	$4,000（入场）		$2,000
第1天	$4,030	+$300	$2,300
第2天	$3,950	-$800	$1,500：低于$1,800，追加保证金通知。David补入$500
第3天	$3,990	+$400	$2,400

金价每变动$1，一份10盎司的合约就变动$10。三天之后，金价比David的入场价低$10，所以他的总结果是-$100：他共投入$2,500，账户里有$2,400。请注意，尽管市场后来回升了，他在第2天仍不得不拿出额外的现金。

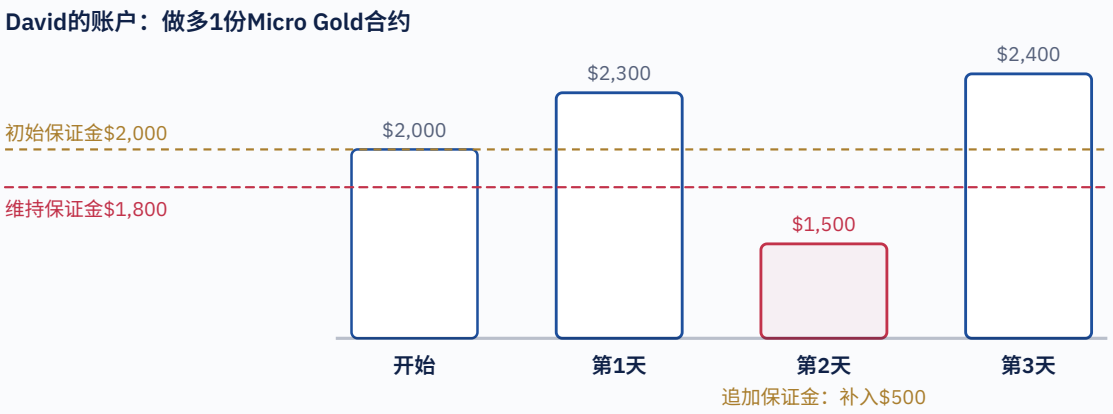


图3. 每日结算使David的账户余额上下变动。第2天账户跌破维持保证金，他必须补入$500。

杠杆：小额押金，巨大敞口

由于保证金只占合约价值的一小部分，期货的**杠杆**很高。很小的价格变动，就会占到你所投入资金的很大比例。

盈亏总是按合约的全部价值计算，而不是按保证金计算。要把全部价值视为你的持仓规模，并在此基础上决定你的账户能承受多大比例的风险。

例子：一份标准黄金合约

2026年10月5日，CME Group估计一份标准黄金期货合约（100金衡盎司）的价值约为**$415,710**，交易所保证金约为**$20,677**，约为价值的5%。

如果金价变动1%，这份合约的盈亏约为$4,157，约为**保证金的20%**。如果金价朝不利于持仓的方向变动5%，亏损约为$20,786，大致相当于**全部保证金**。黄金出现这种幅度的波动，几天之内就可能发生。

到期：实物交割还是现金结算

每份期货合约都有一个**最后交易日**。在此之后，合约以以下两种方式之一了结：

- **实物交割。**卖方交付真实的大宗商品，买方为其付款，交割在指定地点、按交易所规则进行。CME Group的标准WTI原油、黄金和玉米期货都采用实物交割。
- **现金结算。**没有货物易手。未平仓的持仓按最终价格了结，差额以现金支付。一些规模较小的合约，例如Micro WTI原油期货，就以这种方式结算。

对于实物交割的合约，交割流程可能在最后交易日之前就已开始。从**首次通知日**起，多头持仓者可能会收到交割通知，所以大多数经纪商会要求个人交易者在此之前平仓或展期。每份合约的规则都列出

了这些日期，第6课会加以说明。



图4. 到期时，合约要么以实物交割了结，要么以现金结算了结。

持有太久出了问题：2020年4月

关于到期最著名的一课来自2020年4月。封锁措施使全球石油需求急剧下降，而WTI原油期货的交割地点，俄克拉何马州Cushing的储油设施几乎已满。

2020年4月20日，也就是5月WTI合约最后交易日的前一天，仍持有多头持仓却无法接收交割的交易者争相卖出。由于几乎没有地方储存石油，买方要求对方付钱才肯接收。5月合约的结算价为**每桶-$37.63**，这是WTI期货37年前开始交易以来首次出现负价格。同一天，6月合约的结算价为**$20.43**。

这一课的意义并不在于石油可以“免费”。它说明期货合约是关于真实地点、真实货物的承诺。临近到期时，合约价格取决于谁能真正进行或接收交割。在那一天之前，大多数交易者和大多数基金早已转到了更远的月份。



图5. 2020年4月20日，即将到期的5月WTI合约结算价为-$37.63，而6月合约的结算价为$20.43。

平仓、展期与未平仓合约

大多数期货持仓都不会持有到期。持有多头的交易者只需卖出同一份合约即可平仓，持有空头的交易者则把它买回。若想持仓更久，交易者会进行**展期**：平掉即将到期的合约，并在更远的月份开立相同的持仓。两个月份之间的价差可能增加或减少回报，中级第1课和第2课会对此进行说明。

有两个数字可以显示期货市场有多活跃：

- **成交量**是一天内成交的合约数量。
- **未平仓合约**是一天结束时仍未平仓的合约数量。新的买方和新的卖方开仓时它会增加，已有持仓平仓时它会减少。

合约临近到期时，其未平仓合约会减少，下一个月份的合约则成为最活跃的合约。显示“连续”期货价格的图表会把这些月份连接起来，这就是它们有时在展期日出现跳空的原因。

这对交易者为何重要

- **按全部价值而不是按保证金确定仓位大小。**你的盈亏来自整份合约。交易之前，先弄清1%的变动折合多少美元。
- **留出备用资金。**亏损每天都会从你的账户中扣除。没有备用资金，一次暂时的不利变动就可能在市场回升之前迫使你出局。
- **留意日历。**弄清你持有的每份合约的首次通知日和最后交易日，及时平仓或展期。
- **确认图表显示的是哪个月份。**近月、连续和远月图表可能不同。确保你的分析与你交易的合约一致。

关键术语

多头（long）	价格上涨时获利的持仓。在期货中，合约的买方持有多头。
空头（short）	价格下跌时获利的持仓。在期货中，合约的卖方持有空头。
交易对手风险（counterparty risk）	交易的另一方未能付款或交货的风险。
清算所（clearing house）	在交易所中成为每一位卖方的买方、每一位买方的卖方，从而为交易提供担保的机构。

初始保证金（initial margin）	开立期货持仓所需的押金，由交易所规定。经纪商可能要求更多。
维持保证金（maintenance margin）	维持持仓所需的最低账户水平。低于这一水平时，会发出追加保证金通知。
追加保证金通知（margin call）	要求向已低于维持保证金的账户补入资金的通知。
逐日盯市（marking to market）	根据交易所每天的结算价，每天以现金结算盈亏。
首次通知日（first notice day）	实物交割合约的多头持仓者可能被通知接收交割的第一天。
未平仓合约（open interest）	一个交易日结束时仍未平仓的期货合约数量。也称持仓量。

要点总结

1. 期货合约在今天确定大宗商品、数量、等级、交割月份和价格。买方持有多头，价格上涨时获利；卖方持有空头，价格下跌时获利。
2. 清算所站在每一位买方和卖方之间，使双方无需信任对方。
3. 交易者缴纳初始保证金，盈亏每天以现金结算，账户低于维持保证金时会收到追加保证金通知。
4. 保证金只占黄金合约价值的5%左右，所以1%的变动约等于保证金的20%。始终按全部价值确定仓位大小。
5. 合约以实物交割或现金结算了结。要在首次通知日之前平仓或展期。2020年4月，5月WTI合约的结算价跌至-$37.63，显示了临近到期时可能发生的情况。

自我测验

请为每道题圈出一个答案。答案及解释在下一页。您也可以在 markettalks.info 在线完成此测验，并立即查看得分。

1. 一位交易者卖出一份原油期货合约。她持有什么持仓？什么时候获利？

A 多头；价格上涨时获利
B 空头；价格下跌时获利
C 空头；价格上涨时获利
D 在交割之前她没有持仓

2. 清算所的作用是什么？

A 为每笔交易定价
B 成为每一位卖方的买方、每一位买方的卖方，为交易提供担保
C 为交易者储存大宗商品
D 为交易者提供建议

3. 什么是初始保证金？

A 合约的全部价格
B 开立期货持仓所需的履约保证金
C 支付给交易所、永不退还的费用
D 一笔交易的利润

4. David做多1份Micro Gold合约（10盎司）。黄金的结算价比前一天低$80。他的账户会被扣除多少？

A $8
B $80
C $800
D $8,000

5. David的账户降到$1,500。他的维持保证金是$1,800，初始保证金是$2,000。会发生什么？

A 什么也不会发生，他账户里还有钱
B 他会收到追加保证金通知，必须补入约$500，否则持仓可能被平仓
C 交易所取消他的交易，他没有任何亏损
D 他必须接收黄金交割

6. 一份价值约$415,710的黄金期货合约需要约$20,677的保证金。如果金价朝不利于持仓的方向变动1%，大约会亏掉保证金的多少？

A 约1%
B 约5%
C 约20%
D 约100%

7. 为什么大多数经纪商要求个人交易者在首次通知日之前，对实物交割合约的持仓平仓或展期？

A 因为那一天之后价格不再变动
B 因为从那天起，多头持仓者可能必须接收真实大宗商品的交割
C 因为不再需要保证金
D 因为交易所会关闭

8. 2020年4月20日，5月WTI原油期货合约的结算价为-$37.63。主要原因是什么？

A 石油公司停止了生产
B 持有即将到期合约的交易者无法接收交割，而Cushing交割地点的储油设施几乎已满
C 交易所出现了定价错误
D 所有石油期货都连续几个月为负价

答案与解释

1 B

空头；价格下跌时获利

期货合约的卖方持有空头。她同意以固定价格卖出，所以当市场价格跌到这一价格以下时，她就获利。

2 B

成为每一位卖方的买方、每一位买方的卖方，为交易提供担保

交易一经撮合，清算所就介入双方之间，所以双方都不需要信任对方。清算所通过收取保证金和每天结算盈亏来保护自己。

3 B

开立期货持仓所需的履约保证金

初始保证金是一笔押金，而不是购买大宗商品的货款。它留在你的账户里，每天随你的盈亏而变化。

4 C

$800

10盎司的合约每变动$1价值$10，所以下跌$80的成本是80 × $10 = $800。

5 B

他会收到追加保证金通知，必须补入约$500，否则持仓可能被平仓

他的账户低于维持保证金，所以他必须补入$500，使账户回到$2,000的初始保证金水平，否则经纪商可能将他的持仓平仓。

6 C

约20%

$415,710的1%约为$4,157，大约是$20,677的20%。这就是杠杆的作用。

7 B

因为从那天起，多头持仓者可能必须接收真实大宗商品的交割

从首次通知日起，交割流程就可能开始。无法进行或接收交割的交易者，应在此之前退出合约。

8 B

持有即将到期合约的交易者无法接收交割，而Cushing交割地点的储油设施几乎已满

由于储油设施几乎已满，无法接收交割的即将到期5月合约持有者只能付钱让别人接收。同一天，6月合约的结算价为$20.43。

资料来源

- CFTC，中期工作人员报告：2020年4月20日及其前后NYMEX WTI原油期货合约的交易情况: https://cftc.gov/media/5296/InterimStaffReportNYMEX_WTICrudeOil/download
- CFTC，新闻稿8315-20（2020年11月23日）: https://www.cftc.gov/node/234886
- S&P Global Platts，因储存空间不足，NYMEX WTI结算价有史以来首次跌入负值（2020年4月20日）: https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/oil/042020-oil-futures-nymex-wti-falls-below-5b-to-all-time-record-low

- CME Group，黄金期货合约规格（名义价值和保证金估计，2026年10月5日）：https://www.cmegroup.com/markets/metals/precious/gold-futures.contractSpecs.html
- CME Group，原油期货合约规格: https://cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude_contractSpecs_futures.html
- NexusFi，CME微型大宗商品期货规格: https://nexusfi.com/a/instruments/cme-micro-commodity-futures

Market Talks

继续学习

下一课：第6课
读懂合约规格

本课属于 MARKET TALKS 教育中心的大宗商品课程。初级课程免费，每课都配有测验和可下载的PDF。中级和高级课程面向会员开放。

教育中心
从基本原理到高级主题的课程

市场分析
主要市场的技术面与基本面分析

报告
比特币、黄金、白银、SPX等

markettalks.info

Telegram @MARKET_TALKS

仅供教育用途。本文件的任何内容均不构成投资建议。© 2026 MARKET TALKS。欢迎在不作修改的前提下分享本PDF。