


徐凌 著

推出股指期货，是资本市场一项重要的基础性制度建设，对于完善市场功能，改善市场结构，健全资本市场内在稳定机制和风险对冲机制，具有十分重要的意义。


Guzhi Qihuo Touzi Celiue

股指期货投资策略

 中国金融出版社

股指期货投资策略

徐凌 著

 中国金融出版社

责任编辑：吕楠
责任校对：孙蕊
责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

股指期货投资策略 (Guzhi Qihuo Touzi Celüe) /徐凌著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5331 - 5

I. 股… II. 徐… III. 股票—指数—期货交易—基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 206896 号

出版 中国金融出版社
发行
社址 北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部 (010)63272190, 63270804 (传真)
网上书店 <http://www.chinafpm.com>
(010)63286832, 63362688 (传真)
读者服务部 (010)66070833, 82672183
邮编 100071
经销 新华书店
印刷 保利达印刷有限公司
尺寸 169 毫米 × 239 毫米
印张 13.75
字数 204 千
版次 2009 年 12 月第 1 版
印次 2009 年 12 月第 1 次印刷
定价 40.00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5331 - 5/F. 4891
如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序一

一个完整意义上的股票市场，应该包括股票发行的一级市场、股票交易的二级市场和管理股票市场风险的股指期货市场。这三个部分有机协调，构成一个不可分割、相伴共生的统一整体。一级市场实现了筹资，二级交易市场实现了资产的定价和资源的优化配置，而股指期货市场则实现了股票市场风险的分割、转移和再分配，保障了股票市场健康、持续发展。从实践上来看，全球大多数股票市场都是由这三部分组成的。有股票市场，就一定会伴生有股指期货市场。股指期货市场以期货交易方式复制了股票现货交易，建构了服务和服从于股票市场的影子市场，使股票市场风险变得可表征、可分割、可转移、可管理。有了这样一个虚拟的影子市场，犹如给原本单轨运行的股票市场铺设了另一条轨道，促进股票市场稳健运行。

近年来，中国证监会不失时机地施行一系列改革创新举措，使我国资本市场发生了转折性变化。特别是股权分置改革的顺利推进，解决了我国资本市场重大制度缺失。创业板的推出，逐步完善了多层次资本市场体系。在股票市场规模稳步扩大、市场总体运行平稳、市场化运行机制逐步建立健全的同时，我国股票市场需要解决的突出问题就是如何实现股票市场的长期稳定发展。从全球实践来看，股指期货是维护股票市场稳定的力量。

推出股指期货，是资本市场一项重要的基础性制度建设，对于完善市场功能，改善市场结构，健全资本市场内在稳定机制和风险对冲机制，具有十分重要的意义。平稳推出股指期货，将给我国股票市场带来三个方面的积极影响：一是抑制单边市，完善股票市场内在稳定机制。股指期货提供的做空手段和双向交易机制，增加了市场平衡制约力量，有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货，可替代在现货市场的频繁操作，增强持股信心。股指期货具有远期价格发现功能，一定程度上将引导现货交易，稳定市场预期，减少股票市场波动频率。二是提供

避险工具，培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不是消除股票市场风险，而是使股票市场风险变得可表征、可分割、可交易、可转移，进而起到优化市场风险结构，促进股票市场平稳运行的作用。此次金融危机中，股指期货市场成为了股票市场危急之时投资者规避系统性风险的首要选择，是市场风险转移的重要通道和出口。三是完善金融产品体系，增加市场的广度和深度，改善股票市场生态。发展股指期货等简单的、基础性风险管理工具，不仅能够完善我国金融产品体系，增加市场创新功能，提高市场运行质量，使得金融系统更加灵活、有效和富有弹性，也是保障金融资源配置的主动权，实现国家金融安全战略的重要选择。

如今，股指期货在国际金融市场已是一个非常成熟的产品，但在我国，还是一个新的事物，各方对它的认识和了解还需一个过程。因此，加强股指期货功能作用宣传、基础理论研究和实践策略分析，深化股指期货投资者教育工作，事关金融期货的功能发挥和长远发展。徐凌先生所著的《股指期货投资策略》一书，从理论与应用两个层面，对股指期货基本功能进行了研究，对套期保值、套利交易等具体策略进行了分析，这既有利于帮助广大投资者了解股指期货基本理论，熟悉投资策略，树立正确的参与理念和风险防范意识，也是推进投资者教育工作的有益实践。

中国金融期货交易所自成立以来，以科学发展观为指导，始终贯彻“高标准、稳起步”的方针，从强化市场基础性制度建设和保护投资者合法权益的角度出发，以打造风险管理平台、倡导风险管理理念为己任，开展了大量形式多样、覆盖面广的投资者教育工作。今后，我们希望和社会各界一起共担使命、携手努力，不断深化金融期货研究，持续深入开展投资者教育工作，努力建设一个结构合理、功能完善、安全高效、具有国际竞争力的金融期货市场，为推动资本市场健康稳定发展和国民经济持续健康发展做出积极贡献。

中金所总经理：朱玉辰
2009年12月18日

序二

1982年2月，美国堪萨斯期货交易所推出首个价值线指数期货合约，宣告了股指期货的诞生。五年后，美国发生了举世闻名的“87股灾”。一些市场人士往往以这次股灾后出台的“布雷迪报告”为依据，认为股指期货在金融市场动荡时会起着推波助澜的作用。但随着历史的推移和研究的不断深入，人们逐渐认识到，股指期货并非美国“87股灾”的罪魁祸首。在美国次贷危机引发的金融海啸中，股指期货发挥了非常积极的作用。每到危机的关键时刻，美国股指期货交易量就会大幅增加，不但为市场提供了充分的流动性，而且有效减缓了次贷危机对金融市场的冲击力度。

国外的成功经验表明，成熟的金融市场离不开股指期货。尽管我国目前尚没有确切的股指期货推出时间表，但令人深感欣慰的是，国内期货市场对股指期货的研究和准备仍不遗余力，且在这个过程中涌现出不少该方面的优秀管理人员和专家学者，徐凌先生就是其中的一位。为了更好地备战股指期货，徐凌先生对股指期货交易策略进行了深入的研究，本书即为这些研究成果的集中体现。本书侧重于应用型研究，对股指期货的三种主要交易模式——投机交易、套利交易和套保交易均进行了研究，并重点剖析了各种交易模式中的关键技术和风险控制方法，以期在股指期货上市后为投资者提供可借鉴的交易技巧与交易策略，使股指期货的研究更贴近实际交易。应该说，本书的出版为广大投资者提供了一本非常有价值的参考资料。我相信，通过本书的出版，必将为拓展我国期货从业人员素质，丰富广大读者的股指期货知识起到积极的推动作用。

海通证券股份有限公司董事长：



2009年12月20日

目 录

第 1 章 导论	1
第 2 章 股指期货的产生、发展及主要功能	11
2.1 金融创新与金融衍生工具	11
2.2 股指期货的产生与发展	16
2.3 股指期货市场的主要功能	19
2.3.1 风险规避功能	19
2.3.2 价格发现功能	20
2.3.3 其他附加功能	20
2.3.4 股指期货在我国证券市场中的特殊功能	22
2.4 国内外股指期货的研究现状	24
2.4.1 国外学者对股指期货的研究现状	24
2.4.2 国内学者对股指期货的研究现状	28
第 3 章 股指期货交易目的、交易行为及 在中国发展的特殊性	33
3.1 不同类型投资者的交易目的、 交易行为与交易策略	33
3.1.1 套期保值者与风险规避	35
3.1.2 投机者与面对的高风险高收益	36
3.1.3 套利者与面对的低风险稳健收益	37
3.2 中国金融市场结构变迁路径与金融市场结构特点	38
3.2.1 中国金融市场结构变迁的路径	38
3.2.2 中国金融市场结构的特点和存在的问题	40
3.3 国内金融环境下股指期货交易策略的特殊性	46
3.3.1 交易制度差异与国内交易策略特殊性	46
3.3.2 市场投资者结构差异与国内交易策略特殊性	50

3.3.3 金融产品结构差异与国内交易策略特殊性	52
3.4 改善股指期货市场交易环境的政策建议	53
第4章 股指期货市场的价格发现及对现货市场的影响	58
4.1 股指期货市场价格发现功能的内涵及应用	58
4.2 股指期货对现货市场价格波动性的影响	60
4.3 股指期货交易与现货市场波动关联性的实证研究	64
4.3.1 研究方法与数据	64
4.3.2 实证分析结果	66
4.4 股指期货上市对不同投资者结构的 现货市场短期影响分析	73
4.4.1 香港衍生产品市场	73
4.4.2 台湾衍生产品市场	79
4.4.3 对比分析	82
4.5 本章主要结论	82
第5章 股指期货套利交易与策略研究	85
5.1 股指期货定价理论	85
5.1.1 完美市场条件下股指期货定价	85
5.1.2 不完美市场条件下股指期货定价	86
5.2 股指期货套利类型与流程设计	89
5.2.1 股指期货套利的类型	89
5.2.2 股指期货套利流程设计	91
5.3 股指期货套利交易策略	92
5.3.1 股指期货期现套利的交易策略	92
5.3.2 期现套利的交易策略分析	95
5.3.3 股指期货跨期套利的交易策略	99
5.4 行业筛选与现货组合指数跟踪效果的实证分析	102
5.4.1 研究方法和数据	102
5.4.2 现货组合的指数误差追踪分析	104
5.4.3 ETF 基金与股指期货的套利 过程与交易策略	111

第 6 章 现货市场风险规避与套期保值策略	117
6.1 套期保值的概念与基本特征	117
6.2 套期保值理论的发展	120
6.2.1 传统套期保值理论	120
6.2.2 选择性套期保值理论	121
6.2.3 现代套期保值理论	122
6.3 最优套期保值比率估计、预测 与套保绩效衡量方法	122
6.3.1 最优套期保值比率的估计方法	122
6.3.2 最优套期保值比率的预测方法	125
6.3.3 套期保值绩效的衡量方法	128
6.4 基于香港恒生指数期货最优套保比率的实证分析	128
6.5 基于 A 股沪深 300 指数最优套保 比率预测的实证分析	134
6.5.1 样本选择与数据处理	134
6.5.2 实证分析	134
6.6 套期保值交易策略	141
6.6.1 多头套期保值	141
6.6.2 空头套期保值	142
6.7 本章主要结论	143
第 7 章 股指期货交易风险度量与管理策略	145
7.1 股指期货交易风险类型与度量方法	145
7.1.1 股指期货交易风险类型	145
7.1.2 股指期货交易风险的度量方法	147
7.2 VaR 技术在股指期货交易风险管理中的应用	150
7.3 基于 S&P500 指数期货和恒生指数期货的 风险管理实证研究	152
7.3.1 研究方法和数据	152
7.3.2 实证分析结果	153
7.3.3 VaR 估计结果	156
7.3.4 股指期货风险管理策略应用	159

7.4 基于 HS300 股指期货仿真交易数据的实证研究	160
7.4.1 数据与实证分析结果	160
7.4.2 VaR 估计结果	163
7.5 本章主要结论	164
第 8 章 股指期货在基金管理中的应用	166
8.1 股指期货在开放式基金中的应用	167
8.1.1 我国开放式基金发展状况	167
8.1.2 我国开放式基金的风险分析	169
8.1.3 开放式基金对股指期货的运用与风险控制	171
8.2 LOF 基金构建 Alpha 组合策略研究	172
8.3 股指期货在封闭式基金中的应用	176
8.3.1 封闭式基金与开放式基金	176
8.3.2 封闭式基金与股指期货的对冲套利策略	177
8.4 利用股指期货开发 130/30 基金	181
8.4.1 130/30 基金简介	181
8.4.2 130/30 的投资方法：数量方法的优势	183
8.5 可转移 Alpha 策略	186
第 9 章 本书的主要结论	191
参考文献	201
后记	208

第 1 章

导 论

期货市场的发展历史可向前推到 16 世纪的日本，不过直到 1848 年美国芝加哥期货交易所（CBOT）正式成立后，期货交易才算迈入有组织的时代。在期货市场 150 余年的历史中，最重要的一个里程碑即是 1972 年 5 月 16 日，芝加哥商业交易所（CME）的国际货币市场（IMM）推出外汇期货合约（Foreign Currency Futures），这标志着金融期货这一新期货类别的诞生，从而掀起一个期货市场发展的黄金时代。

与外汇期货、利率期货和其他各种商品期货一样，股票指数期货同样是顺应人们规避风险的需要而产生的，而且是专门为人们管理股票市场的价格风险而设计的。第二次世界大战以后，以美国为代表的发达市场经济国家的股票市场取得飞速发展，上市股票数量不断增加，股票市值迅速膨胀。以纽约股票交易所为例：1980 年其股票交易量达到 3 749 亿美元，是 1970 年的 3.93 倍，日均成交 4 490 万股，是 1960 年的 19.96 倍；上市股票 337 亿股，市值 12 430 亿美元，分别是 1960 年的 5.185 倍和 4.05 倍。股票市场迅速膨胀的过程，同时也是股票市场的结构不断发生变化的过程。第二次世界大战以后，以信托投资基金、养老基金、共同基金为代表的机构投资者取得快速发展，它们在股票市场中占有越来越大的比例，并逐步居于主导地位。机构投资者通过分散的投资组合降低风险。然而进行组合投资的风险管理只能降低和消除股票价格的非系统性风险，而不能消除系统性风险。随着机构投资者持有股票的不断增多，其规避系统性价格风险的要求也越来越强烈。

看到了市场的需求，堪萨斯城市交易所在经过深入的研究、分析之后，在 1977 年 10 月向美国商品期货交易委员会提交了开展股票指数期货

交易的报告。但由于商品期货交易委员会与证券交易委员会关于股票指数期货交易管辖权存在争执，另外交易所也未能就使用道·琼斯股票指数达成协议，该报告迟迟未获通过。直到1981年，新任商品期货交易委员会主席非利浦·约翰逊和新任证券交易委员会主席约翰·夏德达成协议，明确规定股指期货合约的管辖权属于商品期货交易委员会，才为股指期货的上市扫清了障碍。到1982年2月16日，堪萨斯城市交易所开展股指期货的报告终于获准通过。之后，该交易所推出了道·琼斯综合指数期货合约的交易。交易一开市就很活跃，当天成交近1800张合约。此后，在4月21日，芝加哥商业交易所推出了S&P500股指期货交易，当天交易量就达到3963张。日本、中国香港、英国伦敦、新加坡等地也先后开始了股票指数的期货交易，股指期货交易从此走上了蓬勃发展的道路。目前，股指期货已发展成为最活跃的期货品种之一，股指期货交易也被誉为20世纪80年代“最激动人心的金融创新”。

回到国内证券期货行业的发展，与经济发展同步，中国金融业的发展也滞后于西方发达国家的步伐。我国证券市场和期货市场在美国股指期货推出后几乎十年的时间，才正式尝试性推出。1990年11月26日，经国务院授权，由中国人民银行批准建立的上海证券交易所正式成立，这是新中国成立以来内地的第一家证券交易所。12月1日，深圳证券交易所开业。同时，在考察、研究国外期货市场发展历史经验的基础上，经过反复论证，决定先从农产品开始进行期货试点。1990年10月，郑州粮食批发市场成立，其后，中国的各种期货交易所大量涌现，最多时达50多家，并经过盲目发展—整顿—规范发展的历程。

在20世纪90年代初期货市场如雨后春笋般出现后，大量期货品种短暂涌现，这段时间股指期货在我国也曾有过一段尝试。1993年3月，海南证券交易中心率先开设了深圳股指期货交易，同年4月，海南期货交易所也开展了深圳股指期货交易。海南股指期货交易虽然交易量有限，历时也很短，但对于我们现在研究如何发展股指期货这一衍生品种，仍具有一定的借鉴意义。

1992年，海南省政府在研究海南省的经济发展问题时，提出要发展金融市场，建立金融改革、开放的试验区。基于这一思路，并依据1990年国务院转发人民银行的一份文件中提到要发展“各种衍生品种”，当地政府决定要尝试国外已经比较成熟、国内还未做过的金融品种，最终选择了国际市场上发展前景比较大的股指期货。

随后，海南证券交易中心向中国人民银行海南省分行上报了两份报告，一份是开设股指期货的报告，另一份是申请由中国人民银行海南省分行作为股指期货交易结算行的报告。两份报告中，中国人民银行海南省分行未批准前者，但批准了后者。海南证券交易中心即以此为依据，从1993年1月开始筹备股指期货交易。1993年3月，海南证券交易中心深圳股指期货交易正式挂牌。在这期间，海南期货交易所也在积极筹备股指期货，并于同年4月正式开始交易。

海南股指期货交易开创了我国开设股指期货的先河，为发展金融期货市场作出了很有意义的尝试。现在看来，海南股指期货合约的设计还是基本合理的，在风险控制方面也采取了一些比较有效的措施，如采取“先交钱、后交易”的结算制度，杜绝了透支行为的发生；严格会员资格，只有资本金达到1500万元以上、连续2年盈利、缴纳50万元或20万元的风险基金、信誉良好的公司，才有资格申请成为结算会员或非结算会员。在持仓限额和逐日盯市方面也比较严格，因此，在其交易过程中并未出现穿仓漏仓之类的风险事件，市场运行比较平稳。

股指期货开市之初，由于投资者当时不了解这一衍生工具，成交清淡，日成交量最高仅百余手。但在1993年9月，平安保险公司深圳福田营业部在开通了两天海南深圳指数期货后，出现大户联手交易，有意打压股价指数的行为，因而宣布停止交易。国家考虑到当时开展股票指数期货交易会加大市场的投机性，不利于培养投资者的投资意识和股票市场的健康发展，因此停止了海南股指期货的交易。

在当时的市场条件下，推出股指期货显然是一种超前行为，而海南在推出股指期货之前并未得到国家主管部门的正规批文，属于地方的越权审批，在对期货市场规范整顿的大势之下，关闭尚不成熟的海南股指期货应属必然之举。海南股指期货的运作表明，股指期货的风险并不十分可怕，只要做到合理地设计和规范地监管，股指期货市场完全能够平稳地运行。

从国际经验来看，证券市场发展到一定规模，走出原始成形期后，股指期货交易应该而且可以建立。股指期货是否推出，关键看基本条件能不能满足，即市场达到一定规模并产生避险需求、法律法规、技术条件、人员素质等。目前，我国已基本具备了开展股指期货的条件，主要有以下8个方面。

1. 我国股票市场经过十年的发展，已具备了一定的规模

股票指数期货市场建立，有赖于一定规模基础的市场。如果市场规模太小，投机者可以利用资金操纵股价，拉升或压低股票指数，从而在股票指数期货市场获取暴利，出现了诸如 1993 年海南股指期货的违规事件。我国的股票现货市场，截至 2007 年底，沪深股市总市值达到 32.7 万亿元人民币，上市公司的数量达到 1 550 家，是世界第四大股票市场（前三名分别是美国、日本和英国）。如果按照 11% 的经济增长速度计算 2007 年的 GDP，2007 年股票市值占 GDP 的比例已经达到 140%，而这一比率在 2000 年不足 50%。由此可见，我国股票市场的发展是十分迅速的，而且也具备了一定的基础，市场受操纵的可能性大大减少，为我国开展股票指数期货市场奠定了基础。

2. 我国股票市场产生了强烈的避险需求

规避风险是股指期货产生的直接原因。以美国为例，1980 年底，美国公众手中所持股票市值已达 14 000 亿美元，股票种类有 5.5 万种之多。1981 年，里根政府为抑制通货膨胀，实行强硬的紧缩政策，利率居高不下，最高时达 21.5%，使股票市场受到沉重打击，许多投资者在股市中损失惨重。1981 年第三季度，纽约证券交易所及场外交易所经营的股票几乎 90% 下跌，纽约证券交易所中 17 种股票下跌的市价达 10 亿美元以上，而场外交易市场上 NASDAQ 综合指数下跌了 15.56%。正是在此背景下，股指期货作为避险工具应运而生。目前，我国股市高达 65.7% 的系统性风险正是股指期货产生的前提条件。

3. 股票市场日益规范

20 世纪 90 年代初，由于我国证券市场尚处于摸索阶段，规制和监管不完善，出现了各种操纵市场现象，严重影响了证券市场的健康发展。1992 年成立国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会后，监管力度得到加强，先后制定和实施了一系列法律法规，如《股票发行与交易管理暂行条例》、《中国证监会关于发布〈公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）〉的通知》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》和《证券市场禁入暂行规定》等。1999 年 7 月 1 日《证券法》的实施，标志着我国的证券市场从试点阶段进入了在法制化的基础上规范发展的新阶段。而《期货交易管理暂行条例》也于 1999 年 9 月 1 日实施，两部大法的实施将有效地阻止投机者在股票市场和期货市场上操纵市场、进行内幕交易、传播虚假消息等不法行为，使我国的股票市场和期货市场在“公开、公

平、公正”的原则下健康发展，也为我国上市股指期货交易提供了法律保障。

4. 机构投资者的发展和壮大，提供了相当规模的套期保值者和投机者

中国证监会从1999年下半年开始便加大了培育机构投资者的力度：9月8日宣布国有企业、国有控股企业和上市公司可投资证券二级市场；10月26日，国务院批准保险公司可通过购买证券投资基金间接入市；1999年总共有12家证券公司获准增资扩股；2000年7月末，中国人民银行连续颁布了《企业集团财务公司管理办法》和《金融租赁公司管理办法》，为财务公司和租赁公司的入市打开大门；另外，中国证监会秘书长屠光绍在亚太金融学会第七届年会上表示，条件成熟时将允许保险公司设立保险基金管理公司，将筹集到的保险资金投资于证券市场，同时积极准备加快进行开放式证券投资基金试点。可见，为保证我国证券市场的健康稳定发展，避免股票市场的急剧波动对经济发展造成负面影响，机构投资者的发展得到了重视和推进。

5. 技术条件

股票指数期货不同于股票现货市场，其实际运作过程中并不需要真正的实物——股票，只涉及交纳一定的保证金，在到期日之前进行反方向抵消或在到期日进行现金结算。由于交易品种只有一个并只涉及每日现金结算，所以，在现有结算程序的基础上，可以通过证券交易所、经纪商及银行系统的合作，高效率、低成本地完成这一过程。目前，我国的计算机技术、卫星技术、通信水平等硬件设施将赶上甚至超过世界先进水平，股市的交割清算系统运行也越来越正常。

6. 从业人员素质的提高为股指期货上市提供了保证

据有关的调查和估计，目前，我国期货业从业人员80%以上具有大学学历，硕士和博士也占有相当大的比重。这些高学历的优秀人才，同我国期货交易的实际相结合，造就了一批期货理论专家和高级操盘手，这些人是我国期货业的宝贵财富。期货业从业人员资格认定制度实行后，期货从业人员素质将再迈上一个新台阶。

7. 证券市场监管水平的提高为股指期货的推出创造了相关市场条件

我国曾经在外汇期货、国债期货、股指期货上都做过尝试，在“八·七股灾”、东南亚金融危机中也得到了很多启示，期货交易的巨大风险性已逐步为人们所认识，“风险控制是期货交易的生命线”成为期货

界的共识。近几年来，随着我国的证券监管体系逐渐理顺和《证券法》的颁布，“依法治市”的精神也已深入人心。在我国期货市场上，证监会通过督促交易所完成会员制改造，完善交易所的交易规则，审定交易品种，对经纪公司进行重新审批，严肃处理市场违规行为等活动加强了风险控制；交易所则通过完善交易规则，对交易进行严密监控，建立风险预警系统等大大丰富了控制市场风险的手段，有效地加强了对期货交易风险的控制。此外，我国已与很多证券市场比较发达的国家和地区签订了《证券期货监管备忘录》，加强了同其他国家与地区在证券、期货监管方面的交流和合作。

8. 后发性利益的优势使我国有丰富的国际经验可供借鉴

股指期货是西方金融期货市场中发展最晚但又是最为成功的品种之一，自1982年股指期货在美国取得成功之后，许多国家和地区先后成功地开设了各自的股指期货交易，积累了许多宝贵经验，尤其是股指期货发源地美国与我国香港地区和台湾地区的经验，值得我们借鉴。中国可充分发挥“后发性利益”的优势，借鉴它们在交易、交割、清算规则、风险监控体系以及合约设计等方面的成功经验，使我们在推出股指期货之初就建立在高起点的规范市场的基础之上。

金融衍生产品是金融市场发展到一定程度的必然产物。我国股票市场经过十几年的发展，取得了举世瞩目的成绩。随着我国资本市场改革步伐的加快，对证券市场高效性也提出了更高的要求。目前，快速扩容虽然增强了市场广度，但金融工具单一，市场深度明显不足：投资者结构也因机构投资者的入市缺乏避险工具而难以得到优化。加入世界贸易组织后，开设股指期货这一衍生产品更显迫切。目前，我们推出股指期货的必要性主要体现在以下几个方面：

1. 回避股市系统性风险，保护投资者利益

股票市场的风险分为两种，即系统性风险和非系统性风险。系统性风险，是指整个市场上所有股票的市场价格波动风险，即无论投资者手中持有哪种股票或多少种股票，若整个市场上所有的股票一起跌价，投资者肯定会受到损失；非系统性风险，是指投资者可以选择投资组合加以避免，也就是选择相关性较小的不同股票进行买入，以将不同股票各自承担的风险进行对冲和抵消。一般来说，国外成熟股票市场的系统性风险占整个市场风险的35%，非系统性风险占整个市场风险的65%，而我国股票市场的系统性风险则高达65.7%（见表1-1）。自1990年中国

股票市场成立以来,过度投机行为使股市行情总是处于大起大落。市场投资者在单边下跌的形势下,系统性风险根本避无可避,他们要么断臂斩仓,要么深度套牢,此时,为降低风险,投资者采用最佳的方法便是在股市明显下跌之前卖出股票套现,而这种行为一旦普遍化,则使股市波动的幅度和频率进一步加大。这种短期化的投资行为,使投资环境和上市公司的筹资环境趋于恶化,不利于中国股市的长远健康发展。可见,规避高比重的系统性风险已成为我国股票市场发展必须解决的问题。推出股指期货,投资者就可通过买卖相应数量的期指合约以对冲风险、锁定利润,达到套期保值的效果,确保投资收益。

表 1-1 各国股市系统性风险占总风险的比例

国家	美国	英国	法国	德国	加拿大	瑞士	中国
系统性风险 (%)	26.8	34.5	32.7	36.8	20.0	23.9	65.7

资料来源:张人骥:《上海股市系统性风险分析》,载《申银万国证券研究》,1998(3)。

2. 活跃中国股票市场,充分发挥股市经济“晴雨表”的作用

国外学者通过大量实证研究表明,股指期货价格一般领先股票现货市场的价格,并有助于提高股票现货市场价格的信息含量。由于期指市场上聚集了大量的各种信息,价格是投资者、投机者和套利者根据其其对宏观经济、市场走势的整体判断而形成的,因此,其市场均衡价格足以反映市场股票指数在未来的价格走势,股票市场充分发挥了国民经济“晴雨表”的作用。此外,开展股指期货交易,有利于吸引场外投资资金的入市,特别是大资金如保险资金、社保资金、外资等的入市,拓宽股市资金来源,促进股市资金的放大,满足广大投资者的投资需求,提高股市的社会参与程度,增加股市的流动性,从而促进股市的持久活跃。

3. 有利于丰富投资工具,创造性培育机构投资者

衡量一国证券市场的市场化程度,一个重要的指标就是看市场的投资主体结构。在不成熟的证券市场中,往往是散户占很大的比重而投机气氛浓郁。由于市场的不成熟,少量的机构投资者以自身的资金、信息与人才等绝对优势操纵市场,而大量的散户投资者只能跟风“追涨杀跌”,跟庄与做庄成为市场的主流投资理念,股市成了投机博弈的场所。这样一来,市场抗击风险的能力极低,理性的价值投资也很少,证券市场的投资功能、筹资功能、转制功能、资源配置功能就不能得到更好的发挥。而在成熟的证券市场上,大量机构投资者的存在,市场操纵的现