

· 股指期货知识系列丛书 ·



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

朱玉辰 主编

股指期货套保与套利

Stock Index Futures
Hedging and
Arbitrage

方世圣 著

中国金融出版社

股指期货套保与套利

方世圣 著

图书在版编目(CIP)数据

股指期货套保与套利/方世圣著. —上海: 上海远东出版社, 2010

(股指期货知识系列丛书/朱玉辰主编)

ISBN 978-7-5476-0190-7

I. ①股… II. ①方… III. ①股票—指数—期货交易—基本知识 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 091880 号

责任编辑: 元 东

封面设计: 李 廉

版式设计: 李如琬

责任制作: 李 昕

股指期货套保与套利

著者: 方世圣

出版: 上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址: 中国上海市仙霞路 357 号

邮编: 200336

网址: www.ydbook.com

发行: 新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版: 南京前锦排版服务有限公司

印刷: 上海市印刷二厂

装订: 上海张行装订厂

版次: 2010 年 7 月第 1 版

印次: 2010 年 7 月第 1 次印刷

开本: 710 × 1000 1/16

字数: 138 千字

印张: 12.5 插页 1

印数: 1—8000

ISBN 978-7-5476-0190-7/F · 421 定价: 30.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话: 62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话: 021-62347733-8555

总 序

经过多年深化改革和不断扩大对外开放,我国国民经济持续健康稳定发展,资本市场迎来了重要的发展机遇期。随着国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的贯彻落实,以及各项改革发展工作的不断深入,资本市场发生了转折性变化:规模明显扩大,功能有效发挥,运行规范性与运行质量大幅提高,逐步呈现国民经济“晴雨表”的作用,为资本市场的创新发展打下了坚实基础。

积极稳妥地发展股指期货等金融期货市场,既是资本市场进一步深入发展的客观需要,也是市场各类投资者进行风险管理的迫切要求,对完善市场结构、丰富交易品种、加快金融体制改革、增强国民经济的抗风险能力具有重要意义。从全球经验来看,股指期货的突出作用和根本生命力在于:为市场提供了保值避险的工具,增加了做空交易机制,使股票市场的系统风险能被有效分割、转移和再吸收,从而为市场提供风险出口,在日常波动中化解市场风险,在动态调节中维持金融平衡,增强市场整体的弹性和灵活性,促进市场实现健康、持续、稳定发展。股指期货推出后,还将产生创新示范效应,引发系列金融创新,不断丰富金融产品,增强市场机构差异化竞争活力,开启金融市场自主创新的新时代,促使金融产品多元化、投资策略多样化、竞

争模式多层次化的金融生态环境早日形成。

同时,必须充分认识到,在推进资本市场改革、创新、发展过程中,随着我国参与经济全球化竞争程度的不断提高,我国经济和金融市场与国际市场的联系变得更加密切,我国资本市场发展正面临日益错综复杂的外部经济金融环境。而且,我国资本市场发展的基础尚不牢固,夯实市场发展基础,防范和化解风险,是我们必须面对的一项长期艰巨的任务。在这种情况下发展金融期货市场,必须深入贯彻落实科学发展观,时刻保持清醒冷静的头脑,适时总结历史经验教训,充分借鉴国际成熟经验,准确把握资本市场尤其是股指期货市场的内在发展规律及我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征,深刻认识股指期货等金融衍生品的产品属性,把加强风险控制和强化市场基础性制度建设一以贯之地放在战略性高度,按照“高标准、稳起步”的要求,扎实做好各项筹备工作。

在各项工作中,持续深入地开展投资者教育工作是重中之重。国际经验充分表明,构建健康稳定的金融期货市场,离不开成熟理性的市场投资者。我国资本市场发展时间不长,相当数量投资者的风险意识淡薄,投资理念尚不成熟。因此,需要进一步提高对投资者教育重要性的认识,从认识风险、揭示风险和防范风险入手,高度重视投资者教育工作,积极构建层次丰富、覆盖面广的投资者教育体系,进一步提高投资者教育的针对性和有效性,做到“把风险讲够,把规则讲透”,切实增强投资者的自我保护意识、法律意识和风险防范能力,牢固树立起“买者自负”的意识。这既是保护投资者合法权益的重要内容,也是加强市场基础建设的重要内容,更是推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作,关系到金融期货市场的平稳运行、功能发挥

及长远发展。

为了进一步推进投资者教育工作,中国金融期货交易所组织编写了“金融期货投资者教育丛书”。这套丛书面对的是广大普通投资者,力求以内容详尽、深入浅出、生动活泼、通俗易懂为特色,重点宣传“一个有足够知识准备的投资者,才是真正受保护的投资者”的理念。其主要内容:一是向广大投资者介绍金融期货基础知识和基本操作;二是帮助投资者认识金融期货的风险,提高风险防范能力;三是探讨金融期货市场发展过程中的热点问题;四是加强投资者的自我保护能力。相信本丛书的出版,能够给广大投资者提供必要的信息和有益的借鉴,从而对我国股指期货市场的发展起到良好的推动作用。

A handwritten signature in black ink, reading '刘洪伟' (Liu Hongwei), enclosed in a thin rectangular border.

2008年6月

主编的话

一个完整意义上的股票市场,应该包括股票发行一级市场、股票交易二级市场和管理股市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。股票发行一级市场实现筹资,股票交易二级市场实现资产定价和优化配置,而股指期货市场则实现股市风险的分割、转移和再分配,以保障股市健康、持续发展。从其实践来看,全球大多数股票市场都是由这三个部分组成的,只要有股票市场,就一定会伴生股指期货市场。股指期货市场以期货交易方式复制现货交易,构建了服务和服从于股票市场的影子市场,使股市风险变得可表征、可分割、可转移和可管理。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增加了一条轨道,有助于股市更加健康、稳定和可持续发展。

近年来,中国证监会不失时机地施行一系列改革创新举措,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上的重大制度缺失;创业板的推出,则成为多层次资本市场体系建设的重要举措。在股票市场规模稳步扩大、市场总体继续保持平稳运行、市场化运行机制逐步建立健全的同时,需要解决的突出问题是股票市场的长期稳定发展问题。从全球实践来看,股指期货是维护股票市场稳定的积极力量。

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、健全资本市场的内在稳定机制和风险对冲机制具有重要意义。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,降低市场波动幅度;机构投资者利用股指期货替代现货频繁操作,增强稳定持股的信心;股指期货的远期价格发现功能,能够引导现货交易,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。推出股指期货不是要消除股市风险,而是要使股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移,进而起到优化市场风险结构、保护股票市场稳定运行的积极作用。从金融危机表现来看,股指期货市场成为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、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,股指期货还是一个新事物,各方面对它还有一个学习和了解的过程。作为股票市场必不可少的风险管理工具,股指期货专业性强、波及面广、传导迅速、具有杠杆特性,是一把“双刃剑”,使用不当也可能带来新的风险。保护投资者特别是公众投资者的合法权益,是资本市场各项工作的出发点和落脚点。

一个有足够知识准备的投资者,才是真正受保护的投资者。因此,金融期货投资者教育工作的成效如何,事关金融期货的平稳推出、功能发挥和长远发展,是各项准备工作的重中之重。

自成立以来,中国金融期货交易所以科学发展观为指导,始终贯彻“高标准、稳起步”的要求,积极学习借鉴境外衍生品市场的成熟做法,认真总结国内商品期货市场的发展经验,全面扎实地开展了一系列股指期货上市的准备工作。结合我国资本市场新兴加转轨的阶段性特征,中国金融期货交易所认真分析和正确认识股指期货市场的内在发展规律和产品特性,充分借鉴国际经验和教训,并把风险防范放在突出重要位置。本着“把规则讲透、把风险讲够”的原则,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,开展了大量形式多样、覆盖面广的投资者教育工作,帮助广大投资者了解股指期货产品特性,熟悉交易所规则,树立正确的市场参与理念和风险防范意识。

成熟理性的投资者是市场内在的约束力量,也是市场健康发展的重要基础之一。广泛开展投资者教育,绝不是权宜之计,而是今后推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作。中国金融期货交易所将以打造风险管理平台、倡导风险管理理念为己任,针对市场运行的新情况、新特点,持续深入地开展投资者教育工作,建立完善投资者教育工作的长效机制,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作出积极的贡献。



2009年12月

目 录

总序	刘鸿儒	1
主编的话	朱玉辰	1
第一章 股指期货简介		1
第一节 股指期货的特性 / 7		
第二节 股指期货合约的主要条款 / 11		
第三节 市场参与者与基本操作模式 / 16		
第四节 股指期货的主要优势 / 19		
第五节 股指期货功能的探讨 / 21		
第二章 系统性风险的规避		
——股指期货套期保值		25
第一节 定义与基本原理 / 27		
第二节 市场系统性风险 / 30		
第三节 套期保值原理 / 31		
第四节 套期保值操作实例 / 34		
第五节 套期保值比率的确定 / 37		
第六节 利用股指期货构建市场中性组合 / 42		
第七节 套期保值的另一种工具——期权 / 46		

第三章	套期保值也有风险	65
第一节	套期保值操作流程实务 / 67	
第二节	风险与因应之道 / 71	
第四章	对冲基金如何运用股指期货	79
第一节	对冲基金的主要类型与运用策略 / 82	
第二节	股指期货的应用方式 / 93	
第五章	股指期货的套利交易——理论篇	101
第一节	股指期货的套利理论 / 105	
第二节	程序化交易与股指期货套利 / 115	
第三节	股指期货的持有成本模型 / 116	
第四节	股指期货的预期理论 / 122	
第五节	套利操作中的现货股票做空机制 / 126	
第六章	股指期货的套利交易——实战篇	137
第一节	交易过程中应注意的事项 / 139	
第二节	套利策略模式 / 141	
第三节	期现套利交易的方法与步骤之一： 期货的理论价格 / 143	
第四节	期现套利交易的方法与步骤之二： 现货组合的构建 / 155	
第五节	境外股指期货期现套利的实践分析 / 161	
第六节	跨期价差套利交易 / 171	
第七节	股指期货的其他套利交易 / 180	
第八节	股指期货套利交易风险 / 185	

第一章

股指期货简介

股指期货 (Stock Index Futures) 的全称是股票价格指数期货,也可称为股价指数期货、期指,它是基于股票价格指数的标准化期货合约。合约约定双方在未来的某个特定日期(结算日),可以按照事先约定的股价指数的点位,进行标的指数的买卖。

作为期货交易的一种类型,股指期货交易与普通商品期货交易具有基本相同的特征和流程。但同时它 also 具有许多与商品期货不同的重要特性。

据彭博社 (Bloomberg) 的不完全统计,目前,全球共有 74 种主要指数拥有上百种期货合约 (见图 1.1)。一般来说,股指期货合约具有本土特性,即采用本土的股价指数开发股指期货合约。但随着国际金融市场一体化进程的推进,一些对全球或地区经济有指标意义的指数也会被其他市场采用,例如,日经 225 指数的股指期货就同时在大阪交易所 (OSE)、新加坡交易所 (SGX)

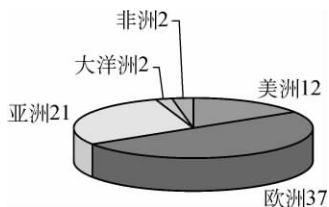


图 1.1 股指期货标的指数全球分布情况

资料来源：美国期货业协会 (FIA)。

和芝加哥商业交易所(CME)交易。

另外,亦可以在同一个市场中,针对不同的需求,选择出一只或相似的一组指数,设计出股价指数期货合约。以芝加哥商品交易所为例,光是基于标准普尔公司(S&P)所开发的指数,就有 S&P500、E-mini S&P500、S&P MidCap 400、S&P Small-Cap 600、E-mini S&P Asia 50 等 10 种不同的股指期货合约。此外,也可以在同一个指数中撷取出部分股票,编制针对行业或部分交易比较活跃的股票的部分集合指数。例如,我国台湾地区的加权股价指数期货合约、电子类股、金融类股等部分集合股价指数期货合约。欧洲期货交易所(Eurex)也针对各行业指数设计了股指期货,使得在欧洲期货交易所交易的股指期货合约种类达到 48 个之多。图 1.2 是全球主要的股指期货合约交易所交易的股指期货合约种类。

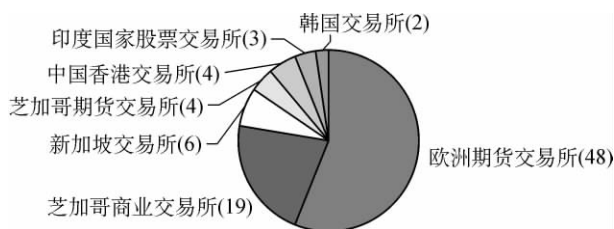


图 1.2 全球主要交易所股指期货合约种类

资料来源：美国期货业协会(FIA)。

由于指数期货的每点价值是固定的,因此,当标的指数点位越高,其合约价值就越大,保证金的金额也就越高,如此一来,通常会降低其交易量与流动性。因此,各交易所在一定的时间内皆会推出小型化的期货合约。例如,美国芝加哥商业交易所的 E-mini S&P500,每点价值是 S&P500 股价指数期货的 1/4。中国

台湾期货交易所的迷你加权指数期货,每点价值是新台币 50 元,合约规格则是加权股价指数期货的 1/4,以适应不同交易者的需求。

股指期货的产生源自于投资者需要转移其自身持有的股票或将来要卖出的股票的市场风险,是为套期保值者规避市场风险而设计的。然而,股指期货套期保值功能的实现要依赖于市场上有人愿意承担这些来自于套期保值者的风险。股指期货的高杠杆性使得市场上确实存在愿意承担这些风险而谋求高回报的投机者。套期保值者和投机者这两大投资主体的博弈,是股指期货市场自诞生以来得以迅速发展和壮大的主要原因。自诞生之日起,全球股指期货合约的交易量就在逐年增加,目前已占据了全球期货交易的近三成,加上个股的期货品种,与股票相关的期货占全球期货交易量的 60% 以上(见图 1.3)。

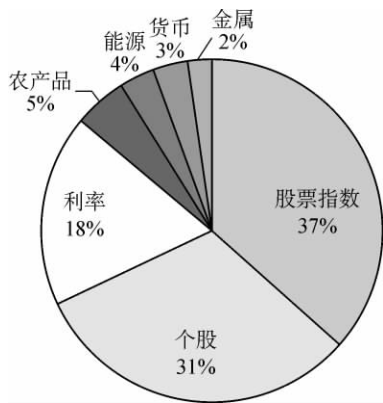


图 1.3 2008 年全球期货和期权市场交易商品分布

资料来源：美国期货业协会(FIA)。

作为股指期货的新兴发展市场,韩国、印度、新加坡、中国香

港地区、中国台湾地区的股指期货市场的合约交易量也稳中有升。从图 1.4 我们可以看出,目前整个亚太地区的期货交易量约占全球期货总交易量的 1/4,并仍有不断增长的趋势。而这其中,很大部分得益于股指期货交易的蓬勃发展。

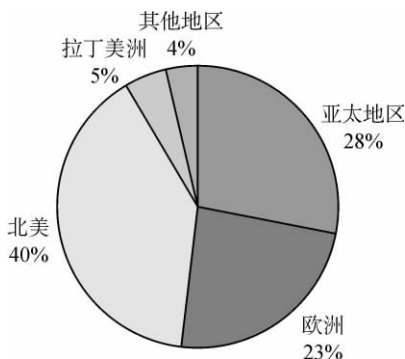


图 1.4 2008 年全球期货市场交易地区分布

资料来源：美国期货业协会(FIA)。

从 2007 年开始,由美国次贷危机引发的国际金融海啸席卷各个金融市场,而具有避险与套利功能的股价指数期货与股指期货期权,此时却正好可以充分发挥它的功能。所以,这段时间虽然整体来说国际金融环境极其恶劣,但各个股指期货交易所推出的股指期货与期权的交易量,反而逆势上扬(见表 1.1)。由此可见,股指期货与期权已成为成熟金融市场不可或缺的金融工具,它既能够活跃市场,又能够给投资者提供风险对冲工具,从而完善市场功能。

以下,我们就从股指期货的一般特性入手,逐步了解和认识股指期货。这也是我们在后面将要介绍的利用股指期货进行套期保值和套利交易的基础。