



金融证券实务系列 之二

中国人民大学金融与证券研究所 吴晓求 主编

STOCK INDEX FUTURES: NEW FINANCIAL INSTRUMENTS IN CHINA

季冬生 魏建华 应展宇 等 / 编著

股指期货

中国金融市场新品种

- 创造一个全新的投资机会
- 引入一种有效的避险工具
- 演绎一夜致富的灿烂未来
- 海外股指期货不寻常的发展历程
- 中国股指期货合约设计的前景展望
- 股指期货投资操作策略详解

 中国时代经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

股指期货:中国金融市场新品种/季冬生等编著,——北京:中国时代经济出版社, 2002.1

(金融证券实务系统)

ISBN 7-80169-177-6

I.股… II.季… III.股票-指数-期货交易 IV.F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 092506 号

股指期货——
中国金融市场新品种
季冬生 魏建华
应展宇 等 编著

出 版 者	中国时代经济出版社 (原中国审计出版社)
地 址	北京东城区东四十条 24 号 青蓝大厦 11 层东办公区
邮政编码	100007
电 话	(010)88361317 64066019
传 真	(010)64066026
发行经销	各地新华书店经销
印 刷	北京昌平百善印刷厂
开 本	787×960 1/16
版 次	2002 年 1 月第 1 版
印 次	2002 年 1 月第 1 次印刷
印 张	18.125
字 数	250 千字
印 数	1~6000 册
定 价	28.00 元
书 号	ISBN 7-80169-177-6/F·058

版权所有 侵权必究

总 序

吴晓求

(一)

在人类社会进入 21 世纪的今天,世界经济正在发生一些显著的、甚至是根本性的变化。这种显著变化的重要特征之一就是经济增长的方式和推动经济增长的基础要素正在发生根本性变化。传统经济增长理论认为,经济增长的要素有劳动力、土地和资本(资金),之后又加上了一些生产要素,如管理、信息等。有越来越多的迹象表明,在 21 世纪经济运行中,这些要素虽然仍将发挥着非常重要的作用,但有两个要素在经济增长过程中所起的作用将比以往任何时候都更加突出,这就是现代科学技术和现代金融。

21 世纪经济增长的原动力无疑来自于科学技术的进步。虽然 20 世纪科学技术的进步也是推动经济增长的重要因素,但似乎不像 21 世纪这样具有原动性,因为,20 世纪以及之前的经济增长方式都带有较明显的外延扩张特征。在我的理解中,所谓的 21 世纪的经济是以知识为本的经济,就是从这个意义上讲的。

现代科学技术成果的大规模产业化过程,比以往任何时候都

需要大规模金融资本的支撑。所以,在我看来,如果只有发达的科学技术,我们可以说这个国家是一个科技强国,但要从技术强国变成经济强国,使科学技术成为推动经济增长的现实要素,那还必须具备另一个新的要素:这就是现代金融体系。虽然从 18 世纪到 20 世纪,金融对推动经济增长起了重要作用,为整个经济运行和经济增长提供血液、提供润滑,从而提高了经济运行的效率,推动着经济不断向前发展。但是,金融由于在 21 世纪,完成或正在完成从传统形态向现代形态的转型,其对经济增长的推动作用将更加重要,以至于成为现代经济的心脏。基于这种理解,我相信,现代科学技术和现代金融是 21 世纪经济向前发展的不可或缺的两个轮子。没有一个功能强大的现代金融体系,科学技术的经济增长效应会被严重缩水,其对产业的催化作用难于以乘数效应呈现出来。现代金融体系可以加大现代科学技术在产业中的扩散能力。当然,如果仅有发达的现代金融体系而没有一个雄厚科学技术能力的支持,这种经济迟早会进入泡沫经济的状态。

(二)

与刚刚过去的 20 世纪相比较,21 世纪经济的轴心或核心将会发生显著的变化。20 世纪经济的核心是以钢铁工业、汽车制造业等为代表的现代工业。它们制造了整个 20 世纪的工业文明。在 21 世纪,这些在 20 世纪被称为现代工业的产业会慢慢演变成传统产业,经济的轴心也会相应地发生转移。有越来越多的迹象表明,现代产业越来越轻型化、越来越技术化,经济运行的轴心正在转向现代金融业。对此,可能有许多人不理解,认为这实际上意味着经济泡沫的增加,因为人们一般性认为,金融是财富虚拟化的一种形态,是经济虚拟化的表现,是一种符号。也许还有人会认为,如果金融成为经济运行的轴心,那么经济将会渐渐地进入一

种虚拟化的、看不见的状态。我认为，这正是 21 世纪经济最显著的特征。信息产业就是一种不那么物质化的产业，但却对经济运行效率的提高起了关键性的作用，而且将改变 21 世纪经济运行的方式，改变人类的生活方式和生存方式。

把现代金融看成是 21 世纪经济运行的轴心，还基于以下两点判断：

第一，随着经济的发展，人类的财富越来越虚拟化，或者说越来越金融化。金融资产在社会总资产中的比重逐步提高。这种变动趋势意味着财富的物质形态越来越淡化。在 20 世纪前半叶，人们的财富是物质化的，表现为房屋、土地以及其他物质财富。现在，金融资产特别是证券化的金融资产越来越受到投资者的欢迎，成为大多数投资者的首选品种。人们的财富越来越虚拟化、符号化、金融化了。所以，金融越来越成为经济运行的轴心。

第二，由于金融资产特别是证券化资产正在成为资产的主流形态，同时也由于网络技术和信息产业的发展，在世界不同经济体之间开放度不断加深的背景下，市场开始趋于一体化。这种市场一体化趋势正在由有形商品贸易市场一体化转向金融市场的一体化。金融市场的一体化趋势，大大提高了金融资产的流动性和金融对整体经济的影响力。

由于资产结构的变化和资产流动性的提升，由于现代金融在现代经济活动中所起的轴心作用，可以预见，21 世纪全球经济运行的速度和效率在不断提高，但同时，风险也在加大。在这种背景下，如果 21 世纪会发生经济危机的话，那么，经济危机发生的逻辑顺序肯定与 20 世纪有根本性的不同。20 世纪 30 年代的全球经济危机，是从产业危机开始，然后传导给金融体系，从而，导致全面的金融危机和股票市场的崩溃。而在现代金融成为经济运行的轴心时，经济危机首先肯定是从金融领域开始，然后传到实体经济体系。实际上，20 世纪 90 年代末爆发的亚洲金融危机以及对相关

经济体的影响,似乎已经显示出这种趋势。正是从这个意义上说,在 21 世纪,防止金融危机的出现是世界各国都面临的一个最重要的问题。

(三)

与金融从传统金融到现代金融的转型以及金融在经济运行中作用的不断提升相对应,金融理论也得到了快速发展,并对现代经济理论的发展起了不可替代的推动作用。我认为,现代经济理论的每一步的重要发展,在相当大的程度上都与金融理论的发展密切相关。如果由我来对经济理论的发展脉络做一个简要的概括的话,那么,似乎可以认为,价格理论是经济理论发展的一个重要线索。价格理论的发展经过了三个阶段:即商品价格理论、资金价格理论即利率理论和资本市场资产定价理论等三个不同发展阶段。

十八、十九世纪,是商品价格理论的发展时期。对于商品价格的忽高忽低现象,在那时,有人认为是由商品效用决定的,有人认为是由商品的供求关系决定的。马克思对商品价格的决定做了科学的阐释,提出了劳动价值学说,从而,极大地推动了经济学的发展。

从 20 世纪初到 20 世纪 60 年代,对利率的研究,开始成为经济学关注的重点,经济理论研究开始从对商品价格的研究转向对资金价格的研究。价格理论研究重点的转移,一方面是因为经济运行的特征和经济增长的方式发生了重大变化,经济的货币化程度在不断提高所引起的;另一方面,这种理论研究也极大地丰富了经济理论的内涵,从某种意义上,实现了经济理论从古典到现代的转型。

20 世纪 60 年代之后,人们虽然还在关注利率,研究利率的决定以及利率变化所带来的经济效应,但研究的重心又从货币市场的资金价格(利率)转向资本市场资产定价理论,之后扩展到衍生金融商品定价问题。人们开始研究股票、债券以及各类收益证券的价格决定。20 世纪 80 年代特别是 90 年代以来,由于全球金融市场的快速发展,市场的不确定性以及套利机会的存在,衍生金融商品不断推出,人们开始研究这些衍生金融商品的价格决定。以资产定价理论为内核的现代金融理论极大地丰富了经济理论的内涵,拓展了经济理论研究的空间和深度。20 世纪 90 年代,至少有三届诺贝尔经济学奖的得主是研究现代金融问题的经济学家。这说明,在现代金融成为现代经济心脏的时候,金融问题已经成为现代经济学研究的核心问题,现代金融理论构成了现代经济理论体系最核心的部分。

最近几十年来,在经济理论中,金融理论是发展最快的。我认为,研究经济问题,如果对现代金融理论没有比较深入的把握,那么,将很难理解经济学的精髓。从某种意义上说,掌握现代金融理论,是进入现代经济科学殿堂的金钥匙。

我始终认为,现代经济理论中的皇冠无疑是现代金融理论。皇冠上有很多明珠,但资本市场理论又是皇冠上那颗最大、最亮丽、最光辉灿烂的明珠。因为,唯有资本市场发展才能从根本上推动着金融体系的变革,唯有资本市场理论的发展才能使金融理论从古典走向现代。

(四)

在 20 世纪末、21 世纪初,中国金融正在发生重大变化,这种变化的基本特征就是金融的市场化趋势在加快,以及在这种趋势

下的资本市场的快速发展。金融的市场化趋势和资本市场的快速发展,将从根本上改变中国传统的金融结构,将大大提高中国金融的竞争力、效率和抗风险能力,将为我们构建一个强大的现代金融体系奠定基础。在这种背景下,系统研究金融结构转型过程中和资本市场发展中出现的一系列重大问题,具有重要的现实意义和理论价值。

中国人民大学金融与证券研究所 (Finance and Securities Institute, Renmin University of China, 简称FSI) 是一所产学研结合、市场化程度较高、专门研究资本市场并具有相当实力的专业研究机构。目前推出的这套“中国人民大学金融与证券研究文库”(简称FSI文库),包括“现代金融论著系列”和“金融证券实务系列”两个相对独立的系列。这两个系列的论著主要选自FSI专家学者们的研究成果和FSI培养的博士生的博士学位论文。每个系列每年预计出2-3部论著。“现代金融论著系列”侧重于现代金融的基础理论和政策研究,“金融证券实务系列”侧重于市场实务和新规则、新工具的介绍。这套文库两个系列丛书的出版,如能对中国金融业特别是资本市场的发展起到一点推动作用,当是一种最高的荣誉了。

在总序结束时,我们应当感谢中国时代经济出版社的大力支持和帮助。

2001年12月5日

修改于中国人民大学金融与证券研究所(FSI)

前 言

20 世纪 90 年代以来,中国金融市场运行发生了重大的结构性变化。以股票市场为核心的证券市场的发展,改变了长期以来单一银行信用的市场格局。尽管证券市场在投融资规模上还无法与银行信贷相抗衡,但是,其发展速度和对社会经济生活产生的巨大冲击力,已经明确地显示了其广阔的发展前景及其在未来中国金融市场运行中的地位和作用。

伴随着证券市场的发展,机构投资者所占比重日益增加,投资者日益成熟,对风险防范机制的需求越来越强。尽管近年来股票市场不断扩容,但是,单一的投资交易机制令投资者难以进行有效的风险管理,特别是管理系统风险。这一问题在面临巨大市场压力的证券投资基金,特别是开放式基金那里显得尤为突出。发展衍生金融工具市场、尝试建立做空机制已经成为投资者的迫切期望。

此外,衍生金融工具市场的建立和发展也是资本市场发展和深化的体现。尽管股票市场在为实体经济筹资和资源配置的过程中作用巨大,但决不是发展证券市场的全部内容。证券市场的发展以满足不同性质的金融交易为目标,应是多样化的。衍生金融工具的开发不仅增加了证券市场上的证券品种,而且,由于衍生金融工具与传统金融工具在性质上的不同,不仅代表着证券市场在外延上的拓展,也体现了证券市场在内涵上的深化。股票市场的起伏跌宕已经使创新与可持续发展成为证券市场发展的焦点话题。在坚持可持续发展的原则下,积极探索市场工具和交易机制的创新是

未来证券市场发展的必然选择。

在可供选择的衍生金融工具市场的创新中,股指期货的运行可行性是相对比较强的,为此,中国人民大学金融与证券研究所(FSI)自2000年起就组织专门的课题组对主要发达国家股指期货市场和法规进行研究,在此基础上,结合国内国债期货试点失败的教训,进行我国开设股指期货的方案设计,形成了一系列研究报告。本书就是在这些研究报告基础上整理完成的。

季冬生副教授作为股指期货课题组组长负责了书稿和整个研究的组织工作。本书导论是对课题组成员所作基础研究报告的概括和总结,由季冬生执笔整理,其他各章及附录由该课题组成员分别完成:袁致才(第一章)、应展宇(第二章、第四章第三节)、李鹏、郭伟(第三章)方芳、李琦、林丽(第四章第一节)梅君(第四章第二节)、魏建华(第五章)、李向科、王奇、史璐(第六章、附录1)、沈伟、李鹏(第七章)、李永森(第八章)、林清泉(附录2)。

尽管我们在研究过程中查阅了大量的资料,对各项研究都进行过广泛而深入的讨论,但仍难免会有错误、遗漏与不足之处,还望关心我们的读者能够批评指正,使我们能不断修正、补充。

FSI 所长吴晓求教授对股指期货研究的选题、研究方案和最终研究成果都作了具体的、前瞻性的指导,并使我们的研究成果得以成书出版。在此深表感谢。

FSI 股指期货课题组

2001. 11. 28

目 录

前言

导 论	(1)
一、站在资本市场深化的高度认识股指期货市场的开发	(3)
二、积极借鉴国外市场发展的经验	(6)
三、警惕股指期货市场对现货市场的消极影响	(12)
四、发展股指期货的政策建议及股指期货标准合约的设计	(14)
第一章 股指期货概述	(17)
第一节 股指期货的产生和发展	(19)
第二节 股指期货的功能与作用	(22)
第三节 股指期货的环境要求	(25)
第二章 股指期货与股票现货市场的关系	(35)
第一节 现货市场和期货市场之间的均衡	(38)
第二节 股指期货市场对股票现货市场的促进作用	(51)
第三节 股指期货市场对股票现货市场的消极影响	(59)
第三章 美国的股指期货	(69)

第一节	美国股票指数期货的产生和发展	(71)
第二节	当代美国主要股指期货合约介绍	(82)
第三节	美国对股指期货的监管及相关法律规定	(97)
第四节	美国股指期货交易值得借鉴之处	(103)
第四章	英国、日本和香港地区的股指期货	(107)
第一节	英国的股指期货	(109)
第二节	日本的股指期货	(130)
第三节	香港地区的股指期货	(140)
第五章	股指期货与资本市场的深化	(163)
第一节	衍生金融工具——资本市场深化的重要标志	(165)
第二节	在资本市场深化中建立中国的股指期货市场	(172)
第六章	我国股价指数研究	(177)
第一节	我国股价指数发展概述	(179)
第二节	对深沪两市指数体系的特征分析	(185)
第三节	我国股指期货合约标的物的选择	(190)
第七章	借鉴国债期货,设计股指期货	(195)
第一节	国债期货试点的回顾	(197)
第二节	国债期货试点失败的原因分析	(201)
第三节	国债期货试点对设立股指期货的启示	(206)
第八章	我国股指期货研究综述	(219)
第一节	期货实践简述	(221)
第二节	开设股票指数期货交易是大势所趋	(222)
第三节	设立股票指数期货几个具体问题的探讨	(226)
第四节	完善有关法律法规与监管体系,为股指期货	

推出创造条件.....	(240)
附录一 股指期货操作策略.....	(243)
附录二 期货收益与风险的数学分析	(263)

导 论

原书空白

股指期货是 20 世纪 80 年代产生于美国的一种衍生金融工具,目前已经成为最重要、发展得最成功的金融工具之一,无论是交易品种、成交数量还是市场范围,都呈急剧扩大之势。从我国目前情况来看,建立股指期货市场既是资本市场稳定发展的内在要求,也是适应资本市场对外开放的需要。

人大金融与证券研究所股指期货课题组本着发挥自身学术优势、积极服务于政府决策的原则,在此课题中,全面分析了股指期货的基本功能和发展环境要求,认真总结了国外成熟市场股指期货发展和我国国债期货试点过程中的经验与教训,对股票指数期货市场与现货市场关系、股指期货对资本市场深化的意义、国内主要市场指数的特征等进行了理论探讨,在讨论中提出了发展我国股指期货的政策建议和产品设计方案。最后,还介绍了一些国外常用的股指期货操作策略。

一、站在资本市场深化的高度 认识股指期货市场的开发

作为金融期货三大品种之一的股指期货同其他衍生金融工具一样,既是资本市场发展到一定阶段的产物,又是资本市场深化的助推器。这在股指期货的诞生地美国是如此,其他国家也不例外。我国发展股指期货的呼声越来越高,就反映了资本市场发展的内在需要,同时,资本市场的发展也为股指期货的推出创造了必要的条件。

(一)股指期货在美国的诞生与发展

二战后,美国的经济在世界上占据了绝对的统治地位,使其股票交

易市场也获得了飞速的发展。不仅股票的发行数量不断增加,而且市值也迅速膨胀。以纽约股票交易所为例:1980年纽约股票交易所的交易量为3749亿美元,比1970年增长了约3倍,是1960年的约20倍。

随着股票市场的规模不断扩大,市场中投资者的结构也发生着变化,形成了以机构投资者为主体的市场结构。这就使得市场交易行为更趋于理性,投资管理进入科学化时代。与此同时,美国股票交易手段也在不断地发展进步。股票交易不再是只能对单个股票进行交易,而是可以对多种股票进行“打包”,用一个交易指令同时进行多种股票的买卖即进行程序交易。股票管理者很快也开始了“指数化投资组合”交易和管理的尝试。为适应规避股票价格系统性风险的需要,开发股票指数期货合约就成了一件顺理成章的事情了。

1982年2月24日美国堪萨斯农产品交易所推出了以价值线为基础的股票指数期货交易,宣告了股指期货的诞生。

股指期货自90年代起,进入了蓬勃发展的时期,极大地丰富了资产管理的交易策略和交易工具。

(二)我国目前推出股指期货的必要性

首先,可以为市场参与者提供一种兼具投资与避险双重功能的金融工具,有利于机构投资者的培育和发展。我国证券市场还处于发展初期,市场规模小、交易品种少、稳定性差,为适应国企改革的深入和现代企业制度建立的需要,证券市场双向扩容的任务异常繁重。这项任务的完成将主要依靠机构投资者的培育和发展。作为机构投资者的证券投资基金已经形成一定声势,规避系统风险的需求非常迫切,时至今日,这种要求已经不仅关系到证券投资基金能否健康稳定发展,而且也成为证券市场能否持续、健康发展的关键。

其次,有助于我国股票市场的健康、稳定发展。我国股市的一个重要特征是股价振幅大、换手率高,股市行情暴跌暴涨。期货市场上做空机制的运用以及价格发现功能的发挥,能有效地平衡现货市场多空双方的力量对比关系,抑制股市的暴涨暴跌行情,并使投资者既不必盲目