



Stock  
Simeon Wines  
Simsmetal  
Singleton Group  
Skilled Eng  
Smorre  
Smorre  
on

Close 2.57  
High 2.58  
Low 2.56  
5.73  
2.57  
5.74  
4.057  
0.77

was V  
Agencies

# 股指期货 研究

严宝玉 蒋虹 编著

以小博大之股民必读

Guzhiqihuo  
Yanjiu

中国社会科学出版社



# 股指期货 研究

严宝玉 蒋虹 编著

以小博大之股民必读

Guzhiqihuo  
Yanjiu

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股指期货研究/严宝玉、蒋虹编著. —北京: 中国社会科学出版社, 2008. 4

ISBN 978 - 7 - 5004 - 6837 - 0

I. 股… II. ①严…②蒋… III. 股票 - 指数 - 期货交易 - 研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 038887 号

出版策划 任 明

责任编辑 王 曦

责任校对 石春梅

封面设计 弓禾碧

技术编辑 李 建

---

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010 - 84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂 装 订 广增装订厂

版 次 2008 年 4 月第 1 版 印 次 2008 年 4 月第 1 次印刷

开 本 710 × 980 1/16

印 张 20.25 插 页 2

字 数 290 千字

定 价 32.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换

版权所有 侵权必究

## 内容简介

本书从股指期货的基本概念出发,较为全面地论述了股指期货产生与发展状况,股指期货合约构成及内容、股指期货的市场结构和交易流程,股指期货的套期保值交易、套利交易、投机交易的基本原理及操作方法;详细介绍和分析了股指期货定价方法;研究了国外发展股指期货市场的经验及借鉴,并对我国股指期货及其制度安排作了详细阐述,在此基础上,分析了我国股指期货推出后对 A 股市场的影响;我国股指期货的风险管理;股指期货的操作策略与经验;最后运用定量方法对沪深 300 股指期货套期保值作了实证研究。

---

出版策划：任 明

封面设计：



GONGHEBEI

# 前 言

股指期货是目前理论界和实务界共同关心的问题。从有关国家和地区的经验看,股指期货推出基本不改其股票市场长期走势,但从短期看,也就是股指期货推出前后,各个国家和地区股票市场走势却存在差别。在我国股指期货“渐行渐近”的背景下,研究股指期货推出与我国股票市场的发展关系,以及股指期货推出后投资者的投资策略等相关问题,具有非常重要的理论和现实意义。

本书由严宝玉和蒋虹构思、编写大纲、组织编写,并负责全书的总纂和修改。初稿的编写分工如下:第一章:严宝玉;第二章:蒋虹;第三章:王臣复;第四章:王琛淇、宋芸;第五章:严宝玉;第六章:曲丹丹;第七章:宋芸;第八章:蒋虹;第九章:宋芸、王臣复。

在本书编写过程中,参阅了国内外大量的文献和书籍,并参考了业内部分专业网站资料,引用了一些同行专家的相关成果,在此向这些文献及资料的有关作者表示诚挚的感谢。

由于时间仓促,加之水平有限,书中难免有疏漏和不足之处,还望读者批评指正。

编者

2007年11月于北京

# 目 录

|                          |      |
|--------------------------|------|
| 第一章 绪论 .....             | (1)  |
| 第一节 选题的背景及意义 .....       | (1)  |
| 第二节 文献综述 .....           | (8)  |
| 第三节 本书的主要内容及结构安排 .....   | (13) |
| 第二章 股指期货的理论基础 .....      | (16) |
| 第一节 股指期货概述 .....         | (16) |
| 一 股指期货的含义和特点 .....       | (16) |
| 二 股指期货的产生与发展 .....       | (19) |
| 三 股指期货的功能和作用 .....       | (25) |
| 四 国际上主要的股指期货 .....       | (27) |
| 第二节 股指期货合约 .....         | (29) |
| 一 股指期货合约的构成 .....        | (29) |
| 二 股指期货合约的主要内容 .....      | (29) |
| 三 国外主要股指期货合约内容介绍 .....   | (33) |
| 第三节 股指期货的市场结构和交易流程 ..... | (34) |
| 一 股指期货的市场结构 .....        | (34) |
| 二 股指期货的交易流程 .....        | (35) |
| 第四节 股指期货的套期保值交易 .....    | (36) |
| 一 股指期货套期保值的目的 .....      | (36) |
| 二 股指期货套期保值应遵循的一般原则 ..... | (36) |
| 三 股指期货套期保值基本原理 .....     | (37) |

## 2 / 股指期货研究

|                                          |      |
|------------------------------------------|------|
| 四 股指期货套期保值的操作 .....                      | (38) |
| 第五节 股指期货的套利交易 .....                      | (40) |
| 一 股指期货套利的含义和目的 .....                     | (40) |
| 二 股指期货套利的基本原理 .....                      | (40) |
| 三 股指期货套利操作 .....                         | (41) |
| 第三章 股指期货的定价研究 .....                      | (45) |
| 第一节 股指期货定价的理论基础 .....                    | (45) |
| 一 股指期货的理论价格 .....                        | (45) |
| 二 影响股指期货市场价格的主要因素 .....                  | (46) |
| 三 期货价格与现货价格的关系 .....                     | (47) |
| 四 无风险利率 .....                            | (49) |
| 五 连续复利 .....                             | (50) |
| 第二节 股指期货的持有成本定价模型 .....                  | (52) |
| 一 持有成本定价模型的发展 .....                      | (52) |
| 二 完美市场的假设条件和完美市场下股指期货的<br>持有成本定价模型 ..... | (54) |
| 三 不完美市场条件下股指期货定价模型 .....                 | (56) |
| 第三节 股指期货的连续复利定价模型 .....                  | (61) |
| 一 完美市场下股指期货的连续复利定价模型 .....               | (61) |
| 二 不完美市场下股指期货的连续复利定价模型 .....              | (62) |
| 第四节 现金一持有定价模型与逐日盯市 .....                 | (64) |
| 一 现金一持有定价模型 .....                        | (64) |
| 二 现金一持有定价模型的局限性 .....                    | (65) |
| 三 逐日盯市与“减缩”技巧 .....                      | (67) |
| 第五节 股指期货定价模型的应用及价格背离 .....               | (69) |
| 一 股指期货定价模型的应用 .....                      | (69) |
| 二 股指期货的价格背离 .....                        | (73) |
| 第四章 发展股指期货市场的经验及借鉴 .....                 | (76) |
| 第一节 美国股指期货市场的发展及启示 .....                 | (76) |

|     |                             |       |
|-----|-----------------------------|-------|
| 一   | 美国股指期货的发展过程 .....           | (76)  |
| 二   | 美国主要股指期货合约介绍 .....          | (78)  |
| 三   | 美国股指期货市场的监管 .....           | (80)  |
| 四   | 美国股指期货市场成功经验 .....          | (84)  |
| 第二节 | 日本股指期货市场的发展及启示 .....        | (85)  |
| 一   | 日本股指期货的发展过程 .....           | (85)  |
| 二   | 日本主要股指期货合约介绍 .....          | (88)  |
| 三   | 日本股指期货市场的监管 .....           | (89)  |
| 四   | 日本股指期货市场发展的启示 .....         | (92)  |
| 第三节 | 韩国股指期货市场的发展及启示 .....        | (92)  |
| 一   | 韩国股指期货的发展过程 .....           | (93)  |
| 二   | 韩国主要股指期货合约介绍 .....          | (95)  |
| 三   | 韩国股指期货市场发展的经验 .....         | (96)  |
| 第四节 | 中国香港地区股指期货市场的发展及启示 .....    | (98)  |
| 一   | 香港地区股指期货的发展过程 .....         | (98)  |
| 二   | 香港地区主要股指期货合约介绍 .....        | (100) |
| 三   | 香港地区股指期货市场的监管 .....         | (102) |
| 四   | 中国香港地区股指期货市场发展的经验 .....     | (103) |
| 第五节 | 中国台湾地区股指期货市场的发展及启示 .....    | (105) |
| 一   | 台湾地区股指期货的发展过程 .....         | (106) |
| 二   | 台湾地区主要股指期货合约介绍 .....        | (108) |
| 三   | 中国台湾地区股指期货市场发展的经验 .....     | (110) |
| 第六节 | 不同股指期货市场的比较 .....           | (111) |
| 一   | 股指期货交易模式的比较 .....           | (111) |
| 二   | 政府监管制度的比较 .....             | (112) |
| 第七节 | 海外股指期货市场的发展对我国的启示 .....     | (113) |
| 第五章 | 我国股指期货及其制度安排 .....          | (116) |
| 第一节 | 股指期货推出应具备的前提条件 .....        | (116) |
| 一   | 发达的现货市场是股指期货产生的最基本的条件 ..... | (116) |

#### 4 / 股指期货研究

|                                         |       |
|-----------------------------------------|-------|
| 二 市场存在大量通过股指期货市场实现套期保值<br>甚至投机的需求 ..... | (117) |
| 三 与股指期货相配套的法律法规 .....                   | (117) |
| 四 日益完善的市场监管体系 .....                     | (118) |
| 第二节 我国逐步具备开展股指期货交易的基本条件 .....           | (118) |
| 一 股票现货市场迅猛发展有了一个根本 .....                | (118) |
| 二 机构投资者日益成为证券市场的主体力量 .....              | (120) |
| 三 法规的日益完善为上市股指期货交易提供了<br>必要的法律基础 .....  | (125) |
| 四 其他的准备工作成为股指期货平稳推出的重要条件 ...            | (126) |
| 第三节 我国股指期货发展历程回顾 .....                  | (126) |
| 一 股指期货的发展阶段概述 .....                     | (126) |
| 二 我国股指期货的发展阶段 .....                     | (127) |
| 第四节 我国股指期货合约介绍 .....                    | (128) |
| 一 合约乘数 .....                            | (128) |
| 二 最小变动价位 .....                          | (129) |
| 三 每日价格波动限制 .....                        | (129) |
| 四 结算方式 .....                            | (129) |
| 五 交割方式 .....                            | (130) |
| 六 合约价值 .....                            | (130) |
| 七 合约月份 .....                            | (130) |
| 第五节 我国股指期货交易规则 .....                    | (132) |
| 一 合约与品种 .....                           | (132) |
| 二 会员管理 .....                            | (133) |
| 三 交易业务 .....                            | (134) |
| 四 结算业务 .....                            | (134) |
| 五 交割业务 .....                            | (135) |
| 六 风险控制 .....                            | (135) |
| 七 异常情况处理 .....                          | (137) |

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| 八 信息管理 .....                         | (138)        |
| 九 监督管理 .....                         | (138)        |
| 十 争议处理 .....                         | (139)        |
| <b>第六节 我国股指期货交易细则 .....</b>          | <b>(140)</b> |
| 一 品种与合约 .....                        | (140)        |
| 二 席位管理 .....                         | (141)        |
| 三 价格 .....                           | (142)        |
| 四 指令与成交 .....                        | (143)        |
| 五 交易编码 .....                         | (144)        |
| <b>第六章 我国股指期货推出后对 A 股市场的影响 .....</b> | <b>(146)</b> |
| 第一节 股指期货与股票现货市场的关系 .....             | (146)        |
| 一 股指期货对我国股票市场风险的影响 .....             | (146)        |
| 二 股指期货价格与现货指数价格的领先—滞后关系 .....        | (152)        |
| 第二节 股指期货价格对股票市场波动性的影响 .....          | (154)        |
| 一 波动性关系实证研究 .....                    | (154)        |
| 二 世界成熟市场经验 .....                     | (156)        |
| 三 到期日效应 .....                        | (158)        |
| 第三节 股指期货推出对我国 A 股市场的影响 .....         | (159)        |
| 一 我国 A 股市场现状 .....                   | (159)        |
| 二 股指期货对 A 股整个市场的影响 .....             | (162)        |
| 三 股指期货的引入对相应股票价格指数中成分股的影响 .....      | (164)        |
| 四 股指期货对机构投资者投资策略影响趋势分析 .....         | (166)        |
| <b>第七章 我国股指期货的风险管理 .....</b>         | <b>(172)</b> |
| 第一节 股指期货的风险概述 .....                  | (172)        |
| 一 股指期货的基本风险 .....                    | (172)        |
| 二 股指期货的特有风险 .....                    | (174)        |
| 三 我国开展股指期货交易所面临的特殊风险 .....           | (175)        |
| 四 交易主体承担的风险 .....                    | (177)        |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| 五 期货经纪公司和监管者所面临的风险及其对策 .....  | (178) |
| 第二节 典型案例分析 .....              | (179) |
| 一 巴林银行倒闭案 .....               | (179) |
| 二 1998 年中国香港金融保卫战 .....       | (184) |
| 三 美国次贷危机中股指期货的作用 .....        | (187) |
| 第三节 股指期货风险控制措施分析及借鉴 .....     | (190) |
| 一 确定合理的市场准入制度 .....           | (190) |
| 二 建立股票指数期货交易部门内部控制机制 .....    | (191) |
| 三 建立成熟的股指期货法律法规及全面的监管体制 ..... | (191) |
| 四 建立严格会员管理制度 .....            | (192) |
| 五 采用结算担保金制度 .....             | (192) |
| 六 实行大户报告制度和持仓量限制制度 .....      | (193) |
| 七 强调合约风险控制条款的设计 .....         | (193) |
| 第四节 我国股指期货的风险管理 .....         | (194) |
| 一 宏观风险管理 .....                | (194) |
| 二 中观风险管理 .....                | (195) |
| 三 微观市场主体风险管理 .....            | (199) |
| 第八章 股指期货的操作策略与经验 .....        | (202) |
| 第一节 期货交易常见心理误区及应对技巧 .....     | (202) |
| 一 期货交易常见心理误区 .....            | (202) |
| 二 应对技巧 .....                  | (203) |
| 三 股民在股指期货市场中的常见错误 .....       | (205) |
| 第二节 投资股指期货的重要准则 .....         | (207) |
| 一 先学习后行动 .....                | (207) |
| 二 要及时减少损失 .....               | (208) |
| 三 循规守纪至关重要 .....              | (208) |
| 四 对交易过程全神贯注 .....             | (209) |
| 五 知道什么时候入市 .....              | (209) |
| 六 管理好你的资金 .....               | (210) |

|                                          |              |
|------------------------------------------|--------------|
| 七 与趋势为伍 .....                            | (210)        |
| 八 在交易上不要感情用事 .....                       | (210)        |
| 九 想一想谁在赔钱 .....                          | (211)        |
| 十 永远保持谦卑姿态 .....                         | (211)        |
| <b>第三节 股指期货的具体操作策略 .....</b>             | <b>(211)</b> |
| 一 大众投资者如何面对股指期货 .....                    | (211)        |
| 二 股指期货的基础分析 .....                        | (213)        |
| 三 股指期货的技术分析 .....                        | (214)        |
| 四 股指期货三大要务 .....                         | (216)        |
| <b>第四节 股指期货的投资经验与心得 .....</b>            | <b>(219)</b> |
| 一 充分认识期货市场的高风险 .....                     | (219)        |
| 二 判断您是否适合做股指期货交易 .....                   | (220)        |
| 三 新手上路须知 .....                           | (221)        |
| 四 期货投资中的“八对八错” .....                     | (225)        |
| <b>第九章 沪深 300 股指期货套期保值实证研究 .....</b>     | <b>(228)</b> |
| <b>第一节 沪深 300 股票指数及沪深 300 股指期货 .....</b> | <b>(228)</b> |
| 一 沪深 300 股票指数 .....                      | (228)        |
| 二 沪深 300 股指期货 .....                      | (233)        |
| <b>第二节 开放式基金与封闭式基金 .....</b>             | <b>(235)</b> |
| 一 股指期货的主要参与者 .....                       | (235)        |
| 二 开放式与封闭式基金以及两者的差别 .....                 | (236)        |
| 三 我国的开放式基金与封闭式基金现状 .....                 | (238)        |
| <b>第三节 套期保值策略 .....</b>                  | <b>(239)</b> |
| 一 套期保值比率与套期保值效率的测度 .....                 | (239)        |
| 二 套期保值的主要风险分析 .....                      | (243)        |
| <b>第四节 沪深 300 股指期货套期保值实证研究 .....</b>     | <b>(245)</b> |
| 一 模型介绍 .....                             | (245)        |
| 二 数据选取及实证研究 .....                        | (247)        |
| <b>附录 1 沪深 300 最新样本统计 .....</b>          | <b>(257)</b> |

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| 附录2 中国金融期货交易所交易规则 .....     | (267) |
| 附录3 中国金融期货交易所违规违约处理办法 ..... | (279) |
| 附录4 中国金融期货交易所结算细则 .....     | (292) |
| 参考文献 .....                  | (305) |

# 第一章

## 绪 论

### 第一节 选题的背景及意义

2007 年 10 月 16 日是一个平凡而又特殊的日子，这一天上证指数创下了 6124 盘中最高点，收于 6092 点。10 月 17 日，中国共产党十七大在北京召开，大盘似乎已经在 6000 点站稳。10 月 18 日，正当人们把目光聚焦在中国共产党十七大这一世人瞩目的盛会上时，我国股市开始调整，当天上证指数下跌了 3.5%。虽然在会议召开期间的几个工作日中，股市有了一定程度的反弹，但总体上未改调整之势。到 2007 年 11 月 12 日上证指数已经接近 5000 点。这是从 2007 年调整印花税导致的“5.30 大跌”后，股市又一次出现较大幅度的调整。股市成交量也从下降到萎缩，2007 年 11 月 12 日沪市的成交量为 891 亿元，仅仅相当于 10 月 16 日的 53%，市场观望气氛浓厚。

对于股市调整的原因，“仁者见仁，智者见智”。一种观点认为，我国股指期货即将推出，是这次股市调整的一大诱因。持这种观点的不在少数。事实也似乎站在他们这一边。因为在本次股市调整前后，股指期货用“渐行渐近”来描述已经不太贴切了，更准确的说法可能应该是“呼之欲出”了。

2007 年 9 月 27 日，中国证监会表示，股指期货的各项准备工作稳

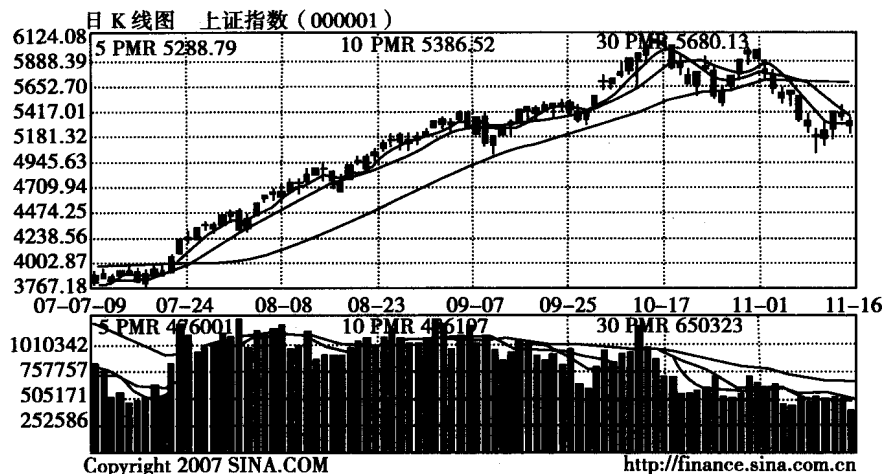


图 1-1 上证指数日 K 线图

步推进，制度和技术准备已经基本完成；<sup>①</sup>

2007 年 10 月 19 日，中国金融期货交易所（以下简称中金所）正式明确会员技术标准；

2007 年 10 月 25 日，中金所表示，首个金融期货产品——沪深 300 指数期货的各项筹备进展顺利；<sup>②</sup>

证监会主席尚福林 2007 年 10 月 27 日表示，目前，中国股指期货在制度上和技术上的准备已基本完成，推出股指期货产品的时机正日趋成熟；

2007 年 11 月 13 日，媒体报道“中金所会员审批悄然提速”<sup>③</sup>。同时股指期货在 2007 年底推出的消息也广为流传，“2007 年 11 月 15 日公布时间表，11 月 26 日期货公司切换系统，12 月 28 日股指期货上市”。

面对市场的调整何时结束这样的问题，有观点认为，股指期货时间

<sup>①</sup> 参见“证监会官员称股指期货制度和技术准备基本完成”，<http://www.sina.com.cn>，2007 年 9 月 27 日。

<sup>②</sup> 参见 <http://www.sina.com.cn>，2007 年 10 月 25 日。

<sup>③</sup> 参见 <http://www.sina.com.cn>，2007 年 11 月 13 日。

表推出之日，才可能是大盘调整结束之时。“也就是说，股指期货时间表推出与指数底部可能会出现在同一个时间段。”<sup>①</sup>

当然就股票市场出现的较大幅度波动是否主要因为股指期货，也有与上述立场不同的观点。该观点认为，股票市场调整的主要原因有两点：一是市场快速上涨后带来的估值压力，二是近期的资金紧张，而股指期货对市场的影响甚微。<sup>②</sup> 并认为股指期货不是牛市终结者。<sup>③</sup> 要用平常心对待股指期货，因为股市是“源”，股指期货只是“流”。<sup>④</sup>

那么，什么是股指期货？股指期货推出后，对我国股市大盘的影响是怎样的？对与股指期货关联度较高的大盘权重股影响又是如何呢？中小投资者应该怎样在股指期货条件下参与投资呢？

股指期货，是以某种股票指数为基础资产的标准化的期货合约，买卖双方交易的是一定期后的股票指数价格水平，在合约到期后，股指期货通过现金结算差价的方式来进行交割。股指期货是 20 世纪 80 年代才发展起来的金融衍生品，股指期货的产生是为了减轻由于股票价格经常剧烈波动给投资者带来的巨大风险。

二战后，以美国为代表的发达市场经济国家的股票市场飞速发展，表现在上市公司数量不断增加，股票市值持续扩大，以信托投资基金、养老基金、共同基金为代表的机构投资者随之壮大起来。随着机构投资者持有股票的不断增多，其规避风险的要求也越来越强烈。

总体上看，投资者面临的风险有两种：一种是系统性风险，一种是非系统性风险。投资者可以通过分散投资组合等方法的风险管理防范股票价格的非系统风险，而对于系统性风险的防范则需要专门的金融工具和金融产品，以及与之配套的制度安排。于是股指期货“应运而生”，世界上第一只股指期货合约于 1982 年 2 月 16 日在美国堪萨斯城期货交易所（KCBT）推出。

---

① 参见 <http://www.sina.com.cn>，2007 年 11 月 15 日。

② 参见 <http://www.sina.com.cn>，2007 年 11 月 16 日。

③ 同上。

④ 同上。