

股指期货

STOCK INDEX FUTURE

杨 星 主编

广东经济出版社

股指期货

STOCK INDEX FUTURE

杨 星 主编

广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股指期货/杨星主编. —广州: 广东经济出版社,
2002.6

ISBN 7-80677-213-8

I. 企… II. 杨… III. 股票-指数-期货交易
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 022534 号

出版 发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东新华发行集团股份有限公司
印刷	肇庆市科建印刷有限公司 (肇庆市星湖大道)
开本	850 毫米×1168 毫米 1/32
印张	9.5 2 插页
字数	237 000 字
版次	2002 年 6 月第 1 版
印次	2002 年 6 月第 1 次
印数	1~5 000 册
书号	ISBN 7-80677-213-8 / F·694
定价	18.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

销售热线: 发行部 [020] 83794694 83790316 邮政编码: 510100

(发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号)

网址: www.sun-book.com

·版权所有 翻印必究·

前 言

本书由我和我的学生们共同完成。

1997 年亚洲金融危机之后，我国股市运作中许多潜在的风险开始凸现，投资者感到他们用过去的资产多样化组合来规避非系统性风险的策略已经收效甚微，更多的来自于政治的、经济的、心理预期等因素形成的风险使他们感到束手无策，他们需要有一种新的避险工具来规避金融市场上的系统性风险，为自己所持有的金融资产保值甚至盈利，这种工具就是股指期货。

中国经济界关于股指期货的研究始于 20 世纪 90 年代初，这中间甚至有 1993 年海南证券交易中心对股指期货 6 个品种交易的尝试，但几个月后由于诸多的原因而关闭。理论的研究也是断断续续，时冷时热。然而，股指期货作为一种优良的风险管理工具，最终还是会在中国金融市场上出现的，这是一个不以人们意志为转移的必然结果。于是如何认识股指期货、如何审时度势适时推出股指期货、如何趋利避害地驾驭股指期货在降低现货市场风险的同时又在期货市场上衍生出新的风险等问题就成为投资者和学术界共同关注的课题。

本书的目的旨在向读者介绍股指期货对于其基础市场——股票市场的正常运作的作用及功能；股指期货交易的市场及技术条件、投资策略；以及博傻和“零和游戏”所致的风险及其管理。全书共分六章，第一章（由王琪琼撰稿）主要介绍了股指期货的基本概念、结构与功能，及其产生与发展的背景，这对于我国推出股指期货是有一定借鉴意义的；第二章（由张义强撰稿）、第三章（由杨星撰稿）分别介绍了股指期货交易的技术条件及投资策略，这一部分对于投资者是很有参考价值的，其中的一些交易技巧有助于投资者保值或盈利目的的实现；第四章（由杨星撰

稿)阐述了股指期货交易的风险体系,以及对其特定风险的管理策略;第五章(由周浩撰稿)重点介绍了国外股指期货尤其是新兴市场国家股指期货的发展及其对我国的启示与借鉴;第六章(由王琪琮撰稿)着重对中国股指期货的发展进行了研究,并提出了中国推出股指期货的策略和建议。

与同类研究比较,本研究至少有三点创新:第一,提出了根据市场波动性用固定值确立股指期货合约的保证金的观点;第二,界定了区别于一般金融风险的股指期货的特定风险;第三,对“期货市场发展时序论”的观点提出我们的见解。

本书是集体心血和智慧的结晶。在编写过程中,我们参阅了大量中外文文献资料,得到了香港联合交易所、广发证券有限责任公司、澳门南光集团等单位的鼎力相助,在此谨向广发证券研发中心总经理汪良忠博士、方红博士、余晓宜女士、澳门南光集团财务部经理魏斌先生以及暨南大学金融系刘少波教授、杜金岷教授等一切给予我们帮助和支持的人士致以诚挚的谢意。

我还要向我的学生们表示歉意,由于我的严厉以及成书过程之漫长,使得他们有两个假期没能和家人团聚,他们以自己独特的思考方式和创新精神,共同为向社会普及股指期货理论及基础知识尽了自己的绵薄之力,从中我感到了长江后浪推前浪的欣喜和鞭策。但愿此书的出版能熨平我心中的内疚,并让社会能对他们的作品予以鉴定和认同。

由于我们知识之匮乏,时间之仓促,加之我们本意视其为抛砖引玉之作,故该书一定有不少纰漏和错误,恳请读者不吝指正,以求完善。

杨 星

2001年10月8日于暨南园

目 录

前言	(1)
第一章 股指期货概论	(1)
第一节 股指期货的含义与特征	(1)
第二节 股指期货的市场结构与功能	(5)
第三节 股指期货的产生与发展	(16)
第二章 股指期货的交易技术	(31)
第一节 股指期货合约的构成	(31)
第二节 股指期货合约的定价	(44)
第三节 股指期货的交易机制	(51)
第三章 股指期货的投资策略	(70)
第一节 股指期货投资的决策依据	(70)
第二节 股指期货的套期保值交易	(84)
第三节 股指期货的套利交易	(95)
第四节 股指期货的投机交易	(106)
第四章 股指期货的交易风险及其管理	(118)
第一节 股指期货的风险体系	(118)
第二节 股指期货风险的识别与估测	(128)
第三节 股指期货风险的控制与监管	(156)
第五章 世界股指期货发展的比较分析	(178)
第一节 欧美发达国家的股指期货	(180)
第二节 亚太主要国家(地区)的股指期货	(190)
第三节 新兴市场股指期货发展战略之比较	(220)

股指期货

第六章 中国股指期货发展研究	(229)
第一节 我国现阶段推出股指期货的必要性	(229)
第二节 我国推出股指期货的市场条件及主要障碍	(241)
第三节 我国推出股指期货的方案设计	(265)
参考文献	(293)

第一章 股指期货概论

股指期货（Stock Index Futures, SIF）是一种重要的金融衍生产品。自1982年2月24日美国堪萨斯城期货交易所（Kansas City Board of Trade, KCBT）推出价值线指数期货以来，股指期货以其价格发现和套期保值的功能而受到各类投资者的青睐。目前，股指期货已被世界各国金融市场广泛采用，成为金融期货市场上交易最活跃的期货品种。

第一节 股指期货的含义与特征

一、期货与股指期货

在市场经济体制中，市场交易大致可分为两种类型：一种是现货交易，另一种是期货交易。现货交易是一手交钱，一手交货，钱货两讫。而期货交易则是按买卖双方商定的条件在未来某一时刻买卖一定数量的商品的交易行为。与现货交易相比，期货交易买卖的对象（标的）是代表某一商品的标准化期货合约，合约中的各项条款，如商品的数量、品质、保证金、交割地点、交割时间、交割方式等均为标准化要件，合约中惟一的变量就是价格，它通过市场竞价达成。

期货合约按其交易标的的不同分为两大类：商品期货合约和金融期货合约，而股指期货就是金融期货的一种。

股指期货全称股票价格指数期货，它是以股票价格指数作为交易对象的期货合约。股票价格指数是综合反映一个国家、地区

整个股票市场系统变化的指标，它通常通过计算该国股票市场上全部上市公司或一组具有代表性的成份股在某一时期的成交价平均值与基准期数据的比值得出。例如，基准期的一组成份股的成交均价平均值为 100 亿元，并设定基准期的股票指数为 100 点；计算期的同一成份股的成交均价平均值为 300 亿元，即计算期与基准期同组数据的比值为 3，则计算期的股票指数为 300 点。股指期货交易就是合约双方同意在将来某一时刻按照约定的价格买卖约定的股票指数，并在交割日按照结算价格通过清算机构将股票指数的点数折合成若干货币单位进行现金结算或在结算前对冲的交易行为。简言之，股指期货就是从股票价格指数点数的变化中，对其已持有的资产实现保值或盈利。

股指期货除具有金融期货的一般特点之外，还具有一些典型的特征，这些特征我们可以通过其与商品期货异同的比较来加深理解。

二、股指期货与其他商品期货的异同

（一）股指期货与一般商品期货的相同之处

前文已经指出，股指期货是一种金融商品期货，因而它必定也具有一般期货的特点，这些特点主要有：

1. 从对象上看，股指期货与其他商品期货一样，在期货市场中买卖的并不是特定的商品，而是由期货交易所制定的标准化的期货合约。这种标准化合约上所列明的商品或金融工具、质量、数量、交割时间、地点等等条件都是固定的，合约中惟一的变量就是标的物的价格。与一般的商品期货一样，股指期货的价格也是在统一的期货交易所内，以公开竞价方式达成的。

2. 从交易目的上看，股指期货也与其他商品期货一样，其交易的目的并不在于获得合约标的商品的价值（对于卖方）或

使用价值（对于买方），而是为了回避价格风险或从价格的波动中投机获利。对于一般的商品期货如金属、农产品等而言，尽管仍有很小比例的期货合约到期进行交割，但在此种情况下交易者的目的仍然只是为了锁定相关的成本（对于买方）或销售收入（对于卖方），而不是为了单纯卖出或买入相应的商品。对于股指期货而言，合约买卖的标的物只是一个抽象的股票价格指数，在实际操作中更只能采取上文提及的“现金交割”方式，在这一方式下其规避价格波动风险或投机获利的目的就更加明显了。

3. 从交易保障制度上看，无论是股指期货还是其他的普通商品期货在实践中均实行了保证金制度，期货市场中规定的保证金通常只为合约价值的 5% ~ 10%，这种制度使得期货交易具有了多倍的杠杆效应，即用很少的钱就可以从事金额很大的交易。

4. 从结算制度上看，无论是股指期货还是其他的商品期货，期货市场上的交易者都只与交易所内的结算机构进行结算。对期货合约的卖方而言，结算机构就是买方；对期货合约的买方而言，结算机构就是卖方。履约结算的行为永远只在统一的结算机构与交易者之间发生，而不会直接发生于不同的交易者之间，这也是期货交易与现货交易的一个显著区别。

（二）股指期货与其他商品期货的不同之处

与其他普通商品期货相比，股指期货的特殊性或特征主要表现在：

1. 标的物的不同：股指期货交易的标的物是抽象的股票价格指数，这与以具体的实物如农产品、贵金属为标的物的其他商品期货不同。这种差异造成了其他方面的区别。

2. 报价方式的不同：股指期货标的物的特殊性决定了其报价方式也与其他商品期货不同，即它是以合约标的股票指数的“点数”来表示的。前面已经提及，各个期货交易所都事先规定

了其所采用的股票指数每一点所代表的金额多少，因而标的股票指数每升降一个点，股指期货的价格也就相应地升降一定的金额。这种报价方式与其他普通商品期货以具体的每计量单位（如一盎司黄金，一蒲式耳大豆）涨跌多少货币单位（如美元，美分等）的报价方式明显不同。

3. 交割方式的不同：由于股指期货标的物的特殊性，使得其无法像其他普通商品期货那样在到期日可以进行实物交割，而只能采取上文介绍的现金交割方式。并且，与其他商品期货相比，股指期货的交割比例更低，其交易者更多地采用在到期日前通过做一笔相反交易将手头持有合约冲销的方式来了结交易。

4. 风险大小的不同：由于股指期货规定的保证金比例通常要低于普通的商品期货，加之股指期货采取现金交割的方式，使得其本身的风险等于股票市场风险和期货市场风险的叠加，因而股指期货的风险要大于普通的商品期货。

5. 交易复杂程度的不同：作为一种金融衍生产品，股指期货的价格决定因素较之普通商品期货更为复杂和敏感。金融业是一个国家、地区经济中的“高、精、尖”部分，一国的宏观政治、经济形势等等因素稍有波动，往往就迅速而显著地在其金融市场中反映出来。一般而言，诸如利率、汇率等等宏观经济指标对于股指期货市场价格的影响往往比对普通商品市场的影响更为迅速而显著，股指期货价格的变动幅度也往往比普通商品期货更大。这就使得从事股指期货交易的复杂程度比后者更大，对交易者的经济金融知识、实践经验、判断能力等方面的要求也更高。

6. 交易者构成的不同：由于从事股指期货交易的风险和复杂程度都比普通商品期货更大，因而在股指期货市场的交易者中机构投资者的比例要远大于普通商品期货市场。据有关统计资料显示，目前国外包括股指期货在内的金融衍生品交易中绝大部分都是由银行、保险、基金公司等等机构投资者进行的。

第二节 股指期货的市场结构与功能

一、股指期货市场的结构

股指期货的市场结构与一般的商品期货市场是基本相同的，它同样由期货交易所、清算所、经纪商、交易者及政府监管机构五个主要部分构成。在一个简略的交易过程中，交易者委托经纪商在期货交易所内进行期货合约的买卖，经纪商在完成交易者委托的交易之后将交易记录送交清算所由其进行当天的结算工作，而政府监管机构则对交易所、清算所、经纪商等市场主体的行为进行监督管理以防止欺诈行为的发生，维护整个期货市场的稳定有序运行。以下对股指期货市场的各个组成部分及其主要职能分别进行介绍。

（一）股指期货交易所

股指期货交易所是指为股指期货交易提供场所、设施、交易规则等等以确保交易能顺畅进行的经济组织。本书中所称的“股指期货交易所”主要是为了论述上的方便和简明，实际上股指期货交易通常都是与外汇期货、利率期货等其他金融期货以及金融期权产品在同一交易所内进行的。下文中为方便起见统一称为股指期货交易所或交易所，意即股指期货在其中进行买卖的交易所，这一定义并不影响我们此处的论述。

股指期货交易所是整个股指期货市场的核心，在保障整个市场正常运作过程中发挥着极其重要的作用。交易所的组织形式主要有会员制和股份公司制两种。尽管近年来出现了不少交易所实行“非会员化”（Demutualization）、改组为股份公司的趋势，如伦敦国际金融期权期货交易所（LIFFE）、德国期货交易所

股指期货

(DTB) 与瑞士期货交易所 (SOFFEX) 合并后成立的欧洲期货交易所 (Eurex) 等, 但目前世界上实行会员制的交易所仍居多数。在实行会员制的股指期货交易所里, 只有会员才有资格直接在交易所内从事股指期货交易, 非会员要进行交易则必须通过委托会员公司在交易所内完成。

交易所的主要职能包括以下几个方面: 提供一个有组织的交易市场和先进的交易设施; 制定会员从事业务的公平原则; 提供统一的交易规则; 订立标准化的股指期货合约, 包括标的股票指数、数量、交割时间、地点、保证金要求等内容; 规定交易时间; 为会员提供履约及财务责任的担保; 收集、传播政府有关政策、市场信息、价格等给会员及社会公众; 充当仲裁人, 排解交易各方在交易、结算、交割过程中可能出现的纠纷; 办理股指期货交易的结算及交割 (这是指在交易所本身下设结算所负责交易所内所有交易的结算和交割时的情形, 在结算所独立于交易所的情况下则此一功能将由独立于交易所之外的清算所执行)。

(二) 清算所

清算所是指股指期货市场中负责为期货买卖双方进行最后清算业务的机构, 包括到期未平仓合约的交割和未到期合约的平仓。股指期货市场中的清算所也有两种组织形式, 一种是由交易所设立, 在组织性质上隶属于交易所的一个负责清算和交割业务的部门, 如芝加哥商品交易所 (CME) 就是这种情形; 另一种是清算所与交易所相互独立, 不存在隶属关系, 如芝加哥期货交易所 (CBOT) 清算公司就是这种情形。有的独立清算所还同时为不止一家交易所提供清算服务, 如美国的市场间清算公司 (Inter-market Clearing Corp.) 就是为纽约期货交易所 (NYFE) 和费城交易所 (PBOT) 同时提供清算服务的机构。

清算所接纳会员的要求通常要比交易所更加严格, 因而并非

所有交易所会员都可以成为清算所会员，据此可以将交易所会员进一步区分为清算会员与非清算会员，非清算会员的清算业务必须通过清算会员来进行，并为此支付一定的佣金费用。

清算所在股指期货市场的顺利运作中起着非常重要的作用，这主要表现在以下几个方面：

1. 如前所述，股指期货市场中所有的交易者都以清算所为交易媒介，即清算所既是买者的卖方，又是卖者的买方。因此，在股指期货的交易中交易者无需知道其交易对象是谁，免却了寻找特定交易对象的麻烦，从而活跃了交易，简化了结算手续。

2. 由于清算所在交易过程中充当了买卖双方的交易媒介，故而任何交易者均可以在其所持有的股指期货合约到期前出售手中的合约对其持有的股指期货头寸进行冲销。这样一来，一份股指期货合约在到期交割前往往都已经过了一系列的买卖转手过程，但是最后需要进行（现金）交割的只是最初的卖者和最后的买者，无须涉及中间转手的其他交易方，从而简化了交割手续，便利了股指期货交易的进行。

3. 清算所每日均对有关交易者所持有头寸的盈亏进行结算，计算出其净收或净付的金额，保证金账户上金额不足的交易者必须在限定时间内将之补足以保证每份股指期货合约的到期履行，否则将由清算所对其进行强行平仓。这种做法被称为“逐日盯市制度”（Mark - to - market），大大分散、减少了股指期货交易的履约风险。

4. 由于清算所实行的“保证金制度”、“逐日盯市制度”以及其充当交易双方媒介的特点，当股指期货合约的一方由于诸如破产、倒闭等原因不能履约时，将由清算所负责承担履行合约的责任。这就在很大程度上有效地解决了股指期货市场中的信用风险问题，有力保障了股指期货市场的顺利运行。

（三）经纪商

经纪商是指股指期货市场中代客户进行期指合约买卖的中间商。经纪商可以是个人，也可以是公司等法人组织，不同国家的规定有所不同。我国的有关法规规定，只有依法设立的期货经纪公司才能从事期货经纪业务，亦即个人不能从事经纪业务。因此此处的经纪商即指经纪公司而言。

股指期货交易所的会员可以分为自营商与经纪商两种，自营商是指为自己在交易所内进行交易的会员，经纪商则是接受非交易所会员的委托，为该客户在交易所内进行交易并为此收取一定的佣金作为收入来源。经纪商本身一般不从事自营业务。

经纪公司一般设有保证金、落盘、结算、交割等职能部门以履行在代客交易中的买卖、交割、清算等相应的职能。

（四）交易者

股指期货市场中的交易者按其交易目的及相应的交易策略的不同可以区分为套期保值者、投机者和套利者三种，以下逐一加以说明。

1. 套期保值者

套期保值者是指通过股指期货市场来规避股票交易中系统风险的交易者。所谓系统风险，或称系统性风险，是指不能通过证券投资组合（portfolio）加以消除的全局性的股市风险，例如受突发性的政治事件影响而出现的股市全面下跌就是一种系统性风险。证券投资组合策略可以有效减轻乃至消除个别上市公司、个别行业的股票与大市无关的“非系统风险”，但对于系统风险则无能为力，而股指期货在这方面恰恰可以大有作为。套期保值者可以通过买卖股指期货合约锁定此后某一特定时间将要购买或出售的股票的价格，从而达到规避风险的目的。例如，某基金公司

手头持有与恒生 33 指数的构成完全相同的一个股票组合，并预计在 3 个月后出售。为防止三个月后出售该股票组合时恒生 33 指数出现下跌的风险，该基金公司可以卖出 3 个月期的恒生 33 期指合约。若 3 个月后恒生 33 指数真的下跌，则出售该股票组合的损失可以由股指期货交易上的盈利弥补，若恒生 33 指数不跌反涨，则股指期货交易上的损失可以由出售该股票组合的盈利来弥补。预计在以后某一特定时期买入该股票组合的道理也与此相同。因此，股指期货交易可以用来有效地减轻及消除股市上的系统性风险。

股指期货市场上的套期保值者主要是证券公司、保险公司、基金公司等股票市场上的机构投资者，他们构成了股指期货市场上的主要交易者。其交易特点主要是：交易量较大；持仓时间长；不轻易改变买卖位置（或曰稳定性较强）等。

2. 套利者

套利者是指利用股指期货市场与股票现货市场，以及不同股指期货市场，不同股指期货合约之间出现的价格不合理关系，通过同时买入卖出以赚取价差收益的交易者。股指期货的套利最常用的是指数套利，当实际期货价格偏离理论期货价格时，可能通过同时买卖指数期货赚取无风险收益。套利者的套利行为可以使市场的错误定价迅速恢复到均衡的水平，有利于市场价格的稳定，也是股指期货市场价格发现功能得以有效发挥的一个重要渠道。因此可以说，套利者的存在对于股指期货市场是必不可少的。

3. 投机者

投机者是指那些通过预测股票价格指数走势以低买高卖或高卖低买从中获利的交易者。投机者在预期股票指数将会上涨时买入股指期货合约，在股票指数真如所预期的那样上涨时将之抛出，或在认为股票指数将会下跌时卖出股指期货合约，在股票指

数下跌时再买入相应的合约对冲原来的头寸而从中获利。由于股指期货交易具有杠杆效应，因而一旦对股票指数的趋势判断准确，投机者就可以获得相当丰厚的利润。投机者的交易特点主要是：每次的交易量较小，持仓时间较短，稳定性较差。

（五）政府监管机构

由于股指期货这种金融衍生产品具有高度的复杂性、风险性、投机性，操作稍一不慎，便可能给当事人带来极其惨重的损失，严重者还可能引发整个金融市场的动荡。例如，1995年震惊世界的英国巴林银行倒闭事件，其根本原因就是因在日经225股指期货交易上造成的巨额亏损。因此为防止股指期货市场中的欺诈和非法行为，保障交易各方的利益，确保股指期货市场的稳定运行，来自政府有关机构的监管是必不可少的。各国一般都立法设置一个专门的政府监管机构来负责金融衍生市场的管理，目前世界各国的金融衍生市场总体而言大多实行了三级管理体制，即政府监管、行业协会管理和交易所自律的三级共同监督管理体制，其中政府监管是至关重要的。因此，政府监管机构也是一个完整的股指期货市场中不可缺少的一个组成部分。其主要职责一是管理和监督交易所的行为准则，包括审核批准交易所的设立、审核批准交易所的章程及主要业务规则、审批新合约的上市、审查交易所批准的会员资格、审查交易所作出的裁决等；二是对市场参与者实行宏观管理，包括规定市场参与者从事股指期货业务所必需的最低资本额标准、规定严格的账户设立制度、对违反国家有关法律和交易法律的机构和个人进行行政处罚或追究其民事和刑事责任、制定仲裁和索赔处理的总规则等等。

二、股指期货的功能

股指期货市场的产生和近十多年来在世界各国的迅速发展，