中国股指期货市场概论

姚兴涛

北京大学出版社
北　京

需要全本请访问 www.ertongbook.com

图书在版编目(CIP)数据

中国股指期货市场概论/姚兴涛著.—北京:北京大学出版社,2001.6
ISBN 7-301-04936-6

Ⅰ.中 … Ⅱ.姚… Ⅲ.①股票-指数-研究-中国②股票-指数-期货交易-中国
Ⅳ.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 26472 号

书　　名:中国股指期货市场概论
著作责任者:姚兴涛　编著
责 任 编 辑:彭松建
标 准 书 号:ISBN 7-301-04936-6/F·0411
出　版　者:北京大学出版社
地　　址:北京市海淀区中关村北京大学校内　100871
网　　址:http://cbs.pku.edu.cn/cbs.htm
电　　话:出版部 62752015　发行部 62754140　编辑室 62752032
电 子 信 箱:zpup@pup.pku.edu.cn
排　版　者:北京大学出版社激光照排中心
印　刷　者:北京大学印刷厂印刷
发　行　者:北京大学出版社
经　销　者:新华书店
787 毫米×1092 毫米　16 开本　15.5 印张　293 千字
2001 年 6 月第一版　2001 年 6 月第一次印刷
定　　价:26.00 元

目　录

前　言…… (1)

第一章　股指期货的产生和发展…… (1)
第一节　股指期货的产生…… (1)
第二节　股指期货产生的动因…… (4)
第三节　股指期货市场的发展 …… (13)

第二章　股价指数与股指期货合约 …… (21)
第一节　股价指数 …… (21)
第二节　股价指数期货合约 …… (50)

第三章　股指期货标的指数选择 …… (57)
第一节　标的指数应具备的特征和选择原则 …… (57)
第二节　指数选择模型 …… (58)
第三节　最小方差模型的应用:印度的案例…… (61)
第四节　中国证券市场股价指数选择 …… (63)

第四章　股指期货的投资策略 …… (67)
第一节　股指期货市场投机策略 …… (67)
第二节　股指期货的套利交易策略 …… (69)
第三节　套期保值策略或套头交易策略 …… (71)
第四节　股票组合风险管理策略 …… (75)
第五节　构造指数化投资组合 …… (75)
第六节　资产分配 …… (78)
第七节　创造投资组合保险 …… (79)
第八节　预期性套期保值 …… (81)
第九节　相关资产交叉套期保值和套利 …… (81)
第十节　合成策略 …… (82)

第五章 其他股权类衍生证券 …… (83)
第一节 可转换债券 …… (83)
第二节 备兑认股证:值得重视的新市场 …… (98)
第三节 股票期货 …… (109)
第四节 股权类期权 …… (111)

第六章 股指期货市场借鉴 …… (134)
第一节 新兴金融衍生品市场发展的路径选择 …… (134)
第二节 韩国创立股指期货期权市场的经验 …… (137)
第三节 英国金融期货市场的发展与监管 …… (143)
第四节 期货市场操纵行为的形成:早期的案例 …… (161)

第七章 中国股指期货市场的效率 …… (170)
第一节 中国证券市场有效性研究 …… (170)
第二节 中国股指期货市场效率分析 …… (195)

第八章 中国股指期货市场的主体 …… (209)
第一节 以市场化为主线的中国证券市场深化 …… (209)
第二节 机构投资者的发展及其交易要求 …… (213)
第三节 中国股指期货市场发展的主体 …… (221)
第四节 股指期货的监管属性 …… (229)

后 记 …… (237)

前　言

自1982年美国堪萨斯城期货交易所(KCBT)首先推出价值线指数期货合约起,股指期货在全世界范围内得到迅速发展,股指期货市场已成为金融市场的重要组成部分,其发展推动了金融市场的深化和市场机制的完善。以《证券法》实施为标志,中国证券市场由规范试点进入规范发展的新阶段,随着市场规模的扩大,证券市场在社会经济生活中的地位进一步提高,对证券市场的需求日益增加,在中国发展包括股指期货在内的股权类衍生证券的呼声更加强烈。从1999年下半年开始,对中国发展股指期货市场的讨论十分热烈,尽管所涉及的议题和研究的层次还比较浮浅,但也形成了一个重要共识:中国的股指期货市场不是需要与否、要不要发展的问题,而是一个如何发展,发展的时机、条件、设施是否具备的问题。

本书主要介绍股指期货发展的一般规律和基础理论,对中国股指期货市场发展的若干重要问题从微观上进行实证研究,以期对发展股指期货市场的决策、设计和投资者正确认识这一衍生市场有所帮助。

第一章介绍了股指期货的产生和发展,从股指期货创新的过程看并不顺利,尽管有认识上的分歧和监管的制约等因素,但对其可能产生的副作用的担忧也应引起我们的重视。股指期货是期货市场的特点和股票市场的波动性相结合的创新产物,它不同于商品期货由远期合约交易发展而来的演进路径,货币和利率期货合约的成功推出,股票市场结构性因素的变化,包括机构投资者的发展,新的交易方式的应用等,都推动了股指期货创新的出现。股指期货在美国得到迅速发展并扩展到美国以外的主要资本市场,其市场规模迅速扩大,市场范围迅速扩张,推出非本国(地区)市场指数产品增加,衍生品市场与基础市场的整合以及股票市场的整合影响着股指期货市场的发展。

第二章介绍了股价指数的结构和计算方法,全球最重要的几个股价指数;结合全球主要的股价指数期货合约介绍了合约的结构及各要素的比较。

选择合适的标的指数对成功推出股指期货合约是至关重要的,关于推出股指期货的讨论对标的指数选择这一问题认识上还不够,作者1997年提出要用量化模型检验也仅引起部分学者的重视。第三章重点介绍了标的指数应具备的特征和选择原则,详细讨论指数选择的最小方差模型及其在印度市场的应用,运用中信成份指数初步检验了其作为标的指数的适用性。

投机、套利、避险只是股指期货广义上的功能,根据投资者整体战略的需要,

需要全本请访问 www.ertongbook.com

在使用中可以有多种投资策略,第四章概括了十种投资策略:投机策略、套利交易策略、套期保值策略、股票组合风险管理策略、构造指数化投资组合、资产分配、创造投资组合保险、预期性套期保值、相关资产交叉套期保值和套利、合成策略。

同样作为股权类衍生证券,可转换债券和认股权证已成为重要的资本市场工具,股票期货交易发展很快,而股票期权作为证券市场的重要组成部分发展速度惊人,整个期权市场的复杂程度不断增加。第五章介绍了其他股权类衍生证券,包括可转换债券、备兑认股证、股票期货以及股权类期权(股票期权、股指期权、股指期货期权)的基本理论,部分结合中国的发展进行了讨论。

1995 年"327"事件后,大陆金融衍生品市场的试点停止,作为对未来金融衍生品市场发展的探索,自然希望从新兴金融衍生品市场发展的经验中有所借鉴。新兴金融衍生品市场发展具有相似的路径选择:以股权类衍生品作为发展的突破口,首先推出有良好基础市场支持的股指期货,经过试点为投资者熟悉和积累管理经验,再推出股指期权和股票期权,使股权类衍生品市场逐步深化。韩国创立股指期货期权市场的路径就是一个成功案例。作为金融衍生品市场十分发达的英国,在推出股指期货之前首先设计了适于作为标的指数的 FT - SE100 指数,因为经过论证发现已有指数作为标的有很大的缺陷。对 LIFFE 已交易金融期货合约的实证研究发现,成功的期货合约具有一些突出特征:持续成功的合约并不能简单地从交易第一年的情况推断出,合约成功与其基础现货市场的规模高度正相关,而与其波动性仅有很小的关联度;合约在一个以上交易所交易,由于存在先入优势(first - mover advantage),新的套利交易使先入优势得以增强;市场流动性似乎是成功期货合约的特征,但它并不总是导致成功(lead to success)。以上是第六章的主要内容,该章还包括一份对中国商品期货市场发展初期操纵行为形成的博弈分析。

未来中国股指期货市场发展成功与否的关键因素是市场效率状况。第七章首先对中国股票市场有效性的实证研究进行概括,现货市场的有效性对衍生品市场的效率有决定性的影响,并从运营效率和定价效率两方面对中国股指期货市场的效率进行了前瞻性分析:较高的内部运行效率需要确定以机构投资者为主体,给予税收优惠,建立高效的结算交割体系和完善法规以从起步阶段就规范市场发展;外部定价效率取决于期货合约设计的合理性、股票市场的有效性、股票市场交易制度及交易方式有利于套利交易等;股权结构影响股指期货的定价效率,运用股指期货缓冲释放非流通股对股票市场的冲击并不可行。

中国资本市场的主体将逐步由散户投资者向机构投资者过渡,这一转变将推动股指期货的创新和发展。第八章首先探讨了以市场化为主线的中国证券市场深化,包括规模的扩大、结构的完善和市场机制的增强三个方面;机构投资者

的发展需要交易制度、交易方式、基础设施等方面具备相应的条件，美英发达资本市场的发展表明其制度安排和基础设施是以机构投资者为主体的，中国证券市场的发展则由于各种原因是以散户投资者为主体的，在转变过程中需要提供必要的条件；中国股指期货市场的主体从制度供给看仍取决于政府对风险收益的评估，顺应全球资本市场整合的趋势和新技术应用带来的机遇，股指期货市场应作为证券市场的一部分纳入监管体系，投资主体应明确为机构投资者，至少在发展初期应该是这样。

1995年的"327"事件和巴林银行倒闭及一系列金融衍生品市场风险事故，使我们深刻的认识金融衍生品市场的风险所在，在全球范围内对发展衍生品市场充满了责难和怀疑，但我坚信衍生品市场是一个有效率并对经济体系有重要作用的市场，否则无法解释金融衍生品市场一个半世纪来在一片责难声中飞速发展的事实。我在复旦大学完成了《金融衍生品市场：理论及在中国的发展》的博士论文，后由立信会计出版社出版《金融衍生品市场论》专著，《中国金融衍生品市场发展研究》专题研究报告1999年3月获深圳证券交易所会员证券研究成果优秀奖。本书部分内容已在《金融研究》、《证券市场导报》、《中国期货杂志(月刊)》和《期货日报》等报刊发表，一些内容则是以前完成未发表的。已发表的一些文章引起了业界和研究者的重视，有的研究者通过各种渠道与本人联系，希望提供一些研究资料；有些观点也引起争论、批评，在整理过程中，我进一步审核有关资料和结论，以期能更完善。

本书部分章节是合作研究的成果，第二章是与余亦民共同完成的，第五章第一节是与邹达川共同完成的，第七章第一节是与迟海燕、李罡共同完成的，他们对本书的出版做出了许多贡献。

随着中国证券市场规模的迅速扩大，市场化进程的进一步加快和市场结构的完善，推出股指期货的供给、需求两方面条件都在进一步改善，希望有更多的业内人士和研究者从微观、量化和实证的角度深入研究股指期货市场相关的一系列问题，并能对本书批评指正！

第一章　股指期货的产生与发展

股指期货是以股价指数为标的物的期货合约，它是一种有法律约束力的合约，签约双方在未来的某个特定日期，依据预先决定的指数大小（即成交价格），进行标的指数的买卖。股价指数是全部或部分股票根据不同计算方法得出的表达市场价值的数值。从计算范围看，股价指数可以是一个股票市场的指数及其内部分类的指数，也可以是一个国家范围内，跨国的地区性及全球性的综合市场指数。因而股指期货的标的范围十分广泛，同一个股票市场存在多个对应的股指期货市场，如纽约证券交易所，对应的股指期货合约就有道·琼斯指数期货合约，标准普尔 500 指数期货合约，纽约证券交易所综合指数期货合约等。股指期货合约对标的指数买卖的约定是建立在现金交割基础之上的，尽管绝大部分股指期货合约在到期日之前已经通过对冲交易了结头寸，但少部分交割是计算成交指数与交割价（合约规定的计算方法）之间的差额，买方成交价低于交割价将获得相应的差额收入，卖方成交价低于交割价将需支付相应的差额收入，而不是由卖方按构成指数的一定金额的股票组合将所有权转移给买方。

股指期货和外汇期货、利率期货已经成为整个金融体系中重要的规避市场风险的制度安排，也是金融衍生品市场最重要的组成部分。股指期货的产生和发展是供求两方面因素起作用的结果。

第一节　股指期货的产生

一、期货市场发展的简要回顾

尽管期货交易的历史可以追溯到很久以前，但现代期货的发源地在美国。“美国的现代期货交易于 19 世纪初期首先出现于中西部边疆地区，它与芝加哥的商业发展和中西部地区的小麦交易密不可分。1833 年，芝加哥还只是一个名不见经传的小村落，而到 1837 年，已发展成为拥有 4107 位居民的城市。芝加哥之所以能迅速发展并成为闻名于世的谷物集散地，主要获益于其得天独厚的地理位置和战略地位。它背靠密执安大湖，毗临中西部肥沃平原。然而，由于当时交通不便，仓库稀缺，农产品供求矛盾尖锐，致使市场秩序混乱不堪。”“随着谷物交易的不断发展，1848 年，由 82 位商人发起并成功地组建了美国第一家中心交易场所——芝加哥期货交易所（又称芝加哥谷物交易所，CBOT）。创建该中心

交易所的目的旨在促进芝加哥市的商业活动,以及为买卖双方提供相互见面、交换商品的地点。交易所成立之初采用远期合约交易方式。但这种交易方式未能对商品的质量和交货期规定有统一的标准,在商人和交易者之间,违约现象时有发生。因此,为使谷物交易不断趋于正规化,芝加哥期货交易所于 1865 年采取行动,推出了一种被称作期货合约的标准化协议,以取代原先沿用的远期合约。"①

在 19 世纪末和 20 世纪初不断涌现出的新交易所,大大地推动了期货交易的发展,交易品种也从谷物扩展到其他农产品、贵金属、制成品、加工品和非耐用储存商品等。目前在全球各地交易所交易的商品期货品种有:

农产品:玉米、小麦、燕麦、稻米、大豆、大豆油、豆粕等;

纺织品原料:棉花等;

家畜:活猪、冷冻五花肉、活牛等;

林产品:胶合板、支柱木材、柱材等;

金属:铜、铝、锡、钯、锌、镍、黄金、白银等;

食品:咖啡、可可、冷冻橙汁、红褐色马铃薯、原糖等;

能源:布伦特原油、工业用燃料油、取暖用油等;

其他产品:橡胶、棕榈油等。

20 世纪 70 年代,受新的货币政策和其他因素影响,世界金融体制发生了很大变化,为使企业和金融机构适应这一新的形势,管理好价格风险,出现了金融期货合约,而且很快成为期货行业中发展最快、最为成功的合约。实际上,自 70 年代以来,受一系列因素的推动②,全球范围内金融创新的浪潮此起彼伏,最具推动力的当属 1972 年由芝加哥商品交易所(CME)设立的国际货币市场(International Monetary Market, IMM)推出了外汇期货 交易和 1975 年由 CBOT 推出了债券(利率)期货交易,以及随后股指期货的推出和各种期权交易的发展,进而推动各种金融创新的发展。

二、股指期货的产生

股票指数期货是期货市场的特点与股票市场的波动性相结合的创新产物,它不同于商品期货由远期合约交易发展而来的演进路径。随着货币期货合约、

---

① 帕特里克·J·卡塔尼亚对期货市场发展史的论述,见由他主编的《商品期货交易手册》,中国对外经济贸易出版社 1990 年版,P2－4。

② 默顿·米勒将推动金融创新浪潮的因素概括为:浮动汇率的推行,即布雷顿森林体系解体、计算机和信息技术的发展与应用、创新与世界经济增长、管制和放松管制对金融创新的刺激。见:"Financial Innovation: Achievements and Prospects", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 4, No. 4, Winter 1992.

利率期货合约的成功推出，股票市场结构性因素的变化，包括机构投资者的发展、新的交易方式的应用等，都推动了股指期货创新的出现。

1977年初，堪萨斯城期货交易所(Kansas city Board of Trade, KCBT)就聘请斯坦福大学的罗杰·格雷博士(Dr. Roger Gray)担任咨询顾问，组成研究小组，专门从事新合约的开发工作[①]。经过仔细分析，决定开发股票指数期货合约，认定其能带来最大的经济效益，因为规模庞大的股票市场还没有有效的保值手段。1977年10月，KCBT向CFTC正式提交了开发以股票指数为标的的期货合约的报告，设想以股票指数期货来规避股票投资中的系统风险，并提议以道·琼斯工业平均指数作为标的指数。由于股指期货没有任何先例，CFTC于1978年10月在华盛顿特区举行了公开听证会，有关方面对股指期货提出了各种意见，并基本上肯定了该合约的创新。同时，KCBT也向道琼斯公司表示，希望以"道·琼斯工业股价指数"进行期货交易。"一群期货经纪商竟然想以我们的指数来赌博"，道·琼斯公司的管理层完全无法接受这种想法，断然拒绝KCBT的要求，并表示在必要的时候将以妨碍名誉罪提出诉讼[②]。由于未能最终就指数使用权问题达成协议，致使推出股指期货的设想第一次落空。

KCBT将合作的对象转移至标准普尔(S&P)，但标准普尔已经与芝加哥商品交易所讨论了推出指数期货交易的构想。最后，KCBT找到Arnold Bernhard & Company，希望以它的价值线指数(Value Line Index)作为期货合约的标的指数，Arnold Bernhard &Company非常乐意让人使用价值线指数。1979年4月，KCBT修改了它向CFTC的申请，转而采用价值线指数作为标的指数。同时，芝加哥商品交易所(CME)已经与S&P达成协议，有权独家采用S&P的指数作为期货合约的基础指数。另外，纽约期货交易所(New York Futures Exchange, NYFE)则采用纽约证券交易所的综合指数。在这一潜在市场的竞争中，CBOT感到已落后他人，于是决定通过金钱或法律手段，诱使或迫使道·琼斯公司允许它使用道·琼斯工业股价指数。道·琼斯公司拒绝接受，认为这种纯粹投机的交易工具有损其公司声誉，并严厉警告CBOT，要求立即停止相关的活动，否则将提出控告。然而，CBOT的态度非常坚决，不久之后，芝加哥、纽约甚至华盛顿出现了各种法律诉讼案件，尤其是S&P控告纽约商品交易所(New York Commodity Exchange, Comex)侵犯专利权，因为Comex正准备根据Comex500来进行指数期货的交易，而Comex500与S&P500在名称上过于相似。法庭在态度上比较支持S&P与道·琼斯公司，使得CBOT和Comex只好考虑其他的指数，

---

① KCBT是一个区域性的小麦交易所，兴盛于70年代，当时美国输出大量的小麦到苏联，带动了小麦期货交易的发展。

② 参见：约翰·米勒斯，《股价指数期货与期权》，经济科学出版社2000年版，第3页。

但这些诉讼案件已经引起了广泛的关注。正反双方的争议逐渐趋于白热化，使得 CFTC 举棋不定。同时，国会也举行数场听证会，要求 CFTC 提出证据，以说明这种“组合性”的期货不会破坏大众的利益。反对者所坚持的主要观点在于股价指数合约仅根据某项数字的起伏来决定输赢，显然是另一种形式的赌博。此外，如果这种新“游戏”一旦合法化，而参与者又很多，它是否会对于其基础股票市场产生不利影响呢？而比较重要的反对声音来自对股票市场监管的证券交易委员会(SEC)，两方面意见的冲突，SEC 与 CFTC 对新合约管辖权问题上的争执不休，致使股指期货的出台第二次搁浅。①

直到 1981 年，里根总统任命菲利普·M·约翰逊(Philip M. Johnson)为 CFTC 主席，任命约翰·夏德(John Shad)为 SEC 主席，这一僵局才被打破。CFTC 与 SEC 就在交易所交易的期货品种的管辖权问题达成妥协，形成了约翰逊——夏德协议(Johnson－Shad Accord)，该协议对股票期货和期权的管理权在 SEC 和 CFTC 之间进行了分配，用极其复杂的程序保证 SEC 可以参与到 CFTC 批准股票指数期货的过程中，并且禁止个股期货交易②。KCBT 的报告于 1982 年 2 月 16 日获通过，由于它首先提出申请，也就首先被核准，整个过程总共花费 4 年半时间。KCBT 立即要求暂时停止核准其他申请，因为需要时间来规划正式的交易，但这项要求被否决。KCBT 于 1982 年 2 月 24 日开始交易价值线指数期货合约，当天交易竟达 1800 份合约。随后，CME 于 1982 年 4 月 21 日推出 S&P500 指数期货交易，第一天交易量达到 3963 张合约，NYFE 于 1982 年 5 月 6 日推出纽约证券交易所综合指数期货合约，第一天的交易量高达 6162 张合约。这时，CBOT 明显落后，它希望和 KCBT 共同交易价值线指数，但 KCBT 对于这项建议没有什么兴趣。最后，CBOT 与美国股票交易所(Amex)达成协议，采用主要市场指数(Major Market Index，MMI)为标的指数，这是由 20 只绩优股所构成的指数。1983 年 8 月，CBOT 终于有了自己的股指期货合约。

第二节 股指期货产生的动因

股指期货的产生是供给和需求两方面因素共同作用的结果。从需求方面来看，

① 在 GNMA 上市后不久，SEC 主席瑞德里克·希尔写信给 CFTC 主席威廉姆·巴克利，陈述他所关注的关于 CFTC 与 SEC 管理权限重叠的问题。重叠的内容主要表现在对于到期交割商品为有价证券的期货合约的管理，而这也是 SEC 的管理范围。见：达瑞尔·杜菲，《美国期货市场》，山西经济出版社 1995 年版，P369－371。

② 据报道，美国联邦证券监管人员和芝加哥大型交易所主管在美国参院的一次听证会上支持单一股票期货交易。如果现存的少数监管问题解决，则有关开设个股期货交易的投票可在国会休会前举行。参见：美国即将推出个股期货交易，中华工商时报 2000 年 5 月 15 日第 4 版。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

股票市场的飞速发展、布雷顿森林体系解体后资产价格的波动、机构投资者的发展和壮大、股票交易方式的发展都产生了对股指期货交易的巨大需求。从供给方面来看，货币期货和利率期货的成功运作、期货交易所之间的竞争、现金交割的实现、美国市场的创新环境都使股指期货的供给成为可能，并提供了创新动力。

一、浮动汇率与资产价格的波动

对金融创新动因的最流行解释是布雷顿森林体系解体，浮动汇率制度取代了固定汇率制度。70 年代初，在以米尔顿·弗里德曼(Mitlon Friedman)为代表的一批学院派经济学家的强有力推动下，美国政府最终废止了黄金与美元挂钩的体制，随之而来的汇率急剧波动给所有的国际贸易活动带来了新的不确定性。针对这种变化，CME 推出了在交易所内公开上市交易的外汇期货合约，这种创新反过来又相应产生出一系列基于巨额价差(从汇率到利率)的金融产品。

二次大战使帝国主义国家之间的实力对比发生了巨大的变化。英国在战争期间受到了巨大的创伤，经济遭到严重破坏。而美国已成为资本主义世界最大的债权国和经济实力最雄厚的国家，这为建立美元的霸权地位创造了必要的条件。事实上，早在 40 年代初，美国就积极策划取代英国而建立一个以美元为支柱的国际货币体系，改变 30 年代资本主义世界货币金融关系的混乱局面。英美两国政府都从本国的利益出发，设计新的国际货币秩序，于 1943 年 4 月 7 日分别发表了各自的方案，即美国的“怀特计划”和英国的“凯恩斯计划”，这两个计划反映了两国经济地位的变化和两国争夺世界金融霸权的斗争①。1943 年 9 月到 1944 年 4 月，两国政府代表团在有关国际货币计划的双边谈判中展开了激烈的争论，由于美国在政治上和经济上的实力大大超过英国，英国被迫放弃“国际清算联盟”计划而接受美国的方案，美国也对英国作了一些让步，最后双方达成协议，又经过 30 多个国家的共同商讨，于 1944 年发表了《专家关于建立国际货币基金的联合声明》。同年 7 月，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林城召开有 44 国参加的“联合和联盟国家国际货币金融会议”，通过了以“怀特计划”为基础的《国际货币基金协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称布雷顿森林协定，从而建立起布雷顿森林体系。布雷顿森林体系的主要内容可概括为两个方面：它是有关国际货币制度的，涉及国际货币制度的基础、储备货币的来源及各国货币相互之间的汇率制度；它是有关国际金融机构的，涉及国际金融机构的性质、宗旨以及在国际收支调节、资金融通和汇率监督等国际货币金融事务中的作用，其核心是美元与黄金挂钩，各国货币与美元挂钩的“双挂钩”体系。

尽管布雷顿森林体系曾对当时世界经济的发展起到了积极作用，但其存在

① 见：姜波克，《国际金融新编》，复旦大学出版社 1994 年版，第 182－184 页。

的一些根本缺陷导致了它自身的最终崩溃。布雷顿森林体系是建立在黄金和美元挂钩的基础之上的，美元既是一国的货币，又是世界的货币。作为一国的货币，美元的发行必须受制于美国的货币政策和黄金储备；作为世界的货币，美元的供应又必须适应世界经济和国际贸易增长的需要。由于规定了双挂钩制度，而黄金产量和美国黄金储备的增长跟不上世界经济和国际贸易的发展，美元便出现了一种进退两难的状况：为满足世界经济增长和国际贸易的发展，美元的供应必须不断地增长；美元供应的不断增长，使美元同黄金的兑换性日益难以维持。也就是陷入了特里芬两难困境(Triffin Delimma)[①]，其根本缺陷是美元的双重身份和双挂钩制度，由此导致的体系危机是美元的可兑换性危机和人们对美元可兑换的信心危机。

布雷顿森林体系的瓦解过程，就是美元危机不断爆发→拯救→再爆发直至崩溃的过程。表 1.1 所示为布雷顿森林体系建立、危机与崩溃过程一览表。当 1973 年 2 月外汇市场再度爆发美元危机时，史密森氏协议便寿终正寝，布雷顿森林体系也随之彻底崩溃。

表 1.1 布雷顿森林体系建立、危机与崩溃过程一览表[②]

布雷顿森林体系的建立	美元同黄金挂钩，各国货币同美元挂钩 美元补充黄金，等同黄金作为世界清偿力的主要来源
↓	
布雷顿森林体系下美元的两难	为满足世界经济增长对世界货币的需要，美元的供应必须不断增长；美元供应的不断增长，使美元同黄金的兑换性日益难以维持。
↓	
布雷顿森林体系下美元的危机	是指美元按固定比价与黄金保持兑换性的危机，简称兑换性危机，或指人们怀疑美元的兑换性，由此引发抛售美元的危机，又称美元信心危机。
↓	
第一次危机的拯救	①借款总安排 ②互惠信贷协议 以其他货币补充美元来维持固定汇率 ③黄金总库——用其他国家黄金补充美国黄金，以维持美元－黄金本位制。

① 参见：罗伯特·特里芬，《黄金与美元危机：自由兑换的未来》，商务印书馆 1997 年版。罗伯特·特里芬(Robert Triffin)是耶鲁大学政治学教授，该书阐述了有关 IMF 改革的设想被称为“特里芬计划”。1961 年，“特里芬计划”的主要内容被收入肯尼迪总统的“黄金和国际收支咨文”；1972 年，当美元与黄金脱钩时，尼克松总统几乎是原封不动引用了特里芬书中的原话：“美国再不能自缚双手参与国际竞争了”。

② 参见：姜波克，《国际金融新编》，复旦大学出版社 1994 年版，第 193－194 页。

第二次危机的拯救	①黄金双价制。拯救美元－黄金为中心的体系，同时意味着该体系的局部崩溃。 ②特别提款权。旨在节约黄金和美元，补充黄金和美元。
第三次危机的拯救	①中止美元与黄金的兑换，该措施意味着布雷顿森林体系的崩溃。 ②史密森协议是挽救固定汇率制的最后一次偿试。

布雷顿森林体系解体后的70年代中期以来，大多数市场的价格变动加快了速度，提高了频率和增大了幅度，也就是商品市场和金融市场的波动性变得更大了。图1.1所示为价格波动性增大的一些实例[①]。

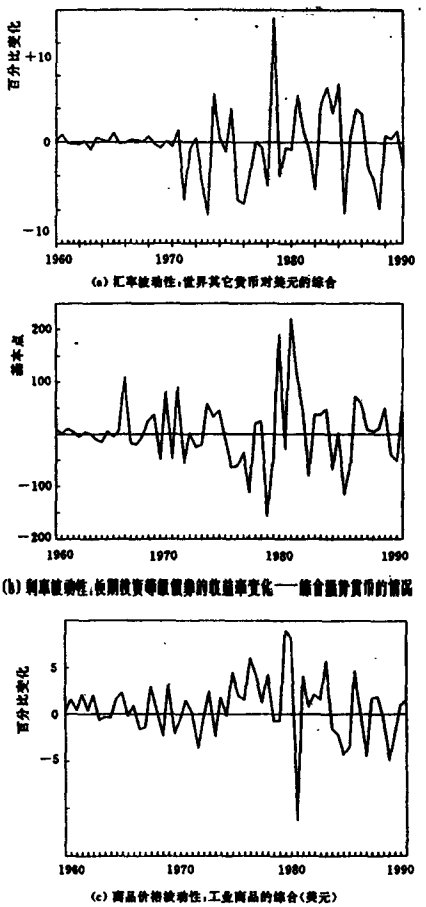

图1.1　价格波动性变化的实例

① 参见约翰·马歇尔等，《金融工程》，清华大学出版社1998年版，第15页。

金融期货是对固定汇率崩溃后资产价格波动性增大的预期和实际结果影响的产物。1971 年 12 月,米尔顿·弗里德曼应"金融期货之父"、CME 董事长利奥·梅拉梅德的要求写了一篇仅 11 页的论文:《货币需要期货市场》,为货币期货的诞生奠定了理论基础[①]。而弗里德曼正是极力倡导打破固定汇率制度的经济学家之一,"布雷顿森林体系已经死亡"。1972 年 5 月 16 日,CME 的 IMM 推出了七种货币的期货合约——英镑、加元、德国马克、法郎、日元、墨西哥比索和瑞士法郎,美元和黄金的脱钩催生了货币期货这一新生事物。

默顿·米勒认为普通股票期权的出现并不能从固定汇率崩溃中得到解释[②]。"但是,切断黄金与美元的挂钩并不意味着整个故事的终结,因为金融期货的产生不是 70 年代的惟一重大突破。与金融期货几乎同等重要的另一种金融产品,即 CBOT——CME 的同城竞争对手——推出的普通股票期权,出现在几个月之后,然而这一创新却并不能从 70 年代初货币体系的变动中找到直接的解释。CBOT 的期权没有先于 CME 的金融期货出现,主要是官僚主义的羁绊结果。这两种交易几乎在同时启动其发展进程,而且以近乎相似的速度在传统的农产品市场上缓慢地扩张。它们在自己独特的发展方向取得突破,都需要有关管制者的合作或者至少不敌视。"

"幸运的是,CME 只须同美国财政部和联邦储备体系打交道,而这两个部门又是尼克松当局浮动汇率制度的坚定执行者。CBOT 面对的却是 SEC,这是一家产生于罗斯福新政时期,对任何投机行为都过于敏感的机构。在 SEC 结束对期权交易的详细审查之际,CME 实际上已经先拔头筹。"

对股指期货而言,固定汇率制度的解体对其产生的直接推动因素有:①股票资产价格波动的加大产生避险要求;②金融期货的产生和成功运作为其产生提供了经验借鉴;③1981 年 IMM 的欧洲美元合约成为第一个以现金结算而非通过金融工具自身结算的合约,现金结算标志着期货进入了指数产品的大门。

二、机构投资者的发展

机构投资者的发展对股指期货的产生与发展的推动作用在以后的内容中还有更详细的阐述。机构投资者以不同于个人投资者的投资策略和交易方式产生对股指期货的强烈需求。

从中国证券市场的发展看,券商实力的增强,投资基金的膨胀,战略投资者的出现,保险资金的进入,都昭示着投资者结构将发生重大变化。投资者的机构

---

① 利奥·梅拉梅德 1996 年 4 月 25 日在深圳的演讲中详述了这一过程。见:《金融期货的诞生与发展》,中国期货,1996 年第 5 期,第 8－12 页。

② 参见:默顿·米勒,《默顿·米勒论金融衍生工具》,清华大学出版社 2000 年版,第 4 页。

化，对证券市场的影响是全面的、长期的、深刻的。美国机构投资者的崛起，改变了证券市场的基本面貌，对场外市场的诞生、衍生产品的繁荣、全球资本市场的形成乃至公司治理的革命，居功至伟。中国投资者的机构化，同样会对证券市场产生深远影响。

保险资金是重要的机构投资者之一。从全球保险市场的现状来看，保险公司管理着全球40%的投资资产，保险产品经历了保值型、储蓄型向投资型的转化，证券在保险资产中所占的份额也逐步提高。美国的保险市场由地方立法，各州监管，50年代以前，各州严禁保险公司投资于普通股，以后逐步放松；90年代后，美国寿险资金进入股市的速度稳步增长，1991年为10.6%，1997年达到23.2%，股票成为寿险资金的第二大投资项目，仅次于公司债券。日本寿险资金投资，战前以公司债和股票为主，大体占50－70%；战后至80年代初，寿险资金改为贷款为主，到1985年，寿险资金的一般贷款和条件贷款合计仍在50%以上，股票下降到10.1%；80年代末以来，寿险公司有价证券投资逐渐占主导地位，1991年，有价证券投资占总资产的44.1%，其中股票为21.9%，1995年达到46.7%，其中股票为17%。英国对保险资金进入股市的限制比较宽松，保险公司股票投资占总资金的比重比较大，60年代以前，投资于优先股和普通股的资金占总资金的20%左右，仅次于投资政府债券；60年代以后，这一比重达到25%以上，股票投资成为保险资金第一大投资；90年代以后，保险资金投资股票的比重越来越大，1990年到1996年，投资于国内公司普通股的保险资金达43%以上，投资于国外公司普通股的比重在10%以上。韩国是新兴市场国家，股票市场在短期内获得了较快发展，1986年韩国政府允许保险资金进入股市后，保险资金在市场中的作用越来越明显，1987年到1997年，保险公司持有股票数从0.68亿股上升到5.68亿股，占股票市场股份总数的比重由4.4%上升到6.3%。表1.2、表1.3所示为我国保费收入情况和海外保险资金投资比较。

表1.2　我国保费收入情况(亿元)

年份	1986－1995年	1996年	1997年	1998年	2000预计
保费收入	－	856.46	1027	1247	超过2000
比上年增长	年均增长30%	－	20%	14%	－

表1.3　海外保险资金投资比较

国家或地区	美国	英国	欧洲	日本	香港
保险公司持有的股票市值占整个股票市场市值比重(%)	25	－	40	50	－
股票在保险公司投资资产中的比重(%)	70.6(寿险)	60.28	－	34	23.8

养老基金是另一个重要的机构投资者，美国最大的养老基金——加州雇员养老基金会主席曾指出，“养老计划就是资本市场”。根据美国投资公司协会和联邦储备银行的统计，1997 年有 40% 左右的居民投资于共同基金，投资总额为 3580 亿美元，占其金融资产净投资的 65.3%。到 1998 年底，共同基金的净资产为 55250 亿美元，仅次于商业银行。共同基金持有美国 18% 的企业股票、17% 的企业债券、33% 的市政债券和 90% 的国债和公共部门债券。共同基金的迅猛发展有多方面的原因，其中最重要的原因是受到不断扩张的美国退休养老市场的推动，1996 年各类退休计划向共同基金投资了 1.24 万亿美元，占其总资产的 16%，这些投资构成共同基金资产总额的 35%。有研究表明，造成美国股市近 10 年来大牛市的一个重要因素，是因为美国 50 年代婴儿潮期间出生的人口，到 90 年代正好进入年富力强、收入丰厚、储蓄率很高的时期。他们为数众多，缴纳的退休基金数目庞大，而美国资本市场又为养老金的进入大开方便之门。从 1990 年到 1994 年，美国各类退休计划投入的资金占共同基金资产的比重由 19.6% 上升到 35.5%，1996 年一年就投入了 1.24 万亿美元。随着资金源源不断地注入，美国股市扶摇直上。日本的情况有类似之处，日本战后的婴儿潮高峰比美国提前 8 年左右，因此日本股市的大牛市相应比美国也提前。80 年代的日本，45－64 岁的高生产力、高储蓄年龄层的人口比重很大，结果令经济欣欣向荣，资金充沛，利率降低，股市持续上涨。

三、交易方式的发展

随着机构投资者壮大和市场规模及复杂化程度的提高，股票交易方式也发展很快，包括第三、第四市场的交易、自动指令传送系统和场内的机构投资者交易安排等都使套利交易大大方便，成为推动股指期货的重要因素。

1. 场外市场（第二、三市场）

场外市场（Over－the－Counter，OTC）是非上市股票的市场，全国证券商协会（NASD）是私人组织，在 SEC 的监管下代表和管理场外市场的交易商。全国证券商协会自动报价系统（NASDQ）是电子报价系统，向场外市场中比较活跃的交易市场参与者提供报价服务，NASDQ 的增长势头很快，和 Amex 合并及向全球拓展，它已经把目标定为全球最大的证券交易市场。

股票可同时在交易所上市并在场外市场交易。第三市场（third market）指的就是这种上市股票在场外市场的交易，第一市场指在交易所大厅执行的上市股票的交易，第二市场指在场外市场进行的非上市股票的交易。第三市场的券商不是交易所的会员，所以不受交易所曾经规定的最低固定佣金的限制。当机构投资者在 60 年代早期利用第三市场回避最低固定佣金时，第三市场开始发展起来。

需要全本请访问 www.ertongbook.com