

# 《金融衍生品系列丛书》 编委会

编委会主任：王明伟

编委会委员：张晓轩 陈东升 吴亚军 王颖 冉丽 孙明福

主 编：王明伟

执行编委：董文旭 刘方媛

编撰人员：李强 刘宏 马刚 阎石 邵永同 郭剑光  
于凤芹 韩锦 粟坤全 杨园东 周博



# 序



20 世纪 70 年代初期，随着布雷顿森林体系解体，汇率、利率等基础金融要素价格的波动加剧，企业与金融机构面临的风险骤然增加，金融市场脆弱性暴露更加明显。为了更充分、更平稳、更持续地发挥金融市场的功能，降低金融脆弱性累积带来的负面影响，外汇期货、国债期货以及股指期货等一系列金融风险管理工具应运而生。

40 多年的发展实践表明，外汇期货、利率期货、股指期货等金融期货产品已经成为管理金融风险最基础、最高效的市场化工具，不仅对化解金融风险、避免市场脆弱性的积累具有重要意义，在全球金融定价体系的重构中也发挥了巨大作用，有效增强了金融服务实体经济的能力和效率。目前，金融衍生品的风险管理功能已得到全球主要经济体的广泛认可，已成为全球多层次资本市场体系中不可缺少的重要组成部分。据统计，2018 年，在全球场内衍生品总成交量中，金融期货与期权成交量占比达到 80%。其中，股票指数类、个股类、利率类、外汇类衍生品分别占 33.67%、19.89%、13.12%、11.24%。

近年来，随着我国资本市场规模不断扩大，基础制度建设稳步推进，各项法律法规日益完善，我国的衍生品市场结合中国实际，借鉴国际成熟市场经验，也在逐步起步发展，并努力做好“一个扩面、两个加深”工作。“一个扩面”，就是扩大期货和衍生品对基础资产的覆盖面，加大产品供给，让资产定价和风险缓释的市场功能惠及更多行业、更广领域。2010 年 4 月，我国坚定推出沪深 300 股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了全新的一大步，对完善资本市场体系具有重要而深远的意义。此后，上证 50 股指期货、中证 500 股指期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、2 年期国债期货陆续上市，产品体系不断完善。“两个加深”，一是深化发展产品类型，每一类基础资产，既要有期货，又要有期权，满足不同的投资交易和风险管理需求。2019 年 12 月 23 日，我国第一只股指期权品种——沪深 300 股指期权在中国金融期货交

易所上市，这是资本市场供给侧结构性改革的崭新成果，是金融衍生品市场创新发展的全新尝试。二是深化投资者参与。既要培育和发展国内的产业和机构投资者，也要吸引境外投资者广泛参与我国期货市场。2020年2月14日，中国证监会与财政部、中国人民银行、中国银保监会联合发布公告，符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，可按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。这不仅可以优化投资者结构，完善市场生态，还有利于通过交易者充分博弈完善价格形成机制，提升市场运行质量，促进市场稳定运行。

现阶段，我国衍生品市场运行秩序平稳、风控有效，服务现货市场的各项功能逐步发挥，积极作用日益显现。2019年，我国金融期货市场总成交量0.664亿手，累计成交金额69.62万亿元，同比分别增长144.12%和166.54%，成交量和成交额占我国期货市场比重分别为1.69%和24.06%。

人才是行业发展的核心要素。与金融期货的发展前景和市场需求相比，我国急需培养金融衍生品方面的专业人才，也需要普及金融衍生品方面的专业知识。目前，不仅普通投资者对外汇期货、金融期权、场外衍生品、结构化产品这些专业知识比较陌生，期货业内的从业人员也缺少系统和全面的知识储备。同时，金融衍生品是一把“双刃剑”，它能促进国民经济发展，但是如果运用不当，也会反受其害。纵观世界各国，金融衍生品市场的建设与发展都不是一帆风顺的。我国金融衍生品市场应始终将风险防范放在第一位，从全面深化资本市场改革大局出发，扎实做好市场监管和风险防范工作。要大力开展投资者教育和宣传普及工作，帮助实体企业、金融机构以及各类投资者加深对金融期货及衍生品规则和风险的认识，引导他们理性、有序参与和正确利用金融衍生品市场，逐步培育成熟的市场参与者队伍。

基于此，中国期货业协会推出《金融衍生品系列丛书》，一方面为期货从业人员提供了一套成体系的衍生品知识工具书，为我国金融衍生品市场尽一份微薄之力；另一方面帮助广大普通投资者了解金融衍生品的应用，使他们理性参与市场。希望这套丛书在金融衍生品的功能宣传和投资者教育方面发挥积极作用。

中国期货业协会

2020年3月

# 前 言



从全球发展历程来看，金融期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物，是现代金融体系不可或缺的重要组成部分。从世界范围看，金融期货在整个期货市场占据重要位置。一般来讲，期货市场中 90% 都是金融期货，剩下的 10% 是商品期货。随着我国利率、汇率市场化改革的不断推进，股指期货、国债期货以及股指期货期权陆续推出，以金融期货为代表的金融衍生品市场在整个国民经济发展中的重要性日益凸显，为各类市场参与者提供了基础的风险管理工具，提升了现货市场运行效率和资源配置效率。

2013 年，中国期货业协会组织编写了《金融衍生品系列丛书》，旨在普及金融衍生品方面的专业知识，为期货业内及相关领域从业人员提供专业的参考书，帮助中小投资者了解金融衍生品市场，树立风险意识，理性参与期货交易，同时为金融衍生品方面专业人才的培养做出了努力。作为期货市场上第一套全面介绍金融衍生品理论与实操的权威性书籍，《金融衍生品系列丛书》一经面世，便受到了业内的广泛好评。随着国内外金融衍生品市场的不断发展，金融期货期权品种不断丰富，金融法律法规环境发生变化，《金融衍生品系列丛书》的部分理论、实操案例、数据已比较陈旧，故中国期货业协会再次组织了丛书的修订工作，形成了新版丛书。概括起来，本套丛书的特点如下：

一是新版丛书体系更加完整。全套丛书以金融衍生品的产品大类为主线，分为七册，即《股指期货（第二版）》《国债期货（第二版）》《外汇期货（第二版）》《场外衍生品（第二版）》《金融期权（第二版）》《结构化产品（第二版）》和《金融衍生品习题集（第二版）》，基本上包括了当今国际金融衍生品市场的主要品种。为了帮助读者加深理解，学懂弄通，方便自己测试及检验，特更新了配套习题集。

二是通俗易懂，可读性强。新版丛书依然力图通俗易懂，在语言表达上力求清晰、准确、深入浅出，还辅以“小贴士”“延伸阅读”等内容以增加信息

量、可读性和阅读趣味性，更利于读者扩展金融衍生品相关内容的知识面。

三是案例丰富，操作性强。新版丛书的编写更强调案例与习题的重要性，要求对基本原理与公式都通过案例加以说明，一些应用公式的推导、使用方法，也要通过对习题讲解和运算来使读者深刻领悟。在实务操作层面，丛书重点讲清楚了各类投资者及相关企业如何利用这些衍生工具，将金融衍生品知识与金融机构或实体企业的投资与经营相结合。与风险管理相结合是新版丛书的一个突出特点。

本次修订工作得益于中国期货业协会“期货投资者教育专项基金”的设立。自2009年这一公益性基金运作以来，中国期货业协会在出版、拍摄制作投资者教育产品和组织投资者教育活动方面得到了该基金的大力支持，一大批投资者教育产品投放市场，获得了业内和广大投资者的高度评价。新版《金融衍生品系列丛书》的修订工作和出版发行同样是在该基金的资助下完成的。在此，我们特别感谢中国证监会有关部门对中国期货业协会投资者教育工作及本套丛书的指导和支持。

最后，衷心希望新版《金融衍生品系列丛书》能够为金融衍生品市场的参与者了解金融衍生品市场、树立风险意识、理性参与交易提供有益帮助，也祝愿中国金融衍生品市场充分发挥功能作用，更好地服务于实体经济。

《金融衍生品系列丛书》编委会

2020年3月

# 目 录



## 第一章 认识股指期货 / 1

### 本章要点

- 一、什么是股指期货？ / 2
- 二、有了股票市场，为什么还要推出股指期货市场？ / 4
- 三、股指期货有哪些功能和作用？ / 7
- 四、股指期货具有哪些交易特性？ / 18
- 五、股指期货与股票交易有哪些不同点？ / 21
- 六、股指期货与期权交易有哪些不同点？ / 22
- 七、股指期货与融资融券交易有哪些不同点？ / 24
- 八、股指期货与 ETF 交易有哪些不同点？ / 25
- 九、股指期货与商品期货交易有哪些不同点？ / 26
- 十、中国金融期货交易所的作用是什么？ / 27
- 十一、中金所会员是如何分类的？ / 28
- 十二、什么是股指期货 IB 业务？ / 29
- 十三、股指期货投资者都有哪几种类型？ / 30

## 第二章 股指期货交易规则 / 32

### 本章要点

- 一、股指期货合约都包含哪些内容？ / 33
- 二、股指期货合约标的——股票指数是如何编制的？ / 34
- 三、世界其他国家都有哪些主要的股票指数及相应的股指期货品种？ / 39
- 四、什么是股指期货合约乘数？ / 46
- 五、国内股指期货合约的最小变动价位是多少？ / 47
- 六、国内股指期货每天有多少个合约可交易？ / 48

- 七、国内股指期货的交易时间与股票市场的交易时间同步吗？ / 48
- 八、国内股指期货的最后交易日是不是交割日？ / 48
- 九、国内股指期货的交割方式是怎样的？ / 49
- 十、国内股指期货的交易单位和交易代码是如何规定的？ / 49
- 十一、股指期货交易制度有哪些？ / 49
- 十二、如何根据保证金制度计算交易需要的保证金？ / 50
- 十三、什么是当日无负债结算制度？ / 54
- 十四、对强行平仓制度的理解——什么情况下会导致被强行平仓？ / 56
- 十五、股指期货的涨跌停板制度与股票的涨跌停板制度有什么不同？ / 58
- 十六、为什么要制定持仓限额制度、大户持仓报告制度和风险警示制度？ / 59
- 十七、强制减仓制度与强行平仓制度有何区别？ / 61
- 十八、套期保值者如何向交易所申请套保额度？ / 62
- 十九、信息披露制度包含哪些内容？ / 65

### 第三章 股指期货交易流程 / 66

---

#### 本章要点

- 一、哪些人不宜办理股指期货开户手续？ / 66
- 二、如何选择期货公司？ / 67
- 三、办理金融期货开户的具体程序如何？ / 68
- 四、签署开户合同文本时应注意哪些问题？ / 69
- 五、如何办理入金、出金手续？ / 72
- 六、如何查询自己交易账户中的资金账目和交易结算单？ / 74
- 七、如何办理销户手续？ / 74
- 八、如何看懂股指期货行情表？ / 75
- 九、如何进行股指期货的下单操作？ / 79
- 十、国内股指期货的价格形成机制是怎样的？ / 82
- 十一、如何确认成交回报？ / 84
- 十二、如何看懂交易结算账单？ / 84
- 十三、在什么情况下投资者需要追加交易保证金？ / 91



- 十四、什么是持仓风险度？ / 94
- 十五、股指期货交割价是如何确定的？ / 94

#### 第四章 股指期货投机交易 / 96

---

##### 本章要点

- 一、股指期货投机交易的特点体现在哪些方面？ / 97
- 二、股指期货投机交易分为哪几种类型？ / 98
- 三、如何制定股指期货投机交易策略计划？ / 101
- 四、如何对股指期货价格进行基本面分析？ / 103
- 五、如何对股指期货价格进行技术面分析？ / 110

#### 第五章 股指期货套期保值 / 134

---

##### 本章要点

- 一、什么是股指期货套期保值？ / 135
- 二、进行套期保值的必备条件和操作原则是什么？ / 135
- 三、怎样对套期保值效果进行评估？ / 137
- 四、什么是股指期货卖出套期保值？ / 138
- 五、什么是股指期货买入套期保值？ / 141
- 六、如何使股指期货套期保值效果更加精准？ / 143
- 七、股指期货套期保值存在哪些风险？ / 150
- 八、股指期货套期保值流程是怎样的？ / 151
- 九、私募基金如何应用套期保值规避股市风险？ / 153
- 十、指数基金如何应用套期保值规避股市风险？ / 155
- 十一、股票型基金为控制仓位如何实施套期保值？ / 156
- 十二、股票发行承销商如何利用套期保值策略规避一级市场发行风险？ / 158

#### 第六章 股指期货套利交易 / 160

---

##### 本章要点

- 一、什么是股指期货套利交易？ / 160
- 二、股指期货套利交易与投机交易有什么区别？ / 161
- 三、股指期货套利交易与套期保值交易有什么区别？ / 161
- 四、股指期货套利有哪几种类型？ / 162
- 五、什么是股指期货跨期套利？ / 162

- 六、什么是股指期货跨品种套利？ / 167
- 七、什么是股指期货跨市套利？ / 170
- 八、什么是股指期货期现套利？ / 170
- 九、股指期货理论定价模型的主要作用是什么？ / 172
- 十、在期现套利中如何复制股指期货标的指数？ / 177
- 十一、股指期货期现套利分哪几个步骤？ / 180
- 十二、持有 ETF 指数基金如何与股指期货进行期现套利？ / 180
- 十三、持有 LOF 如何与股指期货进行期现套利？ / 183
- 十四、持有股票投资组合如何与股指期货进行期现套利？ / 185

## 第七章 股指期货在资产组合管理中的应用 / 189

---

### 本章要点

- 一、什么是股指期货资产配置策略？ / 190
- 二、如何运用股指期货对投资组合  $\beta$  值进行调整？ / 192
- 三、什么是股指期货指数化投资策略？ / 194
- 四、什么是股指期货阿尔法（Alpha）策略？ / 199
- 五、什么是股指期货可转移阿尔法策略？ / 202
- 六、什么是股指期货现金证券化策略？ / 204

## 第八章 如何防范股指期货交易风险 / 208

---

### 本章要点

- 一、为什么要制定金融期货投资者适当性制度？ / 208
- 二、参与股指期货交易应该具备哪些基本条件？ / 211
- 三、哪些资金不适用于投资股指期货交易？ / 213
- 四、股指期货市场中存在有哪些类型的风险？ / 214
- 五、什么是股指期货代理风险？ / 214
- 六、什么是股指期货操作风险？ / 215
- 七、什么是股指期货市场风险？ / 216
- 八、什么是股指期货现金流风险？ / 216
- 九、什么是股指期货流动性风险？ / 217
- 十、什么是股指期货法律风险？ / 217
- 十一、什么是量化交易的模型风险？ / 220
- 十二、什么是量化交易的技术风险？ / 221
- 十三、什么是量化交易的合规风险？ / 224

十四、价格闪崩是怎么回事？ / 225

十五、怎样合理管理自己的交易资金？ / 226

十六、如何运用止损技术？ / 230

十七、投资者如何维护自身的合法权益？ / 236

后 记 / 238

## 第一章 认识股指期货

### 本章要点

本章介绍了股指期货的有关概念，阐述了股指期货的市场功能和作用，着重强调了“价格发现”和“规避风险”是股指期货市场最主要的功能。由于股指期货在交易特性上具有的保证金交易、双向操作、T+0、现金交割等独特之处，使之与股票、期权及商品期货等品种的交易方式具有较大的不同。

“工欲善其事，必先利其器。”股指期货市场，是一个充满刺激的冒险“战场”。既然是“战场”，首先要知道跟“谁”打仗，作战对象要搞清楚。“知己知彼，百战不殆。”砍柴先磨刀，是一种预立意识。磨刀是砍柴的准备。凡兵家用兵，谈判用谋，都应该做好事先的准备和预测。《礼记·中庸》曰：“凡事预则立，不预则废。”上述古训，都是强调做事前要做好准备，了解对方，熟知“敌情”。这些古训，都表达了了解自己和对手的重要性。

对于想从事股指期货交易的投资者来说，如果事先不了解股指期货交易的“标的物”（即交易对象）、其自身的交易特点（主要是与股票交易、期权交易及商品期货交易的不同点），而想在股指期货市场立于不败之地是不可想象的。一切从认识股指期货开始！

## 一、什么是股指期货？

股指期货的全称为“股票价格指数期货”，也可称为“股票指数期货”“股指期货”“期指”，英文名称为“Stock Index Futures”。

在长期的股票交易实践中人们发现，完善的股票价格指数基本上能代表整个股票市场所有股票价格变动的趋势和幅度。如国内的上证指数、中证 500 指数、沪深 300 指数，国外的道·琼斯工业指数、日经 225 指数等，都是股票指数。股票指数作为市场价格变动的指标，反映的是股票市场整体变动情况的价格平均水平。如果把股票价格指数改造成一种可买卖的“货”，通过买卖股票价格指数，便可以把握整个股票市场的价格或趋势，那么交易股票价格指数就有巨大的现实意义了。

在人们的日常生活中，买卖货物是一种最为常态化的活动，而“货”通常分为两种：现货和期货。买卖现货是“一手交钱，一手交货”；而买卖期货则凭的是信誉，通过签订买卖合同或合约，并且买卖双方均要缴纳一定的“信用”保证金（定金）。这种合约还可以中途买卖转让，如我们常常购买的“期房”就有点买卖期货的意思。

股指期货中的“期”代表的就是未来一段时间或时期，而股指期货中的“货”所代表的当然就是交易者所选定用于买卖的股票指数对象。因此，“股指期货”与“股指现货”是两个完全不同的概念，前者是在后者市场基础上对股票指数未来价格的预期判断和交易。

### 【案例 1-1】

某年 8 月 8 日上午 9:25，沪、深股市集合竞价完毕后，从股票行情系统中看到沪深 300 股票指数是 2719.40 点，这个数字则表示沪深 300 股票指数目前“现货”买卖成交“价格”是 2719.40 点。

如果投资者现在想知道市场全体交易者在以后某个大致时间，如 9 月份，或更远点时间如 12 月底，甚至来年 3 月份时，预期股市涨跌会是个什么程度，是看涨还是看跌，也就是说他想知道未来某个时点沪深 300 股票指数的未来价格，那么他就会关注同期中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）期货行情系统中不同月份到期时的沪深 300 股指期货的买卖价格。如他当时看到“12 月份到期的沪深 300 股指期货合约”的价格已经达到 3085.0 点了，表明市场交易者对 12 月份沪深 300 指数看涨的观点占据上风，因为市场预期 4 个月后的沪深 300 股票指数的价位已经达到了 3085.0 点，很显然比现在沪深 300 指数价位 2719.40 要看高很多。

假如这位投资者认为从现在到 12 月份这段时间，这一指数的“价格”还不止涨到 3085.0 点，可能会超过 3085.0 点，也许他就会买入一手该股指期货合约。如果他

的判断正确，指数期货价格在未来某个时间上涨到了 3215.0 点，这时，他有两个选择：

一是继续持有那一手期货合约等待指数继续上涨；

二是以这时新的“价格”，也就是 3215.0 点卖出原有的那一手期货合约，落袋为安。此时，他就获得了  $3215.0 - 3085.0 = +130$  点的收益。

当然，如果他对行情走势判断错误，买入股指期货后的某个时点期货价格下跌到了 3015.0 点，这时，他也有两个选择：

一是继续持有那一手期货合约等待指数回升解套；

二是以新的“价格”，也就是 3015.0 点卖出那一手期货合约止损，这时他就获得了  $3015.0 - 3085.0 = -70$  点的实际亏损，也就是股市中常说的“割肉”。

但是，当指数期货到期时，也就是到了 12 月份的第三个星期五，这一天是中金所规定的该期货合约交割日，即他所持有的一手期货合约就到期了，变成了“现货”，不能再继续持有了。此时，凡手上有该期货合约的投资者都必须以承诺的“价格”买入或卖出沪深 300 指数。

由中金所根据投资者原先买卖的期货“价格”与交割时相应的沪深 300 指数“现货价格”之间的价差，通过现金多退少补，自动划账，进行交割程序。从这一点可以看到股票市场和股指期货市场之间的关系是多么的密切。假如这个交割价高于该投资者原先的买入价 3085.0，则他还是赚的；而如果交割价低于 3085.0，则投资者就是赔的。这个交割价格是由中金所规定的、以沪深 300 现货指数当天最后两小时交易的算术平均价为基础，在当天收市后由交易所的电脑计算出来。假如这一价格为 3066.66 点，则当天收市后，该投资者原有的那一手买单就以此点位被自动平仓交割了。很明显，他亏了 18.34 点 ( $3066.66 - 3085.0$ )。

请注意：最后交易日也就是交割日当天下午 3 点收市时，该投资者所持有的沪深 300 股指期货 12 月合约的收盘价为 3058.4，而此时的沪深 300 现货指数收盘价为 3052.0，但这两者都不能作为 12 月期货合约的交割价。请读者思考为什么？

当然，所谓赚或亏“点数”是没有意义的，必须把“点”折算成有意义的货币单位。具体折算成多少，由交易所在交易规则中事先规定。按照中金所的交易规则，沪深 300 股指期货每个“点”代表 300 元人民币，那么上述投资者把他赚赔的点数乘以 300 元，再乘以它买卖的手数就是他赚或赔的总钱数了。在上述案例中，假如该投资者买入后一直持有到最后交割日交割，则他共亏损： $-18.34 \text{ 点} \times 300 \text{ 元/点} \times 1 \text{ 手} = -5502.00 \text{ 元}$ 。

从本案例中可以总结出，所谓股指期货就是一种以股票价格指数为标的物的金融期货合约。所谓标的物，通俗地讲，就是期货市场要交易的“对象”，它是以合约符号来体现的。例如：IF1812，就是一个股指期货合约符号，表示标的物是沪深 300 股票

指数，以 IF 来表示，而且是 2018 年 12 月到期交割的期货合约。这种合约是由交易所制定好了的标准化的合约。在合约到期后，股指期货通过现金结算差价的方式进行交割。

## 二、有了股票市场，为什么还要推出股指期货市场？

有了股票市场，为什么还要推出股指期货市场呢？

### （一）规避风险的需要

当股票市场发展到较大规模后，一旦股票市场价格大幅波动，出现整体性的系统性风险，也就是我们常说的股市“大盘风险”，则单靠股票一个市场是难以控制的。

第二次世界大战后，以美国为代表的发达国家的股票市场取得飞速发展，上市股票数量不断增加，股票市值迅速膨胀。以纽约股票交易所为例：1980 年其股票交易量达到 3 749 亿美元，是 1970 年的 3.93 倍；日均成交 4 490 万股，是 1960 年的 19.96 倍；上市股票 337 亿股，市值 12 430 亿美元，分别是 1960 年的 5.185 倍和 4.05 倍。随着机构投资者持有股票种类和数量的不断增多，其感受到的市场风险越来越高，规避系统性价格风险的要求也越来越强烈。

1973 ~ 1974 年，第四次中东战争爆发，阿拉伯国家决定利用石油武器捍卫自己的权利。世界石油输出国组织（OPEC）把其所控制的石油价格提高了 4 倍，并对西方国家实行石油禁运。提价前，石油价格每桶只有 3.01 美元，两个月后石油价格达到每桶 11.65 美元，使原本完全依赖廉价原油的美国工厂，包括汽车等各大产业、居民家庭生活都陷入了经济困境，最终引发了第二次世界大战后世界最大的一次经济危机。到 1974 年底，道·琼斯指数最低狂跌到 570 点，两年下跌近 40%（见图 1-1），很多上市公司眼睁睁地看着自己的股票市值跌了一半。美国几乎所有股票的市盈率都变成个位数。这在华尔街非常少见。市场一片恐惧，没有人愿意继续持股，每个人都在抛售股票。股票投资者损失惨重却没有恰当的金融避险工具可以利用。痛定思痛，投资者深刻认识到，他们迫切需要一种能够有效规避风险，实现资产保值的避险工具，于是，股指期货市场应运而生。

### （二）科技发展的需要

随着计算机等电子化手段的普及应用，股票交易方式也在不断发展进步。以美国为例，1976 年，为了方便投资者，股票交易也不再是只能对单个股票进行交易，而是可以对多种股票同时进行“打包”交易，即用一个交易指令同时进行多种股票的买



图 1-1 1972~1975 年道·琼斯工业指数走势图

卖。便利工具的诞生使投资者很快就开始了“指数化投资组合”交易的尝试，随后股票投资越来越趋向于大型化组合。

“指数化投资组合”的特点就是该组合中的股票品种与数量比例都与股票指数相同，因而该股票组合价格的变化与股票指数的变化一致。这固然有助于稳定股票投资收益，但在股市整体行情下跌时，机构投资者无法迅速脱手股票降低损失，同时大量股票集中抛售会加速股市的下跌，降低机构投资者手中的持股价值。面对此两难选择，需要另辟蹊径加以解决。于是投资者和交易所管理者的目光自然就聚焦到了与“指数化投资组合”交易密切相关的股票指数上。为适应机构投资者规避股票价格系统性风险的需要而开发的股指期货交易，就成为一件顺理成章的事情了。



### 股指期货的诞生

说起股指期货的诞生还有一段曲折的故事呢！

第一个开发出股指期货产品的，不是像美国芝加哥商品交易所（CME）、芝加哥期货交易所（CBOT）等举世闻名的期货交易所，而是名不见经传的美国堪萨斯城期货交易所（KCBT）。KCBT 是一家在世界上算不上有名的小交易所，虽然成立于 1856 年，但多年来只有一个期货交易品种——冬小麦。但就是这家具有传统色彩的商品期货交易所却对金融期货雄心勃勃。他们聘请了斯坦福大学的罗雷杰博士担任咨询顾问，经过数月艰辛的研究，得出了一个具有划时代意义的结论：作为比商品价格波动更为频繁且交易量更为巨大的股票指数价格，将其作为期货交易的标的物是完全可行的，并且这种新的金融产品一旦开发成功，必定会带来滚滚财源。激动



之余，KCBT 立即付诸行动。当时美国证券市场最有名的指数是道·琼斯工业平均指数，于是 KCBT 理所当然地找到道·琼斯公司，非常想以道·琼斯工业平均指数作为世界上第一个股指期货的“标的指数”。但万万没有想到，这一创新设想却被道·琼斯公司管理层断然拒绝。其理由是：该指数作为世界上最著名的股票指数绝不能用作“赌博”的道具，如果 KCBT 擅自采用道·琼斯工业平均指数作为股指期货的“标的指数”，道·琼斯公司将不惜诉诸法律来坚决阻止。

万般无奈之下，KCBT 转而寻求与标准·普尔（S&P）指数公司合作。然而 S&P 已经在与芝加哥商业交易所（CME）讨论这方面的构想。最后，KCBT 找到了一家小公司——阿诺德伯纳德公司（Arnold Bernhard & Company），以它发布的“价值线指数”（Value Line Index）作为股指期货“标的物”。价值线指数是一个等权重的股票加权指数，包含了在纽约证券交易所、纳斯达克、美国证券交易所以及多伦多证券交易所上市的 1 600 只股票。这家小公司的态度完全不同，非常乐意让 KCBT 使用其发布的价值线指数，因为价值线指数实在没有多少名气。于是，KCBT 最先在 1977 年 10 月向美国商品期货交易委员会（CFTC）提交了开展股票指数期货交易的报告。

创新之路异常艰难。刻板的 CFTC 认定股指期货“将是一场疯狂的赌博”而对 KCBT 的数次申请不屑一顾。经过 KCBT 和期货界有识之士的大力游说，CFTC 才终于认识到股指期货的重要性与巨大商机。

一波刚平一波又起。美国商品期货交易委员会与证券交易委员会两大管理机构对股票指数期货交易的管辖权出现争议，因为当知道股指期货市场的巨大发展潜力后，谁都想独占这块“大蛋糕”，相互扯皮使得 KCBT 递交的报告迟迟未获通过。经过一番“折腾”，直到 5 年后的 1982 年 2 月，随着新总统里根分别任命菲利普·约翰逊和约翰·夏德为新的商品期货交易委员会主席和证券交易委员会主席，两人达成“夏德—约翰逊协议”，明确规定股指期货的管辖权属于商品期货交易委员会，才为股指期货的上市扫清了障碍。

8 天后的 1982 年 2 月 24 日，KCBT 趁热打铁，正式推出了价值线指数期货交易，标志着股指期货的诞生。由于具有比具体股票买卖成本低、抗风险性强等优点，这种新型的金融期货一经推出即受到广大投资者的热烈追捧。新交易一开市就很活跃，当天成交近 1800 手合约。此时的 KCBT 竟打起了“垄断”市场的歪主意，向商品期货交易委员会提出暂时停止核准其他交易所上市股指期货的申请要求，但这项无理要求被否决。此时，落在后面的期货界“老大”——芝加哥商品交易所也不甘示弱，借助其显赫的名声，与另一家同样赫赫有名的标准·普尔公司迅速达成协议，在 4 月 21 日推出了 S&P 500 股指期货交易，当天交易量就超过了 KCBT，达到 3 963 手。当年合约成交量达到 150 万手，远超 KCBT 价值线指数期货合约 35 万手的年成交量，再次夺回期货老大的地位。从此，S&P 500 股指期货合约成为美国乃至世界最有影响力的股指期

货。标准·普尔公司在金融业的影响力也因此急剧上升。

不久，纽约期货交易所（NYFE）和芝加哥期货交易所（CBOT）也推出了各自的股指期货交易。1984年，股指期货的交易量就已占到全美国所有期货交易量的20%以上。

直到此时，道·琼斯公司才如梦方醒，追悔莫及。股指期货的迅猛发展是道·琼斯公司始料未及的，事实证明其当初犯了一个决策性的错误。正是这个错误，使道·琼斯公司的影响力一落千丈。直到十多年后的1997年10月6日，芝加哥期货交易所才推出了以道·琼斯工业平均指数（DJIA）为标的物的股指期货交易。

股指期货在美国的成功推出和迅速发展，也引起世界上其他国家和地区的极大关注，纷纷效仿。1983年2月，悉尼期货交易所（SFE）推出了以“澳大利亚证券交易所股指”为基础的股指期货交易，澳大利亚成为美国以外第一个推出股指期货的国家。1984年，伦敦国际金融期货交易所推出“金融时报100指数期货合约”。日本、中国香港、英国伦敦、新加坡等地也先后开始了股票指数的期货交易。从此，股指期货交易走上了蓬勃发展的道路，“星星之火”开始在整个金融市场“燎原”了。

### 三、股指期货有哪些功能和作用？

#### （一）股指期货的功能

为什么要做股指期货？这是投资者关心的问题。为此需要把股指期货的功能和作用讲清楚。股指期货功能，归纳起来主要体现在以下四个方面：

##### 1. 功能之一——规避股市风险

通常把股票市场的风险分为非系统性风险和系统性风险两种类型。

非系统性风险是指某个行业或个别上市公司因自身经营不善而只对其自身股票的收益产生影响的风险，而与整个股市的总体价格涨跌不存在系统的全面联系。由于非系统性风险是个别性的风险，而不会对市场整体发生作用，投资者可以通过分散化投资或转换投资品种来将这种风险减低到最小。股市操作有句谚语，叫“不要把鸡蛋都放在一个篮子里”。因此，非系统性风险也被称为可分散风险。

而系统性风险则难以通过分散投资的方法加以规避。因为系统性风险是指由于全局性的共同因素引起的投资收益的损失，如银行提高存贷款利率等宏观因素。这类因素会对整个股票市场或绝大多数股票价格普遍产生不利影响。系统性风险造成的后果带有普遍性，其主要特征是几乎使所有股票价格均下跌，投资者往往要遭受很大的损

失。正是由于这种风险不能通过分散投资相互抵消或者消除，因此又称为“不可分散风险”。证券市场总体风险分类见图 1-2。

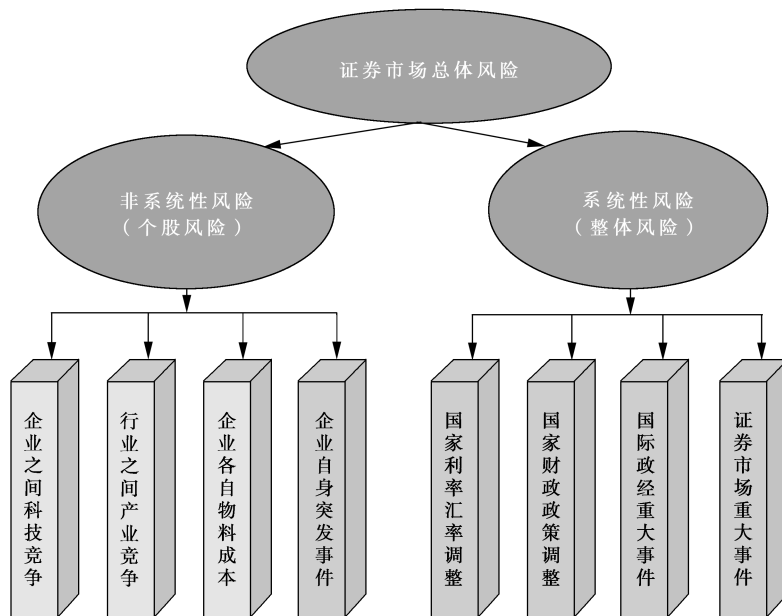


图 1-2 证券市场总体风险分类

那如何规避股市的系统性风险呢？可行途径是借助股指期货市场。股指期货交易实质上是投资者将其对整个股票市场的系统性风险转移至期货市场的过程。比如，当预期股票市场下跌时，投资者可通过卖出股指期货合约对冲股市整体下跌风险，在继续享有相应股东权益的同时维持所持股票资产的原有价值，减轻集中性抛售对股票市场造成的恐慌性影响。此外，一些承销发行机构、上市公司的大股东，为规避股票市场总体下跌的风险，可通过预先卖出相应数量的股指期货合约以对冲风险、锁定利润。相反，如果投资者预计市场要上涨而来不及全面建仓，则可以通过买进一定数量的股指期货合约以避免踏空。

## 2. 功能之二——发现价格

发现价格是指在股指期货市场通过公开、公正、高效、竞争的交易机制，形成具有真实性、预期性、连续性和权威性价格的过程。这种以集中竞价方式所产生的未来不同到期月份的股指期货价格，能反映出投资者对股票市场未来走势的预期，这是价格发现功能的最大作用。期货市场形成的价格之所以为公众所承认，一是由于交易者众多，市场流动性极好。一旦有信息影响，交易者对市场的价格预期会很快在期货市场上反映出来，从而使市场价格达到相对均衡，使交易者发现该信息对股票价格的影响。二是由于股指期货交易的参与者除普通股票投资者之外，还有基金公司、证券公

司、期货公司、银行等专业的机构投资者。这些成千上万的买家和卖家聚在一起进行竞价，可以代表供求双方的力量，有助于权威价格的形成。这样形成的股指期货价格实际上反映了大多数人的预期，因而能够比较直观地代表供求变动趋势，从而帮助投资者制订相应的投资策略。

### 3. 功能之三——提供套利交易等新型投资工具

股指期货为交易者提供了一种新型的低风险交易工具——套利。当股指期货价格与其现货指数价格偏离很大时，就会产生买入（或卖出）一篮子成分股票，同时卖出（或买入）等值的股指期货合约操作。此外，不同期货合约之间、不同的期货市场之间也均有套利机会。

股指期货套利功能，丰富了市场参与者的投资工具，增加了市场流动性，有利于缓冲集中性抛售对股票市场造成的恐慌性影响和股价的剧烈波动。

### 4. 功能之四——指数化投资功能及股票资产组合管理

股票市场常常出现一种现象就是，哪怕大盘处于上升期，也就是在牛市里，大盘指数即使曾上涨 60% 以上，但有的投资者所持有的股票可能根本就没怎么上涨，甚至还出现下跌。很多股票投资者把这归咎于自己运气不好，或者认为这是选股问题。但随着上市股票数量越来越多，选股的难度和所耗费的精力也越来越大，因此投资者迫切需要指数化的投资工具——直接对股票指数进行买卖。而股指期货属于最直接的指数化投资工具，可避免因股票选择不当而在牛市中买了“熊股”的烦恼，不会有股市上那种“赚了指数不赚钱”的现象发生。

此外，股指期货交易由于采用保证金制度，交易成本很低，因此被机构投资者广泛用来作为股票资产组合管理的有效手段。这种资产配置管理的功能具体表现在：

第一，增加市场流动性，提高资金使用效率。例如某以沪深 300 成分股为主要投资对象的机构投资者，认为近期股市可能出现大幅上涨，打算抓住这次投资机会，但由于投资于股市的资金有限，如果在股票现货市场购买一篮子股票无疑需要大量的资金，此时该机构投资者可以利用较少的资金（一般只需购买股票资金总量的 10% ~ 15% 的保证金）买入股指期货，从而跟踪沪深 300 股票指数，获得股市上涨的平均收益。

第二，促进组合投资，加强风险管理。机构投资者在购买股票时，由于买卖股票数量比较大，往往会造成股价大幅波动，增加购股成本，有时建仓也会有困难。而股指期货市场由于采取的是买卖沪深 300 股票指数，实际上买卖的是一个由 300 只股票组成的组合。

**【案例 1-2】** 假设在沪深 300 股票指数成分股中，各行业所占权重见图 1-3。

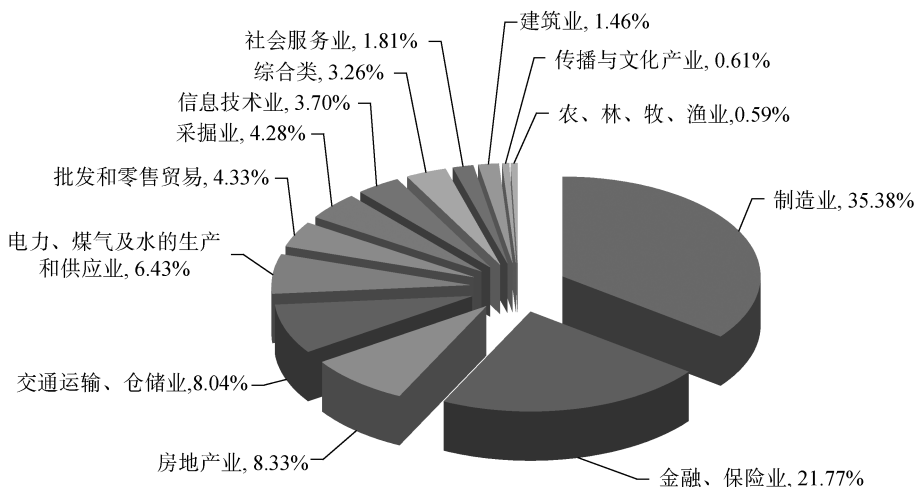


图 1-3 沪深 300 股票指数成分股权重比例

某年 11 月某日，沪深 300 股指期货 12 月合约价格为 5300 点：

买入一手该合约的合约价值 =  $5300 \times 300 \times 1 = 159$ （万元）

对照图 1-3 中所示的权重比例，这 159 万元里面包括买入了 35.38% 的钢铁股等在内的制造业股，代表了整个制造行业 78.6% 的上市市值；159 万元里面还包括买入了 21.77% 的金融股，代表了整个金融行业 99.8% 的上市市值……

也就是说，买了一手沪深 300 股指期货合约就相当于买了一篮子的股票，这一篮子股票组合的特点是金融、制造、房地产等 10 个行业的占比为 80% 左右，达到将 159 万元的资产以较低成本快速分散化和配置的目的。

## （二）股指期货的作用

### 1. 规避股市系统风险，保护投资者的利益

以中国股市为例，沪、深股市的一个特点是市场的系统性风险大。具体表现为：一是波动幅度大。二是大幅波动的频率高，我国股市出现大幅波动的频率约为境外成熟市场的 2 倍。三是市场换手率高，我国股市换手率一般为成熟市场的 2 倍，有时甚至高达 5 倍。这种风险无法通过分散投资来规避。股指期货推出后，一方面股票承销商在包销股票的同时，为规避股市总体下跌的风险，可通过预先卖出相应数量的期指合约以对冲风险、锁定利润，促进股票一级市场的股票发行及发行方式上网竞价发行转变；另一方面，在二级市场上，如果投资者持有与股票指数相关性高的股票，为防止未来下跌造成损失，可以卖出股指期货合约，从而避免总头寸的风险。因此，股指期货的引入，可以向市场提供对冲风险，确保投资收益的途径，增强投资者对股市投资的安全性。

## 2. 丰富投资工具，有利于创造性地培育机构投资者。

目前在中国的证券市场上股票基金管理人要想实现在市场上的资本增值，必须先购买股票。由于契约限制，基金的股票持仓量通常很高。市场波动是双向的，当进入阶段性的空头市场时，一旦市场出现下跌，开放式基金的兑付压力就会显著增大，基金管理人必将无法承受日益增大的兑现压力而进行部分资产的变现，从而引起基金重仓股股价快速下跌，如此恶性循环甚至会使基金被迫面临清算。而股指期货的做空机制使得机构投资者可从原来买进之后等待股票价格上升的单一模式转变为双向投资模式。可见，机构投资者的培育需要有丰富的投资品种作补充，特别是风险管理工具，这一点已被国际股票市场发展的成功经验所证明。

## 3. 完善我国资本市场体系，增强国际竞争力

在金融全球化的今天，如果还停留在传统的交易方式中，不引进现代金融工具，中国证券市场在功能与体系方面都将是不健全的，不但难以与国际市场接轨，而且难以以为国际投资资本的进入提供回避风险的场所。

更为紧迫的问题是，股指期货作为一个虚拟产品，已经成为全球公共的“奶酪”，谁抢得了先机谁就赢得了期货发展优势，甚至赢得定价权和话语权。正是认识到这一点，许多国家或地区为了提升自身证券期货市场的吸引力，不但开设了以本国或本地区股价指数为标的物的股指期货，还开设了以别国或地区股价指数为标的物的股指期货。在这方面，新加坡是最热衷于上市外国或外地股指期货合约的国家，而日本和中国台湾都吃过大亏。

早在1986年，新加坡交易所（SGX）就抢在日本之前推出了日本的“日经225股票指数”期货交易，开创了股指期货境外上市的先河。让全球期货业几十年来回味无穷的是，当时日本监管当局不允许本国基金经理利用新加坡市场从事股指期货交易，却无法限制那些常驻日本的欧美等其他国家的机构投资者利用新加坡市场进行套期保值。结果，日本本土金融机构在交易本国股票时反而缺少足够的避险工具，在竞争中处于不利境地。无奈之下，1987年5月，日本监管当局被迫允许本国投资者开始交易新加坡市场的日经225股票指数期货。而日本国内迟至1988年才由大阪证券交易所（OSE）推出日经225股票指数期货交易。1990年，美国CME也推出日经225股票指数期货交易，形成三足鼎立共同交易日经225股票指数期货的局面。为了夺回该股指期货的主导权，大阪证券交易所经多年的艰苦努力，虽收到了一定的成效，但仍有近一半的市场份额落在海外。2005年在全球日经225股票指数期货市场中，日本只占有55.05%的份额。



### 新加坡交易所

现在的新加坡交易所（SGX）成立于1999年12月1日，是由新加坡金融期货交易所（SIMEX）和新加坡证券交易所（SES）合并而成。SIMEX成立于1984年9月，是亚洲最早成立的金融期货交易所，也是亚洲指数期货的诞生地。

SIMEX从成立之初就意识到本国资源有限、投资者数量少，因而把重点放在“掠夺”别国股指衍生产品上，试图通过“国际化”来建立和发展本土期货市场。这一手果然效果颇佳。

无独有偶，1997年1月9日，美国芝加哥商品交易所（CME）和新加坡交易所又不顾中国台湾地区的极力反对，同时推出了道·琼斯台湾股指期货和摩根斯坦利台湾股指期货（简称“摩根台指期货”）。这又是一个抢在本地市场之前推出的股指期货交易的案例。1998年5月26日，香港期货交易所也推出台湾指数期货与期权交易，这极大地刺激了台湾地区，促使其迅速成立了台湾期货交易所，并在1998年7月21日，推出了第一个台湾自己的股指期货合约。经过多年努力，中国台湾股指期货市场从2001年就已超过新加坡摩根台指市场，但这一切都改变不了目前我国台湾期指市场定价功能仍然受制于新加坡市场的客观事实。以下两个例子可以充分说明这一点。

#### 【案例1-3】本土市场跟随新加坡市场出现恐慌性下跌

2004年3月19日，中国台湾地区领导人选举时的枪击事件引发关注，政治上的不安定性波及金融市场，几乎造成整个股票市场及期货市场逆转。2004年3月22日周一上午一开盘，台湾股指期货就跌停，跌幅为7%。而当天同期开盘的新加坡摩根台指期货跌幅为12.7%。受此影响，第二天台湾股指期货开盘随即跌停，两天累积跌幅达13%，已超摩根台指期货的跌幅。由于新加坡摩根台指期货价格涨跌幅限制几乎是台湾期货交易所的两倍，导致在极端市场情况下本土市场跟随新加坡市场恐慌性下跌，几乎酿成金融系统风险。

#### 【案例1-4】新加坡修改摩根台指期货交易制度

新加坡交易所于2005年6月底全面结束摩根台指期货的公开喊价交易制度，改为电子交易，延长了摩根台指期货的交易时间，分为日盘与晚盘。日盘的交易时间为早上8点45分开盘到下午1点50分收盘，晚盘为下午2点45分开盘至晚上7点收盘。由于有了晚盘交易，许多台湾投资者在台湾股市与期市收市之后，进入新加坡市场进行操作。这使得新加坡摩根台指市场更充分地反映了台湾股市收盘之前的各类重大财经信息，产生的价格信号对第二天台湾股指期货及股市开盘均造成了一定的影响，使得台湾股市与期市变成新加坡市场的“影子市场”。

在新加坡公布修改交易制度之后，台湾“金融监督管理委员会”曾以中断台湾股市行情咨询为要挟，谋求与新加坡当局就两个市场不同的交易与结算制度达成跨市场监管协议。不料，摩根台指期货的指数提供商摩根斯坦利国际资本公司（MSCI）宣称，一旦台湾地区中断股市行情咨询，MSCI将把所有台湾股票从MSCI的全球指数中剔除。最后台湾“金融监督管理委员会”不了了之，只好开放台湾地区期货商进入新加坡电子盘市场交易。目前新加坡摩根台指期货中有1/3的交易量来自中国台湾地区。

以上案例说明，虽然中国台湾本土股指期货市场的交易量已经超过了新加坡市场，但在市场定价能力上仍然并将长期受制于新加坡市场。主要原因在于，新加坡市场宽松的交易与监管制度以及国际化投资者的参与，使摩根台指期货的交易量仍然保持高速增长。在金融市场中，流动性决定一切，新加坡摩根台指期货市场与中国台湾股指期货市场平分秋色的局面保证了前者在台湾股市、台湾期市、新加坡期市三个定价环节之中将长期保持较强的影响力。

1998年底，新加坡交易所又相继推出道·琼斯泰国及马来西亚指数期货交易，还推出了MSCI香港股指期货交易。一时间，弄得香港期货交易所十分紧张，随即出台了一系列具有针对性的稳定市场的措施，再加上香港的市场条件和基础毕竟还是比较优越的，故就新加坡交易所（SGX）来说，MSCI香港股指期货交易可以说是推出的最不成功的一个国外指数期货品种了。

新加坡交易所靠其国际化产品结构吸引了一大批境外交易者。据统计，新加坡约有80%以上衍生品交易来自美国、欧洲、日本等新加坡本土以外的投资者。新加坡交易所（SGX）还与芝加哥商品交易所（CME）透过GLOBEX系统，联合提供24小时跨时区（欧洲、亚洲及美洲）的衍生品电子交易，填补了东方股市、期市收盘和西方股市、期市开盘之间的空缺，并连接伦敦、纽约、东京的证券与期货交易所，成为国际24小时全天候资本市场上的重要一环。

上述事实告诉我们，期货品种合约成功与否，是否具有“先发优势”也是重要影响因素之一。2006年9月5日，新加坡交易所（SGX）在我国大陆尚无股指期货的情况下又抢先推出了“新华富时A50中国指数期货”，这是第一个基于中国A股的指数期货合约，其意图明显是要抢占A股股指期货的“先发优势”。事实上，除新加坡外，美国，甚至文莱也计划推出以我国A股市场为标的的股指期货。

一流的国际金融中心比拼的就是在金融市场上的话语权。目前，纽约、伦敦之所以成为国际金融中心的重要标志就是其对国际金融市场定价权的掌控。期货市场最重要的功能就是价格发现。在当今金融市场越来越发达的国际经济中，国际期货市场上活跃着像高盛、摩根斯坦利、花旗银行等著名金融机构以及大量实力雄厚的对冲基金。这些“金融玩家”掌握着巨额资本和丰富的信息资源，对期货价格有着非同一般的影响力。不难理解，以期货市场为代表的衍生品市场对于定价权的争夺至关重要，在现



代国际金融中心成长中的地位更是毋庸置疑。回顾历史，19世纪的英国和20世纪的美国能够成为世界制造业中心，期货市场的发展起到了相当重要的推动作用，并最终造就了今天英美两国在全球石油、金属、农产品等市场上的话语权。

第四，促进股价的合理波动，充分发挥经济晴雨表的作用。

股指期货交易能够集聚各种信息，有利于提高股市的透明度。通过集合竞价可产生未来不同到期日的股票指数期货合约价格。同时，由于股指期货价格一般领先于股票现货市场的价格，也有利于提高股票市场价格的信息含量。



### 国内股指期货交易的最初尝试

20世纪90年代初期，也就是我国股票市场刚刚诞生不久，国内也曾进行过股指期货交易的尝试。最初付之于行动的是当时诞生不久的海南经济特区，也是当时国内的金融改革试验区。1993年3月10日，海南证券交易中心（已于2003年9月在清理整顿中关闭）正式推出了深圳股指期货。随后，海南期货交易所（已于1996年全国清理整顿期货市场时关闭）也于1993年4月推出该品种。当时推出的股指期货有8个品种，即深综指、深A股指数的1月、2月、3月、6月合约，每个指数点代表500元。交易中心对会员每手合约收取1.5万元的保证金，约占合约实际价值的10%，而各个证券商在此基础上向客户收取的保证金并没有固定的标准，随意性很大。由于大多数股民是初次接触股指期货，对其所蕴涵的巨大风险认识不足，因此在参与交易的过程中损失惨重。特别是1993年9月初，深市出现了收市前15分钟大户联手出货、打压股指期货的行为。有关监管机构认为，股指期货交易加大了市场的投机性，不利于股市的健康发展，于是决定关闭海南证券报价交易中心的股指期货交易。后来，海南期货交易所所在交易清淡中也停止了股指期货交易。

海南股指期货交易的夭折，主要还是因为当时国内开展股指期货交易的条件很不成熟。一是证券现货市场尚处发展初期，规模较小。当时全国股票市场市价总值才3531亿元，其中流通市值连1/4都不到，上市公司也只有181家，而深圳综合指数代表的市值更小，其流通市值不过300亿元左右。二是从投资者构成来看，当时沪、深股市投资者开户数为777万户，其中机构开户不到196家，且当时证券投资基金试点尚未开始，股指期货的参与者基本上都是投机者。局促的市场规模、不合理的投资者结构再加上深圳综合指数本身的缺陷使得投机者操纵指数相对容易。在这种情况下，股指期货应有的正常功能得不到充分发挥。三是当时的法律法规及监管体系还跟不上。不仅《证券法》《期货交易管理暂行条例》都尚未颁布，就连其他一些现有的规范证券交易的法律法规也未出台。尽管海南股指期货交易仅维持了半年即告终止，但它为中国股指期货的运行进行了一次开创性的尝试。

正因股指期货市场对股票市场的巨大推动作用，2006年9月8日，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）在上海正式挂牌成立，再次开启了包括股指期货在内的我国金融期货市场大门。

不过，中金所成立后，并没有立刻推出相关的股指期货品种，而是采取了十分审慎的态度，做了大量的投资者教育、市场建设、理论研究等股指期货基础性工作。在经过了大量的前期筹备工作后，中国证监会终于批准同意沪深300股指期货自2010年4月16日起在中国金融期货交易所挂牌上市交易。此时，距中金所成立差不多有近4年的时间了！

股指期货上市后，一直保持着平稳增速的发展。三年后的2013年，中金所交出了包括3000家法人账户在内的13万合格投资者、日交易量30.5万手、持仓量11万手、日成交金额约2431亿元、在全球股指期货同类产品中排名第五的优异成绩。2014年，沪深300指数期货一跃成为全球第二大股指期货合约。

2015年4月16日，沪深300股指期货在上市5周年之际，迎来了它的“双胞胎兄弟”——上证50股指期货和中证500股指期货，这两个产品当天也正式在中金所挂牌交易，而进一步拓展了证券市场风险管理的深度和广度，满足了投资者对大盘蓝筹股票和中小市值股票财富管理和风险管理的需求，进一步完善了股指期货产品序列，丰富了金融市场产品类型，对于提升境内股指期货话语权、促进资本市场对外开放和平稳运行都具有积极意义，国内股指期货市场达到了一个新的高度。



#### 股指期货在国际金融危机中所发挥的作用

2008年9月15日（星期一）凌晨，具有158年历史的世界第四大投资银行——美国雷曼兄弟公司宣布破产。消息传出，全球金融市场经历了又一个“黑色星期一”。当天道·琼斯工业平均指数暴跌504.48点，跌幅达4.4%，创“9·11”恐怖袭击以来近7年最大单日跌幅；S&P 500指数跌幅达4.6%，同样创7年来最大单日跌幅。美国股市系统性风险陡增，此时股指期货对稳定股市发挥了积极作用。数据显示，仅2008年9月16日一天，E-mini S&P 500股指期货成交金额就接近3600亿美元，相当于空头利用股指期货当天抛出了约3600亿美元的股票，大大减轻了在股市的抛售压力。实际上，2008年9月16日当天纽约证券交易所股票成交金额仅为1366.311亿美元，NASDAQ交易所股票成交金额为274.743亿美元，合计为1641.054亿美元，而之前两市的日均交易金额大致分别为880亿美元和300亿美元，金融危机高潮期间E-mini S&P 500股指期货月度成交量见图1-4。可以想象，假如当天要是没有股指期货市场，3600亿美元的股票全部抛到股市上去，美国股市的跌幅将难以预测。

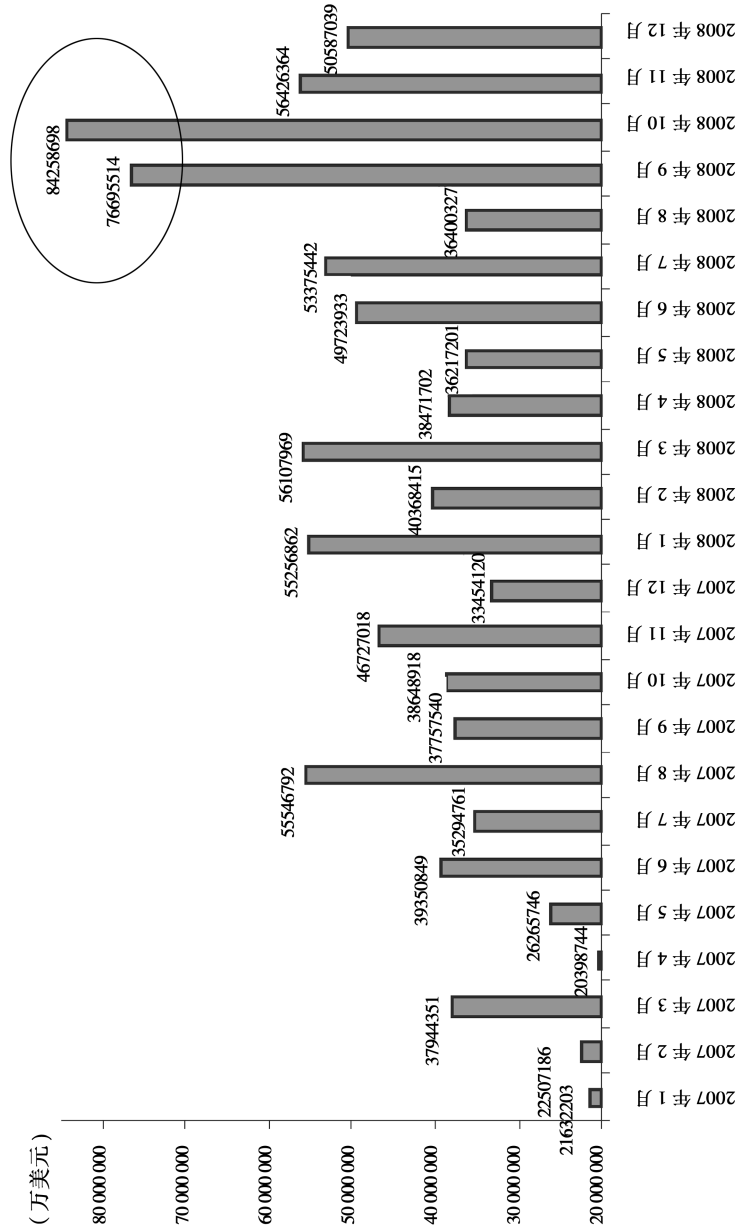


图 1-4 金融危机高潮期间 E-mini S&P 500 股指期货月度成交量

统计数据显示，此次金融危机中，美国、英国、韩国等 22 个已推出股指期货的国家和地区股市最大跌幅平均为 46.9%，其中在新兴市场国家中，推出股指期货的国家股市平均跌幅为 47.1%，而中国、越南等 8 个未推出股指期货国家股市最大跌幅平均为 63.2%。中国 A 股市场跌幅高达 70%。金融危机期间，美国标普 500 指数期货、英国富时 100 指数期货、日本日经 225 指数期货等全球主要股指期货产品表现出色，交易量和持仓量大幅增加 1 倍以上，不但避险功能得到有效发挥，而且较好地分流了市场抛压，成为金融风暴中的“避风港”。股指期货的市场稳定作用在此次金融危机中得到了充分体现。

事实上，历史上凡是遇到重大危机事件，无论是“9·11”事件还是本次金融危机，美国股指期货市场的成交量都超过了股票市场的成交量，双向交易的机制成为股票市场的均衡力量，修正了市场的非理性波动，使股票风险被有效转移，为市场提供了风险出口，将大波动化为小波动，减缓了危机对股票市场的冲击程度，对股市具有“减震器”的作用。那么，股指期货到底是如何发挥作用的呢？

第一，股指期货市场通过套期保值机制减轻股票市场的抛售压力和市场冲击。处于次贷危机漩涡中心的美国，其股市遭遇的打击之所以不是最大的，是因为其完善的市场机制，特别是拥有一个全球最发达的股指期货市场，对有效化解市场风险起了很大的作用。金融危机爆发后，一些大型基金和保险资金等机构投资者，通过在股指期货市场上的套期保值，有效规避了自己投资组合市值下跌的风险，也大大降低了大量抛售股票可能带来的冲击效应和“多杀多”局面的出现。结合美国股指期货市场的投资者结构特点，也能很好地说明这一点，见图 1-5。

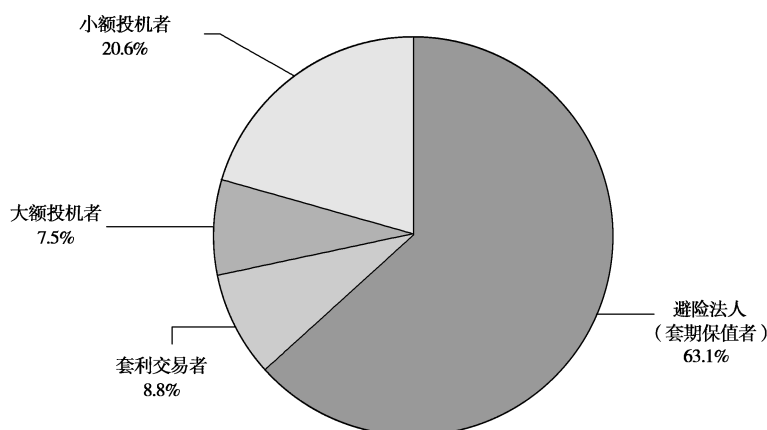


图 1-5 美国 CME 股指期货市场投资者结构

2007 年，美国 CME 市场上机构法人的避险交易占整个股指期货交易量的 63.1%，非避险大额交易人占整个股指期货交易量的 7.5%，小额交易人占整个股指期货交易

量的 20.6%，价差交易占整个股指期货交易量的 8.8%。显然，美国 CME 市场上机构法人的避险交易占绝对优势。所以，金融危机时期，股指期货成交量暴增绝不是偶然的。在市场走势不确定的情况下，若投资者能利用股指期货进行避险，以取代到股票市场去卖出股票，不仅可降低持股风险，也可有效舒缓股票市场卖压，降低对股票市场的冲击，让股指期货市场成为股票市场的泄洪通道。

第二，股指期货市场通过套利机制平抑股票市场的波动幅度。套利机制可有效抑制股指期货价格对股票指数的过度偏离，使两者不致游离得过远、过久。例如，当股票市场或股指期货市场大幅上涨或下跌时，套利机制生效，必然引来大量套利资金的反向操作，即卖空被高估的资产，同时买入被低估的资产。由此减缓市场上涨或者下跌的力度，达到期货和现货市场新的平衡，从而降低市场的波动幅度。

第三，股指期货市场通过价格发现机制形成远期价格，扭转市场预期。金融市场在极端情况下会形成非理性上涨或非理性下跌，特别当市场处于非理性亢奋或者极端恐慌时，市场往往会走向极端。在雷曼兄弟公司申请破产这样的巨大外部因素冲击下，市场情绪完全笼罩在恐怖之中，此时，在非理性市场面前，如何让投资者在恐慌中看到希望，扭转市场预期至关重要。股指期货正好在这方面发挥了重要作用。

股指期货价格是对未来股价水平的理性预期。尤其是远期合约，可以更从容、理性地“思考”未来的股价走势，通过价格发现机制形成远期价格，一定程度上可稳定市场情绪。从 2008 年 9 月 15 日、16 日 CME 的 S&P 500 股指期货市场的交易情况看，有个特点很明显，就是远期合约价格相对坚挺，对重树投资者未来的投资信心有一定帮助。

第四，股指期货市场通过为市场提供流动性来减轻市场恐慌情绪。面对股市崩盘，美国前总统罗斯福在 1933 年就职演说时说过：“我们唯一恐惧的就是恐惧本身——一种莫名其妙、丧失理智的、毫无根据的恐惧，它把人转退为进所需的种种努力化为泡影。”事实上，当市场笼罩于恐惧之中时，缺乏流动性更会成为市场恐慌的推手。而股指期货正好为市场提供了几乎是无限的流动性，让投资者有避险或者退出市场的机会，从而减轻了市场恐慌情绪。这也正是股指期货在历次重大危机中放巨量稳定市场的内在根源。

当然，股指期货作为股市的延伸，只是股票市场风险管理的工具，不可能改变股市运行的基本面状况，也不可能改变股市运行的基本轨迹，它只是有助于减缓股市的崩盘式下跌。从这点来说，其作用也还是具有一定的局限性的。

## 四、股指期货具有哪些交易特性？

股指期货包括两方面的特性：一是股票特性；二是期货特性。

所谓股票特性，是指股指期货的价格与股票市场的联动性强。股票指数是股指期货的母体，对股指期货价格的变动具有很大影响。与此同时，股指期货是对股票指数未来价格的预期，因而对股票指数具有较强的引导作用，两者相辅相成。因此，股指期货承担着股市与期市的桥梁作用。

此外，股指期货毕竟属于期货范畴，它还具有强烈的期货特性，这使得股指期货在交易手段和交易方法上具有一些股票交易所不具备的独特之处。

### （一）杠杆效应（也称“以小博大”）

“期货能使你一夜暴富”的神话和“期货能令人一夜破产”的传闻都是源自于期货交易的杠杆效应。假设股指期货交易的保证金为15%，投资者只需支付合约价值15%的资金就可以进行交易。这样，投资者就可以控制约6.67倍于所投资金额的合约资产。“杠杆效应”使投资者交易金额被放大数倍的同时，也使投资者承担的风险同步放大了数倍。

**【案例1-5】**假设沪深300股指期货某合约价格为4000点，按照规定每点代表300元，则：

一手该期货合约的价值 = 4000点 × 300元 = 120万元/手

如果期货公司收取的交易保证金为15%，则：

所需保证金 = 120万元 × 15% = 18万元/手

即18万元的保证金可交易价值达120万元的1手股指期货合约，杠杆效应是6.67倍。假如一段时间后，该期货合约价格上涨了10%，达到4400点，不考虑手续费，则：

该投资者的收益 = 400点 × 300 × 1 = 12万元

即指数期货价格上涨10%，投资者投资收益率高达66.7%，盈利放大了6.67倍。这种以小博大的高杠杆效应，吸引了众多投机者的加入。

但杠杆效应也相应放大了价格波动风险。假设一段时间后，该期货合约不是上涨，而是下跌了10%，跌至3600点，不考虑手续费，则：

该投资者的损失 = -400 × 300 × 1 = -12万元。价格只下跌了10%，而损失却达到了66.7%，亏损同样放大了6.67倍。

由此可见，投资者必须从正反两方面来充分认识保证金制度的杠杆效应。在投资过程中切勿重仓或满仓操作，尤其是满仓操作是股指期货投资的大忌。因为如果行情向不利的方向急剧变化，满仓投资者就可能短时间内亏光投资账户中所有的本钱，甚至倒欠期货公司钱。充分认识股指期货的风险性，做好资金管理才是一个理性投资者的所为。

## （二）双向操作

股指期货交易的最大特点之一是引入了做空机制。它既可以与做股票一样先买后卖（也称“做多”），还可以先卖后买（也称“做空”）。后者是当投资者预期未来价格会下跌时，选择先“卖出”股指期货，开立“空头”的仓位，待价格下跌后再选择“买进”股指期货，将之前卖出的仓位进行对冲平仓，即可获得下跌时价差的收益。这是期货特有的交易手法。

股指期货的做空机制使得投资者的投资策略从只能等待股票价格上升的单一盈利模式转变为双向投资模式，使资金在行情下跌中也能有所作为而非被动闲置。

此外，还有一个往往不被人注意的好处，即可以减小“变现损失”。如果基金要将集中持有的几个股票变现的话，就会因集中抛售而产生接盘压力，损失就会比较大，从而使其实际变现的价值要低于当前的市值。而通过股指期货交易可以快速锁定股票现货市值，以减轻因集中性抛售股票而对股票市场造成的恐慌性影响。

期货市场投资者都可自由选择“做多”或是“做空”，不受任何的限制。

## （三）T+0 交易

股指期货采取的是T+0交易。理论上，投资者当天可连续交易股指期货而不受时间或次数的限制。这种方式可提高短线交易者的投资回报率，增加日内交易无数的机会。更重要的是，T+0交易给了投资者随时终止亏损的机会，把投资风险控制在最小的范围之内。

需强调的一点是，T+0交易制度给予的是交易者能随时买或卖的权利，而不是鼓励其非要当天做几十回买卖交易。成功的投资人不应该为了放大交易而去买卖，因为没有必要每天都疯狂地来回交易却为期货公司打工。

## （四）到期交割

股指期货合约都有到期日，不能无限期持有。炒股的人都知道，股票一旦买入后，只要投资者愿意就可以一直持有，正常情况下股票数量是不会减少的。但股指期货设有固定的到期日，到期就要摘牌下市。因此，投资者不能像买卖股票一样，交易后就不管了，必须注意合约到期日，决定是提前了结仓位，还是将仓位转到后续合约上去，或是等待到期交割。

股指期货实行现金交割，即在合约到期需要交割时，由期货公司依照最后交割价计算出交割金额，通过交易账户的资金划转完成交割，如果赔钱，资金将从投资者的账户中划出；如果赚钱，投资者的账户将收到划入的资金。投资者完全不必一手交钱一手交股票来履行交割义务。

### （五）交易成本较低

相对股票交易，股指期货交易的成本是相当低的，同等交易金额大约仅为股票交易成本的1/10左右。

## 五、股指期货与股票交易有哪些不同点？

在进行股指期货交易时，很多股民很容易按照买卖股票的方式来操作。实际上，股指期货交易和股票交易有很大的不同，因此要把这些不同点一一搞明白，以防因为操作不当而在股指期货市场中交出巨额的学费。特别是对于不太熟悉股指期货投资的股民朋友来说，千万不要把期市当成股市。股指期货与股票相比，有以下非常鲜明的特点：

第一，股指期货交易采用保证金制度，保证金率一般为10%~15%，有较高的杠杆作用；而股票是全额的现金交易。

### 【案例1-6】

一位投资者投资股市购买了价值100万元的股票。当股票上涨10%后，则他获利10万元，收益率仅为10%。如果该投资者携相同资金同时进入股指期货市场，由于期货采用的是保证金交易，假如保证金率为10%，则杠杆比率为10，即他可用100万元购买价值达1000万元的股指期货合约。当期货合约上涨了10%，则该投资者获利100万元，收益率为100%。反过来，当股票下跌10%后，则投资者将亏损10万元，亏损率也仅为10%，并不会令其陷入困境。但如果在股指期货市场，当期货合约下跌了10%后，价值从1000万元跌到900万元，则投资者亏损了100万元，保证金损失殆尽，亏损率为100%。所以同样的钱拿来做股票与做期货，其获得的收益或承担的风险是大不相同的。

第二，在交易方式上，股指期货可先买后卖，也可先卖后买；而股票只能先买后卖。即股指期货可以进行卖空交易。当预期未来股市的总体趋势将呈下跌态势时，投资人可以主动出击而非被动等待股市见底，使投资人在下跌的行情中也能有所作为。

第三，在结算方式上，股指期货交易采用当日无负债划账结算的方式。如果当天投资者的账户保证金不足，那他就必须在下一个交易日开盘前补足资金，否则可能会被强行平仓。股票交易因是全额交易，无论亏损多大都不需要投资者追加保证金，并且在卖出股票前，账面盈亏也不是每天划账结算，而是在卖掉股票后盈亏一次性划账清算。买了股票可以无限期“捂着”，或等待“解套”的那一天。而在股指期货市场，如果市场行情与投资者持仓反方向运行，造成持仓亏损，投资者不能奢望像买了



股票那样可无限期“捂着”等待“解套”，有时是“捂”不住的，应果断止损。

第四，股指期货到期要交割，投资者不能无限期持有；而股票没有到期交割要求。

第五，两者交易制度有许多的不同。股指期货交易有强制减仓、强制平仓制度；而股票没有。

第六，买卖股指期货还有许多买卖个股股票所得不到的好处。个人投资者常常为选股困难而发愁，既没有内幕消息参考，又缺乏充分全面的技术分析和基本面分析，与机构投资者相比，在资金上也处于绝对的劣势。因此，能得到与大盘同步的平均利润是一种比较好的选择，其具体办法就是证券指数化投资。买卖股指期货就是一种证券指数化投资，收益与大盘走势同步。

## 六、股指期货与期权交易有哪些不同点？

目前，我国证券市场上有上证 50 ETF 期权交易，期货市场上有玉米、棉花、白糖、铜、豆粕、天然橡胶等商品期权交易，那么股指期货与上述期权交易相比，又有哪些区别呢？

期权是指一种合约，该合约赋予期权买方在规定期间内或特定到期日，有权按约定价格向期权卖方购买或出售标的证券或资产，或以现金结算方式收取结算差价的金融产品。

期权实质反映的是买方与卖方之间的一种契约关系。期权买方向期权卖方支付一定金额的权利金后，就从卖方那里获取了一种权利。这种权利使得买方可以在未来某一特定日期或特定期间内，以约定的价格向期权卖方购买/出售一定数量的资产。购买股票的期权称为“认购期权”，出售股票的期权称为“认沽期权”。认购期权等同商品期权当中的“看涨期权”，认沽期权等同于商品期权当中的“看跌期权”。期权买方获取的是一种权利而无履约义务，其有权决定是否履行契约，而期权卖方仅有履约的义务，因此为获得这项权利，买方需付出一定的代价（权利金）。

期权价值由两部分组成。一是内涵价值，即标的股票或资产与行权价格的差价；二是时间价值，代表持有者对未来资产价格波动带来的期望与机会。在其他条件相同的情况下，期权的存续期越长，其价格会越高。

由于期权也是实行 T+0 交易制度，使得很多投资者认为，期权与股指期货交易极其相似，其实不然，两者之间的差别还是很大的。

### （一）两者所面临的风险程度存在较大差异

首先，股指期货采用的是保证金制度，盈利和亏损的空间都是无限的。而期权买

方只承担有限的风险，即使最大亏损也只是亏损掉全部权利金而已；但期权的卖方因担负着履约的义务，从理论上存在收益有限（就是收取的权利金），而亏损无限的风险，买卖双方的权益和风险是不对等的。

## （二）两者的涨跌幅计算方法不同

股指期货每日的价格涨跌幅度是按照一定的准则设定的，比如，沪深 300 股指期货每日价格最大波动限制在上一交易日结算价的  $\pm 10\%$ ，最后交易日涨跌停板幅度为上一交易日结算价的  $\pm 20\%$ 。而期权每日的涨跌幅度的计算公式常都较为复杂，公式中通常包含标的股票或资产的价格，这是因为期权的价格主要是由其标的股票的价格决定的。标的股票价格的小幅变化可能会造成期权价格的大比例变化，因此，期权盈亏幅度通常要比股票或股指期货大得多。

例如，上证 50ETF 期权合约涨跌停价格的计算公式如下：

期权合约涨跌停价格 = 期权合约前结算价格  $\pm$  最大涨跌幅

其中：认购期权最大涨幅 =  $\max \{ \text{合约标的前收盘价} \times 0.5\%, \min [ (2 \times \text{合约标的前收盘价} - \text{行权价格}), \text{合约标的前收盘价} ] \times 10\% \}$

且，认购期权最大跌幅 = 合约标的前收盘价  $\times 10\%$

认沽期权最大涨幅 =  $\max \{ \text{行权价格} \times 0.5\%, \min [ (2 \times \text{行权价格} - \text{合约标的前收盘价}), \text{合约标的前收盘价} ] \times 10\% \}$

且，认沽期权最大跌幅 = 合约标的前收盘价  $\times 10\%$

### 【案例 1-7】

2019 年 5 月 6 日，上证 50 指数当天收盘价为 2805.04 点，较前一交易日下跌 140.20 点，跌幅为 4.76%；同一天，上证 50 股指期货 9 月合约 IH1909 当天收盘价为 2780.2 点，较前一交易日下跌 149.0 点，跌幅为 5.09%；上证 50ETF 当天收盘价为 2.787 元，较前一交易日下跌 0.141 元，跌幅为 4.82%。这三者的跌幅相差不大。但当天执行价为 2.650 元的上证 50ETF9 月认沽期权收盘价为 0.0982 元，虽然只比上一交易日上涨了 0.0442 元，涨幅却高达 81.85%（请读者根据前面所述公式算一下）。可见，期权的涨跌幅度往往是股票、基金、股指期货等品种所无法比拟的。

### 【案例 1-8】

2001 年，美国“9·11”事件发生后的第二天即 9 月 12 日，韩国股价指数大跌 11.96%，从前一日收盘价 66.55 点下跌到 58.59 点，相应的某即将到期的深度虚值看跌期权价格从 0.01 韩元上涨到 5.05 韩元，买方一夜之间获得 504 倍的利润。

## （三）两者到期时的交割方式不同

股指期货合约到期交割采用现金交割制度。而期权到期涉及股票实物交割行权或

商品期货合约的交割。例如，上证 50ETF 期权的交割是买卖双方交割规定数量的上证 50ETF 份额，而像玉米等商品期权的行权则是买卖双方获得相应玉米期货的多头或空头合约，交割的双方都要事先在账户中存有保证金，再去做期货，比较麻烦。

到期交割时，期权买方可以选择行权，也可以选择放弃行权，当期权买方选择行权时，期权卖方有义务满足期权买方的行权要求。

## 七、股指期货与融资融券交易有哪些不同点？

“融资融券”业务是指融资和融券两种交易行为，又称“证券信用交易”，包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券四种方式。简而言之，融资是借钱买证券；而融券是借证券来卖，然后再买回证券归还，即卖空；同时，都是根据借期的时间长短缴纳一定的利息费用。

股指期货与融资融券交易的区别是很大的。

### （一）股指期货与融资融券的交易对象不同

虽然两者同样存在卖空和买空交易机制，但股指期货针对的是股票指数，而融资融券针对的是满足交易所规定的基金、股票个股和债券，而且个股的涨跌往往也并不与指数完全同步，因此，融资融券业务的交易对象更加广泛。

### （二）股指期货与融资融券的交易方式不同

融资融券业务仍然属于实物性质的全额信用交易；而股指期货采用的是保证金信用交易。

### （三）股指期货与融资融券的参与主体不同

融资融券所需条件很高，客户向证券公司融入证券必须要与证券公司签订载入中国证券业协会规定的必备条款的融资融券合同，明确融资融券的额度、期限、利率（费率）、利息（费用）的计算方式、保证金比例、维持担保比例、可充抵保证金的证券的种类及折算率、担保债权范围等事项。由此可见，融券业务所产生的做空机制属于一种类似于利率回购的一对一场外交易模式。对一般中小散户，证券营业部是不会提供融资融券业务的，融资融券只是机构投资者的一种特权业务。而股指期货不同，股指期货投资者的交易对手统一是期货交易所，即交易所作为买方的卖方和卖方的买方。投资者面临的是相同的期货合约。从这个角度来看，股指期货交易要比融资融券效率更高。只要你资金达到交易保证金要求就可入市进行交易，因此参与主体更加

广泛。

#### （四）融资融券与股指期货业务的风险控制制度不同

上海证券交易所融资融券交易细则中规定，单只标的证券的融资或融券余量达到该证券上市可流通市值或流通量的 25% 时，交易所可以在次一交易日暂停其融券卖出，并向市场进行公布。而股指期货采取的是强行平仓制度、价格限制制度、限仓制度、大户报告制度、强制减仓制度等控制股指期货风险。

## 八、股指期货与 ETF 交易有哪些不同点？

ETF 是 Exchange Traded Fund 的英文缩写，中文译为“交易型开放式指数基金”，又称“交易所交易基金”。ETF 与现有开放式基金没什么本质的区别，只不过它有自己的三个方面的鲜明个性：

一是它可以在交易所挂牌买卖，投资者可以像交易单个股票、封闭式基金那样在证券交易所直接买卖 ETF 份额。

二是 ETF 基本是指数型的开放式基金，但与现有的指数型开放式基金相比，其最大优势在于，它是在交易所挂牌的，交易非常便利。

三是 ETF 申购赎回也有自己的特色，投资者只能用与指数对应的一篮子股票申购或者赎回 ETF，而不是像现有开放式基金那样以现金申购或赎回。

ETF 的投资组合通常完全复制标的指数，其净值表现与盯住的特定指数高度一致。比如上证 50ETF 的净值表现就与上证 50 指数的涨跌高度一致。正因如此，市场投资者将其与股指期货联系起来。然而，它们是存在着很大差别的完全不同的投资工具。

第一，ETF 没有保证金制度，不存在杠杆效应，因此不存在收益和风险的放大效应。

第二，两者入市门槛（最低交易金额）不同。每手股指期货合约最低保证金至少在几万元以上；而 ETF 的最小交易单位 1 手，对应的最低金额是 100 元左右。

第三，买卖股指期货没有包含指数成分股的红利；而持有 ETF 期间，标的指数成分股的红利归投资者所有。

第四，随着投资者对大盘的预期不同，股指期货走势不一定和指数完全一致，可能有一定范围的折价和溢价；而完全被动跟踪指数的 ETF 净值走势通常和指数保持较高的一致性。

第五，股指期货通常有确定的到期日，到期需交割；而 ETF 产品无到期日，可长期持有。

虽然，股指期货与 ETF 之间有很大的差别，但是同样是投资指数这一共同特点，使股指期货与 ETF 之间的相关操作成为可能，特别是利用股指期货对 ETF 套期保值和相关的套利操作。

## 九、股指期货与商品期货交易有哪些不同点？

最后，我们来谈谈股指期货与传统商品期货交易的区别。

股指期货是商品期货的延续，同属于期货交易的范畴，它们有着共同的交易模式、交易特点，都有保证金交易、双向交易和 T+0 等交易制度，在价格波动及交易方法上也极为类似。

第一，标的物不同，对外部因素的反应不同。股指期货交易的标的物是虚拟的指数；而商品期货交易的标的物是大宗现货商品。因此，股指期货对外部因素的反应比商品期货更为敏感，价格的波动更加频繁和剧烈，因此股指期货比商品期货具有更强的投机性。

第二，从期货特性上讲，股指期货同商品期货的主要区别在于到期日交割方法的不同。商品期货合约持有到期时必须进行实物交割，一方给付货款，另一方交付货物。考虑到股指“现货”——股票指数的特殊性，世界各国推出的股指期货均是采用现金交割的方式。

第三，结算价的规定不同。一是股指期货每日结算价为期货合约最后一小时成交量的加权平均价；而商品期货每日结算价为期货合约全天成交量的加权平均价。二是股指期货到期结算价为到期日最后两小时现货指数的算术平均价；而商品期货到期结算价（交割价）为最后 10 个交易日的平均结算价。

第四，价格判断难易程度不同。从价格判断来说，虽然商品期货对应的价值区间可从商品生产成本、运输成本、资金成本、交割成本并结合供求关系加以确定，但因现货市场一般没有权威和唯一的现货价作为参考，且现货价存在信息滞后和真实性问题，因此，商品期货投资者困惑的是，应以哪个地区的现货价作为分析基准价，才能更好地判断商品期货合理价格区间？商品期货价格理论上应参考所有地区现货价，但目前投资者难以做到。因此，可能出现部分地区的现货价因受局部因素影响而导致投资者根据该地区现货价做出错误判断。而股指期货的标的物是唯一的，且透明、公开、准确，不存在滞后问题，这使股指期货相对商品期货而言市场效率更高。

第五，受第四点因素的影响，两者的套利空间也不同。股指期货期现套利不仅机会较少，而且套利空间也较小。而商品期货因为现货价格滞后，以及现货买卖不便，期现套利机会相对较多，套利空间也较大，这是两者主要区别点之一。

第六，两者套期保值盘信息价值不同。商品期货套期保值盘是随机产生的，只要每天有生产经营活动，就可能产生套期保值盘，因此，商品期货套期保值盘的信息价值并不大。但股指期货套期保值盘具有较大信息价值，因为股指期货的套期保值盘不是随机产生的，机构投资者只有在行情发生趋势变化或出现重大利空时，才会进行套期保值。因此，股指期货套期保值盘具有趋势判断价值，跟踪股指期货套期保值盘的增减，能够实现与机构“共舞”，在机构作出战略性仓位调整时及时出逃。事实上，投资者发现，跟踪 QFII 股指期货持仓，确有判断指数趋势的作用。这也是股指期货与商品期货最重要的区别点。

## 十、中国金融期货交易所的作用是什么？

目前，我国四大期货交易所中有三个是商品期货市场。其中：郑州商品交易所和大连商品交易所从事的是农产品期货和工业品期货交易，而上海期货交易所从事的是基本金属、贵金属和能源品种期货交易。只有中国金融期货交易所是金融期货市场，股指期货就是在该交易所挂牌并交易。因此，我国股指期货市场结构的核心是中国金融期货交易所，它接受监管机构——中国证监会的监管和领导。

2006年9月8日，中国金融期货交易所正式在上海成立，注册资本为5亿元人民币。这是我国内地成立的第4家期货交易所，也是中国内地成立的首家金融衍生品交易所。

中金所的主要任务就是确保包括股指期货在内的金融期货产品的平稳推出与稳妥运行。中金所本身不参加股指期货的交易，不干涉交易价格的形成，只是为期货交易提供设施和服务。其作用包括：

(1) 统一制订期货合约，将期货合约的条款统一化和标准化，使期货市场具有高度流动性。交易所自身不拥有，也不能买卖期货合约，它仅提供买卖期货合约的场所。

(2) 为股指期货交易制定规章制度和交易规则，并保证和监督这些制度、规则的实施，最大限度地规范交易行为。交易所不确定价格，价格以公开竞价交易方式形成。

(3) 监督、管理交易所内进行的交易活动，调解交易纠纷，包括交易者之间的纠纷、客户与期货公司之间的纠纷等。

(4) 为交易双方提供履约及财务方面的担保。期货交易中的买方和卖方都是以中金所为对手的，不必考虑真正的成交对手是谁。这是由于期货交易机制要求交易所作为“买方的卖方和卖方的买方”，承担最终履约责任，从而大大降低了期货交易中的信用风险。

(5) 提供信息服务，及时把场内所形成的期货价格公布于众，以便让场外的交易

者了解市场行情，增加市场的透明度和公开性。

(6) 为期货交易提供各种方便多样的设施，如先进的通讯设备等。中金所采用电子化交易方式，不设交易大厅和出市代表。金融期货产品的交易均通过交易所计算机系统，按照价格优先、时间优先的原则自动撮合成交。采用电子化交易方式体现了中金所的高效、透明、国际化的发展思路。

(7) 为期货交易提供结算、交割业务服务。结算业务是指交易所根据当天交易结果、公布的结算价格和交易所有关规定对交易双方的交易盈亏状况进行资金清算和划转的业务活动。期货交易的结算，由交易所统一组织进行。

## 十一、中金所会员是如何分类的？

中金所规定，只有金融机构，比如基金、券商、期货公司等才能申请成为中金所的会员。中金所会员又分为交易结算会员、全面结算会员、特别结算会员和交易会员四大类。前三类带有“结算”字眼的会员都具有与交易所进行结算的资格。不同的是：

交易结算会员只能为其本公司的客户办理结算、交割业务。

全面结算会员除可以为其本公司的客户办理结算、交割业务外，还可以和与其签订有结算协议的交易会员办理结算、交割业务。显然其业务范围更广些，实力更强些。

期货公司可根据自身实力和业务范围决定是申请交易结算会员还是全面结算会员。申请交易结算会员的公司注册资本金须在 5 000 万元人民币以上；申请全面结算会员的公司注册资本金须在人民币 1 亿元以上。

特别结算会员只能为与其签订有结算协议的交易会员办理结算、交割业务，通常由境内的中资国有商业银行担任。

最后一类交易会员，如基金公司等一些大的机构投资者，只可以从事经纪或者自营业务，不具有与交易所进行结算的资格，因此只能找全面结算会员或特别结算会员进行结算（见图 1-6）。

中金所施行的是分级结算模式。即：当日交易结束后，中金所按当日结算价对结算会员结算所有合约的盈亏、交易保证金及手续费、税金等费用，对应收应付的款项实行净额一次划转，相应增加或减少结算准备金。结算会员在中金所结算完成后，结算会员按照当日无负债结算原则对投资者和非结算会员（交易会员）进行结算；非结算会员按照同样原则对投资者进行结算。由此可见，中金所通过“投资者——交易会员——结算会员——交易所”这样分级、分层的架构层层分散、化解风险，强化金融期货市场的整体抗风险能力。

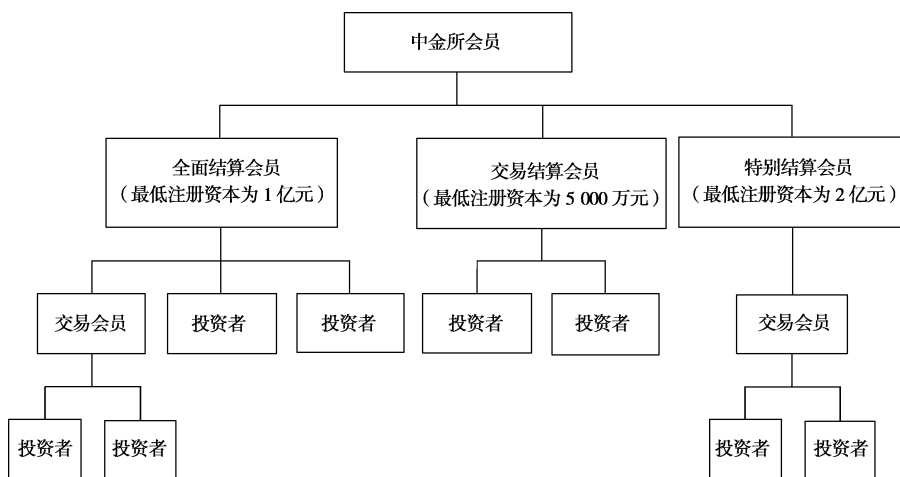


图 1-6 中国金融期货交易所会员结构关系图

引入分级结算制度，是为了强化中金所的整体抗风险能力。在分级结算制度下，资金实力雄厚、管理经验丰富的机构才能成为结算会员，而其他不具备结算会员资格的非结算会员必须通过结算会员进行结算，从而形成多层次的风险管理体系。分级结算有助于市场逐级控制和吸收风险，有利于形成多元化、多层次的金字塔式风险控制体系，使很多局部风险在结算会员层面就得到化解，确保金融期货市场的平稳运行。

## 十二、什么是股指期货 IB 业务？

IB 是英文 Introducing Broker 的缩写，中文名为“介绍经纪商”。介绍经纪商是指为期货公司介绍投资者、协助期货公司办理投资者开户和下单，并收取一定费用的机构。由于股指期货的很多投资者都来自股票投资者，因此在我国股指期货市场中，介绍经纪商主要由证券公司营业部担任，其拥有大量的投资者资源。由于政策规定证券公司所属营业部本身不能直接从事股指期货经纪业务，因此只能作为 IB 来参与，受期货公司委托，为投资者从事股指期货交易提供以下中间服务：

- (1) 招揽股指期货投资者；
- (2) 协助办理有关开户手续；
- (3) 为投资者下单交易提供便利设施；
- (4) 协助期货公司向投资者发送追加保证金通知书和结算单；
- (5) 中国证监会规定的其他业务。

但作为 IB，证券公司所属营业部不得办理期货保证金业务，不承担期货交易的代



理、结算和风险控制等职责（这些职责都由与其相关联的期货公司来承担）。也就是说，作为股指期货 IB 的证券公司是将自己的客户介绍给期货公司，成为期货公司的客户，并从中收取介绍佣金，但不能接触客户的资金，也不对投资者的股指期货交易进行结算。

IB 业务搭建的是券商与期货公司间的业务合作关系。期货公司将占据对券商的业务主动权。为期货公司提供中间介绍等业务的券商，应当取得中国证监会批准的 IB 业务资格。不是所有的证券公司都能取得 IB 业务资格，都能从事 IB 业务。目前，要申请 IB 业务资格，证券公司必须满足多项条件，其中包括：净资本不低于 12 亿元；各项风险控制指标符合规定标准；已建立客户交易结算资金第三方存管制度；全资拥有或者控股一家期货公司，或者与一家期货公司被同一机构控制等等。根据规定，证券公司只能接受其全资拥有，或者控股的，或者被同一机构控制的期货公司的委托从事介绍业务，不能接受其他期货公司的委托从事介绍业务。因此，目前 IB 业务呈现“一对一”的格局。

IB 的存在，为在证券公司营业部既交易股票又交易股指期货的投资者带来了极大的方便。证券公司往往实力雄厚，营业网点众多，将为相应期货公司提供强大的客户资源支持。

为防范代理风险，股票投资者一定要问清楚所在证券营业部所属证券公司是否全资拥有或者控股了一家期货公司，是否取得了中国证监会批准的 IB 业务资格；或登录中国证监会网站（[www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)）的“行政许可”栏目查询，否则是不能在该营业部做股指期货的，而应选择期货公司或其他具备 IB 业务资格的证券公司营业部开立期货账户，进行股指期货交易。

### 十三、股指期货投资者都有哪几种类型？

期货投资者是期货市场的主体。如果按照投资者的身份划分可以分为个人投资者和机构投资者等。但在期货交易中，一般是按照参与期货交易的目的不同将投资者分为套期保值者和投机者，后者还包括套利者。

套期保值者是通过股指期货交易来规避股票系统风险的交易者，它们是股指期货市场的主要参与者。股指期货的套期保值者主要包括证券发行商、基金管理公司、保险公司、证券公司以及股票投资者个人等证券市场的投资者。

投机者是指在期货市场上以获取价差收益为目的的期货交易者，既有个人也有大中型机构。由于期货交易实行保证金制度，投机者可以用少量的资金进行数倍于其资金的交易，因此，有机会获得高额利润。投机者是期货市场重要的参与主体，他

