



股指期货： Stock Index Futures： The Most Stirring Financial Innovation 最激动人心的金融创新

作为国际金融衍生品市场的主角，股指期货在证券市场上发挥着价格预期、套期保值、对冲风险、优化资源配置等重要作用，被誉为20世纪80年代“最激动人心的金融创新”。

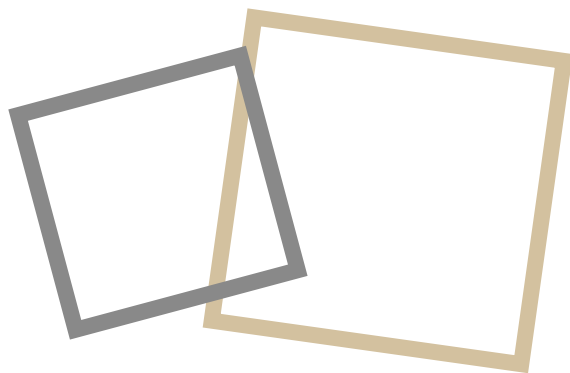
而在我国，股指期货却是“出师未捷身先死”——早在1993年，海南证券交易中心就推出了深圳股票指数期货，但由于大户联手交易，打压股价指数等原因，仅仅半年时间，就被迫全部平仓停止交易。其后，又因为万国证券等机构的违规操纵，发生了“3·27国债风波”。

一朝被蛇咬，十年怕井绳，沉痛的教训让一部分人开始担心股指期货上市将成为现货市场做空的动因，甚至有人认为，股指期货推出将导致中国股市出现大幅震荡和下跌，金融衍生工具会沦为炒作、投机的帮凶。

但股指期货毕竟是资本市场发展中不可或缺的成分。由于避险工具的缺失，过去五年的熊市阶段中，国内投资者已经遭受了极大的损失。而股指期货推出后，投资者可以在股市下跌阶段利用股指期货对现货资产保值，再也不必因恐惧股市下跌而不敢进行证券现货投资。此外，股指期货具有突出的资产配置功能，这些都将增加现货市场的需求，从而促进现货、期货市场的良性互动。

2007年，股指期货必将再次在中国隆重登场。投资者对于股指期货的热望，在去年10月金融期货交易模拟交易中就已经充分显露了：每天的交易量高达20多万手！而同时出现的满仓操作、价格暴涨暴跌、部分账户集体暴仓等风险问题，也应该引起我们高度关注与警觉。

教训与需求、恐惧与期待、风险与收益……如何清醒地认识和把握股指期货投资对理财的影响，正是本期我们关注的话题。



股指期货的衍生之旅

The History and Development of Stock Index Futures

文/李雯

二战以后以美国为代表的发达市场经济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3749亿美元,是1970年的3.93倍;日均成交4490万股,是1960年的19.96倍;上市股票337亿股,市值12430亿美元,分别是1960年的5.185倍和4.05倍。

股票市场迅速膨胀的过程,同时也是股票市场的结构不断发生变化的过程:二战以后,以信托投资基金、养老基金、共同基金为代表的机构投资者取得快速发展,它们在股票市场中占有越来越大的比例,并逐步居于主导地位。机构投资者通过分散的投资组合降低风险,然而进行组合投资的风险管理只能降低和消除股票价格的非系统性风险,而不能消除系统性风险。随着机构投资者持有股票的不断增多,其规避系统性风险的要求也越来越强烈。

20世纪70年代,西方各国受石油危

机的影响,股票市场价格大幅波动,股票投资者迫切需要一种能够有效规避风险,实现资产保值的金融工具。于是,股票指数期货应运而生。

70年代: 股指期货起源于美国

与外汇期货、利率期货和其他各种商品期货一样,股票指数期货同样是顺应人们规避风险的需要而产生的,而且是专门为人们管理股票市场的价格风险而设计的。

根据现代证券投资组合理论,股票市场的风险可分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险是由宏观性因素决定的,作用时间长,涉及面广,难以通过分散投资的方法加以规避,因此称为不可控风险。非系统风险则是针对特定的个别股票(或发行该股票的上市公司)而发生的风险,与整个市场无关,投资

者通常可以采取投资组合的方式规避此类风险,因此,非系统风险又称可控风险。投资组合虽然能够在很大程度上降低非系统风险,但当整个市场环境或某些全局性的因素发生变动时,即发生系统性风险时,各种股票的市场价格会朝着同一方向变动,单凭在股票市场的分散投资,显然无法规避价格整体变动的风险。为了避免或减少这种所谓不可控风险的影响,人们从商品期货的套期保值中受到启发,设计出一种新型金融投资工具——股票指数期货。

股票指数期货交易的实质,是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程,通过与对股票趋势持不同判断的投资者的买卖,来冲抵股票市场的风险。

看到了市场的需求,美国堪萨斯城市交易所在经过深入的研究、分析之后,在1977年10月向美国商品期货交易

委员会提交了开展股票指数期货交易的报告。但由于商品期货交易委员会与证券交易委员会关于股票指数期货交易管辖权存在争执,另外交易所也未能就使用道琼斯股票指数达成协议,该报告迟迟未获通过。直到1981年,新任商品期货交易委员会主席菲利普·M·约翰逊和前任证券交易委员会主席约翰·夏德达成“夏德——约翰逊协议”明确规定股指期货合约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。到1982年2月16日,堪萨斯城市交易所开展股指期货的报告终于获准通过,24日,该交易所推出了道琼斯综合指数期货合约的交易。交易一开市就很活跃,当天成交近1800张合约。此后,在4月21日,芝加哥商业交易所推出了S&P500股指期货交易,当天交易量就达到3963张。

可以预见,随着金融期货的日益深入发展,这些非实物交割方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

1982年—1985年: 新型投资方式出炉

自美国堪萨斯期货交易所推出价值线综合指数期货之后三年,投资者逐渐改变了以往进出股市的传统方式,即挑选某个股票或某组股票,诞生出其它投资方式,包括:第一,复合式指数基金,即投资者可以通过同时买进股票指数期货及国债的方式,达到买进成份指数股票投资组合的同样效果;第二,运用指数套利,套取几乎没有风险的利润。这是由于股票指数期货推出的最初几年,市场效率较低,常常出现现货与期货价格之间基差较大的现象,对交易技术较高的

专业投资者,可通过同时交易股票和股票期货的方式获取几乎没有风险的利润。

继美国之后,日本、香港、伦敦、新加坡等地也先后开始了股票指数的期货交易,股指期货交易从此走上了蓬勃发展的道路。目前,股指期货已发展成为最活跃的期货品种之一,股指期货交易也被誉为二十世纪八十年代“最激动人心的金融创新”。

1986年—1989年: 动态交易工具解决投资难题

股指期货经过几年的交易后,市场效率逐步提高,运作较为正常,逐渐演变为实施动态交易策略得心应手的工具,主要包括以下两个方面:第一,通过动态套期保值技术,实现投资组合保险,即利用股票指数期货来保护股票投资组合的跌价风险;第二,进行策略性资产配置。期货市场具有流动性高、

交易成本低、市场效率高的特征,恰好符合全球金融国际化、自由化的客观需求。尤其是过去十年来,受到资讯与资金快速流动、电脑与通讯技术进步的冲击,如何迅速调整资产组合,已成为世界各国新兴企业和投资基金必须面对的课题,股票指数期货和其他创新金融工具提供了解决这一难题的途径。

1988年—1990年: 股指期货进入困惑期

1987年10月19日,美国华尔街股市单日暴跌近25%,从而引发全球股市重挫的金融风暴,即著名的“黑色星期五”。虽

然事过十余载,对如何造成恐慌性抛压,至今众说纷纭。股票指数期货一度被认为是“元凶”之一,使股票指数期货的发展在那次股灾之后进入了停滞期。连著名的“布莱迪报告”也无法确定期货交易是唯一引发恐慌性抛盘的原因,事实上,更多的研究报告指出,股票指数期货交易并未明显增加股票市场价格的波动性。

为了防范股票市场价格的大幅下跌,包括各证券交易所和期货交易所均采取了多项限制措施,如期货交易所制定出股票指数期货合约的涨跌停盘限制,借以冷却市场发生异常时恐慌或过热情绪等。这些措施在1989年10月纽约证券交易所的价格“小幅崩盘”时,发挥了异常重要的作用,指数期货自此再无不良记录,也奠定了90年代股票指数期货更为繁荣的基础。

1990年—至今: 创新成为市场主题

进入90年代之后,股票指数期货应用的争议逐渐消失,投资者的投资行为更为理智,发达国家和部分发展中国家相继推出股票指数期货交易,配合全球金融市场的国际化程度的提高,股指期货的运用更为普遍。

股指期货的发展还引起了其他各种非股票的指数期货品种的创新,如以消费者物价指数为标的的商品价格指数期货合约;以空中二氧化硫排放量为标的的大气污染期货合约;以电力价格为标的的电力期货合约等等。可以预见,随着金融期货的日益深入发展,这些非实物交割方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

陈善昂：

The Great Influence of Stock Index Futures' Emmergence on the Stock Market

股指期货掀浪证券市场

投资者可以通过投资组合策略，将资金分散投资于多种不同的股票，从而较好地规避非系统风险，但是，投资组合策略无法使投资者规避系统风险，而股指期货正好弥补了这一不足。



陈善昂

◆陈善昂

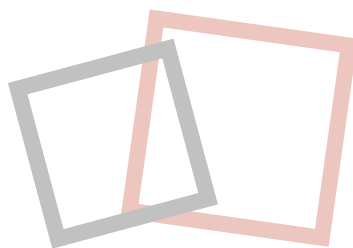
经济学博士，厦门大学经济学院金融系副教授，系主任助理。研究专长：金融投资、金融制度、信托与租赁。出版专著与参编教材六本，主持或参与国家级课题六项。

在经历了2006年波澜壮阔的复苏后，我国证券市场在2007年必将有更大更深层次的发展，尤其是股指期货的推出，是我国证券市场从数量发展转向完善市场机制建设与产品创新的重大突破。

股票指数期货（以下简称“股指期货”）是指以股价指数作为标的物的金融期货。世界上第一份股指期货合约是由美国堪萨斯期货交易所（KCBT）于1982年2月24日推出的，此后，美国的其他交易所、新兴资本市场都相继推出各自的股指期货合约，现在，股指期货已经成为全球资本市场最活跃的投资品种和风险管理工具之一。

目前，国际市场上有三个主要的中国股指期货，香港证券交易所上市的新华富时、恒生国企指数期货以及芝加哥期权交易所上市的中国指数期货合约。以上股指期货对国内市场的影响并不大，因为这些指数的成份股主要是在海外上市的国内企业。但新加坡交易所于2006年9月5日推出的新华富时中国A50指数期货，与我国拟推出的沪深300指数相关性达0.96，完全可以相互替代。这引起国内关于A股股指期货保卫战与防止我国股市定价权旁落的激烈讨论，也警示我们必须抓紧推出国内股指期货。

2006年9月8日，中国金融期货交易所（简称“中金所”）成立，开启了我国金融衍生品市场建设的新纪元。但在10月



30日正式启动的沪深300指数期货仿真交易当中，出现了满仓操作、价格暴涨暴跌、许多账户集体暴仓、期现基差巨大等风险事件，引起管理层、市场与投资者对股指期货的高度关注。

股指期货：助推证券市场

1. 套期保值

套期保值功能有助于投资者规避市场系统风险。股票市场的风险分系统风

险。

2. 价格发现

价格发现功能有助于提高市场有效性。从市场整体看，股指期货比股票现货更接近于完全竞争的有效市场，期货价格的变化往往领先于股票价格的变化，并预示着股票价格的发展趋势。当股指期货价格与股票价格发生偏离时，或者不同期限的股指期货价格发生偏离时，就会引发大量的套利交易。套利

交易特征有助于提高市场流动性与规模。由于以下两个原因，股指期货必然会受到市场的广泛欢迎，吸引套期保值者、套利者与投资者（机构）者的积极参与，从而大幅度提高市场规模与流动性。

(1) 股指期货可以替代直接持有股票，从而使得投资者并不需要真正买入或卖出大量股票就能参与大规模的市场运作。也就是说，持有沪深300指数期货

海外主要股指期货推出后市场短期走势统计结果

股指期货标的物	标准普尔500指数	恒生指数	日经225指数	伦敦金融时报100指数	巴黎CAC40指数	德国DAX30指数	台湾加权指数
开设日期	1982.4.21	1986.5.6	1988.9.3	1984.5.3	1988.11.9	1990.11.23	1998.7.21
推出时市场运行态势	下跌市	平衡市	小幅上升	平衡市	平衡市	平衡市	下跌市
推出前一年市场涨幅	-13.99%	12.26%	3.82%	10%	45.23%	1.95%	-16.84%
推出当天市场涨幅	0.24%	0.86%	0.80%	-0.38%	-0.57%	-0.85%	-1.22%
推出后两天市场涨幅	1.52%	1.26%	0.75%	-0.41%	-0.24%	-3.54%	-2.07%
推出后三天市场涨幅	2.77%	1.18%	1.40%	-0.46%	-1.66%	-5.40%	-2.09%
推出后一周市场涨幅	2.22%	-0.54%	1.90%	-0.53%	-1.04%	-3.67%	-2.70%
推出后一个月市场涨幅	-0.48%	-5.17%	1.50%	-0.58%	0.07%	-5.43%	-10.37%
推出后一年内最大下跌幅度	-11.28%	-6.74%	0%	-12.53%	-2.71%	-11.59%	-31.97%
推出后一年市场涨幅	38.64%	51.58%	27%	15.01%	25.04%	12.56%	-5.62%

(原始数据来源：wind数据库)

险和非系统风险。投资者可以通过投资组合策略，将资金分散投资于多种不同的股票，从而较好地规避非系统风险，但是，投资组合策略无法使投资者规避系统风险，而股指期货正好弥补了这一不足。因为股指期货的标的物——股价指数基本上能代表整个市场股票价格变动的趋势和幅度，被近似地理解为“市场组合”，投资者可以利用股指期货的套期保值功能规避股价变动的系统风

者可以在锁定基差的情况下，通过买空与卖空手段在现货市场与期货市场间套利以获取低风险收益。大量的套利交易将使瞬时信息的价值迅速地期货价格上得到反映，市场的错误定价迅速得到纠正，从而使价格更能准确地反映其内在价值。股指期货的这一价格发现功能，有助于完善市场价格的形成机制，提高市场有效性。

3. 交易特征

多头就相当于直接持有了构成该指数的300只股票，而不必购买这300只股票并为此支付佣金，因而股指期货的交易费用远比现货交易低。

(2) 股指期货交易实行保证金制度，可以使投资者“以小博大”，提高资金利用效率的同时成倍地放大了投资的风险与收益；逐日盯市制度与清算制度降低了投资者的信用风险；股指期货具有的做多与做空双向交易机制，无论

牛市、熊市都有可能盈利。股指期货所具有的这些交易特征，可以吸引大量投资者与投机者的参与，从而大幅度提高市场规模与流动性。

4. “成份股效应”

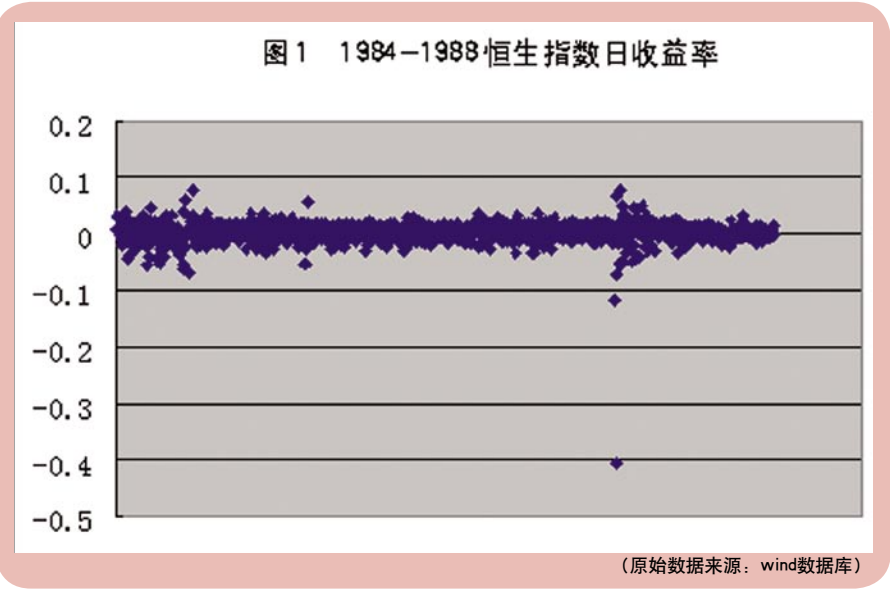
“成份股效应”有助于夯实证券市场基础。哈利斯和古瑞尔 (Harris & Gurel, 1986)、施莱弗 (Shleifer, 1986) 对股票入选股票指数问题进行了研究，他们发现：如果一只股票被选入指数，其股票价格平均会上涨3.5%，而且有些上涨是永久性的。当YAHOO的股票入选标准普尔500指数时，其股票价格在一个交易日内上涨了24%。此即“成份股效应”或“入选指数效应”。

2005年以来特别是2006年，我国股票市场的“成份股效应”是极为明显的，指数权重股如工商银行、中国银行、中国石化、宝钢股份、招商银行、深万科等等都受到了市场的追捧，呈现出典型的“二八现象”。说明中国股市“同升齐跌”的时代已经结束，未来预计不同股票交易活跃度严重分化的格局还将会长期存在和发展下去。而在股指期货推出以后，“成份股”则将被进一步追捧，而非主流股票将会越来越边缘化。因此，“成份股效应”将有助于促进上市公司改善质量，夯实证券市场基础。

期指掀浪：VS现货市场

1. 股指期货推出后现货市场运行特征

从海外主要证券市场指数期货推出前后现货市场指数运行态势可以看出，股指期货推出后，短时间内虽然有可能出现股市震荡，但并不能完全归因于股



指期货这个因素，而且，从中长期看并没有改变现货市场指数中长期向上攀升的走势。

(1) 股指期货推出前后短时间内现货市场运行特征

从海外主要股指期货推出时市场短期走势统计结果中可以看出：①股指期货推出时，这些市场短期运行态势既有下跌市、平衡市，也有小幅上市市。②股指期货推出后，这些市场表现为冲高后下跌或直接下跌两种情形。恒指期货和日经225指数期货推出后市场前三天都是稍微上涨一点，三天内分别冲高1.18%和1.40%；然后步入下跌，一年内最大下跌幅度分别为6.74%和0%。伦敦金融时报100指数期货、巴黎CAC40指数期货和德国DAX30指数期货推出后头三天市场分别下跌0.53%、1.04%和3.67%；然后继续下跌，一年内最大下跌幅度分别为12.53%、2.71%和11.59%。③这些市场在股指期货推出后的短期下跌并不能完全归罪于股指期货

的这个因素，这些市场的股价指数依然与道琼斯工业股价指数高度相关，短期内的走势也受到道琼斯工业股价指数的影响。

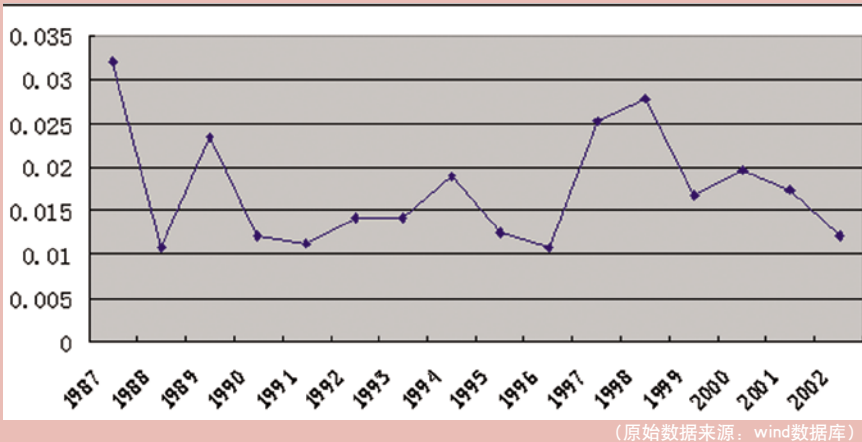
(2) 股指期货推出后现货市场的中长期运行特征

自股指期货推出以来，海外各主要市场中长期均出现了较大幅度的上涨。香港恒生指数已从80年代中期的2000点附近上升至目前的20000点附近，近20年来，其他主要股市的惊人涨幅都是有目共睹的。

就日本股市而言，日经225指数从90年代初的近40000点最终跌到10000点以下，并持续低迷了10多年。但是，在这一漫漫“熊途”中，日本股市从来没有发生过“股灾”，而且几乎每年都能展开一次升幅非常可观的局部反弹行情，笔者以为，其中可能的原因之一就是股指期货这样一个保护伞。

2. 股指期货对现货市场波动率的影响

图2 恒生指数日收益率每年波动 (1987-2002)



股指期货交易是否会导致股票现货价格的过度波动?这是许多人所担忧的。海外主要市场的经验表明,股票现货价格的剧烈波动(股灾)不能归罪于股指期货。

(1) 股指期货不是导致1987年股灾的罪魁祸首

1987年股灾之后,很多人认为股指期货加剧了股市的波动,是股灾产生的直接原因。《布莱迪报告》以及“瀑布理论”认为,股指期货不仅没有发挥出规避股市风险的功能,反而表现出比股票现货市场更剧烈的波动,从而将卖压传导给股票市场,使股价进一步下跌。但随后的研究并不支持上述观点,为此美国国会专门组织了一个调查组进行了长期调查,调查结果由时任美联储主席的格林斯潘于1988年5月19日在美国国会听证会上公布,这一权威报告明确指出不能将股灾归罪于股指期货。

(2) 香港股市的波动性

现以恒生指数的对数收益率作为

研究对象来考察现货市场的收益率的波动特点。指数的几何收益率定义为:

$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$,其中用 P_t 表示 t 日指数收盘价格。样本区间是1987-2002年15年时间的恒指每日收盘价(以下数据处理以此为准)。

图1说明的是恒生指数的日收益率。从中可以直观地看出,除了市场的奇异点(1987年股灾),股指期货的推出并没有造成收益率的显著偏离均值,收益率点仍然密集在均值周围。通过计算得出,恒指期货推出前一年时间跨度日收益率标准差1.26%,股指期货推出后一年日收益率标准差1.21%,差别很小。

图2说明的是恒生指数日收益率每年波动率(1987-2002)。从中可以看出,除了1987年股灾和1997-1998年亚洲金融危机这两个特殊事件,恒指现货市场的收益率波动率均较为平稳,基本上围绕1.5%上下波动。香港市场的经验表明,股指期货推出后并没有导致市场的过度波动。

3. 股指期货对现货市场流动性的影响

从短期来看,由于股指期货和股票现货存在着某种程度的替代效应,股指期货在上市初期可能会对现货市场产生资金排挤效应。但从长期看,股指期货的推出只会促进股市交易的活跃与价格合理波动,从而使股市更加健康发展。

Kuserk和Cocke(1994)等人对美国股市进行的实证研究表明,股指期货交易推出后,由于吸引了大批套利者和套期保值者的参与,股市规模和流动性都有较大的提高,且股市和期市交易量呈双向推动的态势。虽然股指期货的市场规模可能超过现货市场,但这是场外资金大量流入造成的,对股市的发展具有长期推动作用。李存修等(1998)以香港恒指期货为例,研究了股指期货对现货市场流动性的影响。他们以周转率作为流动性的判断指标,研究发现:恒指期货推出后,成份股及非成份股的周转率皆增加80%以上,市场流动性显著增加,期货与现货之成交量呈净互补关系。在推出恒指期货后,香港股票交易量当年就增长了60%,之后,股票交易量不断增加,据统计,2000年上半年香港股票交易量达到17566亿港元,比期货推出前增加了50倍。因此,对股指期货推出后分流现货市场资金的担忧是不必要的。

股指期货所具有的某些交易特征,如保证金制度、T+0双向交易机制等,可能会引发大量的投机性交易,出现风险性事件。但笔者以为,股指期货是一柄“双刃剑”,关键在于投资者如何使用、市场制度是否完善以及监管是否有效。

赵幼力：

The Comprehensive Guide to the Stock Index Futures

股指期货全攻略

股指期货的风险成因主要是股指频繁波动、保证金交易的杠杆效应、非理性投机及市场机制不健全等，投资者进行股指期货交易可能面临价格风险、结算风险、操作风险。



赵幼力

股指期货，就是以股票指数为标的物的期货，双方交易的是一定期限后的股票指数价格水平，通过现金结算差价来进行交割。股指期货于1982年诞生于美国堪萨斯市交易所（KCBT），其独特的对冲风险、价格发现和资产配置功能使其一诞生，就取得了空前的成功，不仅大大扩张了美国国内期货市场的规模，而且引发了世界性的股指期货交易热潮。

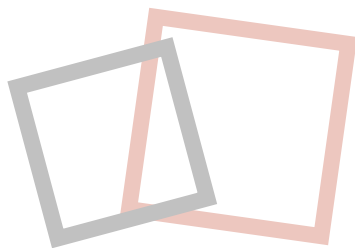
攻略之一：明晰相关术语

1. 多头和空头

在股指期货交易中，买进期货合约者称为多头，多头认为股指期货合约的价格会上涨；卖出股指期货合约者称为空头，空头则认为股指期货合约的价格会下跌。在股票交易中，卖方必须有股票才能卖，而在股指期货交易中则不同，没有对应的一篮子股票也可以卖出期货合约。

2. 开仓、持仓和平仓

在股指期货交易中，无论是买还是卖，凡是新建头寸都叫做开仓。交易者建仓之后手中就持有头寸，叫做持仓。而平仓是指交易者了结持仓的交易行为，了结的方式是针对持



仓方向作相反的对冲买卖。由于开仓和平仓有着不同的含义，所以，交易者在买卖股指期货合约时必须指明是开仓还是平仓。比如，某投资者在12月15日开仓买进1月某指数期货10手，这时，他就有了10手多头持仓。到12月17日，该投资者见期货价上涨了，于是卖出平仓6手1月股指期货，成交之后，该投资者的实际持仓就只有4手多单了。如果当日该投资者在报单时报的是卖出开仓6手1月股指期货，成交之后，该投资者的实际持仓就变成10手多头持仓和6手空头持仓了。

3. 合约价值和合约乘数

合约价值为股指期货报价点位乘以合约乘数，合约乘数是指每个指数点对应的金额。以仿真沪深300股指期货合约为例，目前合约乘数暂定为300元/点，如果当时指数期货报价为1400点，那么每张期货合约价值为1400点×300元/点=420,000元。

4. 保证金

买卖期货合约的时候，双方都需要向结算所缴纳一小笔资金作为履约担保，这笔钱叫做保证金，通常为合约价值的一定比例。在上例中，如果保证金水平为合约价值的8%，则第二天交易所收取的每张合约保证金为1400点×300元/点×8%=3.36万元。

5. 结算价

结算价，一般是指期货合约或现货指数临收盘附近一段时间的均价。仍以仿真沪深300指数期货合约为例，当日结算价是指某一期期货合约最后一小时成交量的加权平均价，最后结算价是最后交易日现货指数最后二小时所有指数点的

算术平均价。

攻略之二：掌握结算方略

1. 股指期货的盈亏结算

股指期货计算盈亏的依据是每天的结算价，持仓合约用其持有成本价与结算价比较来计算盈亏。而平仓合约则用平仓价与持有成本价比较计算盈亏。和股票交易不同，股指期货的持仓成本价每天都在变，因为每天都要结算盈亏，账面盈利可以提走，账面亏损则要补足保证金。因此，当天结算后的持仓合约

×100=30,000元

当日开仓持仓盈亏=(1210-1200)

×(40-20)×100=20,000元

当日盈亏=30,000+20,000=50,000

元

手续费=10×60=600元

当日权益=500,000+50,000-600
=549,400元

保证金占用=1210×20×100×8%
=193,600元(注：结算盈亏后保证金按当日结算价而非开仓价计算)

资金余额(即可交易资金)=

◆赵幼力

2001年毕业于同济大学经济与管理学院会计专业，获管理学学士学位；2004年毕业于对外经济贸易大学经贸学院金融专业，获金融学硕士学位。现供职于中国工商银行城市金融研究所，中级经济师职称。研究方向是国内宏观金融形势的跟踪，分析其对商业银行的影响，多篇相关作品发表于国内报纸和期刊。

的成本价就变成当天的结算价了。

以下事例将介绍在股指期货交易中盈亏、权益、保证金以及资金余额的计算。

某客户在某期货经纪公司开户后存入保证金500,000元，在8月1日开仓买进9月沪深300指数期货合约40手，成交价为1200点，同一天该客户卖出平仓20手沪深300指数期货合约，成交价为1215点，当日结算价为1210点，为了计算方便，假定合约乘数为每点100元(后面例子同样假设合约乘数每点100元)，交易保证金比例为8%，手续费为单边每手10元，则客户的账户情况为：

当日平仓盈亏=(1215-1200)×20

549,400-193,600=355,800元

2. 股指期货交易中的追加保证金和强制平仓

当日权益减去持仓保证金就是资金余额，如果当日权益小于持仓保证金，则意味着资金余额是负数，同时也意味着保证金不足了。这时，期货经纪公司会通知账户所有人在下一交易日开市之前将保证金补足，此举即称为追加保证金。如果账户所有人在下一交易日开市之前没有将保证金补足，期货经纪公司可以对该账户所有人的持仓实施部分或全部的强制平仓，直至留存的保证金符合规定的要求。

某客户账户原有保证金200,000

元，8月9日，开仓买进9月沪深300指数期货合约15手，均价1200点（每点100元），手续费为单边每手10元，当日结算价为1195点，保证金比例为8%。

$$\text{当日开仓持仓盈亏} = (1195 - 1200) \times 15 \times 100 = -7,500 \text{元}$$

$$\text{手续费} = 10 \times 15 = 150 \text{元}$$

$$\text{当日权益} = 200,000 - 7500 - 150 = 192,350 \text{元}$$

$$\text{保证金占用} = 1195 \times 15 \times 100 \times 8\% = 143,400 \text{元}$$

$$\text{资金余额（即可交易资金）} = 192,350 - 143,400 = 48,950 \text{元}$$

8月10日，该客户没有交易，但9月沪深300指数期货合约的当日结算价降为1150点，当日账户情况为：

$$\text{历史持仓盈亏} = (1150 - 1195) \times 15 \times 100 = -67,500 \text{元}$$

$$\text{当日权益} = 192,350 - 67,500 = 124,850 \text{元}$$

$$\text{保证金占用} = 1150 \times 15 \times 100 \times 8\% = 138,000 \text{元}$$

$$\text{资金余额（即可开仓交易资金）} = 124,850 - 138,000 = -13,150 \text{元}$$

显然，要维持15手的多头持仓，保证金尚缺13,150元，这意味着下一交易日开市之前必须追加保证金13,150元。如果该客户在下一交易日开市之前没有将保证金补足，那么期货经纪公司可以对其持仓实施部分强制平仓。经过计算，124,850元的权益可以保留的持仓至多为124,850元 / (1150 × 100 × 8%) = 13.57手。这样，经纪公司至少可以将其持仓强平掉2手。

3. 股指期货交易中的爆仓

爆仓是指账户权益为负数，这意味着

保证金不仅全部输光还倒欠了。正常情况下，在逐日清算制度及强制平仓制度下，爆仓是不会发生的。然而在行情发生跳空变化且持仓头寸较多时，逆方向的账户就很可能爆仓。发生爆仓时，投资者需要将亏空补足，否则会面临法律追索。

例如，8月11日开盘前，客户没有将应该追加的保证金交给期货公司，而9月股指期货合约又以跳空下跌90点以1060点开盘并继续下跌。期货经纪公司将该客户的15手多头持仓强制平仓，成交价为1055点。这样，该账户的情况为：

$$\text{当日平仓盈亏} = (1055 - 1150) \times 15 \times 100 = -172,500 \text{元}$$

$$\text{手续费} = 10 \times 15 = 150 \text{元}$$

$$\text{实际权益} = 124,850 - 172,500 - 150 = -47,800 \text{元}$$

即该客户倒欠了期货经纪公司47,800元。

攻略之三：学会套期保值

如何控制股指期货的风险，应当从资金管理起步。有效的资金管理要求交易者任何时候都能确保第二天还能继续交易，不要出现弹尽粮绝的局面。

股指期货套期保值和其他期货套期保值一样，其基本原理是利用股指期货与股票现货之间的类似走势，通过在期货市场进行相应的操作来管理现货市场的头寸风险。如果保值者持有一篮子股票现货，他认为目前股指可能会下跌，但如果直接卖出股票，他的成本会很高，于是他可以在股指期货市场建立空头，在股指下跌的时候，股指期货可以获利，以此可以弥补股票出现的损失，这就是所谓的空头保值。另一个则是多头保值，一个投资者计划几个月后将一笔资金投资于股票市场，但他觉得目前的股票市场很有吸引力，要等上几个月的话，可能会错失建仓良机。于是他可以在股指期货上先建立多头头寸，等到未来资金到位后，股指确实上涨，建仓成本提高了，但股指期货平仓获得的盈利可以弥补现货成本的提高，于是该投资者通过股指期货锁定了现货市场的成本。

1. 股指期货的风险内涵

股指期货的风险成因主要是股指频繁波动、保证金交易的杠杆效应、非理性投机及市场机制不健全等，投资者进行股指期货交易可能面临以下风险：

(1) 价格风险。由于股指期货的杠杆性，微小的价格变动都可能造成客户权益的重大变化，在价格波动很大的时候甚至造成爆仓的风险。

(2) 结算风险。由于股指期货实行每日无负债结算制度，所以，如果投资者经常满仓操作，那么可能会经常面临追加保证金的问题，甚至有可能当日被多次追加保证金，如果没有在规定的时间内补足保证金，那么，按规定将被强制平仓。

(3) 操作风险。和股票交易一样，

行情系统、下单系统等可能出现技术故障，导致无法获得行情或无法下单，都可能会造成损失。

2. 股指期货风险的防范

控制股指期货的风险，应当从资金管理起步。有效的资金管理要求交易者任何时候都能确保第二天还能继续交易，不要出现弹尽粮绝的局面。建议一，每次的交易资金都不能过半，最好控制在三分之一以内。决不能象股票交易一样，满仓交易，因为期货的杠杆性可能不会给您第二次机会；建议二，无论何时交易都应严格执行保护性止损措施，亏钱的单子止损要快，不要侥幸地在赔钱的单子上加码，赚钱的单子则可以留着跟大势走；建议三，在交易中，只有当风险与获利的几率比在3:1之上时才值得进行，比如，单子赔钱的潜在风险是1000元，那么获利的潜在目标应该达到3000元。

攻略之四：量体方能裁衣

股指期货投资者应具备以下条件：

(1) 充裕的时间和精力。做期货与做股票对时间的要求是不一样的，它不能像股票那样可以久拖不决。当行情波动较大时，如果持仓而不在现场，可能因处理不及时而导致重大亏损。

(2) 较高的综合知识水平。这种综合知识水平，既包括独立分析现有信息的能力，也包括长期交易中积累下来的经验教训。而这些经验教训，往往是付出沉重代价后的结果。

(3) 良好的心理素质。良好的心理素质并不是所有人都具备的品质，恐惧心理、贪婪心理、侥幸心理及从众心理等都会导致交易失败。

攻略之五：委托交易有忠告

如果投资者自己不具备上述条件，委托专业人士来操作也是可行的。但是，职业投资顾问或职业交易者的队伍存在良莠不齐的现象，所以，打算委托他人交易的投资者应注意如下事项：

(1) 不要轻易相信那些上门客，对于那些保证只会赢不会输的游说者要坚决拒绝，因为说这种话的人已经暴露了他不知道期货之水有多深。

(2) 即使找到比较理想的受托者，

在开设期货交易账户时也要掌握主动权，比如：在合适的期货经纪公司开户后，仅给受托者交易权，不给受托者出入金权。

(3) 一些受托者为了获取经纪公司的回佣或手续费分成而拼命炒单，把自己的富裕建立在客户亏损的基础上。为了制止这种炒单冲动，投资者在与受托者约定报酬时，可以采用较低的回佣和手续费来分享盈利的模式。

(4) 经常查看自己的交易记录，发现问题及时采取措施纠正。

资料链接

股指期货与ETF的区别

虽然股指期货与ETF都是基于指数的工具性产品，但二者之间有很大的不同，综合而言，主要体现在以下几个方面：

第一，股指期货交易的是指数未来的价值，以保证金形式交易，具有重要的杠杆效应。按现在设计的规则，未来沪深300指数期货的杠杆率在10倍左右，资金应用效率较高，而ETF目前是以全额现金交易的指数现货，无杠杆效应。

第二，最低交易金额不同。每张股指期货合约最低保证金至少在万元以上，ETF的最小交易单位一手，对应的最低金额是一百元左右。

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，股指期货通常有确定的存续期，到期日还需跟踪指数，需要重新买入新股指期货合约，而ETF产品无存续期。

第五，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，折溢价程度取决于套利的资金量和套利的效率，而全被动跟踪指数的ETF净值走势和指数通常保持较高的一致性。

通过以上比较，可以看出，虽然同为基于指数的工具性产品，股指期货与ETF不同的产品特性，适合不同类型的投资者的需求。同时，从国外成熟资本市场的发展经验来看，由于风险管理的需要，指数的现货产品和期货产品之间具有重要的互动和互补关系。

车 勇：

Stock Index Futures: Making money only by going long on stocks will be history

期指时代：“单边市”将成为恐龙

股指期货独特的做空机制，使投资者可通过套期保值锁住投资风险，因此，国内7600多万户股票个人和机构投资者都急切的盼望我国早日推出股指期货这一有效的避险工具。而股指期货“双边市”的新游戏规则也将终结证券市场“单边市”的时代，“单边市”将如恐龙一样一去不返。

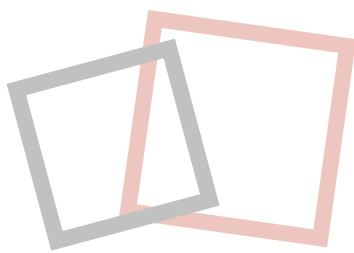


车 勇

我国股票市场经过十余年大发展，其风险也充分暴露出来，特别是从2001年以来，我国股市出现大幅下跌，上证综合指数从最高点的2245点下跌到最低跌破千点大关，国内股市总体价格近五年来下跌50%以上，股票市场缺乏做空机制，只能单边交易。面对跌势，投资者唯一能做的就是抛售手中持有的股票资产，而无法通过其他渠道转嫁风险，然而越是加大抛售力度股价越是下跌，这无形之中又助推了股价的回落，形成恶性循环，使损失进一步加大。股指期货独特的做空机制，使投资者可通过套期保值锁住投资风险，因此，国内7600多万户股票个人和机构投资者都急切的盼望我国早日推出股指期货这一有效的避险工具，为股票资产规避风险。而股指期货“双边市”的新游戏规则也将终结证券市场“单边市”的时代，“单边市”将如恐龙一样一去不返。

市场完善助推期指出炉

为配合股指期货推出，中国证监会和有关的期货、证券交易所加强了对开发股指期货的系统论证，在股指期货操作



方案、合约设计、交易与结算各个方面都做了充分研究，并进行了大量的制度建设和基本准备工作。在刚刚过去的2006年，新《证券法》开始颁布实施，《期货管理监督条例》的修改为金融期货做上市准备，并在法律条文上预留了创新发展的空间，新年伊始，重新修订的《期货交易管理暂行条例》也即将正式公布。这将为金融期货的推出彻底扫除了最后的制度障碍，届时作为金融期货品种之一的股指期货将会“名正

工作将基本结束，股市将进入全流通时代，为股指期货的推出，提供了市场基础。

目前，中金所的技术系统已经基本准备就绪，测试工作开展得非常顺利，测试反馈的数据表明顺利推出股指期货的条件已经完全具备。中国金融期货交易所总经理朱玉辰表示，股指期货的具体推出时间取决于测试数据的情况，以及当时的市场时机。由此可见，股指期货挂牌交易已经进入了倒计时。

法来消除；但是对于后一种风险，投资者单靠购买一种或几种股票很难规避，因为一种或几种股票的组合不可能代表整个市场的走势，而且一个人无法买卖所有股票。而股票价格指数基本上代表了全市场股票价格变动的趋势和幅度，与整个股票市场价格之间存在正相关性。股票价格指数的推出，便可以利用这种特殊的商品期货合约对股票资产进行保值。

在股指期货中，作为套期保值交易的原理和方式与商品期货相同，就是在期货市场买进或卖出与现货数量相等但交易方向相反的商品期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买进期货合约而补偿因现货市场价格不利变动所带来的实际损失。但是由于股指自身的特殊性，某一只股票或者几只乃至数十只股票组合并不能完全与股票价格指数达到100%的正相关，因此，在进行投资操作中并不能完全照搬商品期货的操作模式，而要对其做法作相应的调整。这需要引进一个 β 变量作为调整系数。当 β 系数大于1时，说明股票的波动或风险程度高于以指数衡量的整个市场；而当 β 系数小于1时，说明股票的波动或风险程度低于以指数衡量的整个市场。 β 系数是一个非常有用的数字，将在套期保值及套利交易的测算中发挥重要作用。当然，若与实际数据验证，会有一些的误差。 β 系数是根据历史资料统计而得到的，在应用中，通常就用到历史的系数来代表未来的系数。股票组合的系数比单个股票的系数可靠性要高，这一点对于预测应用的效果来说也是同样的。在实际应用中，也有一些使用者为

《期货交易管理暂行条例》即将正式公布，这将为金融期货的推出彻底扫除了最后的制度障碍，作为金融期货品种之一的股指期货将会“名正言顺”挂牌交易，正式登陆国内资本市场，国内资本市场也将由此翻开崭新的一页。

言顺”挂牌交易，正式登陆国内资本市场，国内资本市场也将由此翻开崭新的一页。

除了制度上推进外，一些实质性的工作也在紧张而有序的进行着：2006年9月8日上海金融交易所获国务院批准筹建，宣告了股指期货进入“预产期”；10月23日起，中国金融期货交易所就《沪深300指数期货合约》、《交易细则》、《结算细则》和《风险控制管理办法》等四项有关股指期货交易的细则公开向社会征求意见；10月30日沪深300指数期货仿真交易正式启动。到2006年底，我国特有的股权分置改革

双边市场的理财策略

既然股票指数期货推出能够为广大投资者提供一个投资和避险工具，那么作为个人和机构投资者如何参与到股指期货操作中来，又如何为我们的股票资产进行保值增值服务呢？

1. 为股票资产进行保值服务

我国开设股指期货主要是因为它具有为投资者提供规避系统性风险的功能。众所周知，股票投资者面临着两类风险：一类是非系统性风险，另一类是系统风险。对于非系统风险，投资者用增加持有股票种数，构造投资组合的方

了提高预测能力，还对系数作进一步的修改与调整，然后根据确定下来的 β 系数计算需要保值的合约数。

买卖期货合约数计算公式为：买卖期货合约数=[现货总价值/（期货指数点 \times 每点乘数）] \times β 系数。

公式中的“期货指数点 \times 每点乘数”实际上就是一张期货合约的价值。从公式中不难看出：当现货总价值和期货合约的价值已定下来后，所需买卖的期货合约数就与 β 系数的大小有关， β 系数越大，所需的期货合约数就越多；反之则越少。

2. 采取期现套利获取稳定收益

期现套利是指当期货价格高于理论价格时，卖出期货买入现货；或者当期货价格低于理论价格时，买入期货卖出现货，待到交割时即可获取套利利润。而对于股票指数期货而言，买入或卖出现货，即是指按照股票指数构成的比例购入或售出一定数量的成分股。而根据股指期货的规则，其在交割时采用现货指数现金结算，这不但具有强制期货指数最终收敛于现货指数的作用，而且在正常交易期间，期指和现指维持着一种动态的一致性关系。平时在各种因素作用下，期指起伏不定，常常与现指产生偏离，当这种偏离超出一定范围时就产生了套利机会。交易者可以利用机会从事套利交易，获取无风险利润。不过由于我国股市融券制度尚未完善，因此目前只能进行卖出期货买入现货的套利行为。

3. 通过基差交易参与

股指期货交易的推出还为投资者

◆车勇
现就职于新纪元期货经纪公司，任研发部主管，长期从事国内农产品期货研究分析工作，具有深厚的理论功底和丰富的实战操作经验，多次深入主产区进行实地考察，研读国内外理论书籍，全面系统掌握期货理论知识，积极将理论知识和实践相结合，达到了对期货市场的深层次研究。

提供了基差交易。股指期货中的基差交易，基本上可以分为三个类型即：市场内基差交易、市场间基差交易及跨品种基差交易。

市场内基差交易是指在同一市场上对同一品种但不同交割月份的合约进行基差交易，有时也称为跨月套利或跨时间套利。市场间基差交易是指在不同市场上对同一品种同交割月份的合约进行基差交易，有时也称为跨市套利交易。上述这两种套利交易都是基于价格差的交易，由于都是交易的同一标的，有的是交割时间存在差异，有的是上市交易所不同，因此只要计算两者之间的基差是否偏离正常值就可以参与交易。作为最后一种交易跨品种基差交易对一般的投资者来讲存在一定的难度，因为跨品种基差交易是指对两个具有相同交割月份但不同的指数的期货基差进行套利交

易。要求两个指数之间必须有一定的相关性，并且相关性越高越好，因此，这需要投资者利用统计分析来研究两个指数之间相关度。

4. 参与投机交易牟取利润

股票指数期货的推出，为投资者提供了最为常见的和最为频繁的交易——投机交易。在投机交易不强的情况下，将会导致市场缺乏深度和广度，上述所有交易都将无法顺利进行。故投机交易是市场主要交易形式，是其他交易的基础。

但是，由于股指期货上市将使得原本分离的股票市场和期货市场连接为一体，这就要求参与者具有丰富的专业分析知识，同时也对研究分析的手段提出了新的要求。它既不同于现货股票的研究，又不同于传统商品期货的研究。传统股票分析是以价值理论为依据，是一种静态的分析模式，存在对时间不敏感的问题；而传统商品分析是一种定性的分析，表现为低层次的分析手段，它偏向于简单的数据堆积，又存在精度不够的问题。在股指期货时代，金融衍生品的风险特性自然催生了高端的定量分析。因此，投资者在迎接股票价格指数到来的同时必须要加强自身知识的补给，才能为从容参与后期股指上市做好准备。

综合来看，股指期货的推出已经是势在必行，股指时代的到来将给广大投资者不仅提供一个全新的投资和避险工具，也将会改变目前个人和机构投资者的投资理财模式。我们应努力抓住机遇，迎接挑战，让我们的资本收益实现最大化。