

一、股指期货概念

股指期货：全称为“股票指数期货”，是以股价指数为依据的期货，是买卖双方根据事先的约定，同意在未来某一个特定的时间按照双方事先约定的股价进行股票指数交易的一种标准化协议。

股票市场是一个具有相当风险的金融市场，股票投资人面临着两类风险。第一类是由于受到特定因素影响的特定股票的市场价格波动，给该股票持有者带来的风险，称为非系统性风险；另一类是在作用于整个市场的因素的影响下，市场上所有股票一起涨跌所带来的市场价格风险，称为系统风险。对于非系统风险，投资者用增加持有股票种数，构造投资组合的方法来消除；对于后一种风险，投资者单靠购买一种或几种股票期货合约很难规避，因为一种或几种股票的组合不可能代表整个市场的走势，而一个人无法买卖所有股票的期货合约。在长期的股票实践中，人们发现，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。如果把股票价格指数改造成一种可买卖的商品，便可以利用这种商品的期货合约对全市场进行保值。利用股票价格指数对股票进行保值的根本原因在于股票价格指数和整个股票市场价格之间的正相关关系。

与其它期货合约相比，股票指数期货合约有如下特点：

(1) 股票指数期货合约是以股票指数为基础的金融期货。长期以来，市场上没有出现单种股票的期货交易，这是因为单种股票不能满足期货交易上市的条件。而且，利用它也难以回避股市波动的系统性风险。而股票指数由于是众多股票价格平均水平的转化形式，在很大程度上可以作为代表股票资产的相对指标。股票指数上升或下降表示股票资本增多或减少，这样，股票指数就具备了成为金融期货的条件。利用股票指数期货合约交易可以消除股市波动所带来的系统性风险。

(2) 股票指数期货合约所代表的指数必须是具有代表性的权威性指数。目前，由期货交易场所开发成功的所有股票指数期货合约都是以权威的股票指数为基础。比如，芝加哥商业交易所的 S&P 500 指数期货合约就是以标准普尔公司公布的 500 种股票指数为基础。权威性股票指数的基本特点就是具有客观反映股票市场行情的总体代表性和影响的广泛性。这一点保证了期货市场具有较强的流动性和广泛的参与性，是股指期货成功的先决条件。

(3) 股指期货合约的价格是以股票指数的“点”来表示的。世界上所有的股票指数都是以点数表示的，而股票指数的点数也是该指数的期货合约的价格。例如，S&P500 指数六月份为 260 点，这 260 点也是六月份的股票指数合约的价格。以指数点乘以一个确定的金额数值就是合约的金额。在美国，绝大多数的股指期货合约的金额是用指数乘以 500 美元，例如，在 S&P500 指数 260 点时，S&P 500 指

数期货合约代表的金额为 $260 \times 500 = 13000$ 美元。指数每涨跌一点，该指数期货交易者就会有 500 美元的盈亏。

(4) 股票指数期货合约是现金交割的期货合约。股票指数期货合约之所以采用现金交割，主要有两个方面的原因，第一，股票指数是一种特殊的股票资产，其变化非常频繁，而且是众多股票价格的平均值的相对指标，如果采用实物交割，势必涉及繁琐的计算和实物交接等极为麻烦的手续；第二，股指期货合约的交易者并不愿意交收该股指所代表的实际股票，他们的目的在于保值和投机，而采用现金交割和最终结算，既简单快捷，又节省费用。

二、股票指数期货产生的背景和发展

(一) 期货市场与金融期货的产生

期货市场的发展历史可向前推到十六世纪的日本，不过直到 1848 年美国芝加哥期货交

易所(CBOT)正式成立后,期货交易才算迈入有组织的时代。事实上,当初的芝加哥期货交易所并非是一个市场,只是一家为促进芝加哥工、商业发展而自然形成的商会组织。直到1851年,芝加哥期货交易所才引进远期合同,盖因当时的粮食运输很不可靠,轮船航班也不定期,从美国东部和欧洲传来的供求信息,很长时间才能传到芝加哥,粮食价格波动相当大。在这种情况下,农场主可以利用远期合同保护他们的利益,避免运粮到芝加哥时因价格下跌或需求不足等原因造成损失。同时,加工商和出口商也可以利用远期合同,减少因各种原因而引起的加工费用上涨的风险,保护他们自身的利益。由于期货交易所最初和最主要的功能是提供一个现货价格风险转移的场所,因此,从期货交易的合约中即可看到各个时代经济结构的演变。

在期货市场150余年的历史上,最重要的一个里程碑即是1972年5月16日,芝加哥商业交易所(CME)的国际货币市场(IMM)推出外汇期货合约(Foreign Currency Futures),标志着金融期货这一新的期货类别的诞生,从而掀起一个期货市场发展的黄金时代。1975年10月,美国芝加哥期货交易所推出了第一张利率期货合约—政府国民抵押贷款协会(GNMA)的抵押凭证期货交易。1982年2月,美国堪萨斯期货交易所(KCBT)推出价值线综合指数期货交易。短短十年间,利率期货(Interest Rate Futures)和股票指数期货(Stock Index Futures)相继问世,标志着金融期货三大类别的结构已经形成。期货市场也由于金融期货的加盟而出现结构性变化。1995年,金融期货的成交量已占期货市场总成交量的80%左右(见下表),稳居期货市场的主流地位。此外,金融期货的诞生,给了美国以外的国家和地区发展期货市场的时机。自1980年始,这些国家和地区纷纷成立自己的期货交易所,至1993年,这些国家或地区的期货交易所的成交量已超过美国,成长速度极为惊人。

(二) 股票指数期货的产生(70年代)

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。

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。由于股票指数期货交易的对象是股票指数,以股票指数的变动为标准,以现金结算为唯一结算方式,交易双方都没有现实的股票,买卖的只是股票指数期货合约。

本世纪七十年代,西方各国受石油危机的影响,经济发展十分不稳定,利率波动剧烈,导致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。它的兴起,一方面给拥有股票和将要购买或抛出股票的投资者提供了转移风险的有效工具,另一方面也给了期货投机者以投机的机会,使得股票指数期货迅速得到了不同投资者的青睐。

(三) 投资组合替代方式与套利工具(1982年-1985年)

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,还诞生出其它投资方式,包括:第一,复合式指数基金(Synthetic Index Fund)诞生,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(Return Enhancement),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。

（四）动态交易工具(1986年-1989年)

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(Dynamic Hedging)技术，实现投资组合保险(Portfolio Insurance)，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(Asset Allocation)。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一条途径。

（五）股票指数期货的停滞期(1988年-1990年)

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。尽管连著名的“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。如纽约证券交易所规定道琼斯30种工业指数涨跌50点以上时，即限制程式交易(Program Trading)的正式进行。期货交易所则制定出股票指数期货合约的涨跌停盘限制，藉以冷却市场发生异常时恐慌或过热情绪。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。

（六）蓬勃发展阶段(1990年-至今)

进入九十年代之后，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，以及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，这些非实物交收方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

三、股指期货合约简介

股指期货合约是交易所统一制定的一种标准化协议，是股指期货交易的对象。股指期货合约的内容需要在交易前事先明确，一般包括如下的内容：

(1) 合约乘数与合约价值

股指期货合约的标的物为表示股价总水平的一系列股票价格指数，由于标的物没有自然单位，这种股价总水平只能以指数的点数与某一既定的货币金额的乘数的乘积来表示，乘数表明了每一指数点代表的价格，被称为合约乘数。

合约乘数是将以“点”为计价单位的股价指数转化为以货币为计价单位的金融资产的乘数。合约价值则等于合约指数报价乘合约乘数。由于指数点和合约乘数不同，全球主要交易所的股指期货合约价值也不相同。

合约价值的大小与标的指数的高低和规定的合约乘数大小有关。例如，股票指数为300

点，如果乘数为 500 美元，合约价值就是 $300 \times 500 = 15$ 万美元。当股票指数上涨到 1000 点时，合约价值就变为 $1000 \times 500 = 50$ 万美元。

(2) 最小变动价位

股指期货合约最小变动价位是指股指期货交易中每次报价变动的最小单位，通常以标的指数点数来表示。投资者报出的指数必须是最小变动价位的整数倍，合约价值也必须是交易所规定的最小变动价值的整数倍。比如，S&P500 指数期货合约的最小变动价位是 0.1 点，只有报 1478.2 或 1478.3 进行交易才有效，而 1478.25 的报价是无效的。

(3) 每日价格波动限制

为了防止市场发生恐慌和投机狂热，也是为了限制单个交易日内太大的交易损失，一些交易所规定了单个交易日中合约价值最大的上升或下降极限，这就是涨跌停板。股指价格只能在涨跌停板的范围内交易，否则交易就会被暂停。

涨跌停板通常是与前一交易日的结算价相联系的。如果出现了在涨跌停板交易的情况，随后的交易只允许在这个范围内进行。如果出现连续几天涨跌停板，交易就会被暂停。并非所有的交易所都采用涨跌停板的限制，譬如，香港的恒指期货交易、英国的金融时报 100 指数期货交易都没有这种规定。而芝加哥商业交易所(CME)不但规定了每日价格最大的跌幅为 20%(上涨没有限制)，而且还规定了在达到最大跌幅之前必须经历的一系列缓冲阶段及如何执行的程序。该程序称为“断路器(Circuit Breakers)”，是 1987 年股灾后的产物。

(4) 合约月份与交易时间

股指期货的合约月份是指股指期货合约到期结算所在的月份。不同国家和地区的股指期货合约月份不尽相同。某些国家股指期货的合约月份以 3 月、6 月、9 月、12 月为循环月份，比如 2006 年 2 月，S&P500 指数期货的合约月份为 2006 年 3 月、6 月、9 月、12 月和 2007 年 3 月、6 月、9 月、12 月。而香港恒生指数期货的合约月份为当月、下月及最近的两个季月(季月指 3 月、6 月、9 月、12 月)。例如，2006 年 2 月，香港恒生指数期货的合约月份为 2006 年 2 月、3 月、6 月、9 月。表 3-5 显示了全球主要股指期货的合约月份。

股指期货的交易时间是期货交易所规定的可以进行股指期货交易的时间。一些交易所规定交易时间为每周营业 5 天，周六、周日及国家法定节假日休息。一般每个交易日分为两盘，即上午盘和下午盘。一些交易所已经实现了全天候交易。

(5) 持仓限额

一些交易所对投资者规定了最大持仓限额，制定最大持仓限额的目的是为了防止少数资金实力雄厚的投资者凭借掌握超量持仓操纵或影响市场。有些交易所为了及早发现与监控资金雄厚的大户的动向，还设置了大户持仓申报制度，如香港的恒生指数期货合约就有这方面的规定。

(6) 最后交易日和最后结算日

股指期货的最后交易日，是指股指期货在合约到期月份中最后可以交易的一天；股指期货合约的最后结算日，是指股指期货在合约到期月份进行实际现金结算的一天。

需要指出的是，最后交易日和最后结算日不一定在每月的月末。最后结算日一般在最后交易日之后的下一个工作日。例如，S&P500 股指期货合约的最后交易日为合约月份第三个周五之前的那个周四，最后结算日为合约月份第三个周五。

(7) 结算方法与交割结算价

股指期货交易中，大多数交易所采用当天期货交易的收盘价作为当天的结算价，CME 的 S&P500 股指期货合约与香港的恒生指数期货合约交易都采用此法。也有一些交易所不采用这种方法，如西班牙股票衍生品交易所(MEFRW)的 IBEX-35 股指期货合约规定为收市时最高买价和最低卖价的算术平均值。

交割结算价(Final Settlement Price)是在最后结算日股指期货合约的最后一个结算

价，它是未平仓的合约进行现金交割的依据。

四、仿真交易详细介绍

一、沪深 300 指数期货合约文本

交易品种：沪深 300 指数

英文代码：IF

中文简称：沪深 300 期货

合约价值：300 元 * 沪深 300 指数

最小波动价位：0.1 点（30 元）

熔断价格：前一交易日结算价±6%，每日一次，最后交易日不设。

涨跌幅度：前一交易日结算价±10%，最后交易日不设。

当日结算价：某一期货合约最后一小时成交价格按成交量的加权平均价。最后一小时无成交且价格在涨 / 跌停板上的，取停板价格作为当日结算价。最后一小时无成交且价格不在涨 / 跌停板上的，取前一小时成交价格按成交量的加权平均价。该时段仍无成交的，则再往前推一小时。以此类推。交易时间不足一小时的，则取全时段成交量加权平均价。

当日无成交价格的，结算价按以下方式确定：

（一）收盘时刻有双边报价，取市场最高买价与最低卖价的平均价为结算价；

（二）收盘时刻市场无买方报价，取市场最低卖价为结算价；

（三）收盘时刻市场无卖方报价，取市场最高买价为结算价；

（四）收盘时刻买卖双边均无报价，取当日有成交的离交割月最近合约作为基准合约，该合约当日结算价计算公式为：合约结算价 = 该合约昨日结算价 + 基准合约当日结算价 - 基准合约前一交易日结算价。

如果该合约为新上市合约，则当日结算价计算公式为：合约结算价 = 该合约挂盘基准价 + 基准合约当日结算价 - 基准合约前一交易日结算价。

（五）采用上述方法仍无法确定当日结算价或计算出的结算价明显不合理的，交易所结算小组有权另行决定当日结算价。

最低交易保证金

合约交割月份：交易当月起连续的二个月份，以及 3、6、9、12 月中二个连续的季月。

交易时间：上午 9：15~11：30 下午 1：00~3：15。

最后交易日：上午 9：15~11：30 下午 1：00~3：00。

最后交易日：合约到期月份第三个星期五。

最后交割日：同最后交易日。

交割方式：现金交割。

交割结算价：最后交易日沪深 300 指数最后 2 小时的算术平均价。

交易结算手续费：20 元/张（交易、结算费各 10 元）。

交割手续费：20 元/手。

每次下单数量（X）： $1 \leq X \leq 500$ （手）

限仓数量（按单边计算）

投资者：同一品种单个合约单边持仓 5000 手。

结算会员：当某一月份合约市场总持仓量超过 40 万手（双边）时，结算会员该合约持仓总量不得超过总量的 25%。

熔断制度：每日开盘之后，当某一合约申报价触及熔断价格时且持续一分钟，对该合约启动熔断机制。

(一) 启动熔断机制后的连续十分钟内, 该合约买卖申报价格不得超过熔断价格, 继续撮合成交。启动熔断机制十分钟后, 取消熔断价格限制, 10%的涨跌停板生效。

(二) 当某合约出现在熔断价格的申报时, 开始进入熔断检查期。熔断检查期为一分钟, 在熔断检查期内不允许申报价格超过熔断价格, 并对超过熔断价格的申报给出恰当提示。

(三) 如果熔断检查期未完成就进入了非交易状态, 则熔断检查期自动结束。当再次进入可交易状态时, 重新开始计算熔断检查期。

(四) 熔断机制启动后不到十分钟, 市场就进入了非交易状态, 则重新开始交易后, 取消熔断价格限制, 10%的涨跌停板生效。

(五) 每日收市前 30 分钟内, 不启动熔断机制, 但如果有已经启动的熔断期, 则继续执行至熔断期结束。

(六) 每个交易日只启动一次熔断机制, 最后交易日不设熔断机制。

涨跌停板

第一个涨跌停板 (D1): 保证金 10%。

涨跌停板: 10%。

第二日 (D2) 未出现涨跌停板, 保证金恢复。

涨跌停板: 10%。

第二日 (D2) 出现反方向涨跌停板 (视作新一轮单边市开始): 保证金 10%。

涨跌停板: 10%。

第二日 (D2) 出现同方向涨跌停板,

D2 为最后交易日: 直接进行交割结算。

D2 非最后交易日: 一种或多种风险控制措施:

- 1、暂停交易
- 2、调整涨跌停板幅度
- 3、提高交易保证金
- 4、暂停开新仓
- 5、限制出金
- 6、限期平仓
- 7、强行平仓
- 8、其他风险控制措施

强行减仓:

强制减仓是指交易所将当日以涨跌停板价申报的未成交平仓报单, 以当日涨跌停板价与该合约净持仓盈利投资者按持仓比例自动撮合成交。同一投资者双向持仓的, 则其净持仓部分的平仓报单参与强制减仓计算, 其余平仓报单与其对锁持仓自动对冲。具体强制减仓方法如下:

(一) 申报平仓数量的确定

在第 D2 交易日收市后, 已在计算机系统中以涨跌停板价申报无法成交的、且投资者合约的单位净持仓亏损大于或等于第 D2 交易日结算价的 10%的所有持仓。

若投资者不愿按上述方法平仓可在收市前撤单, 不作为申报的平仓报单。

(二) 投资者单位净持仓盈亏的确定

投资者该合约单位净持仓盈亏, 是指投资者该合约的单位净持仓按其净持仓方向的持仓均价与当日结算价之差计算的盈亏。净持仓方向的持仓均价是指投资者该合约净持仓方向的所有持仓的实际成交价按其成交量的加权平均价。

(三) 净持仓盈利投资者平仓范围的确定

根据上述方法计算的投资者单位净持仓盈利大于零的投资者的所有持仓都列入平仓范

围。

（四）平仓数量的分配原则

交易所把申报平仓的数量分配给单位净持仓盈利大于零的投资者。如果单位净持仓盈利大于零的持仓数量大于或等于申报平仓的数量，则根据申报平仓数量与单位净持仓盈利大于零的持仓数量的比例，将申报平仓数量向单位净持仓盈利大于零的持仓分配实际平仓数量；

当单位净持仓盈利大于零的持仓数量小于申报平仓数量，则根据单位净持仓盈利大于零的持仓数量与申报平仓数量的比例，将单位净持仓盈利大于零的持仓数量向申报平仓投资者分配实际平仓数量。若还有剩余则不再分配。

（五）强制减仓的执行

强制减仓于 D2 交易日收市后由交易系统按强制减仓原则自动执行，强制减仓结果作为 D2 交易日会员的交易结果。

（六）强制减仓的价格

强制减仓的价格为该合约 D2 交易日的涨（跌）停板价。

（七）强制减仓当日结算时交易保证金恢复到正常水平，下一交易日该合约的涨跌停板幅度按合约规定执行。

（八）由上述减仓造成的经济损失由会员及其投资者承担。

五、股指期货交易流程

股指期货的整个交易流程可分为开户、交易、结算和交割四个步骤。

一、开户

股指期货的开户包括寻找合适的期货公司，填写开户材料和资金入账三个阶段。期货公司是投资者和交易所之间的纽带，除交易所自营会员外，所有投资者要从事股指期货交易都必须通过期货公司进行。对投资者来说，寻找期货公司目前有两种渠道，一是通过所在的证券公司，另一种途径是投资者直接找到具有金融期货经纪业务许可证的期货公司。这些期货公司应该有良好的商誉、规范的运作和畅通的交易系统。

在开户时，投资者应仔细阅读“期货交易风险说明书”，选择交易方式并约定特殊事项，进而签署期货经纪合同，并申请交易编码和确认资金账户，最后通过银行存入保证金，经确认后即可进行期货交易。

二、交易

股指期货的交易在原则上与证券一样，按照价格优先、时间优先的原则进行计算机集中竞价。交易指令也与证券一样，有市价、限价和取消三种指令。与证券不同之处在于，股指期货是期货合约，买卖方向非常重要，买卖方向也是很多股票投资者第一次做期货交易时经常弄错的，期货具有多头和空头两种头寸，交易上可以开仓和平仓，平仓还分为平当日头寸和平往日头寸。

交易中还需要注意合约期限，一般来说，股指期货合约在半年之内有四个合约，即当月现货月合约，后一个月的合约与随后的两个季度月合约。随着每个月的交割以后，进行一次合约的滚动推进。比如在九月份，就具有九月、十月、十二月和次年三月四个合约进行交易，在十月底需要对十月合约进行交割。

三、结算

因为期货交易是按照保证金进行交易的，所以需要对投资者每天的资产进行无负债结算。投资者应该知道怎么计算自己账户的资金状况。期货交易的账户计算比股票交易要复杂。首先，计价基础是当日结算价，它是指某一合约最后一小时成交量的加权平均价，若这个小

时出现无量涨跌停，则以涨跌停板价为结算价；若这个小时无成交，则以前一个小时成交量的加权平均价计。在期货交易账户计算中，盈亏计算、权益计算、保证金计算以及资金余额是四项最基本的内容。在进行差额计算时，注意不是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。按照规定，期货公司会通知投资者在下一交易日开市前将保证金补足，这是追加保证金。如果投资者没有及时将保证金补足，期货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。买入股票后，只要不卖出，盈亏都是账面的，可以不管。但期货是保证金交易，每天都要结算盈亏，账面盈利可以提走，但账面亏损就要补足保证金。为更好地保护期货投资者的资金安全，2006年5月成立了中国期货保证金监控中心，该中心网站上提供了投资者查询服务系统，通过该系统投资者可以查询自身交易结算报告等信息。

四、交割

股指期货的交割也与股票不同，一般股票投资者习惯了现货买卖，而容易忽视股指期货合约到期需要以当日的合约交割价进行现金结算，所以想要持有头寸需要持有非现货月合约。

六、股指期货交易与股票交易的差异

1. 股指期货可以进行卖空交易。股票卖空交易的一个先决条件是必须首先从他人手中借到一定数量的股票。目前国内证券市场尚无做空机制，而国外对于股票卖空交易的进行设有较严格的条件，而进行指数期货交易则不然。实际上有半数以上的指数期货交易中包括拥有卖空的交易头寸。对投资者而言，做空机制最富有魅力之处是，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。

2. 交易成本较低。相对现货交易，指数期货交易的成本是相当低的，在国外只有股票交易成本的十分之一左右。指数期货交易的成本包括：交易佣金、买卖价差、用于支付保证金（也叫按金）的机会成本和可能的税项。

3. 较高的杠杆比率。较高的杠杆比率也即收取保证金的比例较低。在英国，对于一个初始保证金只有2500英镑的期货交易帐户来说，它可以进行的金融时报100种（FTSE-100）指数期货的交易量可达70000英镑，杠杆比率为28：1。

4. 市场的流动性较高。有研究表明，指数期货市场的流动性明显高于股票现货市场。如在1991年，FTSE-100指数期货交易量就已达850亿英镑。

5. 股指期货实行现金交割方式。期指市场虽然是建立在股票市场基础之上的衍生市场，但期指交割以现金形式进行，即在交割时只计算盈亏而不转移实物，在期指合约的交割期投资者完全不必购买或者抛出相应的股票来履行合约义务，这就避免了在交割期股票市场出现“挤市”的现象。

6. 一般说来，股指期货市场是专注于根据宏观经济资料进行的买卖，而现货市场则专注于根据个别公司状况进行的买卖。

股指期货与股票交易的区别

交易对象	上市公司股票	标准化合约
享有权利	公司法规定享有公司股东分红、表决等权利	按合约规定在指定的时间内用现金交割标的指数
流通量	公司的可流通股数	理论上无限
交易时间	无限期，除非公司终止上市	合约到期日
资金比例	全额	保证金交易
买卖方式	只能先买后卖，T+1	先买后卖或先卖后买均可，T+0
交割方式	买卖完成后交割	合约到期日交割
结算方式	交割日买方划走资金，股票入户。卖方划入资金，股票过户	按照结算价格每日按差额结算
强制平仓	执行司法判决或者融资交易可能发生	按照交易所规则可以强平

七、股指期货的理论价格

借助基差的定义进行推导。根据定义，基差=现货价格-期货价格，也即：基差=(现货价格-期货理论价格)-(期货价格-期货理论价格)。前一部分可以称为理论基差，主要来源于持有成本；后一部分可以称为价值基差，主要来源于投资者对股指期货价格的高估或低估。因此，在正常情况下，在合约到期前理论基差必然存在，而价值基差不一定存在；事实上，在市场均衡的情况下，价值基差为零。所谓持有成本是指投资者持有现货资产至期货合约到期日必须支付的净成本，即因融资购买现货资产而支付的融资成本减去持有现货资产而取得的收益。以 F 表示股指期货的理论价格， S 表示现货资产的市场价格， r 表示融资年利率， y 表示持有现货资产而取得的年收益率， Δt 表示距合约到期的天数，在单利计息的情况下

股指期货的理论价格可以表示为： $F=S*[1+(r-y)*\Delta t/360]$ 举例说明。假设目前沪深 300 股票指数为 1800 点，一年期融资利率 5%，持有现货的年收益率 2%，以沪深 300 指数为标的物的某股指期货合约距离到期日的天数为 90 天，则该合约的理论价格为： $1800*[1+(5\%-2\%)*90/360]=1813.5$ 点。

八、个人投资者的参与方法

对于个人投资者而言，主要面向机构投资者的股指期货并不意味着完全关上了直接参与的大门。事实上，一些资金实力和操作经验较强的个人投资者，只要管理控制好风险，还是可以直接进场参与指数期货，用较少的资金获得大盘指数变动的收益率，以 10% 的保证金水平计算，大盘指数变动 1%，收益率立刻变动 10%。而且，各次仿真交易大赛的优胜者中就不乏高手，其操作表明短期收益可上百倍。

而资金实力较弱的投资者，则可以通过购买股票来套期保值。适时买入与沪深 300 股指期货关联系数较高的优质权重股，沪深 300 指数下跌时继续持有，同时根据计算，相应做空一定价值的股指期货，对冲风险平衡盈亏，期限越长则保值效果越明显，研究表明投资组合

的关联系数其可靠性高于单只股票。

当然，在股指期货推出之后，个人投资者也要善于利用各种工具套利。最直接的是期现套利。散户可以利用期指价格与沪深 300 成分股现货的差价套利，在期价偏高时，可选择买入相应比例成分股现货或沪深 300 基金，卖出股指期货合约；在期价偏低时，可选择买入股指期货合约，卖出成分股现货或沪深 300 基金。随之而来的是跨期套利。当不同月份股指期货合约之间的价差大于理论上的差价，投资者就可以卖出高估月份合约，同时买入低估月份合约，待二者价差拉进时分别平仓套利。此外，投资者还可以利用 ETF、LOF、封闪基金、和股指期货进行套利。只要在建仓时锁定二者间差额，到期日指数期货价格收敛于现货价格时平仓。

一旦套利成本小于套利空间时，便可以进行实际操作。这样得到无风险套利空间的上限为：现货价格+交易成本。股指期货合约价格低于现货价格时，可反向套利卖出现货，买入指数期货合约进行套利，这样得到无风险套利空间的下限为：现货价格-交易成本。即便是到了到期日，也存在套利机会。根据沪深 300 合约设计的特点，到期日结算价为最后交易日现货指数最后两小时所有指数点的算术平均价。在最后交易时点，股指期货和现货指数的基差接近于零。

因此，投资者较为容易确定股指期货合约交易期间的基差运动趋势：在正向市场上，期货价格大于现货价格，基差为负值，而到最后交易日基差为零，基差的最终走势趋强；而在反向市场上，期货价格小于现货价格，基差为正值，到期末时基差的最终走势趋弱。预期结算价高于当时股指期货合约价格，则可买入开仓合约待到期以较高结算价交割现金；预期结算价低于合约价格，则可卖出开仓合约待到期以较低的结算价交割现金：“无风险”实现套利差价。

九、股指期货投机交易要点

一、了解游戏规则，熟知有关期货交易的各种概念，比如开仓、平仓、手数、合约月份、对冲、止损、保证金、交割、升水、贴水等等，还要注意合约规则中的细节要点，这是交易的基本功。

二、思维转变，期货交易特别是股指期货交易与股票交易差很大，用以往的证券投资思维来指导期货交易，必然要吃大亏。但成功的股票投资者会有一些优秀的投资理念，在今后的期货交易中如果把适当的对这些理念进行深度加工，再引进期货思维，相信定会受益无穷。

三、趋势把握，任何的交易都应在遵循大趋势的基础上进行操作，股指期货是以沪深 300 指数为标的，而沪深 300 指数集中了两市流通市值比重居前的股票进行组合，所以与大盘指数相关性极高，从大的方向上把握大盘趋势，对股指期货操作起着至关重要的作用。

四、风险控制，根据自身的风险承受能力确定止损点并严格执行，这是在期货市场生存最基本的要求。

五、合约选择。尽可能选择近月合约交易，规避流动性风险。合约的流动性在开仓交易的时候一定要注意，特别是资金量相对较多的投资者，可能更加需要投资者充分注意流动性问题。

六、仓位控制，由于股指期货采用了保证金交易，导致一些高风险承受力的投资者资金杠杆比率过高，一旦其对市场判断失误或价格反向运动，就会造成大于已缴存保证金的损失。而一旦损失价值与保证金比例超过交易所的规定，投资者必须立即补足保证金，否则交易所可能在该日结算后立即要求平仓，并要求投资者承担杠杆机制下的高额损失。在这种条件下，建议投资者的交易金额尽量不要超过半仓，尽可能的将损失控制在自己可以承受的范围内。

七、行情跟踪：每天须跟踪市场价格动态。由于股指期货采用每日无负债结算制度，每日价格均可能产生不同，如果价格向不利于投资者持有头寸的方向变化，投资者必须每日关注动态并及时补足保证金，所以跟踪市场价格走势，则是股指期货的投资者每天必须要作的功课。

十、股指期货套保在股票投资组合中的运用研究

套期保值，即利用两种资产的高度相关性，通过持有相反头寸的这两种资产来规避风险。套期保值是股指期货的基本功能之一，这是因为股指期货具有卖空机制，担心股票市场会下跌的投资者可通过卖出股指期货合约以对冲掉所持有股票面临的系统性风险。由于股指期货是现金交割，为差价套利提供了极大的方便性，从而使得其与股票指数之间存在很强相关性，为套期保值创造了良好条件，投资者可以通过对冲的方式有效规避股票投资组合中的系统性风险，锁定当期利润，提高资金使用效率。

一、保值方式

实现投资组合资产保值是通过在期货市场上持有相反头寸，到期以对冲的方式完全了结，使整个投资组合的风险最小化。举例来说，2007年二、三季度间，A股指数连续攀升，基本上已严重透支上市公司未来业绩，政策方面也接连出台组合重拳抑制指数非理性上扬，此时价格风险已埋下重大隐患。投资者为回避价格下跌的风险，可以在期货市场上建立适当单位的空头头寸，一旦指数下滑，则期货市场上的盈利部位可以弥补现货市场的损失，同样如果指数继续上涨，则现货部分的盈利亦可以弥补期货的做空头寸，从而实现回避风险，锁定预期利润的目的。同样当指数连续性低靡，而经济、政策等方面已出现转暖信号，或市场出现单方连续非理性下挫，投资价值彰显时，指数随时可能出现大幅反弹甚至反转，由于部分投资者或投资机构资金过于庞大，很可能与最佳的建仓时机擦肩而过，从而提高了投资组合建仓成本，或者因暂时性资金周转问题，短期无法完成理想仓位。在这种情况下可以在期货市场上建立多头头寸，从而锁定建仓成本及战略仓位。

二、最优套期保值比率的确定

在利用股指期货进行套期的问题上，研究人员都专注于最优套期保值比率的确定，在不同的假设前提及目标函数下，最优套期保值比率也会不同。Gray and Rutledge (1971) 根据套期保值目的与动机不同，把套期保值方法分为风险消除、利润极大化、风险降低和投资组合法四类。Ederington (1979) 按照套期保值方法演进，将套期保值模型分为简单套期保值模型、选择性套期保值模型和投资组合套期保值模型三类。不同的模型对套保比率得出的结论也相差甚远，传统的简单套期保值模型将套保比率以成交金额设定为 1:1，由于现货与期货间并非完全相关，显然这种比率会大大影响保值效率，不可以贸然配比。基于此，我们可以根据套保者的目的将套保比率划分为二类：追求风险最小化与追求预期效用最大化。这里我们采取保守的方法以追求风险最小化为目标将套保过程分为三个阶段以确定比例关系：观察期、试验避险期、最终避险期。在观察期中利用 OLS 模型、ECM 模型、GARCH 模型分别计算三者的套保比率，然后用试验期进行验证，以确定最佳模型得出的套保比率。（注：由于短期影响市场的外因有限，所以我们认为短期内市场自身波动规律可以得到惯性维持，故试验避险期确定的最优模型可以未来一段时间内保持最佳，从而求得风险最小化情况下的

套期保值比率。)

三、基差风险的把握

股指期货的套期保值方案中，基差风险也是影响套保效果的一大重要因素，理想的套保方案往往是以基差风险代替价差风险，所以基差风险的存在不容忽视。基差的存在主要归因于股指期货的理论价格与标的股票指数预期价格变动的相互关系。影响股指期货理论价格的因素有三个：现货指数价格、无风险收益率和其它成本。股指期货的理论价格等于现货指数点数乘以每点价格加上持有股指期货至到期日期间内的无风险收益（持有成本），减去持有期间内未能获得的股息收益及其它成本。在多数情况下，无风险收益率要高于现货指数的股息率，因此在股指期货到期之前，股指期货的价格理论上要超过现货股票指数价格，即“理论基差”为负值。但由于股指期货反应了投资者对未来现货走势的预期，所以一旦市场未来处于悲观情况氛围中，则股指期货价格将随合约月份而递减，低于现货指数，从而使基差为正值。此外，在股票指数趋势反转期间，基差的波动也非常剧烈。投资者在进行股指期货套期保值前，应该根据自己的保值需要，关注股指期货基差的变化趋势，尽可能选择对自己持仓头寸有利基差方向和时机进行建议，减少基差风险对套期保值交易的影响。另一方面，股指期货自身的特点使得其无风险期现套利存在极大的可行性，所以基差的波动也被投资者用于股指期货的期现套利，从而可以减少基差波动的风险。投资者在进行套保操作时可以关注套利区间。

四、操作流程及要点

1、研判形势，确定套保时机与方向：投资者通过综合分析认为市场未来会在系统性因素作用下发生逆转，或因自己的特殊情况需要对当前已持有或准备布局的股票投资组合进行套期保值。对于现货持仓者而言，其操作方向为在期货市场上建立卖出套保部位，而对于现货建仓者则需建立买入套保部位。

2、确定套保期限：其目的有两个：首先由于股指期货套保目的是锁定当期利润或减少建仓成本，如果套保期限过短，则影响套保效果；如果期限过长，则会影响投资预期收益。其次，套期期限也会影响到确定套保比率模型的数据验证，进而影响套保效果，这是因为证券市场存在周期性与阶段性的变化特点，使得市场规律存在诸多变化性，对此，个人观点认为由于思维的惯性作用，市场短期内可以保持原有规律，或者说市短期内规律的变化具有较高的关联性。基于此，如果套保期限短，可以利用此时间点前的一定时间段进行阶段数据验证；如果套保期限较长，则需要利用历年长期的历史数据进行周期性验证。

3、确定套保现货头寸配比：由于现货指数（沪深 300）是按照特定的权重比例对两市 300 只股票进行计算得出的。而投资者往往出于偏好和需要，组建的股票组合在成份和权重上呈现自由分布，与现指相关性出现较大背离，使得统计数据失真，无法有效进行模型构建。对此，为了实现套保方案的有效进行，需根据实际情况对现有组合进行整理，可以选择特定部位进行部分套保，或增加部分仓位实现优化配制。

4、选择适当合约月份：需要考虑是否涉及到移仓、移仓的影响以及合约的流动性问题。

5、计算套保比率进而确定所需合约数量：参考本文第三段。

6、合理分配交易保证金与结算准备金比例：由于期货实行保证金交易，具有杠杆功能，为实现套期保值过程中期货部位资金的安全度，避免强平现象发生，需要对持仓部分合理配比结算准备金。如果投入过多，会影响资金合用效率；如果不足，则会发生强平，影响整个套保操作运行。

7、开仓交易及盘中观察：由于市场并非一成不变，可以根据市场情况及时对套保头寸、现货成份配比、套保期货进行调整。

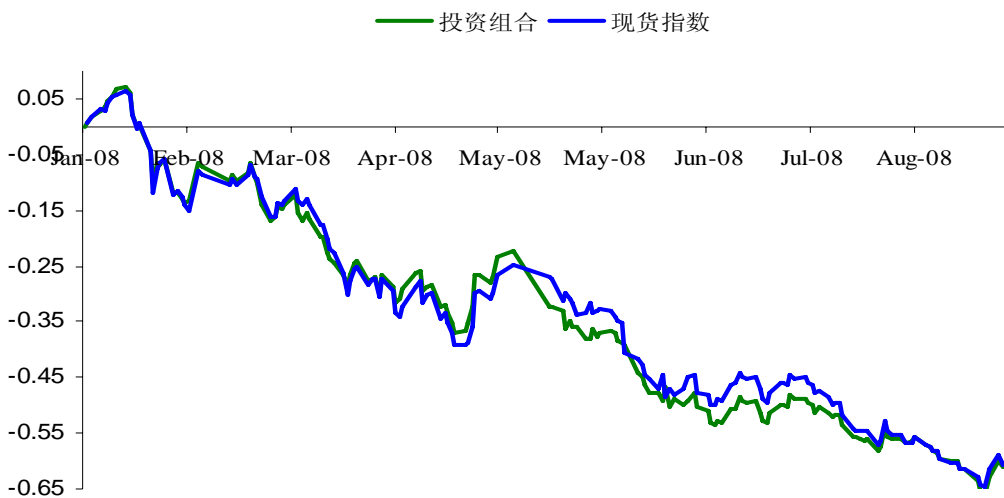
8、完成套保与绩效评估

五、案例分析

这里我们选取以两市总市值前 50 名权重股作为股票投资组合，研究此组合与股指期货的套保效果。由于 HS300 股指期货没有实际交易数据，而仿真交易数据缺乏真实性，鉴于成熟市场股价指数现货及期货价格之间以及收益率之间的高度相关性，我们利用沪深 300 现货指数数据作为沪深 300 股指期货的代替变量。对于投资组合的数据，我们将其分为三部分，第一部分是跟踪期，用于估算套期保值比率，从 2008 年初到 2008 年 9 月 26 日；第二部分是套保试探区间，从 2008 年 10 月 6 日至 2008 年 10 月 10 日。通过样本数据得出最优套期保值率，然后在实验区间内对股票投资组合进行保值，并得出初期保值的效果。第三部分为最终套保区间，从 2008 年 10 月 13 日至 2008 年 10 月 31 日，再度利用样本数据得出最优套期保值率对投资组合进行保值，得出实证效果。

首先观察投资组合与指数期货的走势拟合程度，投资组合与指数期货相关性越高，套期保值效果越好，而相关度低的资产则很难利用股指期货进行套期保值。从图 1 可以看出，此投资组合和沪深 300 指数收益率走势非常一致。下图 5 是由以 2008 年 1 月 1 日为基期，以 HS300 与投资组合报告期收益率进行对比。从图 5 走势叠加直观来看，投资组合指数与沪深 300 指数历史走势比较一致，基本符合套期保值的条件。

图 1：观察期投资组合与沪深 300 指数期货收益率走势对比图



数据来源：海通期货研究中心

1. 数据单位根检验

表 1 投资组合收益率的 ADF 检验

ADF Test Statistic	-10.08818	1%	Critical Value*	-3.4693
		5%	Critical Value	-2.8782
		10%	Critical Value	-2.5756

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SZ(-1)	-1.086595	0.107710	-10.08818	0.0000
D(SZ(-1))	0.098851	0.076783	1.287419	0.1997
C	-0.002473	0.001067	-2.317788	0.0217
R-squared	0.499386	Mean dependent var		-1.34E-05
Adjusted R-squared	0.493496	S. D. dependent var		0.019180
S. E. of regression	0.013650	Akaike info		-5.732914
		critterion		
Sum squared resid	0.031676	Schwarz critterion		-5.678233
Log likelihood	498.8971	F-statistic		84.79134
Durbin-Watson stat	1.993050	Prob(F-statistic)		0.000000

表 2: 指数期货收益率的 ADF 检验

ADF Test Statistic	-10.17517	1% Critical Value*	-3.4693
		5% Critical Value	-2.8782
		10% Critical Value	-2.5756

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HS(-1)	-1.080574	0.106197	-10.17517	0.0000
D(HS(-1))	0.120805	0.076587	1.577353	0.1166
C	-0.002406	0.001054	-2.283163	0.0237
R-squared	0.489262	Mean dependent var		5.46E-06
Adjusted R-squared	0.483253	S. D. dependent var		0.018768
S. E. of regression	0.013492	Akaike info		-5.756319
		critterion		
Sum squared resid	0.030944	Schwarz critterion		-5.701638
Log likelihood	500.9216	F-statistic		81.42571
Durbin-Watson stat	1.995050	Prob(F-statistic)		0.000000

2. 协整检验

在最优套期保值比率模型的研究中, 需要考虑投资组合收益率 r_p 与指数期货收益率 r_{sh300} 的长期稳定的关系。在前面的 ADF 检验中, 我们发现两个序列是平稳的, 但他们组成的线性组合是否稳定则需要进步验证, 这即是协整关系 (Cointegration) 的检验。

通过对投资组合收益率序列和沪深 300 指数期货收益率序列的简单线性回归的残差项

进行 ADF 检验，得到表 4 的检验结果。通过以下数据我们发现，残差序列为平稳序列，表明两者收益率具有协整关系。

表 4: 投资组合与现货指数收益率的 ADF 检验

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
HS	0.867951	0.037934	22.88039	0.0000
AR(1)	-0.515786	0.065503	-7.874284	0.0000
R-squared	0.669681	Mean dependent var		-0.002238
Adjusted R-squared	0.667760	S. D. dependent var		0.013604
S. E. of regression	0.007841	Akaike info		-6.847401
		critierion		
Sum squared resid	0.010576	Schwarz criterion		-6.811090
Log likelihood	597.7238	Durbin-Watson stat		2.102821
Inverted AR Roots	-.52			

(一) EMC 模型

我们运用误差修正模型对 2008 年 1 月 2 日至 2008 年 9 月 31 日的数据进行检验，结果如下：

表 5: EMC 模型

Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SZ(-1)	-0.479067	0.066150	-7.242116	0.0000
HS	0.803582	0.044145	18.20319	0.0000
HS(-1)	0.514513	0.066184	7.773951	0.0000
C	-0.000420	0.000601	-0.699597	0.4851
R-squared	0.683599	Mean dependent var		-0.002238
Adjusted R-squared	0.678016	S. D. dependent var		0.013604
S. E. of regression	0.007719	Akaike info		-6.867461
		critierion		
Sum squared resid	0.010130	Schwarz criterion		-6.794839
Log likelihood	601.4691	F-statistic		122.4310
Durbin-Watson stat	2.046261	Prob(F-statistic)		0.000000

根据 Ghosh(1993)在 Engle 和 Granger(1987)的研究基础上，提出的估计最小风险套期保值比率的误差纠正模型 (ECM) 对数据进行整理，得到套期保值比率为 0.891167。

(二) GARCH 模型

我们对 2008 年 1 月 2 日至 2008 年 9 月 31 日的数据进行检验，LM 的 P 值均大于 0.05。因此收益率序列的随机扰动项呈现波动集群性的特征，而且残差存在 ARCH 效应。

表 6: GARCH 模型

	Coefficien	Std. Error	z-Statistic	Prob.
--	------------	------------	-------------	-------

t				
HS	0.954845	0.020191	47.28996	0.0000
C	0.000795	0.000258	3.078277	0.0021
Variance Equation				
C	1.78E-06	9.51E-07	1.868234	0.0617
ARCH(1)	1.335679	0.159845	8.356075	0.0000
GARCH(1)	0.361264	0.036689	9.846717	0.0000
R-squared	0.519441	Mean dependent var	-0.002225	
Adjusted R-squared	0.508134	S. D. dependent var	0.013566	
S. E. of regression	0.009514	Akaike info	-7.513199	
		critierion		
Sum squared resid	0.015388	Schwarz criterion	-7.422777	
Log likelihood	662.4050	F-statistic	45.93864	
Durbin-Watson stat	3.036158	Prob(F-statistic)	0.000000	

总结以上三种模型的数据，我们进行对比分析。通常评估套期保值效果采用的方法为：

$$HE = \frac{\sigma_{Unhedged}^2 - \sigma_{Hedged}^2}{\sigma_{Hedged}^2} = 1 - \frac{\sigma^2(\Delta \ln S_t - \Delta \ln F_t)}{\sigma^2(\Delta \ln S_t)}$$

其中：

$\sigma_{Unhedged}^2$ 为单纯股票投资组合部分方差

σ_{Hedged}^2 为整体套保组合方差

$\Delta \ln S_t$ 为股票投资组合的对数收益率

$\Delta \ln F_t$ 为指数期货的对数收益率

利用上面的公式，我们得出以下的数据

表 7：三种模型套保效率对比

跟踪期	方法	套保比率 HR	测试期	测试期方差	套保效率 HE
	未套保	0		7.16413E-05	
9 个月	OLS	0.867951	5	1.13282E-05	0.841876019
(080102-080931	ECM	0.891167	(081006-081010)	1.1042E-05	0.845870844
	GARCH	0.954845		1.06119E-05	0.85187399

从测试期得出的结果 HE 数据中我们发现 GARCH 模型的套保效率最高，因此，我们将最佳的套保比率设定为 0.9548。把这个结果代入最后的套保期进行盈亏分析，得出如下结论：

表 8：盈亏结果显示

分析项	投资组合收益率	指数期货收益率	总收益率
套保期间	10.13—10.26	10.13—10.26	10.13—10.26
指数价格变动	1678—1326	2102—1661	1890—1493

盈亏比率	-20.97%	20.98%	0.051%
添加比率后修正	-20.97%	20.03%	-0.48%

注意：由于合约需要取整，所以在实际运用中，要根据实际情况对合约量后的小数进行合理取舍。

五、股指期货套保应注意的问题

第一，任何一种期货品种都是实行保证金制度和逐日盯市制度，这样就存在一种因保证金不足而面临被强行平仓的风险，所以在套保过程中期货帐户需要有额外的资金以备不时之需，或者保持现金流的高效流动性。

第二、由于现货指数（沪深 300）是按照特定的权重比例对 300 只股票进行计算得出的。而投资者往往出于偏好和需要，组建的股票组合在成份和权重上呈现自由分布，与现指相关性出现较大背离。对此，为了实现套保方案的有效进行，需根据实际情况对现有组合进行整理，或选择特定部位进行部分套保，或增加部分仓位实现优化配制

第三，严格遵守套保的原则要求，即：品种种类相同、数量相等、月份相同或相近、交易方向相反。避免因潜在收益诱惑将套保操作衍变成为投资行为。

第四，以 E T F 为主要交易的投资者在进行套保时应选择流通性较好的 E T F，如上证 5 0 E T F 或者深证 1 0 0 E T F，同时要关注 E T F 的差价变化，因为在大量购入 E T F 时，有可能会瞬间拉高 E T F 价格形成与对应指数的偏离，从而产生了不利于投资者的冲击成本。

第五，目前股指期货合约分为当月、次月、隔月、隔季四种，流动性高的合约往往是次月或隔月合约，一旦投资者需要进行长期套保，需要经常使用不断展期的滚动办法，而不同期限合约之间存在价差，因此当价差不利于头寸方向时，会有展期损失。需要密切关注近远期升贴水结构的变化。

第六，投资者需要计算股票组合是如何跟踪股指期货标的指数的走势，即计算两者之间的 β 值， β 值主要用于计算股指期货套保的合约数量。然而，由于投资组合和现货指数之间的 β 值并不是一个固定的值，因此要想做到完全套期保值是不现实的。

第七，前文我们提及了基差风险，对于买入套保策略，基差变弱较为有利，对于卖出套保策略，基差转强相对有利。由此，投资者可以尽可能的规避基差风险。

第八，套期保值同样需要投资者对股票市场未来走势进行大致的研判，这样在股指期货套保的作用下，可以更好规避风险，提高投资组合效率，实现资金最为理想的升值空间。

十一、各国推出后的走势分析

推前涨，推后跌，但长期牛市随后而来

美国是世界上最早推出股指期货的国家，堪萨斯期货交易所 (KCBT) 于 1982 年 2 月 16 日推出价值线指数期货 (VLF)，这是世界上最早的股指期货。但目前交易最为活跃的是在芝加哥商业交易所 (CME) 上市的标普 500 指数期货合约。该合约 1982 年 4 月推出，现在与相应的迷你合约一同成为美国交易量最大的指数期货合约品种。1982 年 2 月上旬股指期货推出之前，标普 500 指数从 115.38 点上涨到 120.4 点，上升幅度达到 4.35%。推出股指期货之后，指数就连续下跌至 108.61，下跌 9.79%。美国股指期货的推出虽然在短期内造成指数的下跌，但并没有对当时美国股市的长期上涨趋势产生影响。股市仍然依托于美国国民经济的

发展，在长期展现出稳步上扬走势。

牛市途中推出，前无征兆，后有小跌

首推日经 225 指数期货 (NIKKEI 225) 的并不是日本的交易所，而是新加坡金融期货交易所 (SIMEX)。其上市时间是 1986 年 9 月 3 日。推出指数后的一个多月内，日经 225 指数从 18695 点跌至 15820 点，跌幅为 15.38%。但是从长期趋势来看，从广场协议签订开始，日本股市就形成了一个明显的长期上涨趋势，这种趋势并没有因为股指期货的推出而改变。从 1984 年到 1989 年日经 225 指数的月收盘可以看出，股指期货推出造成的指数下跌在这 6 年日本股市的长期趋势中的幅度甚微。

牛市中推出，小跌后反弹上涨

香港的恒生指数期货是于 1986 年 5 月 6 日上市的。当时香港经济受到内地的支持，恒生指数处于长期上涨阶段。在股指期货推出之前，4 月 25 日恒生指数就突破新高。股指期货上市时，恒生指数创下了 1865.6 点的历史性高点，接下来就开始了两个月的回调。在这之后，恒生指数又恢复了上涨趋势，从当初的不到 2000 点一路走高，在 1997 年左右接近 16000 点。

熊市中推出，推前涨，推后大跌

台湾综合指数期货 (TX) 是在 1998 年 7 月 21 日由台湾期货交易所 (TAIMEX) 正式推出的。股票指数期货推出之前，台湾综合指数从 6 月 12 日的 7117.11 点上涨至 8047.67 点，涨幅为 13.07%。股指期货推出之后，指数跌至 9 月 3 日的 6251.38 点，跌幅达到 22.32%。和日本股指期货不同，台湾地区的股指期货是东南亚金融危机之后，在一个下跌行情中推出的。虽然股指期货推出之前指数被拉高，但股指期货推出之后立即又恢复了原本的下跌行情，也就是说，股指期货的推出也并没有影响台湾综合指数的长期走势。

前涨后跌，不改长期跌势

韩国 KOSPI 200 指数期货于 1996 年 5 月 3 日上市。和中国台湾一样，韩国的股指期货是在指数长期下跌的趋势中推出的。1995 年，韩国的总外债达到了 784 亿美元，而当时韩国的外汇储备才 327 亿美元。巨额外债使得指数从 1995 年下半年开始下跌，KOSPI 200 指数在 1996 年全年下跌超过 20%。此时，股指期货的推出让 KOSPI 200 指数在期货上市前上涨 17.5%，并于 4 月 29 日达到了 110.7 的高点。股指期货上市后，指数又恢复下跌趋势。KOSPI 指数从推出之初的 900 点附近快速下跌，到 1998 年下半年一度跌到 300 点附近。

17 年牛市攀升 5000 点

在美国股指期货推出两年后，伦敦国际金融期货和期权交易所 (Liffe) 推出了两种股指期货交易，即金融时报 100 指数期货和金融时报欧洲股票价格指数期货。其中最具代表性的 FTSE100 指数期货于 1984 年 5 月 3 日上市，推出之前股市小涨，推出后股市出现短期调整，指数小幅回落，但其后连续 17 年一直保持牛市，FTSE100 指数一路从 1000 点左右攀升到了 6000 多点。

牛市推出，11 年上涨 600%

德国 DAX 股指期货于 1990 年 11 月 23 日上市，此时的德国股市正处在一波牛市顶部的时候，股指期货推出的前一年，股指期货标的指数的走势强劲，但在股指期货推出的后一年，股指期货标的指数走势强度稍稍减弱，但不改股市长牛格局。随后，德国 DAX 指数在 11 年间持续上涨了 600%。在 1990 年至 2005 年 12 月 15 日期间，该指数年平均涨幅 10.66%。

多空双方拉锯后股指上扬

法国期货交易所 (MATIF) 1988 年 11 月 9 日正式推出了法国证券商协会 40 指数期货 (巴黎 CAC40)。当时整个市场处于大熊市之后的调整期，新一轮的上涨行情尚未开始之际。推出前期法国 CAC40 指数上升幅度较小，做空动能不足。在股指期货推出之后，相关股指短期并未出现下跌，而是空方和多方拉锯一段时间，最后现货股指出现大幅上扬，展开一轮逼空

行情，多方在此种市况下大获全胜。

推出后短期下跌，长期走势向好

2000年6月，印度股票交易所和孟买股票交易所分别推出 SENSEX 指数期货合约和 NIFTY 指数期货合约。在股指期货推出前半年时间内，标的指数一直保持上涨趋势，随着股指期货上市日的临近，指数的上涨趋势回落。在股指期货推出后的较短时期内，市场进入调整趋势，SENSEX 指数与 NIFTY 指数均出现较大幅度下跌。但从长期走势来看，现货市场和期货市场走势比较吻合，并未影响市场的长期稳步上涨趋势。

附表：股指期货概念股一览

序号	股票代码	股票简称	参股公司	股份比例	参股额度(亿元)
1	000060	中金岭南	深圳金汇期货经纪公司	100%	
2	000562	宏源证券	华煜期货	100%	0.433
3	000628	*ST 高新	成都倍特期货	100%	0.350
4	000783	长江证券	长江期货经纪公司	100%	1.000
5	000900	现代投资	湖南大有期货	100%	0.400
6	000996	中国中期	中国国际期货经纪有限公司	100%	
7	600030	中信证券	中证期货经纪有限公司(原金牛期货)	100%	1.500
8	600109	国金证券	国金期货有限责任公司(原天元期货)	100%	0.800
9	600638	新黄浦	华闻期货	100%	1.420
10	600755	厦门国贸	厦门国贸期货	100%	1.000
11	000686	东北证券	渤海期货经纪有限公司	96%	0.960
12	600704	中大股份	浙江中大期货	95.1%	
13	600107	美尔雅	美尔雅期货	90%	0.270
14	000791	西北化工	甘肃陇达期货	71.8%	0.215
15	000010	S ST 华新	广东寰球期货	70%	
16	000430	S ST 张股	湖南天通期货	70%	
17	000573	粤宏远	东莞宏远期货经纪有限公司	66.67%	0.163
18	00728	国元证券	国元期货	55%	0.550
19	600288	大恒科技	大陆期货	49%	0.440
20	600128	江苏弘业	江苏弘业期货	42.87%	0.500
21	000878	云南铜业	云晨期货经纪有限公司	40%	0.200
22	600331	宏达股份	中期期货	28.65%	1.720

23	000930	丰原生化	华安期货经纪责任有限公司	28.5%	0.285
24	600084	ST 新天	新天期货经纪有限公司	22.95%	0.070
25	600287	江苏舜天	江苏苏物期货	16.67%	0.100
26	000031	中粮地产	金瑞期货	10%	0.050
27	000897	津滨发展	津滨期货	10%	0.030
28	600500	中化国际	自营天胶期货		