

## 第3章 A股市场的成人礼 股指期货

创业板、融资融券以及股指期货，是近年来被热议的与证券市场相关的三大金融创新。三大金融创新中，与普通投资者最具贴近性的是创业板，其次是融资融券，股指期货则与普通投资者距离最远。大多数人的投资生涯中，很可能都会与股指期货无缘。

但这个与多数投资者绝缘的金融产品，会在很大程度上影响A股市场，加速A股市场的成熟，从而间接作用于每一个股票投资者。

### ▶ 上证指数太“活泼”

先看两张图（图3-1、3-2），它们分别是上证指数与标准普尔500指数最近13年的走势图。上证指数可以视为中国证券市场的代表，标准普尔500指数则代表了美国证券市场。

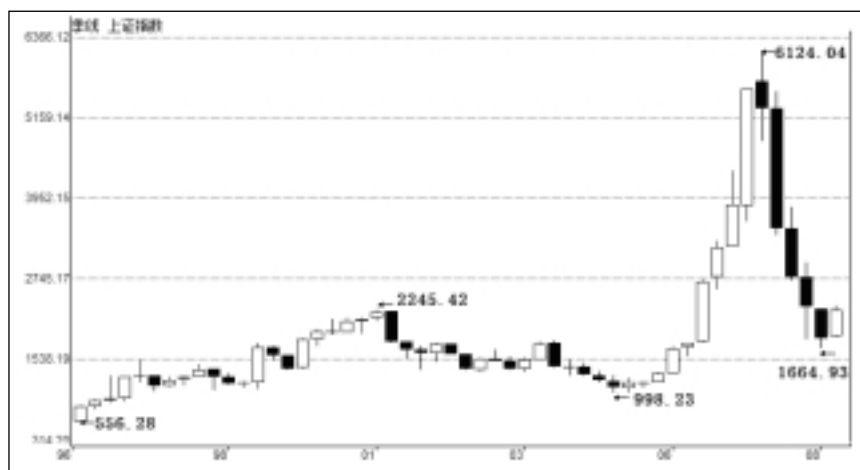


图3-1 上证指数走势图（1996年6月至2009年2月·季线）

## 18 金融创新篇



图3-2 标准普尔500指数走势图（1995年9月至2009年2月·季线）

从两张走势图的对比，可以很容易看出，虽然指数初始点位都在550点左右，但上证指数的波动性远远超过标准普尔500指数（注意看具体点位）。其上蹿下跳的“活泼”程度，更像是一个尚未成熟的孩子。那么其原因何在呢？

原因当然有很多，但其中最重要的原因之一，就是国内投资品种里缺乏与股市相对应的股指期货产品。

### ▶ 预订机票就是期货

股指期货真的能遏制股市的“孩子气”吗？分析这一问题前，有必要先了解一下什么是期货。

期货是相对于现货而言的。买卖前没有事先约定价钱，而是现场议价，然后一手交钱一手交货，就是现货交易。现货交易在生活中最常见，去超市买东西、菜场买菜、商场买衣服，都是现货交易。

与现货不同，期货是指：买卖双方约定，在未来某一时间，以事先约定的价格交割（收付）货物。更简单地讲，只要谈定价格的时间早于收付货物的时间，都可以视为期货。

其实生活中，也处处充满了“期货”，我们日常购买的大多数大件商品，都是以期货形式进行的。比如买家具，谈好了价钱，交了订金，一个月之后才收货；比如买彩电，交了钱之后，两天之后收货。

之所以我们平常感觉不到自己是在做期货交易，主要是因为这些商品的价格，在谈定价钱至交货期间变化很小。而一旦价格波动很大，期货的“味道”就相当浓烈了。

比如，你打算国庆长假期间去云南旅游，因为担心到时候机票价格上涨，于是提前两个月就以七折价预订了机票；再比如，你本打算一年后结婚时买房，但看到房价一直上涨，担心一年后再买，房价更高了，于是就交钱预定了一套一年后交付的商品房。

上述两个例子，其实就是典型的期货交易，并触及到了期货交易的本质，也就是说，买卖双方出于锁定成本或收入的需要（买方锁定成本，卖方锁定收入），在货物正式交付前，事先约定价格。

比较正式的期货贸易，生成于农产品市场。由于气候的原因，农产品产量丰年、欠年差别很大，价格波动剧烈，导致了农场主与大批批发商无法正常安排生产、生活。于是双方想到一个办法，提前一年或者半年，把价格先谈妥。这样一来，就可以规避价格波动的风险了。

这之后，期货贸易所涉及的领域逐渐扩展，并慢慢正规化，进而有了统一版本的格式化合同、有了统一的货物质量标准、有了正式的交易场所，于是就形成了期货交易所。

当然，有了期货交易所之后，来交易的人，绝大多数已经不是当初的生产商与大用户了，而是一些投机者。比如说，A农场主种棉花，他希望一年后，将5吨棉花，以10 000元/吨的价格卖出去。B同意了这个条件，于是和A签订了期货合同，B其实并非棉花用户，他只是预期棉花的价格还会涨，打算一转手，再把棉花以11 000元/吨的价钱卖出去，C恰好接受了这个价格，于是B又与C订了一个买卖合同，但C其实也不是棉花用户，他与B一样，同样是因为看涨棉花价格才买的……凡此种种，由于“倒买倒卖者”的参与，期货市场最终演变成了与证券市场一样的投机场所。与证券市场中的绝大多数投资者并不想真正成为上市公司的股东一样，期货市场中的绝大多数投资者也不是期货标的物的生产者与用户，他们来这里的目的是，希望在价格波动中获得收益。

### ▶ 期货才有真卖空

期货与投资者熟悉的股票市场存在很多区别。股票交易是典型的现货市场，这个市场中，一手交钱一手交货，买进股票后，股票也就过户到了你的名下，在卖出之前，你就是某家上市公司真正的股东。而期货市场买卖的，是一份合约。比如现在是3月份，你买进1张（等于1000桶）6月份到期的石油期货合约，并不意味着，你已经拥有了1000桶真正的石油，你拥有的是6月份得到1000桶石油的权利。

由于不是现货交易，期货市场也就出现了真正的卖空行为——你可以卖出自己没有的商品（因为在期货最终交割前，没有人会要求你交货）。比如你可以在棉花期货市场，以10 000元/吨的价格，卖出5吨棉花。但你不是棉农，你手上也没有棉花，你也根本没打算真的去搞到棉花。但为了避免到了交割日（交货期）真的要交货，你必须在交割期前，在期货市场中，再买进5吨棉花，这样你就平仓了（期货市场中，买方合约与卖方合约对冲被称为平仓）。

股票市场中，由于是现货交易，则不可能出现真的卖空行为。即使是融券业务，你卖出的是借来的股票，但你也要保证买方买到的是真正存在的股票，你不可能卖出根本不存在的股票。

### ▶ 高杠杆与高风险

与股票市场中，一只股票一天涨跌幅动辄10%（在没有涨跌幅限制的股票市场中，波动还要大）不同，期货市场的商品价格波动较小，一般每天不会超过3%。

但就是这个价格波动并不大的市场，却蕴含着比股票市场更高的风险。其原因就在于，期货市场允许使用信用高杠杆。比如，投资者可以用10块钱的本金，买卖总价在100元的期货，这种以小搏大的游戏规则，在收益放大10倍的同时，风险也放大了10倍。也即，当期货价格上涨10%时，你的收益是100%，下跌10%时，你的损失也是100%。

更重要的在于，根据期货市场一般规则，当你的账面亏损达到你的保证金数额时，你必须追加保证金，否则会被强行平仓。因此，期货市场中，投资者不仅要承担价格趋势的风险，还要承担价格波动的风险。有的时候，即使看对了趋势，也可能由于短期的波动而被迫出局。而股票市场中，除了融资融券

外，不会涉及信用杠杆。

而且，在股票市场中，无论融资融券，你都要向券商支付利息，也就是说，你是真的在借钱或者借股票，而在期货市场中，投资者根本不用借钱（当然不用支付利息了），就能以小搏大了。

期货市场之所以允许高杠杆，主要是为了吸引更多的投资者参与，从而维系这个市场的交易量与流通性。因为，期货商品的价格本来波动就小，如果再不允许高杠杆，很可能成为一个缺乏刺激、死气沉沉、成交清淡的交易市场。

### ▶ 零和交易

所谓零和交易，就是说，在一个市场中，有人赚了5元钱，就必定有人亏了5元钱，这很像会计做账的原则：有借必有贷，借贷必相等。

期货市场从理论上讲，就是一个零和交易的市场（不考虑交易费用）。在这个市场中，有人欢笑就必定有人愁，有人（一个或者几个）赚了100万，就必然有人（一个或者几个）亏了100万。

这一点与股票市场又有很大的区别，股票市场中，是有福同享有难同当。股价上涨时，除了融券者，持股人的账面财富都增加；股价下跌时，除了少数融券者，持股人的账面财富都缩水。

期货与股票市场之所以出现这种区别，是因为现货与期货的区别。在期货市场中，由于是“期”，是一个未最终完成交易的状态，每一份期货合约的背后，都会有一个买进者与卖出者；但在股票市场中，每一只股票的背后却只有一个持股人，而不会多出一个卖出者。

有投资者会问，不对呀，股票交易也是有买有卖的。是的，股票的每一次交易必然会有买方与卖方，但证券市场中交易的股票是现货，股票买卖结束后，就只剩下那个买入者，这个买入者也就变成了持股人，卖出者已经跟这只股票没有任何关系了。而期货市场中，成交的是合约，而不是股票。合约在最终到期前，一直是个“约定”，而约定是双方的，必然存在一个承诺在约定时间以成交价买进期货商品的人，也必然存在一个承诺以成交价在约定时间卖出期货商品的人。因此，任何价格的波动，必然同时作用于合约背后的买卖双方，但“作用力”却是相反的，因此成为零和交易。但股票市场中，任何价格的波

## 22 金融创新篇

动，都只影响到持股人，而不会影响到持币人（也就是当初卖股票的一方），因此，股票市场的持股人也就“荣辱与共”了。

也正是由于股票市场与期货市场的这一区别，政府对待两个市场的态度也有很大不同。比如说，股票市场跌狠了，政府可能会考虑政策托市，因为托市的后果会惠及几乎所有股民。但期货市场中，政府一般不会介入，因为这个市场是你赚我的钱、我赚你的钱，大家自娱自乐。政府介入，其效果只是改变财富的分配方式，在惠及部分投资者的同时，还会殃及另外的投资者，而不会产生股票市场中的财富效应（每个持股人都会感觉自己账面财富增加了）。

### ► 时间约束

股票与期货的区别，还在于期货有时间约束，而股票则没有（融资融券除外）。

每个期货品种都存在交割期，比如说，现在是5月份，你买入一份6月份到期的石油合约，你不是在赌石油的价格会上涨，准确地说，你是在赌石油价格在一个月之内就会上涨。

在第2章谈到融资融券时，我们也强调过时间约束的问题。融资融券的时间约束来自于还款还券的时间限定，期货的时间约束，来自于交割期的限定。虽然约束的来源不同，但投资者一定要注意，任何一种投资方式，一旦有了时间约束，投资难度都会陡然加大。

其实不仅是投资，任何一个目标，只要有了时间约束，随着时间条件的缩短，难度都会成倍提高。比如说，跑完100米的距离，可能全世界80%的人都能完成；但在13秒之内跑完100米，也许能完成的人只有1%了；如果要求10秒内搞定，那么能完成的人也就凤毛麟角了。

### ► 价格一致性

期货与现货虽然有很多差异之处，但有一点却是一致的，这就是：价格。价格的一致性，不仅表现在期货交割日的价格与现货价一致（期货到了交割日，其实也就变成现货），而且表现在期货价格在任何一个交易日的交易价格也与现货价格基本一致，同时两者的变动方向、变动幅度也会基本保持一致。

比如说，现在是5月份，现货市场中的棉花是10 000元/吨，那么10月份到期的棉花期货价格现在也肯定在10 000元/吨左右，如果现货市场中的棉花涨到了11 000元/吨，期货价格也同样会涨至11 000元/吨左右。

否则，就会出现“捡钱包”的机会（也称无风险套利）。试想，如果在5月份时，10月份到期的棉花价格已经是15 000元/吨，那么就会吸引无数投资者，在现货市场中大量收购棉花，同时在期货市场中卖出棉花；如果10月份到期的棉花价格是5000元，那么无数手上有棉花的人，都会将现货抛售，而买进期货。

天上不会掉馅饼，期货与现货价格虽然不能做到完全一致，但始终相伴左右形影不离，无风险套利的机会很少，套利空间也很小。

#### ▶ 期货虚拟化

期货的发展是期货标的物从实体商品不断扩大范围，然后慢慢非实体化，直至完全虚拟化的过程。

从理论上说，任何一种被买卖的商品，无论是棉花、石油，还是衣服、化妆品，只要其价格是变动的，交易的双方有锁定成本与锁定收入的需要，都可以建立相对应的期货市场。只不过大多数商品，由于价格变动不大，交易量不大，单个用户的用量很少，质量、规格标准很难统一，因此无法建立一个有足够参与者、足够交易量的市场。

在实体商品的基础上，期货标的物慢慢非实体化。比如说，银行间的货币拆借利率、各国货币间的汇率，都成为期货标的物。从理论上说，只要是由交易产生的不断变动的各种数据，而交易双方的成本与收入，又都与这种数据的变化息息相关，那么这些数据都可以成为期货标的物。股指期货就是其中一种。

进而言之，任何一种无法人为操纵的变动数据，理论上都可以作为期货标的物。比如说，可以将某地区每天的平均气温，作为一种期货标的物，也可将某城市每天大气中的二氧化碳含量指标作为标的物。只不过，这样的期货已经更像是赌博，在很大程度上失去了期货锁定成本、锁定收入，从而规避价格波动风险的初衷。

## 24 金融创新篇

## 想象一张纸

股指期货是指以股价指数为标的物的期货品种，交易双方约定在未来的某个特定日期，按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖。我国的股指期货是以沪深300指数作为标的物。我们可以将股票指数想象为一种实体商品，比如说就是一种价值昂贵的纸。假设现在是6月20日，沪深300指数这种纸的价格是2000元/张（对应现实中的点位2000点），而9月15日到期的沪深300股指的价格是2050元（也就是说，在6月20日，期货市场的交易双方认为沪深300指数到了9月15日将涨到2050点），那么A想在期货市场中，以2050元/张的价格卖出1张9月到期的股票指数，而B恰好想在2050元/张的价格买进1张指数，于是A与B就成交了。到了9月15日，A与B就可以收付这张纸了。

现实中，当然是无纸可交了，那么交割什么呢？交割差价。也就是说，如果到了9月15日，沪深300指数涨到了2100点，那么A需要把50元钱交给B。如果大家还不明白其中的道理，仍然可以想象A与B在交割实物，如果真的交付那张纸，相对于当时的现货价2100元，那么A将亏损50元，B将盈利50元。

从上面的例子可以看出，除了最后交割时，收付方式的不同，股指期货与一般的商品期货在其他方面没有差异。

## 套期保值

与普通商品期货一样，建立股指期货的初衷也是为了锁定成本、锁定收入，从而规避价格变动的风险。

有投资者可能会问，股指只是个数据，不是真正的商品呀，除了期货市场，没有人真的去买卖股票指数，那么股指期货锁定的是什么样的成本与收入呢？的确，利用股指期货锁定的成本与收入，与股指本身无关，而与股票市场中的股票有关。

我们举一个利用股指期货，锁定收入的例子（也就是锁定你现有股票的市值），如果你持有300只股票，而这300只股票与沪深300指数的300种成分股是一致的，且每只股票在总盘子中的权重，也与沪深300指数各成分股的权重是一致的。这个时候，你所持股票总市值的涨跌幅应该与沪深300指数的涨跌幅完全一致。



假设现在是5月份，沪深300指数处于2000点，这个时候，你对自己所持股票的市值比较满意（比如是100万元），但你预测大盘有下跌的可能，虽然你还没有足够的把握。你担心自己的总市值未来会缩水，你想锁定自己价值100万元的财富。这个时候，你有三种选择：一是以现价卖掉手上的股票；二是去沪深300指数期货市场中，卖出几张6月份到期的总价100万元的期指合约（这种方式又被称为套期保值）。如果这个时候，6月份到期的沪深300指数期货处于2050点，那么你需要卖出488张合约（ $100万 \div 2050$ ）；三、不仅卖掉手上的股票，而且在期货市场中，卖空指数期货。

第一种选择，很麻烦，而且代价不小。卖掉300种股票，不仅要交手续费、印花税，而且一旦看错行情，想再买回来，还要再交税费。

第三种选择太冒险、太激进了，你不仅在股票市场冒着踏空行情的风险，而且在期货市场开始投机。一旦判断失误，行情上涨，不仅股票市场中赚的钱可能被期货市场亏的钱销蚀，还可能造成实质性亏损。

相比之下，第二种选择则简单多了，也更稳妥。现货市场中（也就是股票市场）的股票可以一动不动，只需在期指市场卖出488张合约就可以了。不仅省事操作便捷，而且交易成本很低（期货市场的手续费、印花税，比股票市场要低得多）。如果股市的确如你所预测的那样，几天后下跌了，那么你在股票市场中所损失的市值，恰好可以在期货市场得到完全补偿。

有投资者可能会问，如果股市中的沪深300指数下跌了10%，那么期货市场中的指数也正好会下跌10%吗。前文中，我们已经分析过了，期货与现货的价格及其变动方向与幅度是基本一致的。当然，做到分毫不差是不可能的，但基本能够做到不影响这种保值方式的有效性。

比如说，期货市场中的指数下跌了9%，你可能会损失1万元；若期货市场中的指数下跌了11%，你不仅确保了股票市值，而且还多赚了1万元。

如果股市中的指数下跌10%后，你认为已经到底了，应该回升了，这个时候，你在期货市场再买进488张合约就可以了。期货市场的一卖一买已经平仓了，你在股票市场的股票等于是“解锁”了，又开始享受股市上升的好处了。

当然，也有一种可能，是你看错了行情，股指不降反升，那么你锁定股票市值的行为，等于是失去了一次上涨的机会（踏空行情）。

## 26 金融创新篇

但凡事有利有弊，不可能即享受不贬值的保障，又要享受升值的好处。考虑到股市中安全第一的操作法则，股指期货这一套期保值的工具还是好处多多的。

### ▶ 一一对应很难

上文所举的例子中，其实有一个前提，在现实中是难以达到的，也就是你所持的股票恰好与指数成分股一一对应。不仅散户无法做到，就是大的机构投资者也很难做到。

每一个投资机构都有自己的选股思路、选股标准，所持有的股票不可能与成分股完全一致，那么如何让自己所持股票市值的变化幅度与沪深300指数的变动幅度保持大致相同呢？

一般来说，机构投资者会利用历史数据，来计算自己所持股票市值与沪深300指数变动幅度差别的一个值（被称为 $\beta$ 值，具体是怎么算的，因为相对专业，就不讲了）。利用这个值，机构投资者就可以调节在期货市场的具体卖出量。从国外证券市场的历史经验来看，这个 $\beta$ 值在指导套期保值时是行之有效的，也就是说，计算出的偏差率与最终操作中的偏差率相差并不大。

### ▶ 操纵的风险

有投资者看到这儿可能想，建立股指期货这么烦琐这么玄，还要算 $\beta$ 值，为什么不针对每一只股票各搞一个期货品种呢？

从理论上讲，能这样当然最好。但问题在于，单只股票的规模太小了，规模稍微大一点的资金，就完全可以坐庄操纵了。这样一来，无论股价还是期货价，都会被庄家玩弄于股掌之间。

不要说单只股票了，就是整个证券市场，如果规模不大，同时有几个权重比很大的股票，其指数点位也容易被庄家操纵。从这个意义上讲，推出股指期货，一定需要股票市场具备相当的规模，这也是为什么A股市场在吸纳了一大批如中石油、工商银行、中国人寿这样的超级大盘股后，才考虑推出股指期货。

### ▶ 6000点不会出现

有了股指期货这一利器，机构投资者的操作思路就会发生很大变化。

比如说，在2007年股市到了3000点的时候，虽然大盘仍处于上攻阶段，但一些基金感觉风险似乎越来越大了，如果当时有股指期货，这些基金就可以利用套期保值，先将现有的股票市值锁定，以免股市大跌时，跑都跑不了（股市大跌时，由于基金持股量大，很难快速将股票以现价抛出）。即使继续买股票，就算真跌了，损失也是很有限的（只是新买进的股票会出现缩水）。

假如此时一批基金都是这么想的，都想锁定股票市值，那么在股指期货的市场上，就会出现成交量突然大增的情况。

此时，股市中的投资者，无论散户还是机构，都会注意到股指期货中出现的变化。大家都会意识到，原来市场中对未来大盘的走势已经分歧严重，很多机构已经锁定市值了，说明这些机构看空大盘，不会再投入巨资买股票了。于是股票市场中，会有很多投资者开始观望、停止买进，甚至开始卖出。这样一来，股票市场中的指数，由于买盘不足，就停止了快速上攻的态势，开始举步不前。

如果大盘真的在3000点开始掉头向下了，那些利用期货锁定了股票市值的投资者，也不会不顾一切地抛售股票，毕竟利润已经有保障了，在股票市场大量抛售股票，反而会出现新的风险。也就是说，如果股市又突然反弹了，那么期货市场的损失，可就没有股票的升值作为对冲了。

由于这部分套期保值者的存在，大盘下跌过程中，抛压盘也不会太重，跌幅也不会太深。

而在没有股指期货的情况下，由于大盘处于强烈的上攻阶段，机构投资者虽然担心指数过高，但在不愿意踏空行情的顾虑下，也不愿大量抛售股票；由于没有股指期货，大家内心中的矛盾心态与分歧，无法很好地表现出来。因此，市场中的抛压盘始终不足，大盘会继续上升。直至最终涨到很多人已经害怕时，大盘开始向下，因为积累了过多的获利盘，大家开始竞相压价抛售，由于没有股指期货锁定市值，机构投资者出于安全第一的考虑，已经顾不得大盘反转踏空行情的风险（因为之前的大盘已经炒得太高了，马上反转的可能性已经很小了），最安全的办法，也只有从众，唯恐抛之不及。这样一来，股市也就从暴涨走向暴跌了。

## ▶ 2008年9月16日

现实中，股指期货对于股票市场减震器的作用，比较典型的是2008年9月16日的美国市场。当日，美国知名证券公司雷曼兄弟宣布申请破产保护，消息传出，华尔街开始人心惶惶。众多投资者不知道雷曼的破产仅仅是个案，还是多米诺骨牌的第一张。

于是，一大批机构投资者为了安全起见，开始在股指期货市场大量卖出期指合约，导致期货市场放出巨量。当天，仅标准普尔500指数期货的成交量就达到了2200亿美元，创下天量（见图3-3）。之后两天，期货市场的成交量虽然萎缩了一些，但数量仍然惊人。

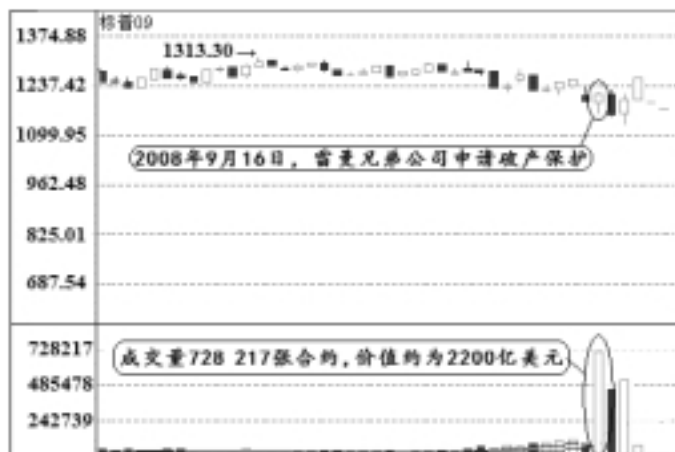


图3-3 标准普尔500指数期货走势图

之后几天，当越来越多的金融机构传出可能巨额亏损，股市开始大跌了（见图3-4），虽然是大跌，但绝没有导致中国式股灾（从6100点跌至1600点，跌幅74%）。我们可以设想，如果中国股市的几大金融股纷纷巨额亏损，甚至破产，中国股市会是什么样子。

之所以出现这样的局面，很重要的一点，就是在大跌前的几天，一大批机构投资者已经在股指期货市场卖出了期指合约，从而锁定了市值。这些机构已经没有强大的动力不顾一切地出逃了。



图3-4 标准普尔500指数走势图（日线）

### 谁在接盘

有投资者可能会问，从上面的例子中看，一大批机构在9月16日已经担心股市风险，开始利用期货套期保值了，并导致成交量放大，那么是谁在期货市场充当买入者接盘呢？

是的，既然成交量放大，有卖必有买。大量买盘的出现，主要有两个来源：

第一，投机者。期货市场由于杠杆效应的存在，始终存在大量投机者。

第二，反向套期保值的投资人。

由于美国股票市场中，融券相当方便，信用杠杆也可以使用得很高，甚至还允许裸卖空，也就是不需要向券商融券，而是直接卖空（一般只需要在几日内再买回同样数量的股票就可以了，但这种裸卖空，会导致上市公司流通盘凭空增加，此后已经被禁止了）。从标准普尔500指数的走势看，9月15日，市场大跌，而且跌破了前期的低点，这样一来，在股票市场，就出现了巨大的卖空获利盘。对于这些获利盘来说，他们最担心的是股市上涨，而雷曼兄弟的消息公布后，他们担心利空出尽，股市会不跌反涨，于是开始在股指期货市场大量买入期指合约，于是正向套期保值者与反向套期保值者的共同保值渴望，导致了期货市场成交量放出巨量。

## 30 金融创新篇

当然，从事后期货市场及股票市场的走势来看，这些利用买入期指合约锁定卖空获利的投资者，丧失了一次赚大钱的机会。

### ▶ 可远观而不可亵玩

股指期货的高杠杆与高风险，不适合普通散户投资者涉足。而股指期货的套期保值功能，对于股票市场中，持股品种很少，持股量很小的散户，也没有太多的实际价值。因此，除了少数想在期货市场“搏杀”的人外，期指会与大多数投资者无缘。而海外市场的经验也证实了这一点，如芝加哥商业交易所，参与股指期货交易的机构投资者占90%左右。

虽然股指期货呈现强烈的非散户化特征，但并不是说普通投资者就可以不闻不问。事实上，股指期货对于现货市场（股票市场），还有很重要的参考意义，对于股票市场中的短线投资者来说，尤其如此。

比如说，股指期货套期保值盘就具有较大信息价值，因为股指期货的套期保值盘不是凭空而来的，机构投资者只有在行情处于重大拐点时，才会进行套期保值。因此，当股指期货放出巨量时，期货持仓量同时大增时，往往是股票市场变盘的重要信号。比如，上文中我们提到的2008年9月16日，股指期货放天量的例子，就是这样。

从海外市场的经验来看，期货往往引导现货，股指期货具有价格领先反转的指标意义，因为期货市场主要是机构投资者参与，其价格与成交量代表了机构投资者对于未来市场发展看法的博弈结果。

海通证券研究所股指期货研究小组

## 股指期货与现货市场 谁是价格先行者

作者 雍志强

在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下，股指期货市场对现货市场具有价格发现功能。股指期货市场的深度和广度决定了其价格发现功能的强弱。

股指期货上市以来，人们一直高度关

注和争论的一个问题是股指期货和股票现货市场指数价格之间的领先落后关系，即股指期货与股票现货市场谁是价格的领导者，或者说谁是市场的先行指标的问题。1987年10月19日美国华尔街著名的“黑色星期五”，股市一天暴跌近25%，股票指数

期货一度被认为是引导和促使股市暴跌的“元凶”之一，其中，著名的“布莱迪报告”也认为，虽不能确定，但期货交易至少是引发股市恐慌性抛盘的重要原因之一。

从理论上讲，一方面，由于股指期货市场与股票现货市场具有等价资产报酬的时间关系，若市场内有新信息产生，则现货与期货市场价格应同时同向变动，且任一市场的价格变动应该不致领先或落后另一个市场反应新信息；但另一方面，由于二者在不同的市场交易，且股指期货市场由于具备多空操作不受限制的优势及低交易成本、高流动性及信息完全揭露等优点，能较迅速反应市场信息，所以信息交易者会倾向选择期货市场来反映信息。因此，在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下，股指期货市场对现货股票市场具有价格发现功能。

由于股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系这一问题，在股指期货投资上具有重大的操作指导意义，为此人们在这方面做了大量实证研究工作。许多研究结果支持股指期货市场对股票现货市场具有价格发现功能，并认为两个市场间的价格变化存在着领先或落后的关系。

股指期货具有明显的领涨领跌作用，但其前提是股指期货市场必须具备一定的市场规模和流动性。可以说，股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。一般来说，在一个市场的初期发展阶段，成交量比较小，股指期货的

价格发现功能也必然大打折扣。

虽然世界上各个国家和地区股票市场 and 股指期货市场的制度、规模和市场容量大不相同，股指期货上市时间和初始条件差异也很大，但总结股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系，仍可以得出一些共同结论：

股指期货上市一般都会推动标的指数上涨。从各国（地区）股指期货上市时的情况看，虽然刚上市时大盘可能短暂下跌，但从中级行情看，大多数是趋于上涨的，且涨幅较大。

在强势市场，股指期货领先股票现货价格走势，对股价指数具有领涨领跌作用。由于价格发现功能和市场普遍存在的理性预期，在一个强势市场，股指期货领先股票现货价格指数走势，股指期货将具有明显的领涨领跌作用。当市场预期股票价格指数将上涨时，股指期货会领先并带动股票现货价格指数上涨，反之，股指期货会领先并带动股票现货价格指数下跌。

在弱势市场，股价指数领先股指期货价格走势。股指期货会起到助涨助跌作用。股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。如果一个股指期货市场的市场规模较小、流动性较差，其股指期货的价格发现功能必然较弱，此时股价指数领先股指期货价格走势，股指期货只能起到被动的助涨助跌作用。

## 点评



无论股指期货与股票现货的关系如何，股指期货至少提供了一个难得的，观察机构投资者动向的新窗口。因此，对于股指期货，轻易委身于它，或者退避三舍、不闻不问，都是不恰当的态度。理性的投资者，务必要保持学习、了解以及不断体会的态度与过程。