

股指期货上市三周年：

走向成熟的中国金融期货宠儿

证券时报记者 沈宁

股指期货的一小步，对于中国资本市场而言，着实迈出了一大步。

弹指间，国内股指期货上市已经整整三年，总体运行平稳、机构投资者参与度上升、市场功能逐步发挥，承载着中国金融衍生品大国梦的宠儿在各方呵护下已然走向成熟。

交易量跃居全球第五

沪深300股指期货上市三年来，交易保持适度活跃态势，交易量排名已跃居全球股指期货第五位。

截至2013年3月28日，沪深300股指期货市场累计成交2.4亿手(以单边计算，下同)，累计成交金额194.9万亿元，日均成交30.5万手，日均成交金额2430.8亿元。成交量和成交金额逐年增加，尤其是2012年增长比较明显，日均成交量43.24万手，日均成交金额达3121.02亿元，同比增幅分别达到108.86%、73.62%，全年成交约1亿手。

与此同时，市场持仓量已由上市初期的不足1万手增至目前的超过12万手。成交持仓比稳步下降，进一步向境外成熟市场水平靠拢。随着套保和套利交易者的市场参与度不断提高，投机成交持仓占比有所下降，套保套利成交持仓占比有所上升，参与者结构日趋改善。

从投资者入市情况看，开户平稳有序增长，机构参与踊跃。统计显示，到2012年底国内股指期货账户总数达到12.6万户，交易账户占比逐年提升，在证券公司、基金、信托、合格境外机构投资者(QFII)、保险等机构参与股指期货的政策陆续明确后，机构参与范围明显扩大。

机构投资者广泛参与

机构投资者参与度是衡量市场成熟度的重要标志。近两年，国内机构运用股指期货进行风险管理及产品创新的热情不断攀升，推动市场进一步健康发展。

其中，2012年新增的客户类型包括：单一信托、公募基金，以及套利客户和证券自营投机客户；2013年1月首批5家QFII也正式入市，机构开户量快速增加的同时，投资者结构进一步完善丰富。

据了解，截至2013年3月22日，已有共计70家证券公司、47家基金公司、7家信托公司、5家QFII和14家期货公司资产管理计划开立股指期货交易编码。

机构逐渐入市，套保和风险管理效果进一步显现，通过期货套保累计减亏明显。此外，股指期货更推动机构市场创新，不断丰富产品类别，提升服



务水平。

套保、套利是机构参与股指期货市场的主要交易类型。目前，证券公司自营套保业务稳步有序开展，同时积极利用股指期货对已有创新业务进行风险管理。部分机构利用股指期货，也推出新的服务及交易策略。

随着中金所有关股指期货业务办法的发布，沪深300ETF的推出，机构套保业务模式进一步完善，期现市场联系更加紧密。在指数成分股、交易型开放式指数基金(ETF)及股指期货之间产生了期现套利与ETF折溢价套利等多种套利交易策略。机构摆脱“巧妇难为无米之炊”的困局，结合股指期货提供更多包括指数基金类、保本类、绝对收益类及创新ETF等在内的理财产品。

市场运行质量和成熟度提高

从市场运行质量和功能发挥的效果看，国内的股指期货市场也日臻成熟。

据了解，自股指期货上市至2012年末，股指期货主力合约与沪深300指数的价格相关性高达99.90%，基差率维持在±1%以内，为市场功能发挥奠定了良好基础。而在股市下跌通道中，股指期货基本维持正基差，“高开”、“高收”的交易日比例分别达到85.91%和77.73%，形成了对股市“开盘上引”和“收盘上拉”的平衡力量。

在合约交割方面，共实现32个合约的顺利交割，交割量仅相当于市场日均持仓量的1.95%，交割占比较低。期现市场均未出现“到期日效应”，期货交割

没有对股市运行造成不利影响，市场也没有出现对到期合约交割的炒作。

股市稳定性提高，换手率降低也是股指期货上市后的又一变化。截至2012年底，股指期货上市前后同期比较：上市前沪深300指数单日最高涨幅达到9.34%，单日最大跌幅达到8.11%；而股指期货上市后，指数的最高日涨幅仅为5.05%，最大跌幅仅为6.21%，分别缩小了45.9%和23.4%。此外，大幅波动天数减少，显示投资者较少追涨杀跌，投资趋于理性。

为了维护市场健康发展，中金所近期出台了系列措施。具体包括：近远期合约保证金标准统一下调至12%、手续费连续多次下调或减免、持仓限额由100手调整到600手、日内持仓限额由500手调整为1200手。

老金、社保基金和保险资金等长期投资者提供有效管理市场下行风险的避险工具；为市场和宏观部门提供可靠的市场指标，提高宏观决策的前瞻性；提升金融机构服务能力，促进金融机构业务创新。

对于推出第二种股指期货合约，丰富股指期货产品线，目前市场也呼声强烈。单一的沪深300股指期货无法全面满足各类市场机构对中小盘股票、分市场股票投资的风险管理需求。推出第二种股指期货合约，有利于进一步满足市场多样化的风险管理需求；吸引更多不同类型、不同偏好的投资者进入股指期货市场，优化市场参与者结构；为金融市场创新提供更多的基础性产品，更好地满足财富管理需求。

当然也不应忽略外汇期货。随着我国与世界不断融合，银行等金融机构、数量庞大的中小企业迫切需要外汇期货，以提高外汇风险的管理能力。推出外汇期货，更可以进一步完善我国人民币汇率的市场化形成机制，助推人民币国际化进程。

机构眼中的股指期货：避险工具提供正能量

证券时报记者 沈宁

券商、基金、信托、QFII、期货公司资管，股指期货上市至今，机构投资者队伍日益壮大。眼下，股指期货已是众多金融机构眼中的香饽饽，各类套利交易成为市场的主流。

机构投资者广泛参与带来了市场的深刻变化，不少机构呼吁推出更多指数期货品种，适当放松交易管制。

提供套保套利新工具

截至2013年4月16日，沪深300股票指数期货上市已达三年。机构投资者利用股指期货进行风险管理及业务创新的情况颇受市场关注。近日，证券时报记者走访了多家参与股指期货的金融机构，多数机构都把股指期货看做套保、套利的重要工具。

“中信证券对股指期货合约的交易以套期保值为目的，用于公司交易业务所实施的各种市场中性策略以及为客户提供资本中介服务的套期保值和风险对冲。”中信证券衍生品业务部相关负责人表示。

其中，市场中性策略买入预期表现优异的股票，同时卖出股指期货完全对冲现货股票组合的市场波动风险，以期投资组合不受市场涨跌的影响，仅获得因选股所带来的比较稳定的超额收益；资本中介业务在为客户提供诸如股票收益互换、结构性产品等服务的同时，公司需要使用股指期货对所承担的股票市场风险暴露做套期保值和风险对冲交易。

据了解，目前中信证券使用股指期货做套期保值的交易策略主要包括：沪深300指数投资、量化投资策略、资本中介业务套期保值策略、定向增发套期保值策略与融券券源组合管理策略五种。

中信证券的模式在大型券商机构中较为普遍，自营、资管是券商参与股指期货的主要部门，交易多以套期保值为主。受制此前《证券公司参与股指期货交易指引》规定，券商自营与集合理财仍不能涉足套利交易。不过在分析人士眼中，目前多数券商进行的套保业务实际上已经能达到期现套利的效果。除券商外，基金、信托等机构参与股指期货大多都以套利为主。

股指期货为机构提供了套保套利新工具，使产品创新有了更大空间。“股指期货的推出使得真正的权益类绝对收益产品成为可能。它同时推动了基金产品的创新，为基金产品进一步满足投资者多样化、差异化需求提供了重要的基础工具。”易方达基金管理公司指数与量化投资部总经理林飞称。

与此同时，也有不少机构投资者建议适当放松期指交易管制。某券商资管部门负责人认为，此前的《证券公司参与股指期货交易指引》对于券商参与股指期货限制过于严格，一定程度上压缩了券商资金的使用效率，应考虑适度放开。而股指期货交易费率与保证金水平，他也建议继续适度下调。

广发证券相关负责人也表示，目前中金所对每个证券公司的自营业务仅能开立一个交易编码，给不同投资部门同时开展股指期货业务和同一部门开展不同策略带来的分账目核算和分策略风险控制方面带来了不便。建议中金所能够针对同一机构套保账户开立多个子账户。这可使同一机构的不同部门或同一部门项下开展不同套保策略时，方便核算；同时，交易所方面的风险按机构进行合并计算，不增加额外风险。

此外，应适当降低参与门槛，使更多有风险承受能力的投资者能够利用股指期货这一风险管理工具。

“部分私募也向记者反映了同样的问题。上海双隆投资有限公司总经理助理顾晶称，股指期货刚推出时，投机氛围比较浓，期现价差有很大套利空间。去年以来，由于更多机构参与，套利获利机会逐步压缩。

在顾晶看来，这样的变化是市场走向成熟的标志。“套利机会其实就是市场的偏离，机构与程序化交易参与比例的增加，自然市场出错的机会就会减少。股指期货具备价格发现功能，机构交易者目标趋同，导致期指市场会迅速向理性回归，大多数成熟市场都是如此。”

“我们以前有一个策略是从市场成交序列，挂单数据中挖掘信息，分析多空力量比。开始时还能赚钱，后来策略就逐步失效了，这在一定程度上也是机构投资者参与度上升带来的必然结果。未来对机构策略要求会更严，要求策略做得更加精细。”顾晶说。

与的人多了，市场就稳定了。

章认为，股指期货对于机构有很大的积极意义。因为有了新的风险管理工具，券商自营有了新的投向，操作策略上和与相关度会下降，盈利更加稳定，波动变小。而券商套保也起到了稳定股指期货市场作用，在基差上表现得尤为明显。

部分私募也向记者反映了同样的问题。上海双隆投资有限公司总经理助理顾晶称，股指期货刚推出时，投机氛围比较浓，期现价差有很大套利空间。去年以来，由于更多机构参与，套利获利机会逐步压缩。

在顾晶看来，这样的变化是市场走向成熟的标志。“套利机会其实就是市场的偏离，机构与程序化交易参与比例的增加，自然市场出错的机会就会减少。股指期货具备价格发现功能，机构交易者目标趋同，导致期指市场会迅速向理性回归，大多数成熟市场都是如此。”

“我们以前有一个策略是从市场成交序列，挂单数据中挖掘信息，分析多空力量比。开始时还能赚钱，后来策略就逐步失效了，这在一定程度上也是机构投资者参与度上升带来的必然结果。未来对机构策略要求会更严，要求策略做得更加精细。”顾晶说。

呼吁推出更多指数期货

沪深300股指期货上市以来，金融机构广泛参与，提供全新避险工具的同时带来了期货与传统金融市场的进一步融合。尝到了甜头的金融机构呼吁推出更多指数期货品种，并建议适当放松交易管制。

上海申毅投资咨询有限公司首席执行官申毅认为，从机构交易的需求来看，对更多品种的需求是必然的。例如，如果以中小股作为投资标的，则沪深300指数期货无法达到避险的需要，甚至可能出现扩大损失的情况。因此，应为不同的投资者提供更丰富的工具。

“不应将开发更多指数产品视为提供做空工具，而更应把它们看做管理风险的工具。股指期货的推出，对我们来说，更应该看做风险管理时代的开始。推出的衍生品种类越多，则我国的资本市场市场化程度越高。”申毅表示。

与此同时，也有不少机构投资者建议适当放松期指交易管制。某券商资管部门负责人认为，此前的《证券公司参与股指期货交易指引》对于券商参与股指期货限制过于严格，一定程度上压缩了券商资金的使用效率，应考虑适度放开。而股指期货交易费率与保证金水平，他也建议继续适度下调。

广发证券相关负责人也表示，目前中金所对每个证券公司的自营业务仅能开立一个交易编码，给不同投资部门同时开展股指期货业务和同一部门开展不同策略带来的分账目核算和分策略风险控制方面带来了不便。建议中金所能够针对同一机构套保账户开立多个子账户。这可使同一机构的不同部门或同一部门项下开展不同套保策略时，方便核算；同时，交易所方面的风险按机构进行合并计算，不增加额外风险。

此外，应适当降低参与门槛，使更多有风险承受能力的投资者能够利用股指期货这一风险管理工具。

加快金融期货新产品上市步伐

证券时报记者 沈宁

股指期货填补了中国金融期货市场的空白，然而，这仅仅只是国内金融衍生品盛宴的开始。尽快推出金融期货新产品，争夺国际定价权，金融市场化改革客观上需要推出更多的金融期货产品来规避价格波动风险。

金融业“十二五”规划和党的十八大报告等国家政策明确提出，要加快建设多层次资本市场，进一步推进利率、汇率市场化改革。在今后一段时间内，中国金融市场化改革的步伐将进一步加快，相关市场价格剧烈波动的可能性增加，金融机构对相关风险管理产品的需求日益强烈。

在多数业内人士看来，改革现有产品上市审批机制，加快金融期货产品上市步伐已成当务之急。事实上，随着我国金融市场化改革步伐不断加快，市场参与者对风险管理产品的需求日益增强与我国金融期货市场产品供给少、新品种上市滞后的矛盾正

成为当前市场的主要矛盾。

中国金融期货交易所成立至今的7年时间里，只有沪深300股指期货唯一一个金融期货产品推出，不仅与发达市场存在较大差距，与主要新兴市场在金融期货市场发展上起步晚、发展快、布局广、品种多”也相差甚远。

截至去年底，巴西交易所、俄罗斯莫斯科交易所、中国香港交易所、中国台湾期货交易所和韩国交易所上市的金融期货产品数量分别为47种、40种、22种、18种和15种。而建立起涵盖股权、利率和汇率等资产的完整的金融期货品种体系，印度、韩国、巴西分别只用了2年、3年和5年。

进一步推动金融期货产品上市审批制度改革，完善金融市场运行体制，提高金融监管行政效能，为提升金融服务实体经济的水平提供有力保障。可以考虑在《期货交易管理条例》的框架下，提高期货品种上市审批效率。如对于新品种上市，由国

务院期货监管机构征求国务院有关部门意见后进行审批；对于已经上市的同一种金融期货品种下的不同产品合约，直接由国务院期货监管机构审批。

依托股指期货成功经验，中金所完全有能力构建金融期货产品体系。在中金所推出金融期货新产品，对于推动上海国际金融中心建设，也具有重大的战略意义。

重推国债期货，完善国债管理体系如今已在弦上。国债期货作为国际上成熟、简单和广泛使用的利率衍生产品和风险管理工具，对于提高国债发行效率，降低国债发行成本，保证国债成功发行，完善国债管理体系，落实财政政策既定目标，具有重要现实意义。有利于促进国债发行，保障国家财政政策的执行；有利于提高国债现货市场流动性；有利于完善基准利率体系。

此外，推出股指期权，构建金融创新基础模块有助于进一步丰富风险管理工具，满足市场多层次、多样化风险管理需求；改善投资者交易行为，为养

浙商期货
ZESHANG FUTURES
管理总部：杭州市庆春路173号8-10层
理财热线：400-700-8186

永安期货
YONGAN FUTURES
深圳营业部地址：
深圳市福田区华富路三洲工业大厦中心1306
营业部电话：0755-83296080
全国服务热线：400-700-7878
网址：www.yafco.com/list.php?catid=1373