

编号（中金所填写）：\_\_\_\_\_

中国金融期货研究中心  
2011 第二期热点问题征文  
参赛作品

我国股指期货机构参与现状的国际比较与  
改进建议

**The participation of institutional investors in the  
Chinese stock index futures market and its  
comparison with the national cases**

作者： 严兰兰 董真理

单位： 南华期货有限公司

部门： 研究所

职务： 分析师 分析师

联系电话： 13428704171

电子邮箱： yanlanlan@nawaa.com

2011年7月20日

# 我国股指期货机构参与现状的国际比较与 改进建议

## 摘 要

本文从机构投资者参与股指期货市场的目的和规模两个角度出发,对比了我国股指期货市场同国际上成熟股指期货市场中机构投资者的参与情况,从中发现两者的异同并寻求推进我国股指期货市场机构投资者发展的方向,在此基础上,提出了些关于如何促进机构更好地参与股指期货交易、促进市场功能发挥的建议。

关键词：沪深 300 股指期货、机构投资者、参与目的、参与规模

# **The participation of institutional investors in the Chinese stock index futures market and its comparison with the national cases**

## **Abstract**

The paper tried to provide some suggestions about the development of the Chinese stock index futures market, by comparing the participation of institutional investors in the Chinese market with that in the other national markets in two ways. In the second section of the paper, we compared the objects of the institutional investors in different stock index futures markets, while in next section, we compared the scale of their investments in the markets. Based on the comparison, we concluded that the participation scale of the institutional investors in the Chinese stock index futures market is much smaller than that in the other mature markets and its object is single. According to the two observations, we gave some advices on the fulfillment of the function of the stock index futures market.

**Key Words:**, Stock index futures market, institutional investors, investment object, participation scale

# 目 录

第一章 引言.....	6
第二章 机构参与目的.....	7
(一) HS300 股指期货机构参与目的.....	7
(二) 美国股指期货市场机构投资者参与目的.....	16
第三章 机构参与规模.....	20
(一) HS300 股指期货机构参与规模.....	20
(二) 香港、台湾股指期货机构参与规模.....	23
第四章 比较及建议.....	26
参考文献.....	30

## 图表目录

表 1	《基金指引》要点 .....	8
表 2	《券商指引》要点 .....	12
表 3	《QFII 指引》要点 .....	14
表 4	《信托指引》要点 .....	15
表 5	机构参与股指期货交易日的归类 .....	16
表 6	2010/05-2011/06 券系期货公司与背景券商间成交金额变动关联 .....	22
图 1	2008/2009 恒指期货投资者结构 .....	24

## 第一章 引言

沪深 300 股指期货上市一年有余，借助后发优势，在冲击成本、有效性、波动性、量仓等多个指标上均已体现出其惊人的发展速度。如此骄人的成绩正是由于管理层秉承了“稳健发展”思路，借鉴国际股指期货市场的经验教训为我国股指期货市场的发展扫清了一些制度性的障碍。

鉴于台湾期货市场发展的经验教训，在 HS300 股指期货上市的第五天，我国管理层便同时推出了《证券投资基金参与股指期货交易指引》、《证券公司参与股指期货交易指引》两项期货法规，期望将一些机构投资者尽快引入股指期货市场之心人尽皆知。同时，中金所也配合制定了套期保值管理办法。

截止今年 7 月初，管理层又陆续发布了《QFII 参与股指期货交易指引》、及《信托公司参与股指期货交易指引》。另外，一些业内人士透露了中金所正在制定股指期货套利的相关规定。相信不久的将来，保险公司、银行等一般法人机构参与股指期货的制定障碍也将一一扫除。

既然机构参与股指期货交易的通道已在陆续打开，市场人士和管理层自然希望看到我国股指期货市场机构参与的现状以及与国际市场发展的对比，并期望借此发现国内市场的一些不足，从而通过制度改进达到促进市场更进一步健康发展的目的。

## 第二章 机构参与目的

### （一）HS300 股指期货机构参与目的

期市机构投资者是指以套期保值、投机或套利为目的参与期货交易的各类机构。然对于机构投资者而言，参与期货交易的目的并不是随意的，它首先要受到制度的监管。国内股指期货上市时间不长，机构参与也不够成熟，为摸清目前机构参与股指期货的目的，有必要结合机构参与股指期货交易的法律法规对已经准入的机构进行一一“摸底”。

因此，针对已经出台的《证券投资基金参与股指期货交易指引》（简称《基金指引》）、《证券公司参与股指期货交易指引》（简称《券商指引》）、《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》（简称《QFII 指引》）与《信托公司参与股指期货交易指引》（简称《信托指引》）四部期货法规，本文分别做出了解读，并简要介绍了每类机构资产参与股指期货交易现状。最后，针对已经出台法规的几类机构资产参与股指期货交易的目的进行了总结。

#### 1. 证券投资基金

《基金指引》与《券商指引》在 2010 年 4 月 21 日同一天颁布实施，表 1 明确给出了《基金指引》的几个要点，其中最重要的一项是，该法规明确规定基金参与股指期货交易只能是套期保

值为主，并对其实施了分类监管，体现在头寸限制、交易限制以及流动性要求等方面的不同。综合而言，管理层对于保本基金的监管最松，对于可以参与期指交易的其它两类基金（股票型、混合型）管制是较为严格的，下面以交易型开放式基金（ETF）为例子举例说明。

表1 《基金指引》要点

分类监管	股票型基金、混合型基金及保本基金可以从事股指期货交易，债券型基金、货币市场基金不得从事股指期货交易。
投资目的	以套期保值为主(非保本基金)，可完全套保(保本基金)
头寸限制(非保本基金)	
日终持有买入期指合约价值	≤10%基金资产净值
日终持有卖出期指合约价值	≤20%基金资产净值
日终持有买入期指合约价值+有价证券市值	≤95%基金资产净值(开放式基金)
	≤100%基金资产净值(封闭式基金、开放式指数基金(不含增强型)、交易型开放式指数基金(ETF))
持有股票市值+买入期指合约价值+卖出期指合约价值	符合基金合同关于股票投资比例的有关规定(轧差计算)
交易限制(非保本基金)	
期指日内成交金额(不含平仓)	≤20%上日基金资产净值
流动性要求	
开放式基金(不含ETF)	一年内到期政府债券+日终现金(扣除期指交易保证金)≥5%基金资产净值
封闭式基金、ETF	日终现金(扣除期指交易保证金)≥期指交易保证金

资料来源：中国金融期货交易所 南华期货研究所

某只交易型开放式基金（股票等权益类资产占基金资产比例不低于60%）的资产净值是10亿元，则任一交易日日终该基金持有的买入股指期货合约价值不高于1亿元，所占用的保证金约为1500万元（保证金比例按照15%计算），占该只基金资产净值的1.5%，持有卖出股指期货合约最大约占用3%的资产净值，日内用于股指期货交易的总资金约为资产净值的3%。由此可见，



管理层虽然非常重视引导基金这类重要机构投资者进入股指期货市场，但基于期货市场自身特征，在实际操作过程中，管理层还是非常谨慎的，秉承着“高保准、稳起步”思路，期望基金等机构投资者将股指期货市场当成投资市而不是投机市。

对于《基金指引》需要补充说明的是，该指引规定基金所持有的股票市值和买入、卖出股指期货合约价值，合计（轧差计算）应符合基金合同关于股票投资比例的有关约定，明确了股指期货将作为股票资产计入基金资产配置的。因此，从公开的基金资产配置数据中，市场人士是无法获知基金参与股指期货交易的具体情况。另外，《基金指引》还指出，老基金若要参与股指期货交易，则需修改契约。

该期货法规一经推出，一些基金经理就认为，新基金与专户产品可能是基金投资股指期货的“先行军”，事实也确实如此。当时也有一部分人士立马表示出对基金参与股指期货交易的乐观态度，认为股指期货带来的多种投资手段和理念极大地丰富了公募基金的产品设计思路，可以解决目前基金产品同质化严重的局面，提供风险回报收益更加差异化的产品，比如运用股指期货的指数增强基金、130/30 基金、多空结合的市场中立基金、相对收益（贝塔）和绝对收益（阿尔法）的分类基金、核心卫星基金、多因素模型配置基金、净多头或净空头的杠杆基金等等。

事实上，基金专户理财产品最先在股指期货市场上“小试

牛刀”，在初尝甜头并积累了一定操作经验之后，一些基金公司加快了与股指期货挂钩的专户理财产品的推出。获得基金业首个股指期货交易编码 0001 的国投瑞银基金，于 2010 年 11 月 9 日成立了首只在投资范围中明确说明可以运用股指期货等金融衍生产品进行投资和风险管理的专户理财产品：国投瑞银-工行-环瑞 2 号。其后，截至 6 月底该基金公司又推出了 10 只专户理财产品，当中有 8 只在投资范围里列出了股指期货。另外，中证指数有限公司于近期宣布了，将于 7 月 26 日正式发布沪深 300 富国 130/30 多空策略指数。

2011 年 1 月 25 日，中国证券业协会发布了《证券投资基金股指期货投资会计核算业务细则（试行）》，实施细则的颁布相信更加快了基金参与股指期货交易的步伐。今年以来，纽银策略优选股票型基金和景顺长城中小盘股票型基金都在基金合同中明确规定将参与股指期货交易；而在保本基金领域，对股指期货的参与就更为普遍。结束发行不久的国泰保本基金以及即将发行的南方保本基金也都引入了股指期货，运用股指期货进行套期保值，以抵御市场下行风险、真正做到保本增值。

## 2. 证券公司

对于券商参与股指期货交易，管理层实施了按业务类别区别对待，表 2 已清晰的归纳出该指引的几个要点。在此有必要对指引中提及的几个关键词做出解析。

集合资产管理：顾名思义是集合客户的资产，由专业的投资者（券商）进行管理，投资于中国境内依法发行的股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种。另外，经中国证监会及有关部门批准，证券公司可以设立集合计划在境内募集资金，投资于中国证监会认可的境外金融产品。

定向资产管理，是证券公司为单一客户办理的一种业务，是指证券公司与单一客户签订定向资产管理合同，通过该客户的账户为客户提供资产管理服务的一种业务。其中具体的投资方向应在资产管理合同中约定，必须在单一客户的专用证券账户中运营运作。

证券公司限额特定资产管理业务是指募集资金规模在 10 亿元以下、客户人数在 200 人以下、单个客户参与金额不低于 100 万元的集合资产管理业务。因此，限额特定资产管理业务又称小集合资产管理业务，是集合资产管理业务的一种，主要面向高端客户，旨在为高端客户提供专享服务和更具个性化的产品。

自营业务相对容易理解，它是指经证监会批准的证券公司（也可以是其依法设立的子公司），用自有的或依法筹集的资金展开的以营利为目的的投资行为。证监会 5 月 6 日公布了《关于证券公司自营业务投资范围及其有关事项的规定》（简称《规定》），对证券公司自营业务的投资范围做出了明确的规定，这一规定自

2011年6月1日已开始施行。

《规定》明确券商自营可投资三类品种：一是在境内证券交易所上市交易的证券，二是境内银行间市场交易的部分证券，三是经证监会批准或备案发行并在增内金融机构柜台交易的证券。证券公司因包销而买卖证券，或者为对冲风险参与金融衍生产品交易的，不受以上规定的限制。证券公司可以设立子公司，从事以上三类品种以外的金融产品等投资。

因此，券商自营业务预以投机为目的参与股指期货投机交易，该证券公司必须设立子公司，通过子公司开展这类自营业务。事实上，一些大的券商早在2010年就已陆续成立了子公司，备战股指期货，借此也期望通过采用更为灵活的激励机制实现资产管理。

表2 《券商指引》要点

投资目的按业务区分	
集合资产管理业务(非限额特定)	有限套期保值，股指期货被划分在权益类资产类别。
定向和限额特定资产管理业务	有限投机，更多地考虑投资者的风险控制。
专项资产管理业务	不得参与股指期货交易
存量资产管理业务	不鼓励投资股指期货。
自营业务	完全套期保值，投机另行规定。
头寸限制	
任一时点持有的卖出期指合约价值	≤20%持有的权益类证券总市值(集合资产管理计划)
任一时点持有的买入期指合约价值	≤10%资产净值(集合资产管理计划)
风险控制	
任一时点持有的期指风险敞口	≤80%客户委托资产净值或计划净值(定向或限额特定资产管理计划)
流动性要求	
集合资产管理业务(含限额特定)	一年内到期政府债券+日终现金(扣除期指交易保证金)≥5%计划资产净值

定向和限额特定资产管理业务	日终现金(扣除期指交易保证金) $\geq$ 期指交易保证金 一年内到期政府债券 $\geq$ 期指合同占用的保证金
---------------	---

资料来源：中国金融期货交易所 南华期货研究所

阅读表 2 可见，管理层对于券商自营业务的管制最松，可以进行完全套保，对于普通集合资产管理业务（非限额特定）的管制与基金基本一致，但又比基金管制稍松。针对定向和限额特定资产管理业务，该指引并未对其参与投资股指期货的目的做出明确规定，但就风险敞口及流动性做出了一些规定，用以控制投资风险。指引唯独限定专项资产管理业务不得参与股指期货。专项资产管理业务是指投资机构为客户办理特定目的的专项资产管理业务。证券业内人士介绍，由于专项资产管理业务多为证券资产化，对现金流、风险控制要求格外严格，因此不允许参与股指期货交易也在情理之中。

该指引颁布后，以中信证券为代表的手握大量自有资金券商自营部门迅速于同年 5 月份便进入了股指期货市场进行交易。同年 6 月 21 日，国泰君安率先为两个定向资产管理客户开通了股指期货的交易编码。同年 11 月券商“小集合”也即限额特定资产管理计划也开始“试水”股指期货市场，第一创业设立的一只名为“金益求金”的券商“小集合”，专门进行股指期货套保交易，是首个获监管层批复的可以投资于股指期货的限额特定资产管理产品。由于集合资产管理业务的套保需求并不紧迫，且通道也不健全，截至 7 月初还未出现参与股指期货套保的集合资产管理产品。

### 3. 合格境外机构投资者

阅读表 3 可见,《QFII 指引》要点较基金、券商交易指引简短得多,需要解释的专有名词是投资额度,它是指合格机构投资者获得国家外汇局批准并实际汇入的或者经国家外汇局调整确认的投资本金金额。

表 3 《QFII 指引》要点

投资策略	只能从事套期保值交易
头寸限制	
日终持有的期指合约价值	≤投资额度
日内期指成交金额	≤投资额度

资料来源:中国证券监督管理委员会 南华期货研究所

2011 年 5 月 4 日颁布实施了《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》(简称《QFII 指引》),中金所也在此前发布了《特殊法人机构交易编码管理业务指南》的修订版。但由于 QFII 入市仍面临一些细节性的问题,截止 6 月底,尚未听闻一家 QFII 取得股指期货交易编码。

### 4. 信托公司

6 月 17 日,中国银监会非银部副主任闵路浩对外透露,《信托公司参与股指期货交易指引》已在银监会主席办公会上获得通过,目前尚在修改。7 月 11 日,中国信托协会网站上转发了银监会日前正式公布的《信托公司参与股指期货交易业务指引》(简称《信托指引》),标志着股指期货的大门已向信托这类机构打开。

表 4 《信托指引》要点

投资目的按业务区分	
集合信托业务 (含银信合作)	可以套期保值和套利为目的参与股指期货交易，结构化集合信托计划不得参与股指期货交易。
单一信托业务	可以套期保值、套利和投机为目的参与股指期货交易。
固有业务	不能参与股指期货交易
按信托公司最近年度监管评级区分	
3C 级(含)以上	可以套期保值和套利为目的参与股指期货交易
2C 级(含)以上	可申请以套期保值和套利为目的参与股指期货交易；如申请以投机为目的的股指期货交易，则需已开展套期保值或套利业务一年以上。
头寸限制	
日终卖出期货合约价值	≤20%集合信托计划持有的权益类证券总市值
日终买入期货合约价值	≤10%集合信托资产净值
风险控制	
日终风险敞口	≤80%单一信托资产净值

资料来源：中国信托业协会 南华期货研究所

表 4 基本涵盖了管理层对于信托公司参与股指期货的主要要求，还需要指出的是，管理层对于信托公司参与股指期货交易不单有以上与基金、券商参与股指期货交易类似的管制要求，还对于信托公司的人才配备、IT 系统，以及所选择的合作保管银行及期货公司均提出了要求。

《信托指引》推出之前，虽然有些私募公司借道合伙制或专户形式曲线征战股指期货，但相对于 2010 年底超出 1200 亿元的私募信托产品来说，其交易规模是非常有限。指引推出后，有报导称信托资产中能投入股指期货交易的保证金可约达 50 亿元，但如今还只能是预期，因为该指引推出时间较短，相关部门还在做入市准备。

至此，针对基金、券商、QFII 以及信托四类机构参与股指

期货交易的法规及现状，读者都已经有了较详尽的了解，接下来本文将按股指期货参与目的对可参与的机构或机构业务做出分类统计。

表 5 机构参与股指期货交易目的归类

参与目的	可参与机构或机构业务
有限套保	股票型基金、混合型基金、券商集合资产管理业务、集合信托业务
完全套保	保本基金、券商自营业务、券商定向和限额特定资产管理业务、QFII
套利	集合信托业务、单一信托业务、券商定向和限额特定资产管理业务
投机	单一信托业务、券商定向和限额特定资产管理业务

资料来源：南华期货研究所

表 5 基本能体现出，管理层在为股指期货市场引入机构投资者时，所坚持的思路“以满足资产风险管理需求为目的，不鼓励进行套利和投机交易”。结合实际情况可知，股指期货参与度最高的金融产品依次有券商自营、基金专户理财、券商定向和限额特定资产管理及公募基金。

## （二）美国股指期货市场机构投资者参与目的

在国际期货市场上，从资金来源划分，机构投资者可分为生产贸易商，证券公司、商业银行或投资银行，养老基金，养老保险等；从机构的投资领域划分，可分为共同基金、对冲基金、对冲基金的基金等。上世纪 80 年代初，美国堪萨斯市交易所上市了首个股指期货合约，即价值线指数期货合约。目前，美国股指期货已发展成典型的以机构投资者为主的市场。截止 2006 年底，该市场机构投资者的股指期货成交量占比与其持有的美国股



票市值市场占比基本相当，均约为 80%。

美国股指期货市场的机构投资者又以各类基金为主，包括各类共同基金也称公募基金以及对冲基金等。然而与国内股指期货市场强调的运用期货对冲风险，进行套期保值等的作用不同，美国市场中的共同基金投资者经常做多股指期货。同时，虽然各类基金投资股指期货的比例很高，但是投资金额占基金总市值的比例却不超过 2%。其原因主要包括两个方面：首先，鉴于期货市场的高风险性，美国对共同基金投资于衍生品市场有严格的要求限制；其次，美国股票市场亦可进行反向操作，即做空股票，同时可选择的其他做空产品较多。总而言之，美国机构投资者投资股指期货的目的有些不同，具体包括以下三方面：

### 1. 套期保值

在我国，股指期货的推出结束了国内股票市场只能单边做多的状况，推出至今，一直以其方向性上的优势得到市场机构投资者的认可。股指期货在方向性上的优势主要在于可以利用其做空的特性对冲掉股票市场上的系统性风险，从而获取 Alpha 收益。而对于股指期货的杠杆性，市场普遍将其与风险直接联系起来，认为股指期货的杠杆性使得其风险性较大，投资需谨慎。因此，在国内市场，对股指期货方向性的重视远大于对其杠杆性的关注。

然而，在美国股指期货市场，情况却是相反的。通过分析

美国市场上的基金持仓可以发现，做空股指期货的基金数量是明显少于做多方的。原因在于，在美国市场上做空产品较多，机构投资者的选择较国内市场投资者要更为丰富，股指期货只是其中的一种选择，而同时对于共同基金投资股指期货的限制又比较严格。所以通过做空股指期货来套期保值从而实现 Alpha 策略的机构投资者并不多。

## 2. 资产配置和流动性管理

在美国市场，对股指期货杠杆性优势的运用较方向性更为频繁。由于股指期货的杠杆性，以较少的现金可以达到相同的投资目标，而剩余的资金可以投资于其他市场，如货币市场工具等流动性较高的资产。这样，基金在使自己的收益与基准收益保持一致的同时，又可以坐享期货市场效益高的好处。假如我们打算从配置给大盘股经理的 6000 万美元资金中转移出大约 2000 万美元，配置给以拉塞尔 2000 股票指数为基准的小盘股投资经理，则我们可进行如下操作：

首先，买入名义值为 2000 万美元的标普 500 股指期货合约。假设股指期货的保证金为面值的 5%，则买入该期货合约需要 100 万美元的保证金。该项操作使我们对大盘股的市场暴露依然保持为 6000 万美元（4000 万美元的大盘股投资加 2000 万美元的股指期货）。其次，将剩余的 1900 万美元配置给小盘股投资经理，并将该经理买入的股票抵押给期货经纪商，作为履约保证

金使用，卖出 1900 万名义值的拉塞尔 2000 股指期货合约，对冲掉小盘股投资的市场风险。



以上操作的最终结果是，我们既保持了原有的资产配置不变，同时又获取了小盘股投资经理的积极收益，将原来 2000 万美元大盘股的投资收益转变为 2000 万美元的大盘股指数收益加上小盘股的积极收益。

基于股指期货在以上案例中杠杆性的优势，在美国市场中，基金多半倾向于利用股指期货的杠杆性优势而非方向性优势。然而在国内市场中，由于股指期货品种单一，很多期货组合投资策略难以实现，因此其方向性更受重视。

### 3. 产品创新需求

在美国的机构投资者当中，中小型共同基金和对冲基金较共同基金在股指期货市场中的交易更为活跃。例如杠杆 ETF 和反向 ETF 就是指数基金产品的创新成果，其通过在股指期货市场的操作提高资产组合 $\beta$ 值的绝对值，从而获得额外利润。归纳的来说，这些产品创新运用的比较多的还是股指期货的杠杆性，不过部分产品是兼顾其方向性和杠杆性优势的。

## 第三章 机构参与规模

### （一）HS300 股指期货机构参与规模

由第二章第一节可知，我国的各种金融产品中，券商自营、基金专户理财、券商定向和限额特定资产管理以及一些公募基金都已经参与了股指期货交易。同样可知，基金持有的股指期货合约价值作为股票资产计入了资产配置表、券商集合理财产品持有股指期货合约价值亦被划分为权益类资产类别。因此，从公开数据中很难统计出各类机构参与股指期货交易的具体规模。然而任何事物经过必不会不遗痕迹，人们总能透过痕迹认证事物是否发生过，对于机构参与股指期货交易这件事情也是一样。

期货、证券作为金融市场的一份子，必然受到全国乃至全球整体经济环境的影响，包括财政、货币政策等影响，然由于标的、交易制度等各种不同，又使得不同时段投资者对于这两种投资工具有着不同的偏好。由于目前证券与期货是我国仅有的无形投资工具，国内专业投资机构必然会在两者间权衡，选择能带来最快投资收益的一类工具。因而，在消除经济整体环境影响之下，透过资金在证券、期指两个市场间的流动，就能估摸出证券公司参与股指期货交易的大致情况。

众所周知，中国已有愈来愈多的金融类公司，努力将自身打造成金融帝国，包揽银行、保险、基金、证券、信托及期货等

各个金融行业，这已是一种趋势。股指期货推出前后，金融业发生了一股“券商圈期潮”，“肥水不流外人田”正是这一事件的重要出发点，这样证券公司的自营资产或是所管理的资产预参与股指期货交易的均可通过该期货公司，客户资源亦能共享。

鉴于此，本文通过分析券系期货公司及其背景券商间交易金额的变动关联，找出了部分证券公司参与股指期货交易的“蛛丝马迹”。截止6月底，中金所公布的合约持仓成交排名表中共出现了64家会员席位，其中券系期货公司占据了36席，其交易额占据了期指总成交额的63.39%，其背景券商的证券交易额所占比重为78.43%。因此，分析这36家期货公司及其背景券商间交易资金的流动，应能得到券商参与股指期货交易现状的一个粗略估计。

针对如何排除整体经济环境影响的，本文采用了较简单的方法，将证券及期指当成一个整体，任意两个相邻时段内交易额合计变动被认为是由整体经济环境变化所致，当投资兴趣在证券、期指两市间未发生变化时，证券交易额变动量与期指成交额变动量之比应等于前一时段两市交易额之比，超出该部分的交易额变动被认为是两市间的流窜交易额。从证券市场流向股指期货市场的那部分流窜交易额，则可简单当成券商参与股指期货交易的资金。而资金能在证券与股指期货两个市场快速的转移也就只有专业的投资机构才能做到，所以由证券市场流向股指期货市场的部

分交易额,可以当成券商自营业务与其管理资产业务等专业机构资产参与股指期货交易的交易总额。表 5 正是利用这一方法计算所得。

表 6 2010/05-2011/06 券系期货公司与背景券商间成交金额变动关联

月份	流窜交易额 (万元)	流窜交易额/证 券总交易额(%)	证券→期指(万 元)	证券流出交易资 金占比(%)
2010(5)	3.12E+08	39.95	311839059	4.28
2010(6)	75935520	12.14	73856129	1.58
2010(7)	37734309	4.72	28104225	0.51
2010(8)	1.12E+08	10.12	-1.06E+08	0.00
2010(9)	89880265	8.71	-86880808	0.00
2010(10)	72683933	5.35	-53253875	0.00
2010(11)	51538531	2.86	-1737274	0.00
2010(12)	83046929	7.04	67640672	0.81
2011(1)	53893912	6.14	46381421	0.75
2011(2)	65498396	7.26	-60323866	0.00
2011(3)	45799595	3.06	-36669009	0.00
2011(4)	20756746	1.84	-10811460	0.00
2011(5)	1.24E+08	18.81	124128451	2.37
2011(6)	23042307	3.30	17445128	0.37
2010(5)-2011(6)	1.17E+09	7.48		0.62

资料来源:中国金融期货交易所 Wind 资讯 南华期货研究所

上面表格中数值计算公司如下,其中 T 月份某家券系期货公司的期指交易额简记为  $F_T$ ,其背景券商在该月份的证券交易额简记为  $S_T$ ,  $AS_T$  指 T 月份证券总交易额, FC 指券系期货公司。

$$\left\{ \begin{array}{l}
 \text{证券期指合计交易额}_T(SF_T) = \text{背景券商证券交易额}_T(S_T) + \text{券系期货公司期指交易额}_T(F_T) \\
 \text{流窜交易额}_T = \sum_T \sum_{FC} |F_T - F_{T-1} - (SF_T - SF_{T-1}) \times F_{T-1} / (F_{T-1} + S_{T-1})| \\
 \text{证券} \rightarrow \text{期指}_T(\text{StoF}_T) = \sum_T \sum_{FC} F_T - F_{T-1} - (SF_T - SF_{T-1}) \times F_{T-1} / (F_{T-1} + S_{T-1}) \\
 \text{证券流出资金占比} = \begin{cases} \text{StoF}_T \times 0.15 / (\sum_T AS_T + \text{StoF}_T \times 0.15), & \text{StoF}_T > 0 \\ 0, & \text{StoF}_T \leq 0 \end{cases}
 \end{array} \right.$$

表 5 显示，在统计的 14 个月份当中，证券、期指两市流窜交易额约为证券总交易额的 7.48%，在去年的 5、6、7、12 月以及今年的 1、5、6 月两市间流窜交易额流向了股指期货市场，这部分交易额约占到证券交易资金的 0.62%（股指期货交易保证金按 15% 计算）。这一数据基本能反映出券商自营及资产管理业务参与股指期货交易的规模，对比管理层对于证券公司参与股指期货的管制，可见目前我国证券资产参与股指期货交易不够充分，规模较为有限。

## （二）香港、台湾股指期货机构参与规模

### 1. 香港恒指期货投资者结构

香港恒生指数期货市场，机构投资者占据着主导地位。将交易者分为做市商和自营商、本地个人投资者、本地机构投资者、海外个人投资者、海外机构投资者。由 2008/2009 恒指期货投资者结构的数据可得，机构投资者投资比例占绝对优势，总和达到 62%，尤其是海外机构投资者，占比达到 37.52%。这与香港作为世界金融中心的地位息息相关，这一数据也显示出海外机构投资者对中国股票市场的高度关注。本地个人投资者以 25.2% 排在各类投资者的第二位，占比最少的为做市同自营商和海外个人，比例均不超过 10%。

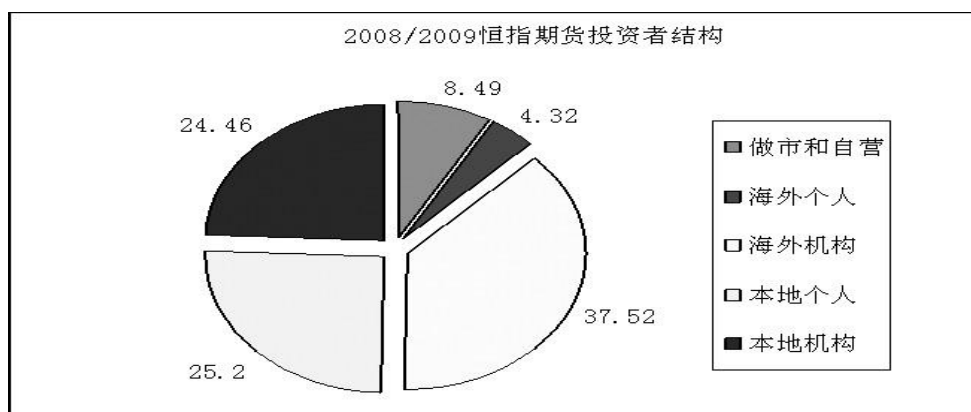


图 1 2008/2009 恒指期货投资者结构

资料来源：周小刚“从香港市场发展历程看沪深 300 期指市场未来轨迹”

在香港市场上，投资品种比较丰富，除了传统的期货期权之外，还推出了迷你恒生指数期货，资料显示，迷你恒指期货以投机交易为主，小型合约更符合中小投资者的投机需求，使得标准的恒指期货合约实现为机构投资者服务的目的。由下表中 2008/2009 年的香港期市统计数据可知，投资于恒生指数期货的金额比例最高，超过总成交金额的一半，但成交量却不是非常突出，更加体现了标准恒指期货合约为机构投资者服务的目的。

表 6 2008/2009 香港期货市场各品种成交占比

	成交金额比例	成交量比例
恒生指数期货	56.6	22
恒生指数期权	11.3	4
迷你恒生指数期货	4.6	9
H股股指期货	21.9	14
H股股指期权	2.8	2
股票期权	2.8	49
整个市场	100	100

资料来源：周小刚“从香港市场发展历程看沪深 300 期指市场未来轨迹”

## 2. 台湾股指期货市场

台湾期货交易所于 1998 年 7 月推出了第一只指数期货产品



——台指期货，世界交易所联合会（WFE）的统计数据显示，截至 2009 年上半年，台湾股指期货成交约 2066 万张合约，排名位居全球 9，股指期权成交约 4084 万张合约，排名位居全球第 5。台湾股指期货市场属于亚洲市场上发展的比较好，其投资者结构发展呈现出了以下特点：

初期以个人投资者为主。由于政策限制，市场以个人投资者为主，个人投资者交易所占比重曾高达 94.41%，随后逐年下降。2005 年之后，个人交易所占比重开始低于机构投资者，台湾期货市场进入机构投资者为主的时代。近几年，个人投资者交易所占比重稳定在 38%左右。

目前，机构投资者已成为该市场的主要交易者。从 2001 年开始，机构投资者交易所占比重明显升高，2006 年最高达到 58.6%。2005 年以来，台湾期货市场交易总量持续增加，机构投资者交易所占比重一直维持在 56%左右。然而，各类机构交易所占比重差异较大，发展较不均衡。其中，自营期货商的交易占有所有机构交易总量的 96.7%，占整个市场交易总量的 57.3%，远远高于其他机构投资者。投资信托基金交易占交易总量的比重为 1.8%，包括保险公司、银行在内的一般法人机构占交易总量的比重为 1.2%，证券自营比重仅为 0.2%。这种状况在很大程度上是由不同机构投资者入市相关要求形成的。

## 第四章 比较及建议

我国金融市场还处在发展的初期阶段，要真正实现期货市场规避风险和价格发现的功能还有很多方面有待完善。本文此章的内容是建立在前两章的叙述之上，将我国股指期货市场中机构参与现状（包括目的和规模）与国际上其他相对成熟的市场进行比较，进而为我国股指期货市场的发展寻找适合的方向和发展模式。

我国股指期货市场与国际市场的异同总结如下：

其一，我国机构投资者参与股指期货交易的目的单一。

在我国，目前大部分机构参与股指期货交易只能通过做空股指期货进行套期保值，即被动的参与市场。能够参与投机或套利交易的机构资产类型有限，且目前尚未“阳光”进入。然而，股指期货市场角色的单一势必影响市场价格发现的功能。套保者、套利者和投机者都是健康市场中缺一不可的角色。此外，机构投资者被动参与，而且一味做空市场，随着市场中机构参与者的不断壮大，势必导致市场的畸形发展。但是，美国股指期货市场的情况却恰恰相反，其机构投资者更加注重通过做多股指期货进行资产配置或流动性管理。这种现象的背后有很复杂的原因和其自身的发展背景。简单的说，在美国金融市场中，机构投资者对冲风险的渠道有很多，包括股票市场的卖空、股指期权的买卖等等，

股指期货并不是其对冲风险的主要渠道，而其杠杆性却为机构投资者提供了释放资本流动性的机会，因此美国股指期货市场上的机构投资者对股指期货的使用相对灵活。

其二，我国机构投资者参与股指期货交易的规模很小。

由于我国股指期货上市时间较短以及监管机构的谨慎态度，股指期货市场的配套法律法规还在完善的过程当中。在此期间来自监管机构各方面的限制，使得机构资产的股指期货参与度还很低，从已有的数据分析来看，我国券商资产参与股指期货交易的比重非常有限，仅约为 0.62%。市场中活跃者多为个人投资者，也就是说市场中投机气氛很浓。这点与亚洲其它新兴市场的股指期货市场的发展初期状况相类似。股指期货市场发展初期都是以个人投资者做投机为主。而个人投资者相对于机构投资者来说，缺乏稳定性和专业性，是市场中的不确定因素，在成熟的市场中，比例一般应控制在 5%左右。因此要发展健康的股指期货市场，必须鼓励机构投资者的参与，减少对其的过度限制。

建立在本文前述所讨论的问题之上，我们归纳出以下建议：

第一，随着市场对股指期货了解的深入以及配套法律法规的完善，监管机构应该逐渐放宽对于机构参与股指期货交易的限制，让机构投资者能够规模化地参与股指期货的交易，并给予其交易角色转换的空间。

期货市场的高风险性来自其高杠杆性，监管机构设定严格的交易守则是理所应当，但是过于严格的监管，势必如裹足一般影响市场未来的发展。本文提出的具体策略包括：

首先，鼓励发展期货自营业务和咨询业务。从台湾市场上自营期货商高企的机构交易占比中，我们应该看到期货自营业务可以是股指期货机构投资者的一支重要队伍。期货公司作为期货市场上的专业机构，通过自营业务参与股指期货市场，一定会对期货市场的稳定发展起正面的作用。同时，我国期货咨询业务也在如火如荼地进行。期货咨询业务的开展，无论其对象是机构投资者还是个人投资者，都让对方更深入和专业的了解市场，并且更为理性地参与市场，这些都是股指期货市场健康发展并有效发挥功能的保证。

其次，鼓励发展期货投资基金（管理基金）。首先，在国际股指期货市场中，期货投资基金往往有对期货市场更为专业的认识和理性的交易策略，有助于起到期货市场价格发现的功能，同时其表现也远优于市场。其次，期货投资基金的发展有助于其他机构投资者更方便的参与股指期货市场。其他机构投资者可以以间接参与代替直接参与的方式参与股指期货市场进行风险规避。

再次，给予机构投资者交易角色转换的空间。市场功能的发挥，关键在于两点：其一，理性的投资策略，其次，理性策略的顺利实施。给予机构投资者交易角色转换的空间的目的就在于

让机构投资者能够基于其理性的判断而在市场中实施对应的策略。如若监管机构只给予其套期保值者的角色，就过于单一，反而不利于市场中的价格发现。

## 第二、丰富股指期货市场中的产品。

丰富投资者的选择，使得其投资策略更少的受到来自市场品种和规模等的限制，有利于机构投资者更好的规避风险及发现投资机会，从而使得期货市场发挥其价格发现的功能。在国外发达的金融市场中，投资产品都十分多样化，只有丰富的投资机会才会使得市场的波动不会超出其应有的范围。在国际成熟的股指期货市场上，无论是 CME、LIFFE 还是 SGX，期货品种能满足各样投资者的需求。香港股指期货市场就是丰富股指期货产品的一个突出的例子。香港除了恒生指数股指和 H 股股指的期货和期权之外，还适宜地推出了迷你期指合约来满足个人投资者的投机需求。此种市场结构的设置一方面能够满足中小投资者的投资需求，活跃市场，同时又不至于在传统的指数期货市场上有太大比例的投机者，从而稳定了股指期货市场。

## 参考文献

- 【1】龙舫：《私募基金参与股指期货路径探究》，私募基金研究报告。
- 【2】范向鹏：《股指期货在海外基金中的应用》。
- 【3】周小刚：《从香港市场发展历程看沪深 300 期指市场未来轨迹》。
- 【4】黄运成等：《国际期货市场机构投资者的类型、发展及与其他机构的关系》。
- 【5】刘文财等：《台湾地区股指期货期权市场发展简况》。
- 【6】Gompers, “Institutional investors and equity prices”.
- 【7】Lakonishok, “The weekend effect: Trading patterns of individual and institutional investors”.
- 【8】Raymond, “Price discovery in the Hang Seng index markets: index, futures, and the tracker fund.”.
- 【9】Martin T. Bohl, “Price discovery and investor structure in stock index futures”.
- 【10】华夏基金管理有限公司：《境外反向与杠杆型 ETF 研究及我国的创新设想》。