



## 股指期货市场的发展历程

### 一、股指期货市场的产生

股指期货是金融期货的一种。20 世纪 70 年代初，随着以美元为主的布雷顿森林体系解体后，固定汇率被浮动利率所取代，利率管制也逐渐取消，汇率、利率波动频繁剧烈，在这种背景下，金融期货应运而生，1972 年 5 月芝加哥商业交易所 CME 推出了外汇期货，1975 年 10 月芝加哥期货交易交易所 CBOT 推出了国民抵押协会债券期货，成为世界上第一个利率期货合约，1977 年 8 月美国长期国债在 CBOT 上市交易，成为最主要的金融期货品种之一。1982 年美国堪萨斯期货交易所 KCBT 开发了价值线综合指数期货合约，开创了股指期货交易的先河。

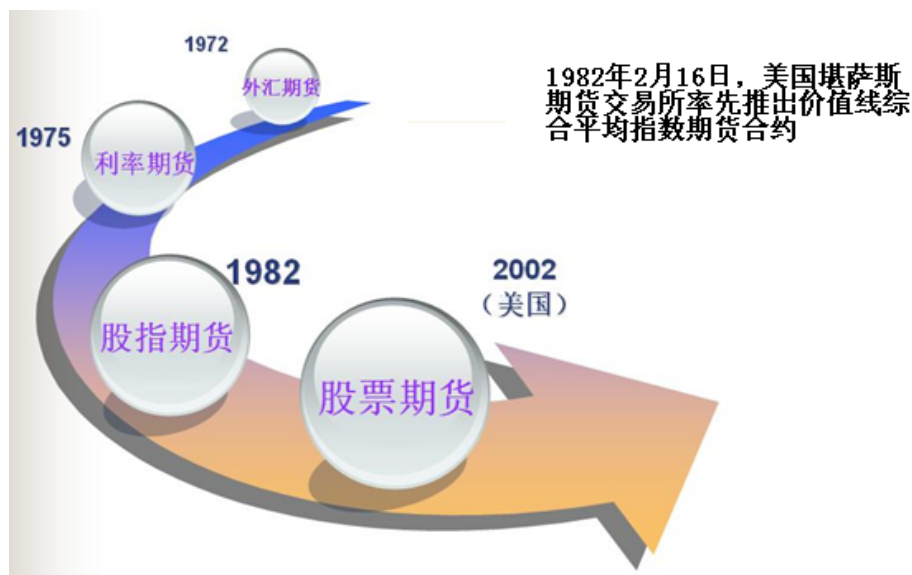


图 1 金融期货发展历程

股指期货是规避股价波动风险的产物。在 20 世纪 70 年代石油危机之后，西方国家出现了剧烈的动荡和严重的滞胀。1981 年以后里根政府把治理通货膨胀作为美国经济的首要任务，采取紧缩性货币政策，控制货币供应，导致利率大幅度上升和剧烈波动，美国股票市场受到沉重打击。为了减轻股票价格大幅波动给投资者带来的风险，恢复市场信心，确保美国股票市场的稳定和持续发展，开发新的能够规避股价风险的金融工具势在必行，股指期货就是在这样的背景下产生并快速发展起来。

早在 1977 年 10 月份美国堪萨斯交易所（KCBT）在经过充分的研究和分析之后就已经向美国商品期货交易委员会（CFTC）提交了推出股指期货合约交易的申请，在申请中该交易所拟以道琼斯工业股票指数作为标的物。最初 CFTC 没有批准 KCBT 的申请，原因主要在于：一方面作为一种全新的金融衍生品，很多人心存疑虑，需要时间来接受这种金融创新，另一方面当时的金融衍生产品在美国受到多个部门的管理，有管理权限重叠的问题，股指期货的推出会涉及到各相关管理部门的利益，在没有理清管理权问题之前，美国商品期货交易委员会没有立即对 KCBT 的申请进行批准。同时道琼斯公司也不同意以道琼斯指数作为股指期货的标的指数，认为股指期货纯粹是一种赌博的工具，并为此将堪萨斯交易所告上法庭，使美国堪萨斯交易所转而同 Arnold Bernhard & Company 公



司合作，以该公司的价值线指数作为基础交易工具。直到 1982 年，新任商品交易委员会主席菲利普·M·约翰逊和新任交易委员会主席约翰·夏德达成协议，明确规定股指期货的管辖权属于商品交易委员会，才为股指的上市扫清了障碍。直到 1982 年 2 月 16 日，堪萨斯交易所推出股指期货的报告终于获准通过。1982 年 2 月 24 日美国堪萨斯交易所推出了第一个股指期货合约-价值线综合平均指数期货。芝加哥商业交易所(CME)于 1982 年 4 月也推出了以 S&P500 股票指数为标的的股指期货合约，开市当日交易量就达到 3963 张。1984 年，股指期货合约的交易量已占美国所有期货合约交易量的 20%以上。

## 二、股指期货市场的发展与完善

和美国相似，其他国家也经历了利率上涨影响股市的情况，汇率和利率的波动造成了 20 世纪 80 年代主要发达国家股票市场价格的频繁波动。由于股指期货的推出为金融市场提供了风险对冲工具，顺应了市场管理系统性风险的要求，加上美国的示范效应，主要发达国家在 20 世纪 80、90 年代争相开设了股指期货：1984 年 5 月英国推出了金融时报 100 指数期货，1988 年 9 月日本推出了日经 225 指数期货，1990 年 9 月德国推出了 DAX 指数期货。主要发展中国家从 20 世纪 90 年代后期以来也陆续开设了股指期货：1996 年 5 月韩国推出了 KOSPI200 指数期货，1998 年 7 月中国台湾推出了台股指数期货，2000 年 6 月印度推出了 S&P CNX90 指数期货。

表 1 世界各国与各地区股指期货推出时间

品种	推出时间	上市地点
价值线指数期货	1982 年 2 月	美国
S&P500 指数期货	1982 年 4 月	美国
NYSE 综合指数期货	1982 年 5 月	美国
金融时报 100 指数期货	1984 年 5 月	英国
香港恒生指数	1986 年 5 月	中国香港
日经 225 指数期货	1986 年 9 月	新加坡
AEX 指数期货	1988 年 1 月	荷兰
日经 225 指数期货	1988 年 9 月	日本
CAC40 指数期货	1988 年 11 月	法国
DAX 指数期货	1990 年 9 月	德国
NASDAQ100 指数期货	1996 年 4 月	美国
KOSPI200 指数期货	1996 年 5 月	韩国
S&P500 电子迷你合约	1997 年 9 月	美国
台股指数期货	1998 年 7 月	中国台湾
S&P CNX90 指数期货	2000 年 6 月	印度

但是，股指期货的发展历程并不是一帆风顺的，1987 年的全球股灾是股指期货发展历史当中的低谷。1987 年 10 月 19 日，道·琼斯指数和芝加哥商业交易所（CME）的 S&P500 指数期货均出现了暴跌，对投资者和市场本身都产生了极大的影响。与此同时，全球股市也出现了不同程度的大跌，其中以香港的反应最为剧烈，香港恒生指数期货创下日跌幅 44% 的历史最大跌幅记录，之后香港政府与大财团先后筹措 40 亿港元（实际使用 17.95 亿港元）联手救市，香港股市和期市才逐渐回稳。

关于 1987 年的全球股灾，部分观点认为股指期货是主要原因，其中最具代表性的是《布雷迪报告》。该报告认为 1987 年 10 月的股市崩溃，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。为了避免股价下跌，机构投资者在期货市场上卖出股指期货，期货价格的下跌又继续引发股票现货价格下跌。这个过程多次重复，使股价的运行轨迹如同一条下泻的瀑布，如此循环最终导致股市崩溃。

而很多学者对此表示出不同的意见，他们认为股灾不是期货市场首先引起的，是在期货市场和股票市场同时出现的。港英当局发表《戴维森报告》认为，香港金融市场问题主要是风险管理不善和信贷控制过宽，而非恒指期货本身。美国国会专门调查小组也认为，股指期货交易成本低、信息反应速度快，投资者在得知新的市场信息后更愿意首先在期货市场交易，但不能由此断定股指期货就是 1987 年股灾的诱因。

1987 年的股灾后，市场管理者充分认识到股指期货的“双刃剑”作用。加强了对整个金融市场的风险监管和制度规范，出台了许多防范股市大跌的应对措施，特别是美国 and 香港等国家和地区采取了一系列有效措施，如引入熔断机制、涨跌停板制度、分层结算制度、持仓限额制度、动态调整保证金比例、加强对会员的管理等等，进一步完善了股指期货的风险控制机制，为股指期货的进一步完善与发展奠定了坚实的基础。

### 三、股指期货市场的现状

进入 20 世纪 90 年代以后，有关股指期货的争议逐渐消失，股指期货合约设计、交易制度和风险控制不断得到完善，投资者的投资行为也更加理性，股指期货市场规模增长迅速。2000-2008 年，全球股指期货及期权年交易量由 6.7 亿张合约增长到 64.9 亿张合约，8 年增幅为 868.7%；而同期全球场内期货及期权年交易量增幅为 490.5%，股票期货及期权增幅为 509.6%，利率期货及期权增幅为 279.6%。

目前，股指期货已经成为金融期货第一大交易品种，而股指期货及期权也成为全球场内衍生品交易占比最大的品种。如图 2 所示，2008 年股指类衍生品占全部场内衍生品交易量的 37%，远远超过其他品种。

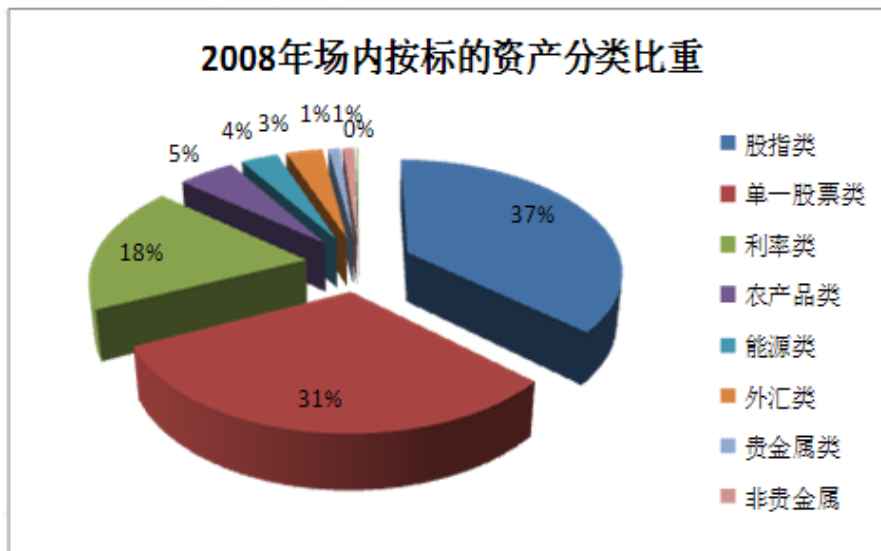


图 2 2008 年场内衍生品交易构成

从地区分布来看，欧美地区占据了股指期货及期权交易的统治地位，同时亚洲、拉美等新兴市场（如韩国、印度、墨西哥等）发展势头也非常迅猛。其中最为典型的是韩国 KOSPI200 股指期货及期权，2008 年其成交量达到 28.3 亿张，占全球股指期货及期权交易总量的 43.7%。韩国的 KOSPI200



股指期货已经成为全球交易量最大的金融衍生品。

表 2 2008 年全球股指期货（期权）成交量排名前十名

	合约	2008	2007	同比变化
1	Kospi 200 Options, KRX	2,766,474,404	2,709,844,077	2.1%
2	E-mini S&P 500 Futures, CME	633,889,466	415,348,228	52.6%
3	DJ Euro Stoxx 50 Futures, Eurex	432,298,342	327,034,149	32.2%
4	DJ Euro Stoxx 50 Options, Eurex	400,931,635	251,438,870	59.5%
5	SPDR S&P 500 ETF Options *	321,454,795	141,614,736	127.0%
6	Powershares QQQ ETF Options *	221,801,005	185,807,535	19.4%
7	S&P CNX Nifty Futures, NSE India	202,390,223	138,794,235	45.8%
8	S&P 500 Options, CBOE	179,019,155	158,019,723	13.3%
9	iShares Russell 2000 ETF Options *	151,900,495	154,059,054	-1.4%
10	S&P CNX Nifty Options, NSE India	150,916,778	52,707,150	186.3%