

# 试析股指期货交易特点与投资策略

赵新娥

(武汉理工大学管理学院 武汉 430070)

**【摘要】** 本文在分析股指期货交易特点的基础上,根据各投资者的不同获利目的,提出了股指期货的套期保值策略、期现套利策略和投机交易策略,并构建了三种投资策略的基本原理及基本方法,以供不同的投资者参考。

**【关键词】** 股指期货 交易策略 套期保值 期现套利 投机交易

股指期货是指以某一股票市场价格指数为交易标的物的期货,是由交易双方订立的、约定在未来某一特定时间按成交时约定好的价格进行股价指数交易的一种标准化合约。开展股指期货交易,对于规避股票市场系统性风险、大力发展和培育机构投资者、增强我国证券市场国际竞争力具有重要意义。同时,股指期货交易对于保护投资者利益、丰富投资工具与避险工具、拓展和丰富期货市场、完善我国金融市场体系等方面亦具有积极作用。因此,适时推出股指期货等金融衍生产品已势在必行。

## 一、股指期货的交易特点

股指期货与股票相比,有以下几个非常鲜明的特点:

1. 股指期货交易的对象不是股票,而是以经过统计处理的股价指数为基础而设计的期货合约。如沪深300指数期货合约,即是以沪深300指数为标的物的金融期货合约。沪深300指数于2005年4月8日正式发布,指数代码为沪市000300,深市399300。以2004年12月31日为基期,基期点位1 000点。沪深300指数从上海证券市场和深圳证券市场中选取了300只A股作为样本,其中沪市有179只,深市有121只,样本选择规模大、流动性好的股票。这些股票覆盖了沪深市场六成左右的市值,以大盘股为主,总体业绩良好,市场代表性强。

2. 期货合约有到期日,不能无限期持有。股票买入后可以一直持有,正常情况下股票数量不会减少。但股指期货都有固定的到期日,到期必须结算。因此股指期货交易必须注意合约到期日,以决定是提前了结头寸,还是等待合约到期(股指期货是现金结算交割,不需要实际交割股票),或者将头寸转到下一个月。如沪深300指数期货合约的合约月份为当月、下月及随后两个季月。

3. 期货合约是保证金交易,必须每日结算盈亏。股指期货一般只要付出合约面值约10%~15%的资金就可以买卖一张合约,如沪深300指数期货合约的保证金比率为合约面值的8%(交易所有权根据市场风险情况进行调整)。保证金交易制度一方面提高了盈利的空间,但另一方面也带来了风险,因此必须每日结算盈亏,即交易后每天要按照结算价对持有合约进行结算,账面盈余第二天就可以转出或者开新仓,但账面亏

损第二天开盘前必须补足即追加保证金。股指期货由于是保证金交易,亏损额甚至可能超过投资本金,这一点和股票交易不同。买入股票后在卖出以前,账面盈亏都是不结算的,亏损额最大为本金。

4. 期货合约可以卖空。如果是股票现货交易,要卖空就必须先从他人手中借到一定数量的股票,然后卖出,但难度相对较大,在融资融券正式推出之前甚至是不可能的,即使在金融市场比较发达的国家对此也有较严格的条件和限制。在英国只有证券做市商才有可能借到英国股票;而在美国,证券交易委员会规则10A-1明文规定,投资者借股票必须通过证券经纪人来进行,还得缴纳一定数量的相关费用,在股价下跌时,不能进行卖空交易。因此,股票卖空交易并非人人可做。而进行股指期货交易则不然,投资者可以非常方便地交易股指期货,实际上有半数以上的股指期货交易中都包括拥有卖空的交易头寸。

5. 股指期货实行现金交割方式。合约到期时,以股市收市指数作为结算的标准。只要交付或收取到期时股指期货与开仓时股指期货的现金差额,持仓者就完成了交收手续。如某人以3 000点的股价指数买入一份沪深300指数期货合约,到期时该指数涨至4 000点,则获利300 000元,而不必交收股票实物。股指期货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,避免了在交割期股票市场出现“挤市”的现象。

6. 交易成本相对较低。相对股票交易,股指期货交易的成本是相当低的,其成本包括交易佣金、买卖价差、用于支付保证金的机会成本和可能的税项。在英国,期货合约是不用支付印花税的,并且购买股指期货只进行一笔交易,而想购买多种(如100种或500种)股票则需要进行多笔、大量的交易,交易成本很高。在美国,一笔期货交易(包括建仓并平仓的完整交易)收取的费用只有30美元左右。我国沪深300指数期货合约的交易手续费为每手30元(含风险准备金)。

7. 市场的流动性较高。有研究表明,股指期货市场的流动性明显高于现货股票市场。如在1991年,英国FTSE100指数期货交易量就已达850亿英镑。因为股指期货所具有的交易集中、流动性强、交易成本低廉、结算无风险的特点使它能够成

为机构投资者进行套期保值、资产配置、投机买卖等交易活动的有力工具,从而提高机构投资者交易的频率。

## 二、股指期货的投资者和投资功能

1. 股指期货的投资者。根据进入股指期货市场的目的不同,股指期货投资者可以分为三大类:套期保值者、套利者和投机者。

(1)套期保值者。套期保值者是指通过在股指期货市场上买卖与现货价值相等但交易方向相反的期货合约,来规避现货价格波动风险的机构或个人。

(2)套利者。套利者是指利用股指期货市场和股票现货市场(期现套利)、不同的股指期货市场(跨市套利)、不同股指期货合约(跨商品套利)或者同种商品不同交割月份(跨期套利)之间出现的价格不合理关系,通过同时买进卖出以赚取价差收益的机构或个人。

(3)投机者。投机者是指那些专门在股指期货市场上买卖股指期货合约,即根据对股票价格指数的预测在看涨时买进、看跌时卖出以获利的机构或个人。

### 2. 股指期货的投资功能。

(1)套期保值功能。套期保值者主要是为了降低已经面临的风险,投机者通过预期资产价格的变动来获取收益,并承担相应风险,而套利者则通过在短时期内进入两个市场的交易,锁定无风险的收益。

(2)套利功能。套利者根据自身的风险厌恶程度,在不同的偏离程度上,对股指期货的波动进行套利交易,获取收益。与此相对应,存在着多种投资方法,投资者可根据自己的风险喜好程度进行选择。

(3)投机功能。股指期货的杠杆效应满足了投机者的需要,使投机者愿意承担套期保值者转移的风险,以获取高额利润。

## 三、股指期货投资策略

### 1. 套期保值投资策略。

(1)套期保值的基本原理。套期保值是指在股票市场上买进或卖出股票的同时,在期货市场上卖出或买进股指期货合约,在合约到期日时,因股价变动造成的现货市场股票买卖的亏损由股指期货市场上的盈利弥补,从而达到保值的目的。

股指期货之所以具有套期保值的功能,是因为股指期货的价格与股票现货的价格受相似因素的影响,其变动方向基本一致。因此,投资者只要在股指期货市场建立与股票现货市场相反的持仓,则在市场价格发生变化时,其必然会在一个市场上获利而在另一个市场上亏损。通过计算适当的套期保值比率可以达到亏损与获利的大致平衡,从而达到保值的目的。在实际交易中,盈亏正好相等的套期保值往往难以实现,因为期货合约的标准化使套期保值者难以根据实际需要选择合意的数量和交割日,并受到基差风险的影响。

股指期货的套期保值分为卖期保值和买期保值两种。卖期保值是股票持有者为避免股价下跌而在期货市场卖出股指期货合约来保值。买期保值是指准备持有股票的投资者为避免股价上升而在期货市场买进股指期货合约来保值。投资者

利用股指期货进行套期保值的步骤如下:①辨认所购买的股票是否是股指期货标的指数的成分股之一;②确认股指期货标的指数成分股是否需要套期保值;③确认是卖期保值还是买期保值;④选择套期保值的合约;⑤以到期月份的期货价格为依据计算套期保值所需的合约张数,套期保值所需的期货合约数量=(现货总价值/期货合约的价值) $\times\beta$ ;⑥在到期日同时实行平仓,并进行结算,实现套期保值。

(2)套期保值原则。①品种相同或相近原则。即所选择的股指期货品种与要进行套期保值的股票现货品种相同或尽可能相近。只有如此,才能最大限度地保证两者在股票现货市场和股指期货市场上价格走势的一致性。②月份相同或相近原则。即所选用股指期货合约的交割月份与股票现货市场股票的拟交易时间尽可能一致或接近。③方向相反原则。即在股指期货市场和股票现货市场的买卖方向必须相反。由于同种(相近)商品在两个市场上的价格走势方向一致,因此必然会在一个市场盈利而在另外一个市场上亏损,盈亏相抵从而达到保值的目的。④数量相当原则。即所选用的股指期货品种其合约上所载明的数量必须与现货市场上要保值的数量相当。只有如此,才能使一个市场上的盈利(亏损)与另一个市场上的亏损(盈利)相等或接近,从而增强套期保值的效果。

### 2. 期现套利投资策略。

(1)期现套利的原理。期现套利是指利用股指期货合约与其对应的现货指数之间的定价偏差进行的套利交易,即在买入(卖出)某个月份的股指期货合约的同时卖出(买入)相同价值的标的指数的现货股票或股票组合,并在未来某个时间对两笔头寸同时平仓的一种套利交易方式。期现套利与普通投机交易的区别是:普通投机交易关注绝对价格变化,而期现套利是从期货合约与其对应的现货指数之间的定价偏差套取利润;普通投机交易在一段时间内只做单方向的买或卖,而期现套利则是同时进行双向操作。

股指期货的理论价格可由无套利模型决定,一旦市场价格偏离了这个理论价格的某个价格区间(即考虑交易成本时的无套利区间),投资者就可以在期货市场与现货市场上通过低买高卖获得利润,也即在股票市场和股指期货市场中,两者价格的不一达到一定的程度时,就可能在两个市场同时交易获得利润。

一般来说,期现套利包括正向套利和反向套利两种。股指期货期现套利的流程为:首先根据相关数据计算无套利区间,然后判断股指期货市场价格是否超出无套利区间,如果处于套利区间之内,则不进行套利活动,如果处于套利区间之外,则判断是进行正向套利还是进行反向套利,并判断该套利空间能否获得预期的收益率,如果可以,则进行套利。

(2)期现套利的作用。期现套利对于股指期货市场非常重要。一是期现套利使股指期货的价格更合理,更能反映股票市场的走势。主要是因为股指期货和股票市场之间可以套利,股指期货的价格才不会脱离股票指数的现货价格而出现离谱的价格。二是期现套利行为有助于股指期货市场流动性的提高。期现套利行为的存在不仅增加了股指期货市场的交易量,

# 不同捐赠模式的税负比较

## ——基于对地震灾区捐赠的分析

何丽梅 冯文红

(北方工业大学经济管理学院 北京 100144)

**【摘要】** 税收对于经济主体的行为有较大的影响,本文对汶川大地震中企业的不同捐赠行为进行了税负比较,并分别针对政府与企业提出了改进税款征收和合理选择捐赠模式的建议。

**【关键词】** 捐赠 税负 无偿劳务捐赠 现金捐赠

汶川大地震后,社会各界迅速响应,纷纷捐款捐物,支援灾区人民。在捐赠过程中,由于情况紧急,企业和个人可能很少注意到税收对其自身的额外负担效应,但这样的问题是不可避免的,不同的捐赠模式会带来不同的税收效应,合理地选择捐赠模式既有利于提高社会各界的捐赠积极性,也有利于降低捐赠主体的税收负担。

### 一、主要捐赠模式

1. 企业现金捐赠和企业个人股东现金捐赠相结合的模式。企业现金捐赠和企业个人股东现金捐赠相结合是本次捐赠中比较典型的模式。根据国家税务总局2008年5月19日发布的《关于认真落实抗震救灾及灾后重建税收政策问题的通知》(财税[2008]62号),企业发生的公益性捐赠支出,按《企业所得税法》及其《企业所得税法实施条例》的规定在计算应纳税所得额时扣除。《企业所得税法》规定,企业发生的公益性捐赠支出,在年度利润总额12%以内的部分,准予在计算应纳税所

也增加了股票市场的交易量。市场流动性的提高,有利于投资者交易和套期保值操作的顺利进行。

### 3. 投机交易投资策略。

(1) 投机的基本原理。投机是指投资者根据自己对股指期货市场价格变动趋势的预测,通过在看涨时买进、看跌时卖出而获利的交易行为。即当投资者预计股指期货合约的价值将要升值时,买入股指期货合约,待其价值确实上升并达到预期利润水平时,再将前期买入的股指期货合约卖出,从而获得价差利润。当投资者预计股指期货合约将要下跌时,先卖出股指期货合约,待其价值确实下跌并达到预期利润水平时,再将其买入,从而获得价差利润。投机者单纯通过股指期货的炒作获取价差收益,不参与股票现货的买卖。股指期货因具有交易成本低、保证金比例低、杠杆倍数高等优点,被认为是风险较高但收益较大的投资方式,会吸引一部分偏爱高风险的投资者即投机者进入期货市场,并在股指期货交易中承担套期保值者转移的风险,使市场上的风险转移得以随时进行;同时,投机交易也增强了股指期货市场的流动性。

(2) 投机的原则。股指期货投机交易具体又可分为基差投

得额时扣除。但《关于个人向地震灾区捐赠有关个人所得税征管问题的通知》(国税发[2008]55号)规定,个人捐赠金额允许在个人所得税税前全额扣除,不受比例限制。

从这几项税收条款可以看出,企业捐赠中会不会额外承担税收负担的上限是年度利润总额12%以内的部分,而个人捐赠则不受限制。因此,在企业股份以个人或家族持有为主的情况下,选择该模式对于企业节约税收支出有很大帮助。我国目前的大量非公有制企业正处于这种股权结构状态,因此这种模式在本次捐赠中最受青睐;如果企业股东相对较为分散,主要大股东以个人名义联合捐赠也可以起到同样的效果。

2. 提供无偿劳务捐赠模式。《营业税暂行条例实施细则》第四条规定,有偿提供应税劳务、有偿转让无形资产或者有偿转让不动产所有权需要缴纳营业税。与之相对应,企业无偿提供的劳务则不需要缴纳营业税。但《企业所得税法实施条例》第二十五条规定,企业发生非货币性资产交换,以及将货物、

机交易和价差投机交易两种。不管采用何种方式进行投机,投机者在风险管理中至少应遵循以下几点原则:①把握趋势原则,准确预测股指期货价格的变动;②及时止损原则,根据自身的风险承受能力确定止损点并严格执行;③适可而止原则,对获利目标的期望切忌贪得无厌;④规避风险原则,尽可能选择近月合约交易;⑤资金管理原则,以适应稍纵即逝的投机机会以及千变万化的市场行情;⑥谨慎行事原则,不要盲目跟风和跟风,要对股指期货投机交易的知识、经验以及自己对于风险管理的能力有较高的理解和认识。

**【注】** 本文系国家自然科学基金资助项目(项目编号:7077-1085)的阶段性成果。

### 主要参考文献

1. 王倩. 备战股指期货: 股指期货投资策略方法研究. 河南教育(高校版), 2006; 10
2. 杨帆. 股指期货套期保值六部曲. 证券时报, 2007-12-04
3. 郑璐. 股指期货投资策略与技巧. 企业技术开发, 2008; 1
4. 陶睿睿. 浅议全流通背景下股指期货投资策略的选择. 财经界, 2007; 2