

全球股指期货与期权市场竞争格局与发展态势

北京工商大学证券期货研究所所长 胡俞越教授 徐 欣

在金融期货的大家庭中，股指期货可谓“大器晚成”。当诺贝尔奖得主弗里德曼 1972 年 5 月 16 日应梅拉梅德之邀为外汇期货交易开锣时，华尔街的精英们想都不会想到，还会有一个叫做股指期货的合约诞生。然而 10 年后，它如精灵般出现了。1982 年，堪萨斯期货交易所（KCBT）率先推出价值线指数期货合约。1983 年，芝加哥期权交易所（CBOE）推出了 S&P 100 期权，紧接着美洲股票交易所（AMEX）推出了主要市场指数（MMI）期权。二十四年的发展，它既经历了飞速的增长，也曾在 1987 年股灾后被人们当作替罪羊。但在踏过坎坷的、布满荆棘的道路之后，今天的股指期货、期权市场已力压群雄，成为全球期货、期权市场中最激动人心的部分。

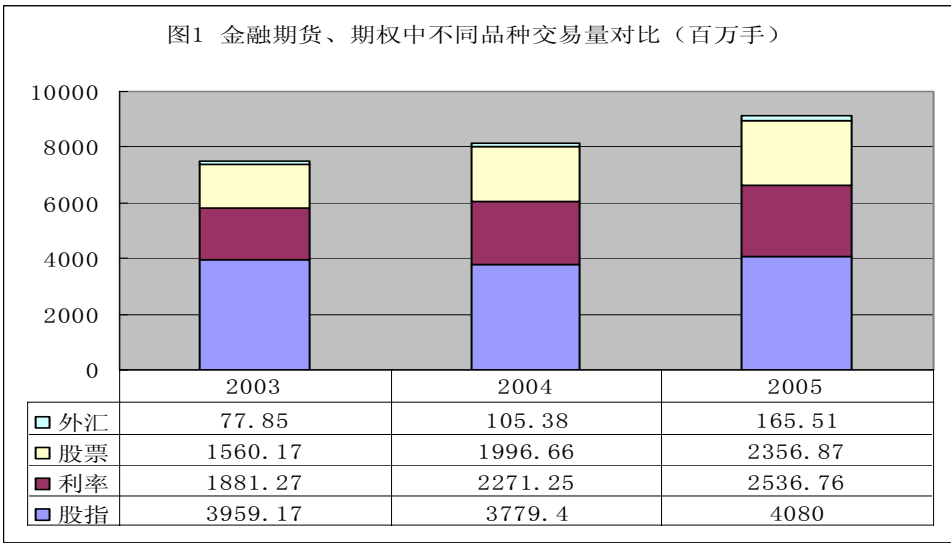
一、衍生品皇冠上的一颗明珠

股指期货、期权的诞生开启了一个新的时代，它以巨大的交易量、众多的投资者、深远的影响力占据了金融期货乃至整个衍生品市场的大片领地。如果说金融期货是衍生品市场的皇冠，那么不可否认，股指期货、期权是皇冠上那颗闪亮的明珠。

（一）交易量独占鳌头

2006 初，美国期货业协会（FIA）发布《Annual Volume Survey》。统计显示，2005 年全球期货、期权交易量达到近 99 亿手，其中，金融期货、期权贡献了 91.39 亿手，占到 91.31%。而股指期货、期权的

交易量则达到了 40.80 亿手，占到了金融期货、期权交易量的 44.64%，总交易量的 41.21%。可见，股指期货、期权是交易量最大的品种，几乎占据了全球期货期权的半壁江山（见图 1）。



资料来源：FIA

（二）丰富的合约受到投资者欢迎

全球各地分布着数个股票市场，除了每个股票市场自己编制的股价指数外，世界四大专业指数编制公司道·琼斯公司、FTSE 国际公司、摩根·斯坦利国际公司、标准&普尔公司还在各国开发了指数。因此，股指期货、期权的标的资产相当丰富，合约种类也相对较多。据统计，截至 2004 年底，在加入了国际交易所联合会（FIBV）的 237 家证券交易所中，在 34 个国家或地区有 39 家交易所至少有一个股指期货或股指期权品种在挂牌交易，这 39 家交易所总计有 188 个股指期货品种。

正因为股指期货、期权交易品种丰富，能满足各类投资者的需求，因此颇受欢迎。这不仅与其所标的庞大的股票现货市场有关，还与其现金交割，无需实物转移的履约方式息息相关。在近两年的全球交易量最大的期货、期权合约排名中，有多个股指期货、期权合约都榜上有名。在 2005 年交易量居世界前 10 位的合约中，有 3 个为股指期货、股指期权，它们分别是在韩国期货交易所上市的 KOSPI 200 股指期权、芝加哥商业交易所（CME）上市的 S&P 500 电子迷你期货，欧洲期货交易所（EUREX）道琼斯 Euro Stoxx 50 股指期货（见表 1）。而在 2005 年全球交易量增长最快的 10 个合约中，有 5 个是来自于股指期货、期权。它们分别是 CME 的电子迷你标准普尔股指期货、台湾期货交易所的台证股指期权、以色列 TASE 的 TA-25 指数期权、印度国家证券交易所的标准普尔 CNX Nifty 指数期货、CBOE 的标准普尔 500 指数期权以及 CBOE 的道琼斯欧洲斯托克 50 指数期权。以上数据表明，股指期货、期权合约的确是全球期货、期权交易中最重要的一部分，而且近年发展势头更猛，毫无衰退之意。从交易量上看，欧美地区股指期货、期权合约可能占有先机，但是从交易量增速来看，亚洲一些国家和地区的股指期货市场的却在紧追不舍，大有“后来居上”的架势。

表 1 全球交易量最大的 10 个合约（百万手）

排 名	合 约	交 易 所	2005	2004
1	KOSPI200 股	韩国交易所	2535.20	2521.56

	指期权			
2	欧洲美元期货	CME	410.36	297.58
3	10 年欧洲债券期货	EUREX	299.29	239.79
4	10 年期国债期货	CBOT	215.12	196.12
5	电子迷你标准普尔 500 股指期货	CME	207.10	167.20
6	欧洲美元期权	CME	188	130.60
7	欧洲拆借利率期货	EURONEXT	160.68	157.75
8	5 年欧元债券期货	EUREX	158.26	159.17
9	2 年欧元债券期货	EUREX	141.23	122.93
10	道琼斯欧洲斯托克 50 指数期货	EUREX	139.98	121.66

资料来源：FIA

二、欧美宝刀不老，“四小龙”异军突起

由于各地区法律环境、经济自由化程度、股票市场发展以及机构投资者成熟程度不一样，造成了股指期货、期权市场发展的不平衡。当前，在全球股指期货、期权市场中，呈现出如下竞争格局：由于一些重要指数如标普 500、道琼斯指数的走势能左右全球金融市场，美国、欧洲市场依然是最重要的股指期货、期权交易场所。但同时，在亚太地区，一批“黑马”成长起来，表现最突出的就是亚洲“四小龙”韩国、新加坡、中国台湾、中国香港，澳大利亚、印度股指期货、期权市场也显示了不俗的实力。

（一）美国市场：CME “独步江湖”

近年来美国的股指期货市场发展势头十分迅猛，年均交易量增长率超过 30%，已成为美国资本市场不可或缺的组成部分。据统计，2004 年美国股指期货成交量达 3.3 亿张，占全球股指期货产品成交量的 44%。美国是全球股指期货、期权交易量最大的国家，一直稳坐世界的“龙头”。

表 2 美国主要股指期货、期权合约

合约名称	交易所	合约标的物	合约规格
S&P500 index futures	CME	S&P500 指数期货价格	250 美元 x S&P500 指数
E-mini S&P500	CME	E-mini S&P	50 美元 x E-mini S&P

index futures		500 指数期货 价格	500 指数期货价
DJ 平均工业股票价格指数期货与期权	CBOT	DJAI 指数	10 美元 x DJ 平均工业指数
拉塞尔 1000 指数期货	CME	拉塞尔 1000 指数	500 美元 x 指数
S&P500/BARRA 成长指数期货	CME	S&P 500/BARRA 成长指数期货 价格	\$250 x S&P 500/BARRA 成长指数期货价格
S&P500/BARRA 价值指数期货	CME	S&P 500/BARRA 价值指数期货 价格	\$250 x S&P 500/BARRA 价值指数期货价格
Nasdaq100 指数期货与期权	CME	NASDAQ-100® 指数	100 美元 x NASDAQ-100® 指数
E-mini Nasdaq 100 指数期货	CME	NASDAQ-100 指数	20 美元 x NASDAQ-100 指数
NYSE 综合指数期货与期权	NYMEX	NYSE 综合指数	50 美元 x NYSE 综合指数

资料来源：根据各交易所网站资料整理

作为美国最大期货交易所的芝加哥商业交易所（CME），是美国股指期货、期权交易的主要场所(见表 2)。上世纪 90 年代以来，CME

不断根据市场需求，先后推出大盘蓝筹指数期货、中盘股指数期货和小盘股指数期货，已经形成了完整的产品体系。CME 交易的产品包括标准普尔 500 指数期货以及相应的电子迷你指数期货合约、纳斯达克 100 指数期货、电子迷你拉塞尔 2000 指数期货和日经 225 指数期货。电子迷你 CME 的标准普尔 500 指数期货和电子迷你纳斯达克 100 指数期货是全球交易量最大的指数期货产品，其中 2004 年这两个合约品种分列全球股指期货合约成交第一位和第三位。整个 2004 年，CME 交易了约 8 亿张合约，交易额 460 万亿美元，相当于美国 GDP 的 40 倍，它的股票衍生品和股指期货合约市场份额占到全美国的 93%。而且，这种迅猛的发展势头还在继续。2006 年第二季度，CME 电子迷你股票指数期货和期权日均成交量达到了 170 万手，同比增长 34%；电子迷你拉塞尔 2000 指数期货的日均成交量达到 18.7 万手，同比增长 58%；电子迷你标准普尔指数期货合约日均成交量为 120 万手，同比增长 40%，均创历史新高。

（二）欧洲市场：EUREX、EURONEXT 两分天下

欧盟正式成立特别是欧洲统一货币体系的形成，给整个欧洲期货、期权市场带来了一场深刻的变革。各国期货交易所开始了新的整合，规模庞大、技术先进的欧洲期货交易所（EUREX）、泛欧交易所（EURONEXT）开始登上历史舞台，成为欧洲大陆最主要的期货、期权交易所。2005 年，EUREX 的期货与期权总成交量为 12.5 亿手，在全球各交易所排名中名列第二，EURONEXT 的期货期权总成交量为 7.58 亿张，在全球各交易所排名中名列第四。

欧洲地区主要的股指期货、期权合约基本上都在上述两个交易所上市。其中，在 EUREX 上市的包括道琼斯欧洲斯托克 50 股指期货与期权、道琼斯斯托克 50 指数期货、道琼斯斯托克 600 指数期货、道琼斯全球巨人 50 指数期货、道琼斯意大利巨人 30 指数期货、DAX 指数期货、MDAX 指数期货以及 SMI 指数期货合约。除了这些综合类指数期货、期权合约以外，它们还开发了部门股指期货合约，如道琼斯欧洲斯托克银行类股指期货等。EURONEXT 的股指期货、期权产品主要放在其分部 LIFFE 交易，其中有大部分合约标的的是著名的金融时报指数体系，交易量较大的合约包括金融时报 100 股指期货、期权，金融时报 250 股指期货，金融时报欧洲领先 80 股指期货、期权，金融时报欧洲领先 100 股指期货与期权（见表 3）。

表 3 欧洲主要股指期货、期权合约

合约名称	交易所
道琼斯欧洲 STOXX50 指数期货与期权	EUREX
FTSE Estars 期货	EURONEXT LIFFE
FTSE Eurobloc100 期货	EURONEXT LIFFE
FTSE Eurotop100 期货与期权	EURONEXT LIFFE
FTSE Eurotop300 期货与期权	EURONEXT LIFFE
MSCI 欧洲/MSCI 泛欧指数期货	EURONEXT LIFFE
法国 CAC40 指数期货与期权	EURONEXT LIFFE

德国 DAX 指数期货与期权	EUREX
道琼斯欧洲 STOXX 600 指数期货 与期权	EUREX
道琼斯环球巨人股指 50 期货与期 权	EUREX
芬兰赫尔辛基股指 25 期货与期权	EUREX
FTSE 100 指数期货与期权	EURONEXT LIFFE
FTSE 250 指数期货	EURONEXT LIFFE

资料来源：www.euronext.com www.eurexchange.com

近两年,EUREX 基于股价指数的衍生产品表现最为强劲。仅 2006 年 6 月,股指期货、期权就成交 6040 万手。其中,道琼斯欧洲 STOXX50 指数期货更是第一次成为 EUREX 成交最活跃的品种,共成交 2980 万手,同比增长 110%。道琼斯欧洲 STOXX50 指数期权也达到了创记录的 1650 万手,同比增长 120%。

（三）韩国市场：飞速登上“王位”

韩国股指期货的产生源于其资本市场的逐步开放。1984 年,韩国政府允许境外投资者通过境内基金间接投资境内的股票;到 1992 年底,境外投资者对韩国的投资达到了 150 亿美元,接近韩国证券市场总市值的 1.5%,加上当年 QFII 直接买卖股票的数额,境外投资者持有的股票市值达到韩国证券市场总市值的 3.1%。但是,在境内外投资者交易量快速增长时,股票市场结构方面的问题也逐渐暴露出来,规避风险的投资工具的缺乏,使人们无法有效地管理市场波动所

带来的风险，市场系统性风险凸现，投资者对冲风险的需求强烈。于是，在 1987 年全球股灾后不久，韩国政府从法律上授权韩国证券交易所建立期货市场。1990 年 1 月，韩国证券交易所编制了由 200 个大企业的股票组成的 KOSPI 200 指数， 1996 年 5 月 3 日，韩国证券交易所正式开始 KOSPI200 指数期货交易，次年 6 月又推出了 KOSPI200 指数期权交易。1999 年 2 月，韩国期货交易所（KOFEX）在釜山正式成立，当年就推出了美元期货及期权、CD 利率期货、国债期货、黄金期货。于是，股指期货、期权与其它金融期货品种的上市地点分隔开来。在经历了一番股指期货、期权合约到底应放在证券交易所还是期货交易所的争论之后，KOSPI200 指数期货、期权交易终于从证券交易所转移到 KOFEX。就这样，韩国股指期货、期权市场开始在韩国期货交易所这样一个专业化金融期货交易所成长起来。值得注意的是， KOSPI 200 股指期权合约是整个韩国期货、期权市场的核心产品。2000 年，凭借着 KOSPI 200 合约 142%的交易量增长，韩国交易所首次挤入前五强，也就是这个合约一直蝉联交易量第一名，使得韩国交易所在全球交易所排名中也连续四年位居首位。从 2004 年、2005 年统计数据来看，KOSPI200 期权交易量在韩国交易所中的比重越来越高，2005 年已占到 97.77%（见表 4）。

表 4 韩国 KOSPI 200 期权合约交易量及所占比例（单位：百万手）

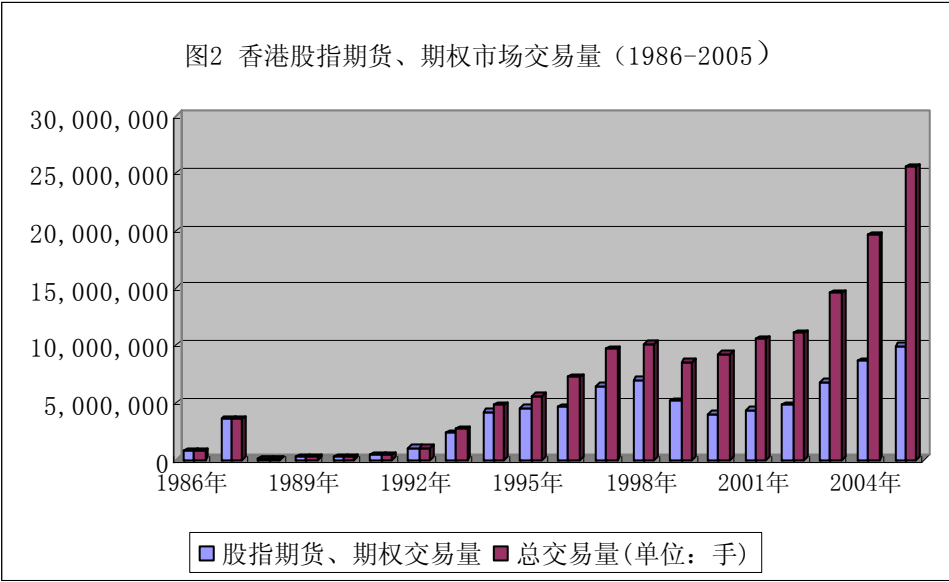
年度	KOSPI200 期权交 易量	韩国交易所交 易量	所占比例
----	--------------------	--------------	------

2004	2521.56	2586.82	97.48%
2005	2535.20	2593.09	97.77%

资料来源：FIA

（四）香港市场：恒指期货是领头羊

香港于 1975 年 8 月通过《商品交易条例》并筹建期货交易所，1976 年 12 月香港商品交易所成立，1985 年改名为香港期货交易所，1986 年 5 月推出恒生股指期货交易，1987 年受到股灾打击，1997—1998 年经受东南亚金融危机的冲击，2000 年 3 月香港期货交易所与联合交易所合并成立香港交易及结算所有限公司，并成为上市公司在香港联合交易所上市交易。2000 年 10 月推出迷你型的恒指期货合约。截至 2005 年底，香港交易所共上市 9 种股指期货、期权合约，它们分别是：恒生指数期货与期权、迷你恒生指数期货与期权、H 股指数期货与期权、新华富时中国指数期货与期权、道琼斯工业平均指数期货。正因为合约不断推出，产品创新刺激了交易量的发展，除了 1987 “股灾”之后的三四年里交易量有所萎缩，其他年份都呈现出稳步增长的势头，从 1986 年到 2005 年，香港股指期货、期权市场交易量增长了近 13 倍（见图 2）。品种结构分布方面，2005 年，恒指期货交易量占到整个香港股指期货、期权交易量的 60%，排在第二位的是 H 股指数期货合约。可见，一方面，香港市场上以股指期货合约交易为主，股指期权所占份额比较小；另一方面，作为全球金融市场上比较有影响力的“标杆”之一的恒生指数，依旧是带动香港股指衍生品市场发展的“领头羊”。



资料来源：www.hkex.com

（五）台湾市场：快速崛起的“枭雄”

表 5 台湾股指期货、期权上市品种

时间	合约名称与代码
1998/7/21	台湾证券交易所股指期货合约（TX）
1999/7/21	台湾证券交易所电子类股指期货（TE）
1999/7/21	台湾证券交易所金融保险类股指期货（TF）
2001/4/9	台湾证券交易所小型台股指数期货（MTX）
2001/12/24	台湾证券交易所股指期权（TX0）
2003/6/30	台湾证券交易所 50 指数期货（T5F）

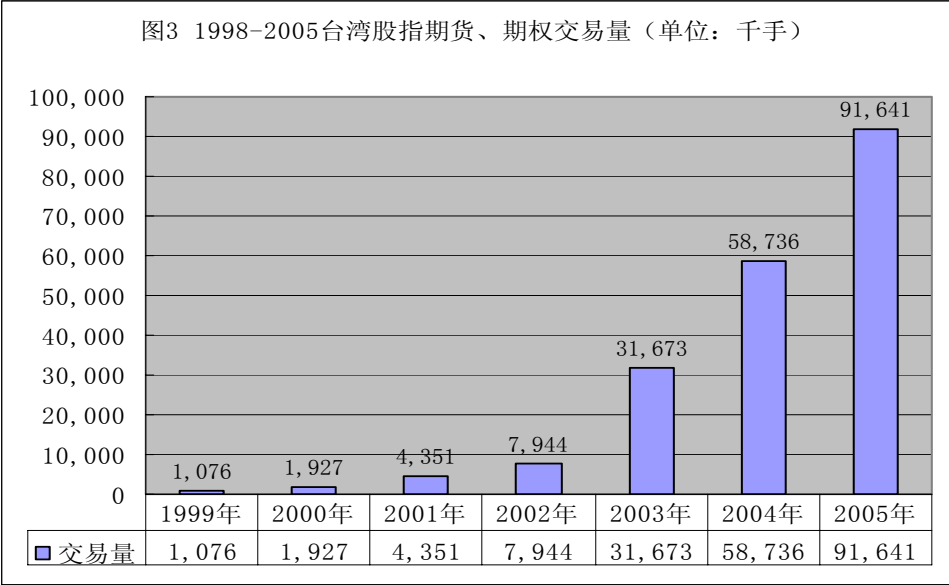
2005/3/28	台湾证券交易所电子类股指期货（TE0）
2005/3/28	台湾证券交易所金融保险类股指期权（TF0）
2006/3/27	MSCI 台指期货（MSF）
2006/3/27	MSCI 台指期权（MSO）

资料来源：www.taifex.com

1998 年 7 月 21 日，台湾期货交易所（TAIFEX）正式开业。这是一个起点，它开创了台湾本土期货交易的先河。TAIFEX 并没有先从商品期货发展，而是首先推出了台湾证交所股指期货合约。短短 8 年时间里，台湾期货交易所共推出了 10 个股指期货、期权合约（见表 5）。这些合约中，标的资产既有综合股指，也有行业分类股指；交易品种既有股指期货，也有股指期权；计价方式既包括以台湾地区本币计价的合约，也有以美元计价的 MSCI 台指期货、期权。交易合约标的资产之丰富、覆盖范围之广，实在令人惊叹。

至 2005 年底，台湾期货交易所共有 11 种期货、期权合约挂牌交易，全部为金融期货、期权品种。除了 10 年期政府公债期货、30 天商业本票利率期货属于利率期货以及股票期权以外，其余 8 个全为股指期货、期权合约。从交易量上看，股指期货、期权占到总量的近 99%，具有绝对优势。因此，台湾期货市场其实是一个以股指期货、股指期权作为核心产品的市场。

在过去的 7 年里，台湾股指期货、期权发展迅速。随着期货、期权合约的不断推出，交投日渐活跃。1999 年，股指期货交易量仅为 107 万手，到 2005 年成交量为 1 千万手，是 1999 年交易量的近 10 倍。其中大台指成交量为近 7 百万张，是 1999 年交易量的 8 倍。2005 年底，台湾地区股指期货、股指期权交易量高达 9 千余万手，增长了近 90 倍。



资料来源：www.taifex.com

在 8 个股指期货、期权合约中，出现了一枝独秀的台指期权合约。该合约 2001 年底推出，仅 2003 年交易量就增长了 20 倍。2005 年，台指期权已占到所有股指期货、期权交易量的 87%（见图 3），这与其标的资产台湾证券交易所股价指数息息相关，再加之期权的权利与义务不对等性，资金成本相对较少，机构投资者纷纷用其进行对冲，中小投资者也能积极参与，刺激了 TXO 的飞速成长。

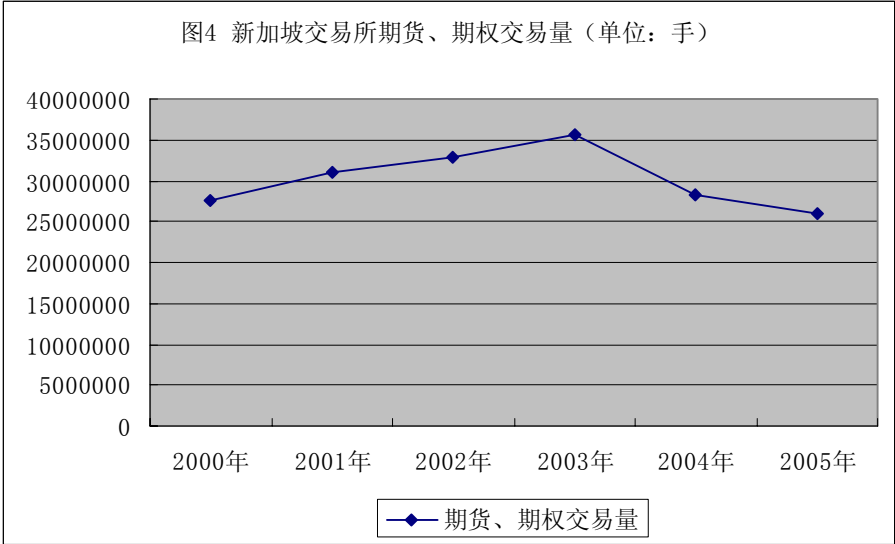
（六）新加坡市场：极富“侵略性”的 SGX

新加坡交易所（SGX）成立于 1999 年 12 月 1 日，由新加坡国际金融交易所(SIMEX)和新加坡证券交易所(SES)合并而成。SIMEX 成立于 1984 年 9 月，是亚洲最早成立的金融期货交易所。

新加坡国际金融交易所考虑到本国资源有限，投资者数量少，从成立之初就想打“国际化”的牌，因而重点开发他国股指衍生产品，极富“侵略性”。1986 年 9 月，SIMEX 推出了日经 225 股指期货，抢占日本本土股指期货的先机。SIMEX 还推出了 MSCI 新加坡自由指数股指期货、道·琼斯马来西亚股指期货、道·琼斯泰国股指期货、MSCI 香港股指期货、MSCI 台证股指期货等。国际化的产品结构使 SGX 吸引了一大批境外交易者。据统计，其衍生品交易约有 80%以上来自美国、欧洲、日本等新加坡本土以外的投资者。SGX 还与芝加哥商业交易所（CME）透过 GLOBEX 系统，联合提供 24 小时跨时区(欧洲、亚洲及美洲)的衍生品电子交易，填补东方股市期市收盘和西方股市期市开盘之间的空缺，连接伦敦、纽约、东京的证券与期货交易交易所，成为国际 24 小时全天候资本市场上的一个重要环节。

2000 年至 2003 年，新加坡交易所期货、期权交易量稳步上升。但 2004 年以后，两个原因导致了其交易量的小幅下降（见图 4）。其一，随着香港作为亚洲金融中心的重新崛起，新加坡面临了强烈的竞争，不少国际大资金流向香港衍生品市场；其二，其股指期货合约标的物所在国家或地区纷纷推出了同样的股指期货、期权合约，比如日本推出日经 225 指数期货，中国台湾也于今年推出了 MSCI 台指期货、

期权，这些动作势必影响了新加坡市场的人气，导致资金外流比较严重。



资料来源：www.sgxx.com

三、全球股指期货、期权市场发展态势

（一）品种创新不断，股指期货颇受推崇

衍生品市场本来就是金融创新大潮的产物。股指期货、期权由于标的物是虚拟的指数，因而更容易开发出交易者需求的新品种。20多年的发展之中，我们可以看到，股指类衍生品创新层出不穷。1997年，老牌交易所 CME 为满足中小投资者的需求推出了 E-Mini S&P500 股指期货，后来又以全球不同经济区指数为标的推出欧洲领先 100 期货、期权等。亚洲新兴市场更是不甘落后，比如针对中国大陆没有股指期货上市而投资者有避险需求这一情况，2004 年 10 月，CBOE 推出了美国证券市场上的第一只中国股指期货产品，SGX 宣布将于 2006 年 9 月推出新华富时 A50 中国指数期货，香港交易所推

出新华富时中国 25 指数，就连名不见经传的文莱国际交易所也正筹划推出中国股指期货。另外，还有一个新趋势正在形成，股指期权特别是迷你股指期权因为所需资金成本低，履约方式灵活，所以正在成为股指衍生品中发展最快的一部分。在 2005 年全球增长速度最快的 10 个合约中，有 4 个是股指期权。表现得最为突出的是韩国，韩国交易所的 KOSPI 200 迷你期权合约几乎成为妇孺皆知的投资工具，颇受中小散户的推崇。

（二）市场竞争激烈，一些富有“侵略性”的交易所应运而生

随着全球金融市场的不断融合，国家、地区之间市场竞争日益激烈，不少国家或地区的交易所纷纷上市以其它国家或地区的股价指数为标的的期货、期权合约，一些富有“侵略性”的交易所应运而生，其中比较典型的是 SGX。SGX 推出的日经 225 股指期货开创了以他国股价指数为期货交易标的物的先河。1990 年，CME 也推出日经指数期货参与竞争，又于 1992 年推出欧洲顶尖指数（Eurotop）期货和英国金融时报 100（FT—SE100）指数期货。近几年，SGX 可谓锋芒毕露，它曾经抢先推出日经 225 股票指数期货和期权、MSCI 香港股指期货、MSCI 台证股指期货、印度 S&P CNX Nifty50 股指期货，使得日本、印度及我国香港、台湾市场处于被动地位。

（三）电子化交易网路促使全球股指期货市场融合

自上世纪 90 年代以来，随着信息技术的飞速发展，新的电子交易系统和 24 小时在线交易开通已成为现实。1997 年，CME 推出 E-MINI S&P500 指数电子平台 24 小时交易，EUREX 推出电子交易

系统，法国 MATIF 推出 NSC 系统，CME 推出 GLOBEX2 交易系统，CBOT 与 EUREX 联合建立跨越大西洋的电子交易平台，这些系统都可容许交易者从一个终端进行多个市场的期货交易。这既大大增加了交易者的灵活性，降低了交易成本，从而刺激了交易量，又促进了股指期货全球电子化交易网路的形成，促使全球股指期货市场走向融合。

（四）新兴市场把推出股指期货作为金融改革的突破口

金融市场的开放和全球资本市场一体化已成为不可阻挡的趋势，近年来，为了推进金融市场化改革，增强本国金融市场对国内外投资者的吸引力，许多新兴证券市场开始将股指期货作为首选品种，以突破金融改革的困境。在亚洲，马来西亚于 1995 年 11 月推出了吉隆坡综合股价指数期货；韩国于 1996 年 6 月推出了 KOPSI200 股指期货；印度国家证券交易所也推出了标准普尔 CNX Nifty 指数期货。在欧洲，俄罗斯、匈牙利、波兰等转轨经济国家均已开设了股指期货交易。南美的巴西、智利等国也成功地推出了各自的股指期货合约。这些股指期货产品的成功推出，既帮助这些国家完成了金融改革的任务，又增强了本土金融产品的定价权。

（责任编辑：王玮）