

股指期货与股市之间是什么关系？股指期货的交易标的就是沪深300指数，所以股指期货和大盘指数是呈正相关关系。

股指期货实际上也是一种期货，其标的是大盘指数。股指期货的推出，为股票市场提供了一种对冲机制，其最大的作用，是使套期保值具有双边性。简单来说，它的“亮点”功能，就是为做空获利提供了一个重要渠道。股指期货的交易规则，和期货几乎没有差别。在开盘时间上，比股市早开盘15分钟，收盘比股市晚15分钟。

一般来说，大盘涨，股指期货也会涨，大盘跌，股指期货也会跌。反过来，我们也可以认为，股指期货涨，大盘也会涨，股指期货跌，大盘也要跌。如果我们立足于大盘，那么研究股指期货主力合约动向，推测主力资金对于大盘后市的态度，有助于我们研判大盘短期走势。

由于股指期货实行“T+0”的交易制度，即“即时买卖制度”，所以，这里也成为大资金的短线博弈主阵地。在主力合约被疯狂拉升或者遭到粗暴打压时，我们经常可以看到几十手、几百手的连续大单，这绝对不是一般散户的力量可以达到的。由此可见，主力合约，有时会被某些大资金所操控，成为他们别有用心的工具。

在大盘下跌之前，主力资金有时会有意拉动股指期货主力合约，给市场造成一种上涨的假象，调动资金去推升大盘，而自己却在暗中出货，等到目的达到之后，反手做空，刚才做多赚一笔，现在做空再赚一笔，可谓“一石二鸟”。而且这种伎俩经常会出现，屡试不爽。

在上涨之初，主力资金也会故意打压主力合约，让市场处于一种悲观氛围之中，自己好暗中吃便宜货。

这些看似简单的手法，对于普通投资人来说，却不易识破。实际上，识破这些阴谋的办法不局限于通过资金监控，通过一些盘口动向，我们也可以看出端倪。例如，观察一些样板股，大单接盘，表示主力资金暗中吃货，大单暗卖，说明主力吐货。这需要我们细心的去发现，认真的去分析。

“现货与期货”这对矛盾统一体中，现货是矛盾的主要方面。期货源于现货并对现货有一定的反作用——熊市中主要体现为减压、缓冲，而归根结底是现货价格决定期货价格。

期货与现货行情走势究竟存在何种关系？长期以来众说纷纭。物价上涨，往往被疑为商品期货多头爆炒；股市下跌，也常常归咎于股指期货空头行情。本文试从以下方面探讨股指期货与股市大盘走势间的辩证关系。

时间先后

股指期货与沪深300指数拟合度达99.66%。大量数据表明，日内盘中涨跌，期指常常比沪深300指数或上证综指提前一两分钟。但据此判定“期指带动股市”未免形而上学。市场调查显示，绝大多数股民出手前并不先看股指期货的脸色，而几乎所有股指期货投资者都随时紧盯着沪深300指数及整个A股大盘的一举一动。即使参考期指走势的股民，也不可能期指拐点后一两分钟内完成相应操作并显示于盘面。

归根到底，基本面、政策面、资金面影响着期指与股市大盘，但并非机械地表现为“先影响甲，甲再影响乙”。由于T+0、双向交易、杠杆机制、行情显示刷新间隔短等特点，期市反应速度往往优于股市，导致了“期指带动股市”的错觉。但此错觉通常出于股市暴跌后“找替罪羊”心理，股市上涨则不会归于股指期货“当领头羊”的作用。这在商品市场恰恰相反——物价下跌也不会归于商品期货的功效。

力度大小

先比“奥运魔咒”。中国股市1990年年底诞生，历经五届夏季奥运会，四次惨遭“魔咒”。股指期货上市前的2008年北京奥运会期间，上证综指从7月28日2924.45的高点一路跌至8月18日的2318.93点。而期指上市后的2012年伦敦奥运会期间，上证综指从7月3日高点2244.83跌至7月31日的2100.25点。7月30日与31日，期指主力合约、沪深300指数、上证综指跌幅分别为0.35%、0.57%、0.89%和0.04%、0.12%、0.30%。期指跌幅和力度远小于股市，难以验证“期指推动股市”。

再比“历史点位”。股指期货上市前，上证综指自2007年10月16日6124.04历史高位，一路跌至2008年10月28日的1664.93点。其间1年零12天跌去4459.11点，月均371.6点。

2010年4月16日股指期货上市，沪深300指数开盘3388.29点，截至2012年8月2日的新低2325.61点，近两年半跌幅1062.68点即31.36%。同期上证综指从3159.67跌至7月31日洞穿“钻石底”创新低2100.25点，跌幅1059.42点即33.53%，月均下跌仅为38.64点和38.52点，月跌幅约为期指上市前那波下跌的1/10。

两组巨大反差是否是经济大背景造成的呢？期指上市前2007年四季度中国GDP同比增长11.2%，2008年前三季同比增长10.6%、10.1%和9.0%，而期指上市后2010年、2011年和2012年上半年逐级下落为10.3%、9.2%和7.8%，2012年7月更是创下7.6%的三年来新低。2011年四季度至2012年二季度月均资本流出203亿美元，远超2008年四季度至2009年一季度月均141亿美元的流出量，证明近期资本外流已超过次贷危机最严重的时期。正是在经济大背景更加严峻的条件下，股指期货

有效减压股市下跌的幅度和力度，助力中国股市走出了绝不逊色于股指期货上市前的艰难行情。

最后横向比较。据2010年年初全球30个股票市场次贷危机以来股指最大跌幅统计，包括巴西、墨西哥等22个推出股指期货的国家，平均跌幅46.91%；8个没推出股指期货的国家，平均跌幅63.15%；而中国上证综指、深证成指跌幅分别为72.81%和73.8%。

量价关系

股市量价关系主要体现于价格、成交量和资金净流入(流出)量，后者在期市演变为持仓量。两者均体现投资者对后市的研判，区别在于：资金净流入和净流出代表全体股民对大盘约2400只股票后市总体看好或看空；而持仓量则分为多头持仓和空头持仓，由于散户一般日内平仓，故持仓量主要代表市场主力特别是多空持仓前10名、20名席位，对沪深300成份股后市的研判。

今年6、7月间，股指期货经历了一轮空方主导行情，持仓量连创历史新高。其间明显存在“下跌增仓再下行、上涨减仓涨不动”特征。由此可见，成交量是行情发展的基本动力，成交量增加推动市场趋于活跃，成交量减少使价格变化趋于平缓。持仓量代表行情发展的“后劲”。增仓带动一波行情开始，减仓导致一波行情结束。不过持仓量作为一种公开信息，单纯利用其来研判走势进而下单获利不可持续，只能作为一种辅助参考指标。

套保对冲

空头加仓，往往被一些投资者理解为股指期货打压股市。殊不知为了引导基金、券商、银行等机构的长线资金流入股市，中国证监会针对性出台的各类“操作指引”严格规定机构只能通过空头套保来对冲其持股风险，并且套保头寸必须与其股票持仓量对等。这就使得机构面临股市下跌时只能二选一：要么增开空仓，同时买入并保持相应的股票头寸(沪深300成份股或ETF)；要么减持空仓，同时抛出相应的股票额度。

机构投资者多持中长期投资理念，其成交量占比仅5%，持仓量占比却高达35%，其中套保应在30%以上。目前期指法人账户约1900个，按2012年7月底9万手的持仓量计算，机构持仓套保应不低于2.7万手，当前一手合约对应约72万元名义金额，即套保总额约200亿元规模。虽然沪深两市流通市值16万亿元，但目前行情低迷，2012年7月沪深300日均成交额仅408.7亿元，200亿元约占一半。此刻如不让机构增开空仓，其为规避股市下跌就只能兑现200亿元股票抛售量，这对A股大盘的打压可想而知。

波动幅度

股指期货上市以来，期货围绕现货波动的偏离幅度越来越小。2010年10月至11月因行情大起大落，期现价差波动最高超过124点，最低跌至-57点以下。而2012年4月以来期现价差已收敛至0轴上下5个点左右。相当一段时期平均价差已收敛在9点左右，令期现套利很难介入。

跌幅缩小、价差收敛，缓和了A股市场股价波动率。经计算各阶段统计量发现：2007年到股指期货上市前波动率0.0245，上市后波动率降至0.0144。但峰度从上市前4.10上升到4.34，尖峰厚尾现象略有增加。沪深300指数波动率长期以0.200为振荡中枢，峰值一度高达0.035；期指上市后因引入双向机制，其60天波动率减弱，在0.015附近形成新的振荡中枢。采用国际著名计量经济学家萧政教授等2011年最新成果“面板数据政策评估法”测算，证实股指期货上市降低股市波动率近20%。

升贴水和套利

市场前景取决于投资者信心。股市信心体现于股民持股，期市信心体现于合约“升水”。期指上市以来，虽期现两市总体下跌，但期指总体保持“升水”，即期货价格高于现货，远月合约高于近月。与之相反的“贴水”则屈指可数，稍纵即逝。

总体“升水”意味着保持正向套利趋势，即不管熊市牛市，买入低价股票同时卖出高价期货头寸，无风险赚取其中价差。正向套利对股市形成购买力，支撑股市上行；同时修复期现价差，间接平滑股市波动。

到期日回归

买股票，就是买企业的未来；买股指期货，就是买沪深300成份股的未来。股票的未来没有日期限定，股指期货却有着明确的期限，即合约到期月份的第三个周五。投资者预测沪深300只成份股未来价格偏低还是偏高，到期日自然见分晓。故从合约到期日前3至5个交易日起，期指走势必然向沪深300现货价格逐步回归。

2012年8月17日，35亿天量资金进入股指期货第28个交割日。主力合约IF1208持仓16910手创交割前夜之最，期现指数升水9.53点。当日IF1208大跌26.6点即1.14%，新晋主力IF1209及IF1212、IF1303跌幅均在0.4%上下。反观上证综指却上涨2.69点即0.13%，可见股指期货到期日走势并非必然影响股市大盘。

交易模式

除套保外，期指上市也催生了真正意义上的套利，投资者经历了“上市初期遍地机

会，而后逐步减少，现今偶发机遇”的演进过程。套利主要基于一篮子股票的期现套利，基于ETF组合也有较好的尝试。

国内基金规避系统性风险、获取绝对收益的传统手法多为集中持股、大幅频繁调仓、抛售止损等，而期指时代则更多通过期现对冲、组合beta值调整及程序化、数量化对冲手段。期指推出后场内基金成交量显著增长，180ETF等也出现份额增长，初期主要源于套利，长远则更着眼于资产配置和对冲。此外基于期现互通还可以创新资产配置、多空头、市场中性、保本策略、alpha与可转移alpha策略、各类套利等多种交易模式，它们之间纵横交互，正推动中国股市逐渐远离单一追涨杀跌的初级阶段。

资金流向

沪深300成份股系根据流动性和市值规模从沪深两市选取，主要为银行、房地产、证券、能源、医药等大型特大型蓝筹企业。而游资经常炒作的题材股、ST股等根本无缘沪深300。股指期货推动资金理性流向蓝筹企业，“调结构”意义重大。

产业资本利用期指开展套保，同样有利于股市“维稳”。据近期对重要股东的二级市场交易统计，2012年1至7月A股遭遇重要股东净减持310.79亿元，主要发生于中小板和创业板。虽然沪深300样本市值在近2400只A股中约占63%，但其成份股被减持仅58.14亿元，占比仅18.7%，其中1月、6月沪深300成份股不减反增持11.97亿和4.99亿。原因之一就是其大小非通过股指期货相应对冲锁定，而减持蓝筹股对市场的杀伤力远大于中小板。

典型案例

操纵期现两市价格变动的典型案例，首推1997年—1998年香港“金融风暴”。这场“金融风暴”中，国际炒家的典型手法是抛空港币和港股，造成汇市和股市暴跌，打压期指攫取暴利。而香港政府“金融保卫战”最终顶住了国际炒家的疯狂进攻。历史充分证明这种“用现货打压期货”的伎俩不难识破，只要监管当局处置得当，操纵期现两市的阴谋根本无法得逞。

大量事实证明：“现货与期货”这对矛盾统一体中，现货是矛盾的主要方面。“期货源于现货并对现货有一定反作用——熊市中主要体现为减压、缓冲，而归根结底是现货价格决定期货价格”正成为投资者的共识。