

EQUITY INDEX FUTURES RESEARCH

股指期货与股票现货市场-谁是价格的领导者?

- **多数研究结果认为股指期货具有价格发现功能。**股指期货市场由于具备多空操作不受限制的优势及低交易成本、高流动性及信息完全揭露等优点,较能迅速反应市场信息,所以信息交易者会倾向选择期货市场来反映信息。因此在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下,股指期货市场对现货股票市场具有价格发现功能。
- **股指期货市场的深度和广度决定了其价格发现功能的强弱。**股指期货具有明显的领涨领跌作用,但其前提是股指期货市场要具有一定的市场深度和广度,即股指期货市场必须具备一定的市场规模和流动性。可以说,股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。由于各个市场的差异很大,由此也造成了各市场股指期货价格发现功能强弱的很大差异。
- **“羊群效应”可能导致本土股指期货价格发现功能丧失。**从20世纪70年代开始,伴随着经济全球化而出现的国际金融一体化、自由化逐步加强,由此导致全球股票市场的“羊群效应”,即美国成为全球股票市场的领头羊,各个国家和地区股票价格走势和美国市场高度相关,其他市场都不同程度地丧失了股票的本土定价权,各国本土股指期货也因此可能丧失其价格发现功能。
- **历史数据显示股指期货上市一般会推动大盘指数上涨。**从海外主要证券市场具有代表性的指数期货推出前后现货市场指数运行态势可以看出,指数期货正式开设之前、之初和之后的标的股价指数走势短期虽然态势各异,但中长期走势基本上都是向上攀升。1982年4月S&P 500指数期货上市时,S&P 500 Stock Index在115点附近,随后在7、8月份最低下探到107-103点后开始大幅度上涨,当年年底就达到了142点附近,1985年底达到了210点附近,1987年7、8月份达到了330点附近。5年间涨幅接近了200%,而且市场交易量也在持续增加。
- **股指期货上市时间选择很重要。**一般在一波上涨行情的初期推出股指期货时,对繁荣股指期货市场和推动股价上涨都是有利的;反之,在一波上涨行情的末期推出股指期货时,对股指期货市场的发展和股价指数都是不利的。
- **股指期货上市将成为未来几年中国证券市场大牛市的重要推动力量。**鉴于股指期货的助涨助跌左右,结合未来我国经济发展前景和目前我国证券市场的现状,我们认为在股指期货上市将成为未来几年中国证券市场大牛市的重要推动力量之一,并形成中国资本市场“股指期货价格领涨-股价指数上涨-资金流入”三位一体的市场运行机制,不断地螺旋式推动股价上涨。以目前上证综合指数1650点附近,及沪深300指数1330点附近为起点,以未来3-5年大盘上涨100%-200%计算,上证综合指数将达到3300-4950点左右,沪深300指数将达到2660-3990点左右。
- **“战略性做多,战术性做空”是未来几年股指期货操作的主旋律。**股指期货虽然可以做多、做空双向交易,但对某一阶段行情特点和趋势的把握非常重要。由于牛市当中股指期货合约交易价格往往处于升水状态,基于对未来几年大盘走势的判断,我们认为投资者在股指期货的操作上应遵循“战略性做多,战术性做空”的原则,在大势上应坚持“做多”,阶段性高点可战术性“做空”。

相关研究

中国A股市场指数期货标的的选择	20060325
股指期货	
中国证券市场的重大机遇与挑战	2006.7.19
股指期货基本概念、原理与运作	2006.08.30
A50 难成沪深300指数期货强有力的竞争	20060906

期货高级分析师

雍志强

电话: 021-63411516
Email: zqyong@htsec.com

目 录

1. 股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的研究综述	2
1.1 国外学者关于股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的论述	2
1.2 台湾学者关于股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的探索	4
1.3 股指期货和股票市场价格指数间领先落后关系的三种结果	8
2. 股指期货和股票价格指数间关系出现多重结果的原因	9
2.1 金融市场的复杂性决定了股票市场与股指期货价格关系的差异性	9
2.2 丧失本土定价权是新兴市场股指期货缺乏价格发现功能的普遍现象	10
2.3 流动性不足是部分市场股指期货难以领导股票市场价格的重要原因	10
3. 历史上股指期货上市一般会推动股票现货价格指数上涨	12
3.1 美国案例： S&P500 指数期货上市对股票市场的推动作用	12
3.2 日本案例： 指数期货上市后股票市场和股指期货价格轮番上涨	12
3.3 英国案例： 指数期货上市对股票市场的推动作用	13
3.4 台湾案例： 指数期货上市对股票市场具有正反两方面的作用	13
4. 股指期货与股票现货市场价格领先落后关系的启示	14
4.1 股指期货与股票现货市场价格领先落后关系的几点结论	14
4.2 股指期货将成为牵引国内股票市场走大牛市的重要力量	14
4.3 战略性做多未来几年股指期货操作的主旋律	15

1. 股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的研究综述

股指期货上市以来，人们一直高度关注和争论的一个问题是股指期货和股票现货市场指数价格之间的领先落后（lead-lag）关系，即股指期货与股票现货市场谁是价格的领导者，或者说谁是市场的先行指标的问题。1987年10月19日美国华尔街著名的“黑色星期五”，股市一天暴跌近25%，股票指数期货一度被认为是引导和促使股市暴跌的“元凶”之一，其中，著名的“布莱迪报告”也认为，虽不能确定，但期货交易至少是引发股市恐慌性抛盘的重要原因之一（不是惟一的）。

从理论上讲，一方面，由于股指期货市场与股票现货市场具有等价（equivalent）资产报酬的时间关系，若市场内有新信息产生，则现货与期货市场价格应同时同向变动，且任一市场的价格变动应该不致领先或落后另一个市场反应新信息；但另一方面，由于二者在不同的市场交易，且股指期货市场由于具备多空操作不受限制的优势及低交易成本、高流动性及信息完全揭露等优点，较能迅速反应市场信息，所以信息交易者会倾向选择期货市场来反映信息。因此在期货市场与现货市场市场结构不同的情况下，股指期货市场对现货股票市场具有价格发现功能。

由于股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系这一问题，在股指期货投资上具有重大的操作指导意义，为此人们在这方面做了大量实证研究工作。许多研究结果支持股指期货市场对股票现货市场具有价格发现（price discovery）功能，并认为两个市场间的价格变化存在着领先或落后的关系。例如：Stoll and Whaley (1990) 发现除去指数报酬微结构效果影响(microstructure effects)，在控制价格迟滞和买卖价差的现象后，MMI (major market index) 指数期货会领先现货 5 到 10 分钟；Chan (1992) 与 Abhyankar (1995) 即指出股价指数期货的价格变动经常是领先股价指数的变动；Cheung and Ng (1991) 对 S&P 500 指数期货与现货的实证研究指出，指数期货领先现货 15 至 30 分钟；Herbst 等人 (1987) 对 S&P 500 的研究也指出，指数期货领先现货的关系的确存在，但领先程度少于一分钟；Chan 等人 (1991) 研究 S & P 500、主要市场指数 (MajorMarket Index; MMI) 之现货及期货合约，发现期货市场与现货市场存在强烈的相依性，且两市场均扮演重要的价格发现角色。

国外文献整理中有相当多探讨股价指数期货的因果关系的研究论文，关于股价指数期货与现货的研究方法大致可分为四种模式：Granger 因果关系检定、GRACH模型、ECM模型与AR 模型。其中更以使用 Granger 因果关系检定的文献最多，主要是因为 Granger (1969) 最早提出可检定的因果关系 (Causality) 之定义，且Granger 因果关系检定是众多研究方法中最早具有一套标准化的检定过程，检定结果也具相当公信力。因此研究者多采用此模型来作为研究方法。

采用 Granger 因果检定的方法来检定期货与现货间冲击的反应。若检定的结果是期货价格领先现货价格，表示期货是现货的领先指标。反之，当现货价格领先期货价格，则表示现货是期货的领先指标。

相关文献综述如下。

1.1 国外学者关于股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的论述

· Kawaller, Koch and Koch (1987) 利用三阶段最小平方法进行回归模型的估计，研究美国 S&P 500 股价指数期货与现货的领先/落后关系，且领先/落后关系是否会随着期货合约到期日的逼近而有所不同。样本期间为1984年6月至1985年12月以每分钟价格，其研究实证结果如下：

- ① 期货价格领先现货价格约20至45分钟，而现货价格领先期货价格最多不到1分钟。
- ② 期货领先现货的情况不会因为到期日的远近而不同。
- ③ 期货与现货价格之间存在明显的同期影响关系。

· Stoll and Whaley (1990)研究美国S&P 500指数与MMI股价指数期货与现货间之动态关系,在调整价格的非同时性(non-synchronicity)之问题后,以ARMA及双向回归模型(two-side regression)来衡量期货与现货间之领先/落后的关系。样本期间为1984年7月23日至1987年3月31日之每五分钟资料,其实证研究结果如下:

平均而言,美国S&P 500与MMI股价指数期货之报酬率领先股票市场报酬率约五分钟,现货市场对期货市场报酬率的预测能力是非常薄弱的,因此推论期货市场扮演着价格发现之功能。

· Chan (1992)研究MMI股价指数现货与MMI指数期货及美国S&P500指数期货之领先/落后关系。MMI股价指数只选取20档交易较活络的股票,以减少因为现货市场交易不活络所导致期货领先现货的情形。以AR(P)模型为研究方法,样本期间分别为1984年8月至1985年6月及1987年1月至9月的日内每五分钟资料。其实证研究结果如下:

①发现控制“交易不活络”之因素,持有MMI股价指数期货与S&P 500股价指数期货皆明显领先现货市场,期货领先现货之关系仍显著存在。

②以MMI股价指数的个别股票来观察,发现即使是股票交易较为活络的股票(如IBM、AT&T),虽然其非同时交易问题较不严重,期货领先现货的现象仍然存在。事实上,对MMI股价指数组合里的所有20档股票,期货全部领先现货,显示出非同时交易或者是交易不活络,并无法完全解释期货不对称领先现货的现象。

③由于期货市场无卖空限制,现货市场存在有坏消息时常有卖空限制,因此在市场有坏消息时,期货会较迅速地反应市场信息导致期货领先现货,有好消息时则二者无差别。经实证分析发现,当市场存有坏消息时,现货会落后期货,而当有好消息时,现货仍落后期货。由此可知,无论是放出好消息或是坏消息期货都是领先现货。

④当出现对于整个股票市场有影响之系统性讯息,会让多数的股票朝同方向变动时,期货市场领先现货市场的现象更趋明显,主要原因是期货市场的交易成本较低,所以在反应整体市场信息上较为迅速,期货市场也就成为系统性信息的主要来源,而现货市场则是反应个别公司信息之来源。

· Ghosh(1993)以比较误差修正模型(ECM)与天真模型(naïve model)预测美国S&P 500股价指数及纽约期货交易所之CRB指数的期货与现货关系,美国S&P 500股价指数选取1988年1月至12月每周三之每间隔15分钟的资料为样本期间;而CRB股价指数以1986年6月12日至1989年12月31日每日收盘价为样本期间。其研究实证结果如下:

美国S&P500股价指数期货领先现货价格,而CRB股价指数却是现货领先期货价格。

· Wahab and Lashgari (1993)研究美国S&P 500股价指数与英国FT-SE100股价指数之期货与现货关系,以误差修正模型代入Granger因果关系检定与Garbade and Silber模型探讨其因果关系。以1988年1月4日至1992年5月30日每日收盘价为样本期间。实证研究结果如下:

①依市场效率性而言期货与现货市场均具效率性。

②因果关系发现期货与现货市场存在反馈关系,但多以现货领先期货市场。

· Martikainen and Puttonen (1994)以FOX(Finnish Options Index)及FTAWI(Financial Times Actuaries World Index),采用Granger因果关系检定作为研究方法,样本期间为1988年5月2日至1990年3月31日五分钟资料股价指数期货与现货。实证研究结果如下:

①发现股价指数期货领先现货的反应。

②将股价指数期货报酬率分为正报酬率及负报酬率后,则发现股价指数期货领先现货的关系更加明显,这意味着现货市场的不完全性、以及对于放空的限制,会造成股票现货市场延缓价格的反映。

· Abhyankar (1995)研究FTSE 100股价指数,采用线性及非线性因果关系检定,样本期间选取1986年4月28日至1986年10月24日(英国金融大改革前)、1986年10月27日至

1987年9月30日(大改革至1987年股市崩盘)及1988年1月5日至1990年3月23日(股市崩盘后)三个期间期货与现货日内每小时一单位之资料。实证研究结果如下:

①就全期来说,期货与现货间具有同时性关系,也就是说,期货与现货间没有显著的领先与落后关系。

②对各期间而言,期货报酬率领先现货报酬率。其中,在大改革至股市崩盘期间,由于降低交易成本,使得现货对期货具有预测能力。

③发现只有在普通消息期间期货报酬率领先现货报酬率,而在好消息与坏消息期间没有明显领先/落后关系。

·Tse(1995)以大阪证券交易所(TSE)交易的Nikkei 225股价指数(NSA)与在SIMEX交易的Nikkei 225股价指数期货合约,以误差修正模型(ECM)进行检定,所用的模式有二:单纯的ECM(称ECM1)和包含“持有成本理论”调整项目的ECM(称ECM2),两种模式检定现货与期货价格之领先落后关系。样本期间为1988年12月至1993年1月,其实证研究结果如下:

Nikkei 225 股价指数期货的确扮演价格发现功能的角色,现货则无,而在预测未来现货价格时,需考虑期货价格与现货价格的长期调整--共整合关系。

·Shyy, Vijayraghavan and Scott-Quinn (1996)研究法国MATIF期货市场及Paris Bourse 现货市场的CAC 40股价指数期货与现货,以Granger 因果关系为研究方法。其研究方法的特点在于资料的选取,研究者除了以间隔内最后成交价作为报价外,另外还改采bid/ask的中点,作为每一个时间间隔内最后一笔的交易资料,由于报价资料与实际成交量无关,因此可稍微避免单以交易资料进行研究而产生非同时交易,样本期间为1994年8月1日至1994年8月23日每分钟报价。实证研究结果如下:

①显示在以最后成交资料作领先/落后关系检定时,股指期货价格领先现货价格。

②改以bid/ask 报价中点资料作同样的检定时,则得到现货价格领先股价指数期货完全相反的结果。

·Chiang and Fong (2001) 研究香港恒生指数,以AR 检定现货与期货之间的关系。样本期间为1994年1月至9月日内5分钟报酬。实证研究结果如下:

①因果关系检验发现期货明显领先现货。

②成份股与期货中发现:只有在存有非同期交易基础下期货领先现货。

1.2 台湾学者关于股指期货和股票现货市场价格领先落后关系的探索

·黄玉如(1993)研究美国S&P500股价指数期货相对于股价指数现货,以Granger 因果关系为研究方法。样本期间为1987年1月1日至1992年12月31日,实证研究结果如下:

①股性探讨与迟滞性检定:期货在四项股性检定数据上均较现货发现强烈。即期货相对于现货而言,具有高报酬,高风险的性质,且投机色彩较浓,容易出现暴涨暴跌行情。而现货相对期货而言,在反应市场信息上的确较为迟滞。

②因果关系检定:股价指数现货与股指期货间,存在着“相互影响”的因果关系。

·廖崇豪(1994)研究美国S&P500股价指数期货与现货价格间领先/落后的关系及期货价格的无偏性,并探讨不同模式现货价格的预测绩效。其加入次近期期货价格来检定价格间的因果关系,由于价格数列常存在非恒定的现象,所以其研究方法以ECM、VAR、贝氏VAR、ARIMA 四模式分别做24期的现货价格样本外预测,以比较其间的预测绩效。样本期间为1982年4月至1994年1月。实证研究结果如下:

①在S&P500股价指数研究中得到现货价格领先期货价格,且最近期期货价格领先次近期期货价格的结果。

②拒绝无偏性假说，表示期货价格为未来现货价格的偏误估计。

·林国平(1997)研究样本为芝加哥商品交易所S&P 500股价指数期货及新加坡国际金融交易所Nikkei 225股价指数；利用传统的 Granger 因果关系检定、误差修正模型 (ECM) 和 G-S (Garbade-Silber) 模型动态价格模型来检定股价指数期货的价格发现功能。样本期间为1996年1月至1996年12月。其研究实证结果如下：

①利用误差修正模型进行因果关系检定的结果显示，不论是何种股价指数，期货价格都领先现货价格。

②利用传统的Granger因果关系及Garbade-Silber联立动态价格模型进行检定的结果，同样显示出期货领先现货价格。

·赖瑞芬(1997)研究以每五分钟的资料，对摩根台股指数期货与现货价格之间的因果关系做一实证分析，采用Granger (1969)提出的回归模型，样本期间为1997年3月1日到5月14日。其实证研究结果如下：

①摩根台股指数期货与现货之日内关系呈现反馈关系，表示两者皆有预测对方的能力，期货与现货价格互相影响。

②在期货与现货的领先/落后关系上，期货领先现货25分钟，而现货领先期货则长达60分钟，显示现货价格能比期货价格更早一些反映信息，原因可能是于样本期间时，台湾主管机关并未核准台股指数期货合约开放，使得国内投资人在得到新信息时，会先选择在现货市场交易。

③期货与现货的同期关系非常显著，表示两者大致是同时相互影响，以致虽然也存在领先/落后关系，但此“价格的可预测性”在实际上并不一定能为依循此规则操作的投资人带来经济上的超额利润，不能作为推翻市场效率的证明。

·李家州 (1998) 探讨摩根台股指数期货与道.琼斯台股指数期货是否具有价格发现功能。检定方法采Kawaller, Koch and Koch (1987)所提出的模型，即Granger (1969) 检测因果关系的模型再考虑立即因果关系，利用三阶段最小平方法来估计。样本期间选取摩根台股指数期货1997年1月9日至1998年3月31日；道.琼斯台股指数期货1997年1月11日至1997年5月31日。此外亦针对摩根台股指数期货，进行不同研究子期间以及资料衡量时点差异的领先/落后关系检测。其研究实证结果如下：

①无论是摩根或道.琼斯，期货与现货在政策开放前均未有长期均衡关系。然而，摩根台股指数期货与现货在政策开放后便存在长期均衡关系。

②摩根台股指数期货领先现货，所以摩根台股指数期货具有价格发现功能。道.琼斯台股指数期货领先期货，道.琼斯台股指数期货不具有价格发现功能。

③同期的因果力量显然大于落差期的影响。换言之，台股指数期货与现货两者价格的移动几乎是一致。

④台股指数期货与现货存在反馈关系，显示市场并非只是单向的因果关系，而是双方有着信息的相互互动，彼此都会参考对方的价格信息。

⑤摩根台股指数期货与现货的领先/落迟会因不同的研究子期而发生变化。至于此变化是受研究期间的何种市场状况所影响，研究结果显示并不支持Schwarz and Laatsch (1991) 所提出的发现，即不支持动态价格领先地位与市场交易量的相对变化有密切关系。

⑥利用开盘价或收盘价来检测摩根台股指数期货与现货的领先/落迟关系，所得到的结论是一致的，亦即资料衡量时点的不同并不会影响到这段期间的领先/落迟关系。

·吴易欣 (1998) 研究探讨新加坡摩根台股指数期货与现货价格之领先落后关系。样本期间为1998年3月1日至3月18日，每5分钟之内资料，以Granger (1986)所建议的误差修正模型检定期货与现货价格的领先落后关系。实证研究结果如下：

①发现期货价格领先现货价格，两数列有单方向的因果关系，表示摩根台股指数期

货价格是现货指数的“因”，而现货指数则不是期货价格之“因”。

②在期货价格领先现货价格的时间方面，期货价格大约领先现货价格达15分钟，换言之，15分钟前的期货价格信息对当期现货价格有影响力。

③上述“期货价格领先现货价格”的结论与大部分学者研究结论相同。

·易智伟(1998)以SIMEX所推出的摩根台股指数期货为研究对象，以每五分钟价格序列投入变数，利用Granger因果检定及状态空间模型来分析摩根台股指数期货与现货间之领先/落后、同时及互动关系。1997年8月1日至1998年4月10日日内五分钟资料。其实证研究结果如下：

①在Granger因果关系检定分析中得到如下结论：期货报酬率与现货报酬率之间具有反馈的因果关系；期货报酬率领先现货报酬率在时间的连续性上比现货报酬率领先期货报酬率的时间长；同期影响的系数比落后期数的系数来的大了许多。

②在状态空间模型分析中得到如下结论：摩根台股指数期货与现货间确实存在互动的领先/落后关系；期货报酬率对偶发冲击事件的反应会比现货报酬率的反应来的快且也有过度反应的现象，因此在后期有反向调整的动作产生；期货报酬率会领先现货报酬率前变动；期货报酬率与现货报酬率间有显着同期的正向影响关系。

③Granger因果关系检定与状态空间模型实证结果的比较：Granger因果检定是属于单向线性因果模型，而状态空间模型是属于双向非线性的互动模型，两者之统计方法虽然不同，但是其目的是相当一致的；两种模型的实证结果得到相似的结论。

·郭炜翎(1998)摩根台湾股价指数期货与现货间之领先与落后关系以摩根台湾股价指数，研究期间从1997年3月1日至1998年2月27日总共282组样本之日资料，以及从1997年10月30日至1998年2月27日总共3000组样本之每五分钟资料，分别以因果检定与GARCH模型进行期货与现货的领先与落后关系之研究。实证研究如下：

①日资料及每五分钟资料均有单根存在。

②日报酬率资料不具有周天效果，而每五分钟报酬率资料则具有隔夜效果。

③期货与现货之日报酬率与每五分钟报酬率均非常态分配。

④全期之日资料显示期货报酬率领先现货两天，期货波动性领先现货波动性一天。至于以报酬率或以波动性分期之资料，不论是报酬率或是波动性，均无显着地领先或落后的关系。

⑤就每五分钟报酬率资料而言，在全期、坏消息期间，以及高波动期间，现货领先期货五分钟。在好消息期间、一般消息期间，以及低波动期间，期货与现货间没有显着的领先与落后关系。而在坏消息期间，以及中度波动期间，期货则领先现货五分钟。

⑥就每五分钟波动性资料而言，除了在一般消息期间，以及在中度波动期间，期货波动性有领先现货波动性之关系外，其余之分期均没有显着的领先或落后关系。就整体而言，不论是日资料或是每五分钟资料，期货与现货报酬率之间的领先与落后关系较明显，而期货与现货波动之间的领先与落后关系较不明显；而且，领先与落后的关系并非单向的，换言之，随着研究资料期间的不同，或是随着区分分子期的标准不同，期货与现货间之领先与落后关系可能会互换，有时甚至会存在有既领先又落后的双向关系。

·赖宏昌(1998)以台股指数期货为研究对象，研究期间为1998年7月21日至1999年3月31日，应用Granger因果关系检定、向量自我回归模式及状态空间模型，来探讨台股指数期货与现货间之关联性，实证研究得到如下结论：

①在Granger因果检定中显示期货为现货的因，但现货并非期货的因，即期货领先现货，代表期货报酬率与现货报酬率之间仅具有单向的关系。

②在向量自我回归(VAR)模型中得到以下结论：(1)冲击反应分析：实证结果显示不论是期货或现货市场产生单一标准差之冲击，其对本身冲击在第一期达到最大，之后则

立即收敛,故本身市场之信息传递较具有效率的。(2)预测误差变异分析:实证结果为不论台股指数期货或台股指数现货对其本身有较高的解释比例,而其它变数的解释能力相对较低。(3)在状态空间模型分析中显示台股指数期货与现货间仅存在单向的领先/落后关系,且呈正向关系。

·蔡美华(1999)研究摩根台湾指数期货与现货及TAIFEX期货与现货;采行Chan (1992) AR (P)模型修正异步交易效果,除去现货报酬与期货报酬中AR成份,取其残差值作为现货与期货实际报酬的替代变数,依Stoll and Whaley(1992)、Chan (1992)及Abhyanker (1995)的方法,探讨期货与现货报酬的领先/落后关系。样本期间为1998年10月至12月日内五分钟。其实证研究结果如下:

①摩根台湾指数期货与现货报酬出现新讯息时,摩根台湾指数现货报酬领先期货报酬最长达30分钟,而期货报酬领先现货报酬最长的时间为5分钟。

②TAIFEX期货与现货报酬出现新讯息时,TAIFEX现货报酬领先期货报酬最长5分钟,而期货报酬领先现货报酬最长为10分钟。

·刘圣骏(2001)以SIMEX指数期货与现货及TAIMEX指数期货与现货,利用Granger因果关系、单变量GARCH探讨期货与现货市场报酬关联性的研究。样本期间为1999年1月5日至2000年10月31日的收盘价资料,实证研究结果如下:

①期货和现货价格关联性:Granger因果关系中,TAIFEX市场为现货领先期货单向关系,而SIMEX为现货领先期货,期货也领先现货的反馈关系。冲击反应分析中,SIMEX指数期货讯息反应较TAIFEX指数期货来的快速。

②期货和现货报酬关联性:TAIFEX现货领先期货的单向领先关系,SIMEX台指期货与现货具有双向因果关系。

·林欣雯(2003)研究以台湾为主相关期货商品台指期、摩根指、小台指、电子期、金融期货与现货价格之领先落后关系,利用ECM因果关系及GARCH模型,样本期间取1999年1月5日到2002年9月30日之每日收盘价为研究对象,在台股电子与金融期货及现货方面,取2000年1月4日到2002年9月30日,而在小台指方面,取自2001年4月9日到2002年9月30日之每日收盘价为研究对象。实证研究结果如下:

①模型为ECM因果关系实证如下:

台指期货为领先现货的单向关系;

摩根台指期货领先现货的单向关系;

台股电子期货为领先现货的单向关系;

台股金融期货为领先现货的单向关系;

小台指则没有显著的因果关系。

②模型为GARCH(1,1)实证如下:

在台股指数期货与现货,为现货报酬率领先期货报酬率的单向领先关系;

在摩根台湾指数期货与现货,为期货报酬率领先现货报酬率的单向领先关系;

在台股电子期货与现货,为现货报酬率领先期货报酬率的单向的因果关系;

在台股金融期货与现货,为期货报酬率领先现货报酬率的单向的因果关系。

·蔡垂君(2003)研究台湾股价指数期货以VECM-Bi-EGARCH(1,0)为实证模式。样本期间为2001年1月2日至2002年6月30日。研究结论如下:

①台指期货日内每五分钟、日内与隔夜报酬领先现货报酬,期间最长为日内10分钟及日间2天。

②台指期货报酬具有坏消息时会单向的引起现货报酬产生较大波动率。

·潘品轩(2003)研究加权股价指数现货与期货价格的关联性。以Granger因果关系检定与误差修正模型的估计勾勒现货与期货价格的关联性。样本期间为1998年7月21日至2003年1月16日日内每五分钟资料。除了针对全体样本期间进行相关的检定外,亦针对期货市场制度的改变,分别以“台股指数选择权开始交易日”与“新期货结算制度开始实施日”将样本期间分为前后两期,以探讨制度的改变对市场的影响。实证研究结果如下:

①现货与期货价格之原数列皆为非定态,经过一阶差分后会成为定态,数列皆为I(1)的型态。

②Granger因果关系检定与误差修正模型估计的结果皆显示,台股指数现货与期货两者之间存在双向因果关系。

③在样本期间分组下,比较前后期的误差修正模型之估计,发现递延一期的期货价格变动系数值,会随着时间经过而增加,这表示随着时间的经过,期货市场的成熟使得期货在价格发现的功能上更加显著。

1.3 股指期货和股票市场价格指数间领先落后关系的三种结果比较

一般探讨股价指数期货与现货价格间领先/落后关系之文献,其实证研究结论仍是期货领先现货占大部分,其主要原因大多解释是交易成本与异步交易。

但是,由于研究标的、研究方法、样本期间与时间频率并不一致,所以结论亦不尽相同。分别出现现货领先期货、期货领先现货及期货与现货互有领先等三种反馈关系。

表 1 股指期货领先现货市场

研究者	研究对象	资料型态	研究方法
Kawaller, Koch and Koch (1987)	美国 S&P 500	每分钟资料1984/6~1985/12	三阶段最小平方方法进行回归模型
Stoll and Whaley (1990)	美国S&P 500	每五分钟资料	ARMA
	MMI	1984/7/23~1987/3/31	双向回归模型
Chan (1992)	美国S&P 500	每五分钟资料	AR 检定
	MMI	1984/8~1985/6及1987/1~1987/9	
Ghosh (1993)	美国S&P 500	每15 分钟	误差修正模型 (ECM)
		1988 /1 ~1988/121	天真模型 (naïve model)
Martikainen and Puttonen (1994)	芬兰FOX	每五分钟资料1988/5/2~1990/3/31	Granger 因果关系检定
Tse (1995)	日经Nikkei225	日资料1988/12~1993 /1	误差修正模型 (ECM)
Shyy, Vijayraghavan and Scott-quinn (1996)	法国CAC 40	每分钟资料1994/8/1~1994/8/23	Granger 因果关系检定
Chiang and Fong (2001)	香港恒生指数	每五分钟资料1994 /1 ~1994/9	AR 检定
林国平 (1997)	S&P 500	日资料1996 /1 ~1996 /12	Granger 因果关系检定
	Nikkei 225		误差修正模型 (ECM)
李家州 (1998)	SIMEX 摩根台指	日资料1997 /1 /9 ~1998 /3 /31	G-S (Garbade-Silber) 模型
			Granger 因果关系检定
吴易欣 (1998)	SIMEX 摩根台指	每五分钟资料1997/3/1~1998/3/18	Granger 因果关系检定
赖宏昌 (1998)	TAIFEX 台股指数期货	每五分钟资料	Granger 因果关系检定
		1998/7/21~1999/3/31	向量自我回归模式 (VAR)
林欣雯 (2003)	TAIMEX 等相关期货商品	日资料台股期货1999/1/5~2002/9/30	状态空间模型
		台股电子与金融期货方面2000/1/4~2002/9/30 小台指2001/4/9~2002/9/30	误差修正模型 (ECM) GARCH 模型
蔡垂君 (2003)	TAIFEX 台股指数期货	每五分钟资料2001/1/2~2002/6/30	VECM-Bi-EGARCH (1.0)

资料来源: 海通证券研究所

表 2 现货领先股指期货市场

研究者	研究对象	资料型态	研究方法
Wahab and Lashgari (1993)	美国 S&P 500 FT-SE100	日资料1988/1/4~1992/5/30	Granger 因果关系检定G-S (Garbade-Silber) 模型
廖崇豪 (1994)	美国 S&P 500	月资料 1982/4~1994/1	误差修正模型(ECM) 向量自我回归模式 (VAR) ARMA
赖瑞芬 (1997)	SIMEX 摩根台指	每五分钟资料1997/3/1~1997/5/14	Granger 因果关系检定
李家州 (1998)	道琼台股指数期货 SIMEX 摩根台指	日资料 1997/1/11~1997/5/31 1997/1/9~1998/3/31	Granger 因果关系检定 三阶段最小平方方法进行回归模型
蔡美华 (1999)	SIMEX 摩根台指 TAIFEX 台股指数期货	每五分钟资料 1998/10~1998/12	AR 检定
刘圣骏 (2001)	TAIFEX 台股指数期货	日资料1999/1/5~2000/10/31	Granger 因果关系检定

资料来源：海通证券研究所

表 3 股指期货与现货互为因果

研究者	研究对象	资料型态	研究方法
Abhyankar (1995)	FTSE 100 指数	每小时资料 1986/4/28~1986/10/24(英国金融大改革前) 1986/10/27~1987/9/30(大改革至1987年股市崩盘) 1988/1/5日~1990/3/23(股市崩盘后)	采用线性及非线性因果关系 检定
黄玉如 (1993)	美国 S&P 500	日资料1987/1/1~1992/12/31	Granger 因果关系检定
易智伟 (1998)	SIMEX 摩根台指	每五分钟资料 1997/8/1~1998/4/10	Granger 因果检定 状态空间模型
郭炜翎 (1998)	SIMEX 摩根台指	日资料、每五分钟资料 1997/3/1~1998/2/27	Granger 因果检定 GARCH 模型
刘圣骏 (2001)	SIMEX 摩根台指	日资料 1999/1/5~2000/10/31	Granger 因果关系检定 GARCH 模型
潘品轩 (2003)	TAIFEX 台股指数期货	每五分钟资料 1998/7/21~2003/1/16	Granger 因果关系检定 误差修正模型 (ECM)

资料来源：海通证券研究所

2. 股指期货和股票价格指数间关系出现多重结果的原因

2.1 金融市场的复杂性决定了股票市场与股指期货价格关系的差异性

现代金融市场的前沿理论——混沌理论认为，金融市场是一个进化的复杂系统，如同其它适应性复杂系统一样，市场进化以保障自己的生存。一个静态系统会以可以预测的线性方式作出反应，并注定会灭绝，它的资源会被更具适应性的竞争者所掠夺。而金融市场作为一个复杂的进化系统，它们对于变化的条件具有适应性，它们以看上不可预测的方式作出反应，它们不能被其它物种或系统所预测，因而可以更有效地竞争。对于金融市场来说，要生存就必须确保没有人能够聚敛世界的财富，如果有人真把财富聚敛光了，市场的存在也就不需要了，市场的存在是为了给我们在其中交易的流动性，而不是为了使一个交易系统总是管用。

股指期货和股票现货市场各自作为金融市场的一个子系统，具有很大的国别（地区）差异及时段差异，即不同国家（地区）的股票市场或股指期货市场，以及同一国家（地区）的股票市场或股指期货市场的不同运行阶段，都存在很大的差异。正因如此，采用

不同国家（地区）的股票市场和股指期货市场的数据，或采用同一国家（地区）股票市场和股指期货市场不同阶段的数据进行实证研究，其结果必然不同。所以，金融市场的复杂性决定了股票市场与股指期货价格关系的差异性。

2.2 丧失本土定价权是新兴市场股指期货缺乏价格发现功能的普遍现象

从20世纪70年代开始，伴随着经济全球化而出现的国际金融一体化、自由化逐步加强，由此导致全球股票市场的“羊群效应”，即美国成为全球股票市场的领头羊，各个国家和地区股票价格走势和美国市场高度相关，其他市场都不同程度地丧失了股票的本土定价权。

表4列出了海外主要证券市场推出指数期货的时间表，并给出了1980年1月1日至1991年12月31日11年期间标准普尔500指数、恒生指数、日经225指数、伦敦金融时报100指数、巴黎CAC40指数、德国DAX指数和多伦多指数与美国道琼斯工业股价指数的相关系数，从中可以看出它们之间的相关性极高。

正是由于世界各个国家和地区股票价格走势高度依赖于美国市场，丧失本土定价权是新兴市场股指期货缺乏价格发现功能的普遍现象。以香港市场为例，隔夜美国市场道琼斯指数上涨或下跌后，均会导致恒生指数大幅度跳高开盘或跳低开盘，恒生指数期货价格发现功能的丧失或弱化。

表4 世界各国和地区指数期货推出时间情况一览表及标的物指数与道琼斯指数相关性

国家及地区	指数期货标的物	开放日期	标的物指数与道琼斯指数相关性
美国	标准普尔 500 指数	1982.4	0.9982
中国香港	恒生指数	1986.5	0.9357
日本	日经 225 指数	1988.9	0.8212
英国	伦敦金融时报 100 指数	1984.5	0.9754
法国	巴黎 CAC40 指数	1988.6	0.8452
德国	德国 DAX 指数	1990.9	0.936
加拿大	多伦多指数	1987.5	0.935

资料来源：Bloomberg

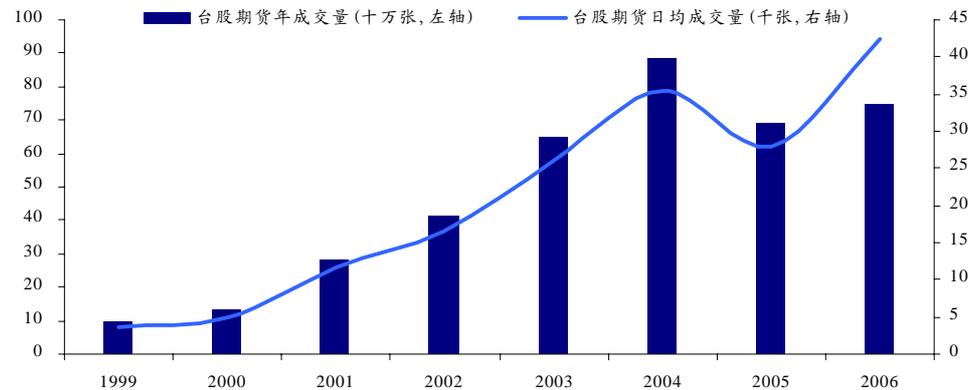
2.3 流动性不足是部分市场股指期货难以领导股票市场价格的重要原因

股指期货具有明显的领涨领跌作用，但其前提是股指期货市场要具有一定的市场深度和广度，即股指期货市场必须具备一定的市场规模和流动性。可以说，股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。由于各个市场的差异很大，由此也造成了各市场股指期货价格发现功能强弱的很大差异。流动性不足和成交量小是部分市场股指期货难以领导股票市场价格的重要原因。

一般来说，在一个市场的初期发展阶段，成交量比较小，股指期货的价格发现功能也必然大打折扣。例如，在台湾上市本土股指期货后，1999年和2000年台股期货(TX)的年交易量分别为970345和1399908张合约，日均交易量分别只有3648和4944张合约。由于流动性差，早期台股期货的价格发现功能必然较弱。而到了2004年和2005年，台股期货的年交易量分别达到了8861278和6917375张合约，日均交易量分别达到了35445和28006张合约。从今年1-8月份的数据看，台股期货(TX)的日均交易量已经达到了42379张合约。由于流动性增强，台股期货的价格发现功能必然有所增强。

总体来说，股指期货经过20多年的发展，获得了非常迅猛的增长。特别是进入90年代以后，随着全球证券市场的迅速发展，无论是市场经济发达国家，还是新兴市场国家，指数期货交易都呈现良好的发展趋势。但时至今日，各市场的差异仍然很大。

图 1 1999-2006 年台湾加权股价指数期货成交量



注: 2006 年为 1-8 月份数据。

资料来源: 台湾期货交易所和海通证券研究所

表 5 一些国家和地区股指期货与现货成交值比率

国家(地区)	美国	日本	香港	英国	法国
商品	S & P500	Nikkei	恒生	FT-SE	CAC40
期货/现货	1.5	1.2	1.38	0.80	2.0
国家(地区)	澳大利亚	芬兰	巴西	加拿大	纽西兰
商品	All Ordinaries	FOX	BOVESPA	TSE300	Barclay
期货/现货	0.87	1.56	5.17	0.2	0.2
国家(地区)	荷兰	德国	南非	台湾	台湾
商品	AEX	DAX	All share	加权指数	摩根台指
期货/现货	0.34	0.72	0.77	0.10	0.22

资料来源: 海通证券研究所

表 6 台湾期货市场各期货、期权合约交易量统计

期货合约	2005 年度成交量	2005 年度交易日数	日平均成交量
台股期货 (TX)	6917375	247	28006
电子期货 (TE)	1179643	247	4776
金融期货 (TF)	909621	247	3683
小型台指期货 (MTX)	1088523	247	4407
台湾 50 期货 (T5F)	9483	247	38
10 年期政府公债期货 (GBF)	2887	247	12
30 天期商业本票利率期货 (CPF)	217	249	1
台指选择权 (TXO)	80096506	247	324277
电子选择权 (TEO)	680,026	194	3505
金融选择权 (TFO)	756570	194	3900
股票选择权 (STO)	1018917	247	4125
合计	92,659,768		376,730

资料来源: Bloomberg

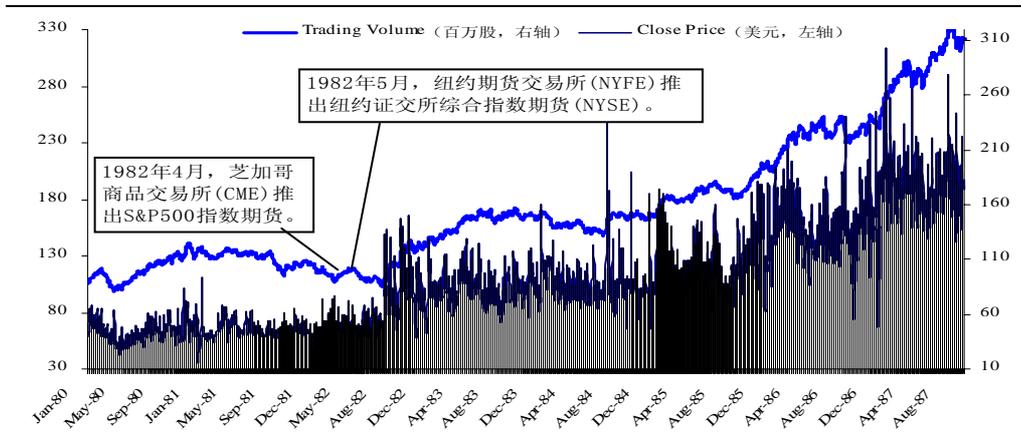
3. 历史上股指期货上市一般会推动股票现货价格指数上涨

3.1 美国案例：S&P 500 数期货上市对股票市场的推动作用

从海外主要证券市场具有代表性的指数期货推出前后现货市场指数运行态势可以看出，指数期货正式开设之前、之初和之后的标的股价指数走势短期虽然态势各异，但中长期走势基本上都是向上攀升。

1982年4月 S&P 500 指数期货上市时，S&P 500 Stock Index 在 115 点附近，随后在 7、8 月份最低下探到 107-103 点后开始大幅度上涨，当年年底就达到了 142 点附近，1983 年底达到了 166 点附近，1985 年底达到了 210 点附近，1987 年 7、8 月份达到了 330 点附近。5 年间涨幅接近了 200%，而且市场交易量也在持续增加。

图 2 1980.1-1987.9 美国 S&P 500 股价指数走势图

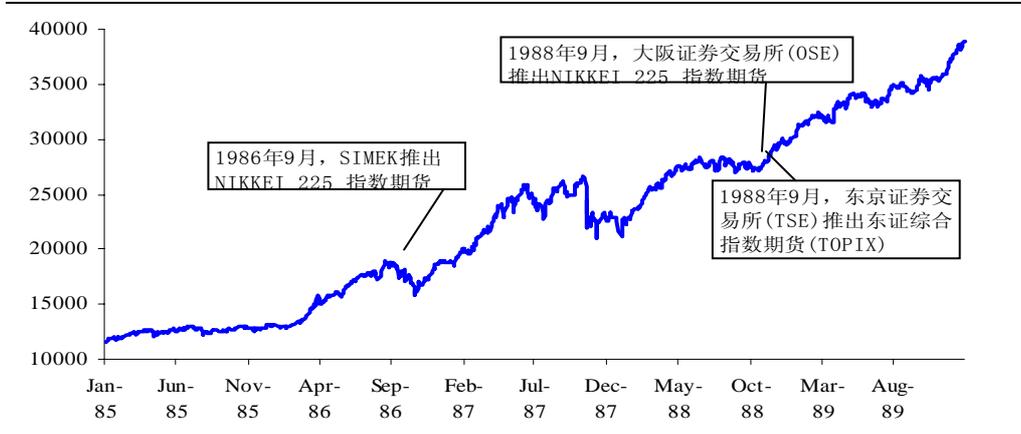


资料来源：YAHOO 和海通证券研究所

3.2 日本案例：指数期货上市后股票市场和股指期货价格轮番上涨

1986 年 9 月 SIMEK 推出 NIKKEI 225 指数期货时，NIKKEI 225 指数在 18000 点附近，随后在 10 月份最低下探到 16000 点后开始大幅度上涨，当年年底就达到了 18800 点附近，1987 年 6 月达到了 25300 点附近。其后虽然经历了“87 股灾”，但 1988 年 7 月就上涨到了 28000 点附近。1988 年 9 月，大阪证券交易所(OSE)推出 NIKKEI 225 指数期货，同时，东京证券交易所(TSE)推出东证综合指数期货(TOPIX)，由此引发日本股票市场和股指期货价格轮番上涨的局面，到 1989 年年底，NIKKEI 225 指数已达到了 38000 点附近。

图 3 1985.1-1989.12 日本 NIKKEI 225 股价指数走势图

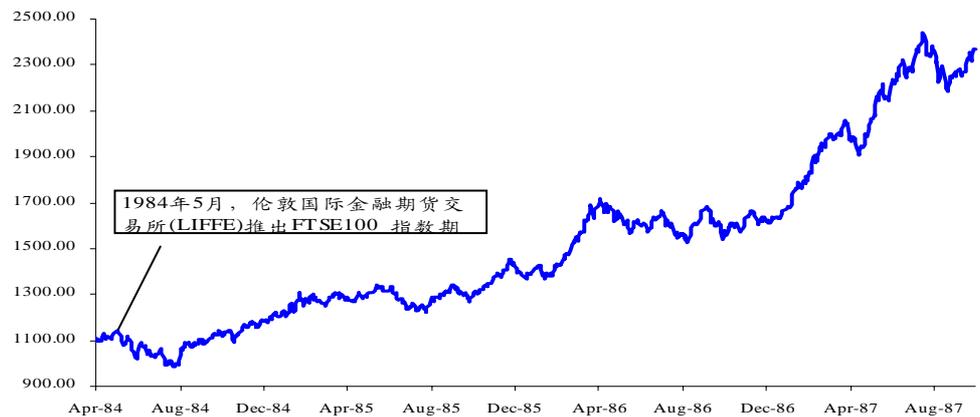


资料来源：YAHOO 和海通证券研究所

3.3 英国案例：指数期货上市对股票市场的推动作用

1984年5月伦敦国际金融交易所(LIFFE)推出FTSE 100指数期货时, FTSE 100指数在1100点附近,随后在6月份最低下探到994点后开始大幅度上涨,一年后的1985年5月就达到了1330附近,1986年4月达到了1600点附近,1987年6月达到了2400点附近。股指期货上市后的3年时间,股价指数涨幅超过了100%。

图4 1985.1-1989.12 英国 FTSE 100 股价指数走势图



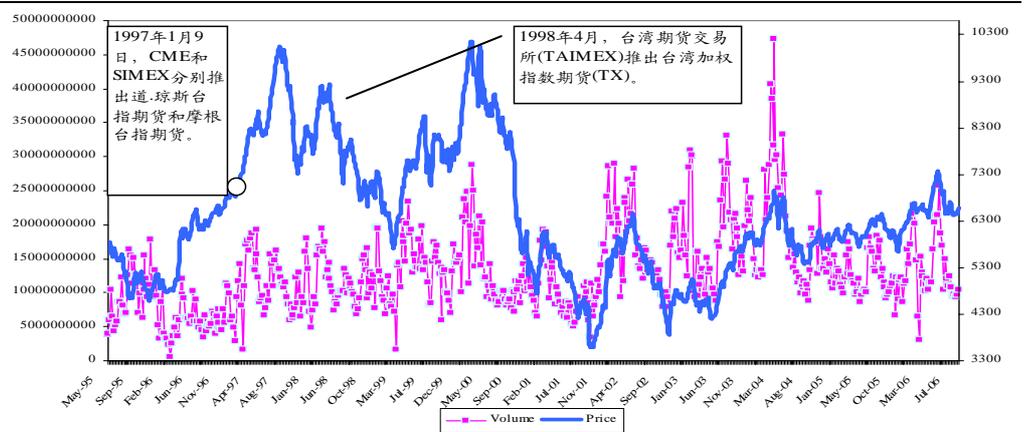
资料来源: YAHOO 和海通证券研究所

3.4 台湾案例：指数期货上市对股票市场具有正反两方面的作用

1997年1月9日, CME 和 SIMEX 分别推出道·琼斯台指期货和摩根台指期货。虽然台湾加权指数在此前已经出现了大幅度上涨,两只指数期货推出后台湾加权指数仍然从1997年1月的7100点附近,仅半年时间就大幅度上涨到了1997年8月的9900点附近。1998年4月,台湾期货交易所(TAIMEX)推出台湾加权指数期货(TX),此时正值亚洲金融危机,台湾加权指数随后大幅度下跌,1999年2月最低下跌到5800点附近后,开始大幅度上涨,并在2000年2月份最高达到了10161点。此后在台湾政局不稳的影响下,加权指数又出现了剧烈暴跌。

可见,台湾指数期货上市对股票市场具有正反两方面的作用,市场价格波动更多地受到了政治等因素的影响。

图5 1995.6-2006.8 台湾加权股价指数走势图



资料来源: YAHOO 和海通证券研究所

4. 股指期货与股票现货市场价格领先落后关系的启示

4.1 股指期货与股票现货市场价格领先落后关系的几点结论

虽然各个市场股指期货上市时间和初始条件差异很大，但总结股指期货价格与股票现货市场指数价格之间的领先落后关系，仍可以得出一些共同结论：

- 股指期货上市一般都会推动标的指数上涨

从各国（地区）股指期货上市时的情况看，虽然刚上市时大盘可能短暂下跌，但从中级行情看，大多数是趋于上涨的，且涨幅较大。

- 股指期货具有价格发现功能，但各市场存在较大差异

各个市场股指期货对股票现货市场价格发现功能的差异很大，其中一个重要原因在于各个国家或地区股指期货市场的成交量差异很大，其市场广度和深度差异很大；同时，各国股票价格指数和美国道琼斯指数的相关性极高，使本土股指期货价格发现功能丧失。

- 在强势市场，股指期货领先股票现货价格走势，对股价指数具有领涨领跌作用

由于价格发现功能和市场普遍存在的理性预期，在一个强势市场，股指期货领先股票现货价格指数走势，股指期货将具有明显的领涨领跌作用。当市场预期股票价格指数将上涨时，股指期货会领先并带动股票现货价格指数上涨，反之，股指期货会领先并带动股票现货价格指数下跌。

- 在弱势市场，股价指数领先股指期货价格走势，股指期货具有助涨助跌作用

股指期货市场的规模和流动性决定了其自身价格发现功能的强弱。如果一个股指期货市场的市场规模较小，流动性较差，其股指期货的价格发现功能必然较弱，此时股价指数领先股指期货价格走势，股指期货只能起到被动的有助涨助跌作用。

- 股价指数波段性走势的基础仍然是经济基本面因素

股指期货可以成为推动股价指数上涨或下跌的重要力量之一，但这种力量要发挥作用必须借助于经济基本面因素的力量。

- 股指期货上市的时间选择很重要

股指期货上市的时间选择是很重要的，一般在一波上涨行情的初期推出股指期货时，对繁荣股指期货市场和推动股价上涨都是有利的；反之，在一波上涨行情的末期推出股指期货时，对股指期货市场的发展和股价指数都是不利的。

4.2 股指期货将成为牵引国内股票市场走大牛市的重要力量

在目前全球对中国经济和中国资本市场看好的大背景霞，特别在人民币升值的预期下，资金会不断流入并引发流动性过剩，而大量资金通过 QFII、融资业务等进入股票市场，必然会导致中国股票市场价格上涨。

在牛市预期下，空头抛空被套的概率很高。所以，市场做空的能量一般明显不足，导致股指期货合约市场交易价格大部分时间高于股票现货市场价格指数，即股指期货大部分时间处于较大的升水状态，由此会反过来促使股票现货市场价格上涨；而股票现货市场价格上涨又会进一步引发股指期货市场空头平仓，价格上涨。

这样，未来中国资本市场会形成“股指期货价格领涨-股价指数上涨-资金流入”三位一体的市场运行机制，不断地螺旋式推动价格上涨。

鉴于股指期货的助涨助跌左右，结合未来我国经济发展前景和目前我国证券市场的现状，我们认为在股指期货上市将成为未来几年中国证券市场大牛市的重要推动力量之一。以目前上证综合指数 1650 点附近，及沪深 300 指数 1330 点附近为起点，以未来 3-5 年大盘上涨 100%-200% 计算，上证综合指数将达到 3300-4950 点左右，沪深 300 指数将

达到 2660-3990 点左右。

4.3 战略性做多未来几年股指期货操作的主旋律

鉴于股指期货的特点，以及对未来股指期货上市后大盘走势的判断，我们认为未来股指期货的操作上应遵循以下几点原则：

- 战略性做多，战术性做空

股指期货虽然可以做多、做空双向交易，但对某一阶段行情特点和趋势的把握非常重要。由于牛市当中股指期货合约交易价格往往处于升水状态，基于对未来几年大盘走势的判断，我们认为投资者在股指期货的操作上应遵循“战略性做多，战术性做空”的原则，在大势上应坚持“做多”，阶段性高点可战术性“做空”。

- 交易品种选择以近月合约为主

由于存在流动性风险，股指期货在交易品种的选择上以交易量和持仓量大的近月合约为主，而远月合约只有在价格偏离过大时少量参与套利交易。

- 关注沪深 300 指数成份股

未来，进入股指期货指数标的的成份股，交易量和流动性将成倍增加，沪深 300 指数成份股将成为未来多空争夺的关键。特别是占指数期货成分较重的大盘股，如中国银行、中国石化、中国联通等大市值股票将成为投资机构从事投机、套利时的控盘工具。而机构大户为拉抬或打压指数，也会大量买卖占指数较重的个股，使大盘股的成交量增加，股价较以往活泼。

- 关注股改进程中的套利机会

由于股改后全流通是一个逐步释放的过程，个股对大盘的影响可能会出现较大的变化，投资者应关注股改进程中的套利机会。

- 灵活操作，学会止损

虽然战略性看涨，但期货的操作毕竟不同于股票现货市场，应长短结合，灵活操作，特别在方向错误时应学会坚决止损。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

郑 卒
副所长
(021) 63411556
zhengzu@htsec.com

吴淑琨
所长助理
(021) 53830731
skwu@htsec.com

路 颖
商业贸易行业高级分析师
(021) 63411374
luying@htsec.com

韩振国
煤炭及电力行业高级分析师
(021) 63411371
zghan@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业高级分析师
(021) 63411376
dingpin@htsec.com

张 峦
房地产行业高级分析师
(021) 63411373
zhangluan@htsec.com

陈美凤
计算机及电子元器件行业高级分析师
(021) 63411380
chenmf@htsec.com

邓 勇
石油石化及基础化工行业高级分析师
(021) 63411375
dengyong@htsec.com

顾 青
家电行业高级分析师
(021) 63411369
guqing@htsec.com

联蒙珂
通信行业高级分析师
(021) 63411366
lianmk@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 63411379
maying@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业高级分析师
(021) 63411391
ymniu@htsec.com

赵 涛
造纸行业高级分析师
(021) 63411394
zhaot@htsec.com

傅梅望
建材行业分析师
(021) 63411382
fumw@htsec.com

顾耀强
钢铁及机床行业分析师
(021) 63411381
guyq@htsec.com

贺菊颖
中药行业分析师
(021) 63411386
hejy@htsec.com

胡 松
汽车行业分析师
(021) 63411392
hus@htsec.com

黄锦超
纺织机械、军工及铁路行业分析师
(021) 63411372
huangjc@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业分析师
(021) 63411393
kljiang@htsec.com

邱春城
电子元器件行业研究员
(021) 63411384
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业分析师
(021) 63411367
qiuzc@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业分析师
(021) 63411378
wangyh@htsec.com

阎 冀
电力行业分析师
(021) 63411368
yanj@htsec.com

严 平
电子行业分析师
(021) 63411385
yangp@htsec.com

杨 慧
基础化工行业分析师
(021) 63411387
yanghui@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 63411365
yelf@htsec.com

叶志刚
船舶及工程机械行业分析师
(021) 63411370
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业分析师
(021) 63411383
zhanwh@htsec.com

钟 健
酒类行业分析师
(021) 63411377
zhongjian@htsec.com

李明亮
宏观经济高级分析师
(021) 53594566-7501
lml@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 53858540
zrchen@htsec.com

陈 露
宏观分析师
(021) 53830705
chenl@htsec.com

刘明宇
宏观分析师
(021) 53594566-7301
liumyu@htsec.com

汪 辉
宏观分析师
(021) 53594566-7104
wanghui@htsec.com

谢 盐
宏观分析师
(021) 53594566-7128
xieyan@htsec.com

陈久红
策略高级分析师
(021) 63411364
chenjiuhong@htsec.com

汪 盛
策略分析师
(021) 63411361
wangs@htsec.com

王国光
策略分析师
(021) 63411359
wanggg@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 63411516
zqyong@htsec.com

王华旭
期货分析师
(021) 63411502
whx@htsec.com

娄静
基金高级分析师
(021) 63411528
loujing@htsec.com

胡倩
估值高级分析师
(021) 63411501
huqian@htsec.com

文洲
债券分析师
(021) 63411527
wenz@htsec.com

单开佳
指数分析师
(021) 63411525
shankj@htsec.com

王亚南
债券分析师
(021) 63411526
wangyn@htsec.com

唐祝益
机构客户部负责人
(021) 63411357
tangzy@htsec.com

高琴
销售经理
(021) 63411356
gaoqin@htsec.com

耿德健
销售经理
(021) 63411362
gengdj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 63411355
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 63411352
jiwj@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 11 楼
电话: (021) 63411357
传真: (021) 63411363
网址: www.htsec.com