



韩国股指期货市场成功发展的经验

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】近十年来,韩国在金融衍生品市场上取得了辉煌成就。韩国国情与我国类似,在相同的市场基础条件下,其经验尤其值得我国关注和学习。

【关键词】股指期货 股指期货 金融衍生品 机构投资者

一、韩国股指期货的发展及特点

股指期货作为一种在海外发达金融衍生品市场中成长迅速的投资避险工具,其对整个衍生品市场的促进、规范作用有目共睹。经历了1997年亚洲金融风暴的重创之后,1999年韩国证券交易所推出股指期货,继续其金融改革之路。股指期货的诞生满足了韩国投资者为指数交易寻求保险的市场需求。在其后短短的几年时间里,其期权交易量迅速增加,交易额在2005年达到91亿韩元。其交易品种除了黄金期货之外,都是金融衍生品,其中KOSPI200股指期货在2001年一跃成为当年全球期权交易量第一的品种,单个产品年成交量曾超过全球衍生品成交总量的四分之一,可以说是国际衍生品市场上史无前例的“黑马”。其小型股指期货的发展也获得了巨大成功,使得CBOT等交易所纷纷效仿。韩国高度繁荣的股指期货交易带动了场外衍生产品的快速发展,增加了市场广度与深度,带来了市场的聚集效应,从而使韩国步入金融衍生品发达国家行列。韩国国情与我国类似,在相同的市场基础条件下,韩国在金融衍生品市场上取得了辉煌成就,尤其值得我国关注和学习。

二、韩国股指期货市场成功发展的原因

韩国股指期货的推出有其特殊的经济背景。1997年的经济危机令韩国投资者更加清醒地认识到衍生产品作为风险管理工具的重要作用。同时,为促进经济复苏,韩国政府采取的低息政策使得大量低成本资本流入市场。而且那时标的市场波动性过大,月波动率为9%,这就说明那些虚值期权在到期日极有可能变成实值期权。而标的市场具有很大波动性的期权产品对投资者有着强大的吸引力。从深层次分析,韩国股指期货市场的成功发展有如下原因:

1. 股指期货产品本身的成功设计。韩国KOSPI200股指期货连续几年在全球金融衍生品交易量中排名第一,首先归因于它的标的选得很好,其标的KOSPI200这一指数价格波动率较大。加上投资者本身崇尚短线交易,投机气氛浓厚。其次,合约规模适中,不但满足了很多机构投资者的投资需要,还吸引了个人投资者的广泛参与。韩国KOSPI200指数期货的乘数为50万韩元,最小变动价位0.05,即2.5万韩元,相当于人民币200

元。KOSPI200股指期货采用欧式期权,乘数为10万韩元,最小变动价位0.01,即一个点的权利金为1000韩元,相当于人民币8元。有人说韩国的期权像彩票,在一定程度上此言不假。低门槛使得散户投资者也能轻松参与股指期货交易,扩大了金融衍生品交易的投资者范围。

2. 市场参与者分工明确。从韩国股指期货市场的流动性角度来看,股指期货净买入/净卖出的交易量分布非常符合角色分工。期货佣金商、证券公司、信托投资公司以及保险公司等作为合约成交量的净卖方提供了市场流动性,合约的净买方则为个人投资者、外国投资者、银行,这部分投资者往往需要衍生品工具提供资本保值增值的功能。合约的净买方中,个人投资者占主要份额。从总交易量来看,外国投资者的交易量占到个人投资者交易量的43%左右;而从净买单量来看,外国投资者看来更加均衡,净买单量只占个人投资者净买单量的15%。对比所有的市场参与者,买卖单量最为均衡的则为期货佣金商,其次为银行。韩国股指期货市场分工相对明确,而且没有像发达国家市场那样依赖机构投资者,这是韩国股指期货成功的一个非常重要的因素。

3. 交易费用低廉。2000年韩国证券交易所将投资者交易门槛资金从3000万韩元降至1500万韩元,这一措施进一步吸引了大量个人投资者进入市场。按期权权利金收取交易费用的创新方式也刺激了投机需求。韩国证券交易所与证券公司均按期权权利金比率收取交易佣金,权利金越小,收费就越低,导致价格低廉的深度虚值期权交易非常活跃。而世界上绝大部分期权是按合约交易量收取固定费用,如果期权处于深度虚值,交易收费可能超过权利金,这种情况下,交易深度虚值期权没有商业价值,因而交易大多集中于平价期权合约。这是排名世界第一位的KOSPI200股指期货与排名第二位的DJ Euro Stoxx 50股指期货相差28倍的主要原因。

4. 交易方式和制度创新。韩国对证券及衍生品市场基于一个市场风险控制的理念,实行适时、有效的管理,整合市场交易规则,证券交易所建立了一套行之有效的风险控制制度。对于新产品上市,其准备工作非常充分,除对国外市场相类似产品进行完整研究、取得大量实践经验外,上市前还进行充分

的模拟交易(5个月以上)。同时,即时修订市场规则以便快速反映投资者的要求。例如:交易下单系统由证券交易所投资的电脑公司负责开发,大大降低了系统开发和维护的成本;同时,通过将交易下单系统提供给小型券商,使小型券商不必耗费大量的人力、财力开发系统,而是专注于开发市场业务,同时将低成本反映在手续费的降低上。这降低了投资进入门槛,使广大的投资者可以最低成本参与交易。

5. 技术系统升级与网上交易的普及。韩国网络基础设施完备,网上交易非常便捷,也为金融衍生品交易创造了极大的便利。同时,证券交易所拥有处于世界先进水平技术和通信设施,完全计算机化的交易系统能够保证命令被快速可靠地执行。此外,因特网在韩国已经普及到每个家庭,这使得韩国的网上交易发展很快。同时网上交易的费用低廉,经纪商收取的佣金最低只有3个基点,而按照传统的交易方式,经纪商收取的佣金在15~50个基点。期权合约的数量相对于期货呈几何级数增长,如何方便显示行情确实是一个难题,但韩国证券公司显然为此投入了大量资金。为了吸引客户,韩国各大证券公司争相提供更快更好的“家庭交易系统”,以方便投资者参与交易。同时,证券交易所也对交易系统进行了改造,如取消了开平仓设计,使交易方式更适合股票市场投资者,其行情系统充满人性化设计,投资者只需几分钟即可全面掌握其要点,同时由于行情报价与交易下单系统紧密结合使得下单效率大大提高,这大大减少了投资者对期权交易的畏难情绪。

三、启示

我国商品期货市场经过数年的规范、整顿,已于2001年步入恢复性增长阶段。市场预期股指期货最有可能成为我国第一个金融衍生品。韩国股指期货市场的发展经验可为我国发展金融衍生品市场提供借鉴。通过对韩国股指期货市场成功发展的原因分析,从中可以获得以下一些启示:

1. 尽快把发展股指期货市场列为金融工作重点之一。当前,银行业改革、股改、汇率改革都是我国金融改革的重点和难点,而股指期货市场的建立与它们并无矛盾,相反还有一定的促进作用。虽然相关研究工作已经展开,但是股指期货市场能否完全建立主要还在于政策层面上的放松和监管水平的提高。因此,从官方角度来看,尽早把这项工作列入重点,就可尽早地成立专门机构、配备专门人员、投入专项资金来开展相关的研究。通过学习和借鉴国外经验、修改相关的规则,从而做到胸有成竹。不然的话,到时候有可能因仓促上马而造成一片混乱。我国在20世纪90年代推出的一些金融衍生品的失败就是很好的教训,如上海的汇率期货、国债期货及海南的利率期货,最后都以失败而告终,其中主要的原因是时机不成熟、监管不到位、法律法规不健全等。

2. 选择适当的股票指数和相应的期权合约。选择的股票指数是否适当(尤其是在开始引入股指期货时),是股指期货能否为市场所接受的重要因素。尽管股指类期权种类很多,但并不是每种产品都能获得成功发展。韩国股指期货的成功是因为选择的KOSPI200是综合韩国主要代表性的公司的指数。我国也可采取类似的做法。具体来说,可对沪深300指数进行

论证,看是否适合作为标的指数。同时,也需要进一步加强对指数的研究,看是否能构建更合适的指数产品。当然,最初的股指期货产品成功推出后,为了满足不同投资者的需求,其他相应的股指期货产品也需要被创新出来。指数选定之后,在参考其他国家股指期货合约的基础上,对于期权的类型、合约的规模、最小变动单位等都需要作仔细的比较和研究。

3. 大力开展期权研究和期权知识普及教育。在期权市场的发展过程中,期权知识的普及也非常关键。期权是金融产品中较复杂的一种。为了使普通的投资者能参与市场中来,同时为了避免盲目的投机给市场造成大的波动,对投资者进行必要的期权知识培训显得尤其重要。当初期权发行上市的时候,韩国公众对其看法不一,相关机构对期货、期权的基本原理进行了广泛的宣传推广,通过报纸连载、电视节目以及各类研讨会和说明会来增进投资者对期权合约的了解和信心。交易金融期权成了韩国人日常生活的一部分。韩国证券交易所和证券公司不仅通过举办讲座和广告来宣传期权产品,还聘请国内著名的漫画家以漫画形式介绍期权。诸如此类的活动对期权的推广普及起着不可替代的作用,这也是韩国股指期货市场不断发展壮大的一个重要因素。

4. 有步骤、分阶段积极稳妥地推出股指期货产品。金融衍生品市场与其基础市场之间存在着极强的互动机制。因此,拥有一个发达的现货市场,是发展股指期货市场的基础。各国的经验表明,期权产品的推出一般都遵循相似的路径选择:发展股指期货一般要选择循序渐进的道路——首先推出有良好基础现货市场支持的股指期货,经过试点为市场积累经验,再推出股指期货,再可能就是推出迷你的股指期货和迷你的股指期货,使股指类衍生品市场逐步深化。我国要首先发展股指期货市场,在此基础上进行股指期货交易的创新与实践,扩大市场交易平台,通过创新技术、扩充渠道和丰富优化产品结构来引导投资者对其产品的利用,从而提升产品的核心竞争力和证券交易所的国际影响力,同时加强和国际上其他证券交易所的联系与合作。

主要参考文献

1. 胡俞越,池洪涛.股指期货发展海外之鉴.证券市场周刊,2006;42
2. 刘馨琰.韩国股指衍生品市场经验探索.期货日报,2006-07-27
3. 崔晓健,邢精平.韩国指数期权发展的10年回顾与创新借鉴.证券市场导报,2008;1
4. 赵勇,王娜.韩国金融衍生品市场发展的经验及对我国的启示.海南金融,2006;11
5. 欧阳琛.韩国股指期货、期权市场成功发展的原因分析——兼谈对发展我国股指期货市场的启示.云南财贸学院学报(社会科学版),2003;5
6. 黄上国,付强.美国股票指数期权市场的发展对中国的启示.湖南财经高等专科学校学报,2007;4
7. 魏振祥.韩国:期权进入寻常百姓家.大众理财顾问,2007;4