

股指期货的中国展望

赵新娥

(武汉理工大学管理学院 武汉 430070)

【摘要】 本文运用分析推理方法、实证研究方法,在借鉴国内外经验和分析我国现实条件的基础上,认为股指期货的推出在保护投资者利益、丰富投资工具与避险工具、完善金融市场体系等方面具有积极作用,并分析了推行股指期货的可行性。

【关键词】 股指期货 股票市场 期货市场 金融衍生品

一、引言

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的价格进行股价指数交易的一种标准化合约。股指期货作为一种金融衍生工具,是一种波动性很大的金融期货产品,它具有套期保值、价格发现、资产配置、投机获利等功能。

与一般期货相比,股指期货具有以下特点:一是需通过清算机构以保证金形式交易,交易成本低,杠杆比率高;二是以点位表示价格,通过将股价指数的点位换算成货币单位后的差价进行交易;三是没有具体的实物形式,交割方式只能是现金,实行每日结算制度;四是引入卖空机制,有利于规避系统性风险。

与商品期货、外汇期货等较早诞生的金融期货品种相比,股指期货虽然只有近30年的历史,但是其市场影响力不断扩大,发展十分迅速。目前,股指期货的交易规模日趋扩大,交易市场和交易品种不断出现,已建立起比较完善的市场体系,成为世界金融期货市场上交易最活跃的期货品种之一。据统计,至2006年年底,全球共有34个国家、35个交易所开展了股指期货和期权的交易。据有关统计,2007年全球股指期货占到整个期货份额的37%,在成熟资本市场,股指期货是金融产品中最重要品种。当我们站在世界经济全球化和金融一体化的高度来审视和观察我国的金融市场时,适时在我国推出股指期货交易是一种必然的选择。

二、推出股指期货的必要性

1. 规避股票市场系统性风险。根据现代证券投资组合理论,股票市场上的风险可分为系统性风险与非系统性风险两类。对投资者而言,可通过股票投资组合策略来减少和规避非系统性风险。但当系统性风险发生时,各种股票的价格会朝着同一方向变动,单凭在股票市场上的组合投资,显然无法规避价格整体变动的风险。而股指期货的推出,使投资者规避所面临的系统性风险成为可能。股票投资者在无法把握未来股票市场走势的情况下,可通过参与股指期货交易,利用股指期货套期保值。投资者买进或卖出股指期货合约,与现货市场上个股股价变动进行对冲操作,补偿因现货市场发生不利变动所

带来的实际损失,确保投资收益,从而达到转移股票市场价格波动的风险和规避系统性风险的目的。

2. 大力发展和培育机构投资者。根据成熟资本市场的经验,机构投资者是证券市场的主要参与者和稳定市场的主导力量。机构投资者在证券市场中往往以资产管理者的身份出现,一般来说,他们更注重风险防范和投资收益的稳定性,能在套期保值和投机等策略之间做出理性的选择。

目前,我国证券投资基金、保险基金、社保基金等机构投资者持有流通市值的比例接近50%,对套利及套期保值交易的渴望越来越强烈。为了保证资金的安全性和收益性,机构投资者必然需要足够丰富的金融投资品种,以进行组合投资。长期以来,我国金融投资品种只有股票、债券、商品期货等几种,金融衍生品很少,满足不了投资者特别是机构投资者的需要,严重地制约了机构投资者的进一步发展壮大,同时也在一定程度上也诱发了现货市场价格操纵、内幕交易等问题。国际市场发展的经验表明,股指期货对于培育机构投资者来说不可缺少,在降低交易成本、提高资金使用效率,进行组合投资、提高投资收益率,规避系统性风险、保持收益的稳定性及满足流动性要求四个方面具有优势。为了培育机构投资者,促进证券市场的规范化发展,我国有必要推出股指期货。

3. 增强我国证券市场的国际竞争力。股指期货产品有一个特殊的优点,即它可以在不经过其他国家或地区证券期货监管机构同意的情况下以某国或某地区的期货交易所的股价指数为期货交易标的物上市,这就是股指期货的“非垄断性”。在世界经济一体化与自由化的环境下,许多新兴市场化国家为了提升本国或本地区证券期货市场的吸引力,增强其国际竞争力,纷纷开拓金融衍生品市场,它们不但开设以本国股价指数为标的物的股指期货,而且开设以别国股价指数为标的物的股指期货。如新加坡国际金融交易所上市了七种股指期货合约,其中六种是其他国家或地区的股指期货合约,这样做是为了巩固其亚洲金融中心的地位,并和香港展开最直接的竞争。

因此,我国尽早推出股指期货,既有利于国内广大投资者特别是金融机构通过投资新的金融产品锻炼投资能力,增强

自身实力,又有利于改善投资环境,增强我国金融机构在国际金融市场上的竞争力,提升我国证券市场的国际竞争力,以更好地为国内外投资者服务。

三、推出股指期货的作用

1. 保护广大投资者的利益。我国股票市场是新兴的、不成熟的市场,股指波动剧烈,系统性风险较大。开展股指期货交易,既可以为一级市场股票承销商包销股票提供规避风险的工具,又可以为二级市场广大投资者对冲风险,确保其投资收益。同时,股指期货的推出有利于为中小投资者提供相对公平的投资机会。在我国股票市场上,机构投资者往往拥有雄厚的资金实力、广泛的社会关系、丰富的信息资源和高超的专业技术,充当了股票的“价格制造者”和庄家;而广大的中小投资者受资金规模、融资渠道、信息资源和专业知识的限制,只能充当股票价格的接受者,在与机构投资者的博弈中,中小投资者明显处于极为不利的地位。股指期货的推出可改变这种不公平的局面,因为股价指数本身就是大量有代表性的股票的组合,能够比较有效地防止市场操纵行为。如2005年4月8日起正式发布的沪深300指数,该指数是以沪深两市所有A股股票中流动性较强的300只规模最大的股票作为样本组成的成份股指数。沪深300指数300只样本股的总市值近9万亿元,占沪深A股总市值的3/4,本身就具有很强的抗操纵性。而期货合约具有的无限生成性,可使期货市场上庄家操纵的可能性几乎为零,而一般投资者直接操纵期货市场更是根本不可能。

2. 丰富投资工具与避险工具。我国股票市场是一个单边做多市场,投资者只有通过先买入股票,然后等待股票价格上涨来获取收益,投资收益的多少取决于所持有股票价格的上涨幅度。一旦股票价格不涨反跌,投资者要么割肉离场,要么被套,其参与市场的积极性会大大降低。而股指期货既能做多又能做空的双向交易机制,能够改变我国证券市场单边做多的尴尬境地,为投资者提供做空、套期保值、投资组合套利等新的操作策略,丰富投资者的投资渠道。同时,股指期货本身也是一种强有力的金融衍生工具,投资者可以像操作传统商品期货那样,通过同一标的物现货市场与期货市场的价格差异进行套利交易,或者通过期货特有的杠杆效应进行投机交易,赚取投机收益。

3. 拓展和丰富期货市场。自1990年10月12日中国郑州粮食批发市场作为我国第一个商品期货市场正式开业、宣告我国期货市场的发展迈出第一步以来,我国的期货发展经历了近20年的风雨。数据显示,2007年我国商品期货市场总成交量为7.28亿手,成交金额为40.97万亿元。从2004年恢复新品种上市起,目前我国商品期货市场上市交易的品种为19个,其中农产品12个、金属4个、能源1个、其他2个。但我国期货市场的发展与发达国家相比仍有很大差距,比如美国的期货品种有几百个,一些发达国家的期货市场交易额是其GDP的二十几倍,而我国才一倍多。

随着我国市场经济的建立和逐步完善,各方面市场条件逐渐成熟,我国不可能仅仅停留在现有的商品期货市场水平

上,必须着手建立自己的金融期货市场。国际上,股指期货从1982年诞生以来,经过近30年的市场实践,不断进行改进和完善,已经成为期货市场上一个比较成熟的交易品种。推出股指期货能够丰富期货交易的品种,提高期货市场的人气,吸引大量场外资金的流入,拓展期货交易的空间和层次,促进期货市场的快速发展。因此,我们可以借鉴成熟资本市场股指期货交易的实践经验,在我国适时推出股指期货交易,这必将对我国期货市场的发展起到积极的推动作用。

4. 完善我国的金融市场体系。在成熟的市场经济国家,金融期货是整个金融市场中不可或缺的重要组成部分,其在完善资本市场功能与体系中的独特作用已得到广泛的认同。虽然我国资本市场、货币市场及外汇市场已经初步形成,并取得一定程度的发展,但是金融衍生品市场发展缓慢,这与我们目前快速发展的经济状况以及由此而对金融衍生品的强烈需求极不协调。目前,由于金融期货迟迟没有推出,我国内地已成为全球前20大经济体中唯一一个“不完整的市场”。在这个没有做空工具的单边市场中,市场参与者只能从股价上涨中赚钱,股市下跌时大家都无可奈何地赔钱。因为没有做空工具的金融市场有两个明显的缺陷:一是释放风险的通道比较狭窄;二是难以发挥宏观调控信号的传递效率。在我国目前的条件下,推出外汇期货和利率期货的时机还不成熟,而推出股指期货的条件已基本具备,应由股指期货迈出我国金融期货发展的第一步。

四、推出股指期货的可行性

1. 推出股指期货的市场和技术条件已具备。

(1) 市场条件。我国股指期货上市的市场条件主要包括股票现货市场的规模、市场的价格波动性、投资者构成、市场组织体系和监管体系的完善程度、市场的信息化和电子化水平等基本要素。其中,股票现货市场的规模是关键条件。

现货市场是股指期货的基础,它必须具有一定规模,以限制对股价指数的操纵,保证市场价格的有效性。经过近20年的发展,目前我国证券市场已经达到了一定的规模。表1描述了截至2008年5月31日我国证券市场的总体情况。另据有关统计,截至2008年5月23日,沪深股市股票账户总数为1.15亿户,我国股票市场还将在相当长一段时间内持续高速增长,市场规模还将进一步扩大。

表2比较了海外主要证券市场推出股指期货时股票现货市场的规模情况。从表2可以看出,在股市总市值和总市值占GDP比例这两项指标上,目前我国现货市场规模已经超过主要发达国家推出股指期货时的水平,具备了上市股指期货的条件。

(2) 技术条件。从我国股票市场多年的发展所形成的良好的交易、清算、监管体系和从业人员素质、股票指数的编制等方面来说,我国推出股指期货的技术条件已经基本完备。同时,我国期货市场试点以及期货合约设计所积累的大量经验,为股指期货的推出创造了条件。

(3) 交易主体。我国不断增加的投资者特别是机构投资者的投资理念日益成熟,对证券市场风险的认识日益全面,规

表1 我国证券市场总体指标

指标名称	深市	沪市	合计
总股本(亿股)	32.019 3	203.416 5	235.435 8
总市值(亿元)	43 620	181 247	224 867
流通股本(亿股)	17.573	75.601 6	93.174 6
流通市值(亿元)	21 942	53 969.3	75 911.3
成交量(亿元)	315.79	657.49	973.28
成份指数(点)	12 048.24	3 059.31	-
综合指数(点)	1 033.69	3 401.44	-
B股指数(点)	536.83	242.29	-
上市公司总数(家)	713	864	1 577
上市证券总数(只)	921	1 122	2 043
上市股票总数(只)	755	908	1 663
上市A股总数(只)	700	854	1 554
A股平均市盈率(倍)	32.32	26.22	27.17
上市B股总数(只)	55	54	109

资料来源:上海证券交易所、深圳证券交易所、深圳证券交易所巨潮资讯网和全景网。

表2 各国推出股指期货时股票现货市场规模情况

国别	美国	日本	中国
股指期货推出时间	1982年2月	1988年9月	未定
当时股市总市值(亿美元)	14 598.52	10 296.04	47 206.49
当年GDP(亿美元)	30 413.61	28 600.43	35 587.16
当时总市值占GDP比例	48%	36%	132.65%

注:表中中国的数据为截至2007年12月31日的沪深两市总市值(327 141亿元),汇率按照2007年12月31日“1美元=6.93元人民币”计算,表中中国的“当年GDP”是指2007年的GDP(246 619亿元)。

避风险的意识日渐增强,投资行为日趋理性,为股指期货的运行准备了合适的交易主体。大量投资者对避险工具的强烈需求,是其推出的潜在动因。

(4)期货公司。期货公司作为期货市场的主体和基础,在一线承担着市场开拓、风险管理、投资者教育等重要职责,其作用不可替代。期货公司的兴衰,关系着整个期货市场的健康运行。令人欣喜的是,随着商品市场的繁荣以及股指期货筹备工作的深入,近年来国内期货公司综合实力大幅增强,这为我国期货市场的稳妥发展打下了坚实基础。有关数据显示,截至2008年3月末,国内期货公司注册资本总额达到111.8亿元,较2007年9月份的85.4亿元增长了逾三成。

2. 市场法规与监管体系日益完善。政府监管力度逐渐加大,为股指期货的发展提供了有力的保障。①2006年10月23日,中国金融期货交易所公布了《沪深300指数期货合约》、《交易细则》、《结算细则》和《风险控制管理办法》等四个征求意见稿,预示着股指期货不久将会面世。②2007年2月7日,国务院常务会议审议并原则通过了《期货交易管理条例(修订草案)》,这个被视为股指期货法律基础的条例一旦颁布,则意味着股指期货的推出成为必然。③2007年4月22日,《期货

公司金融期货结算业务试行办法》、《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》以及《期货公司风险监管指标管理试行办法》正式发布实施,意味着股指期货上市有了法律保障,有助于股指期货推出后规范、安全运作,抑制不法操作,维护市场秩序,进而促进资本市场平稳发展。

3. 有可借鉴的国内外经验。

(1)国外股指期货的成功经验。国际上,许多国家和地区成功推出的股指期货交易能为我们提供有益的借鉴。包括:①成熟的股指期货理论提供了有力的理论支持;②严格的监管体系为我国期货市场的建立提供了制度参考;③初期将市场参与主体定位为机构投资者能确保市场安全运行;④在股指期货发展较为成熟时逐步引入做空机制,能减少不稳定因素;⑤采用电子交易方式取代传统的公开喊价方式,能提高交易运作效率,等等。

(2)国内商品期货交易提供了借鉴经验。商品期货市场在我国的发展已经走过了近20年的历程,管理层在制度建设、市场监管方面积累了一定的经验,培养了一大批优秀的从业人员和机构投资者,还先后制定、颁布了有关期货市场的法律法规,构成了比较完善的期货市场法律体系,有利于股指期货交易的开展。

(3)国内金融期货的经验和教训。我国期货市场也曾开展过短暂的金融期货交易。1992年上海外汇调剂中心进行过外汇期货交易;1993年海南证券报价中心推出过股指期货交易;1993年上海证券交易所进行过国债期货交易。虽然后来由于种种原因这些交易都被禁止了,但它们为目前推出股指期货提供了一些经验和教训。

五、小结

随着我国经济的快速增长和股权分置改革的进行,我国资本市场发生了重大的变化,股票进入了全流通时代,股票市场和期货市场基础性制度不断完善,创新发展的动力进一步增强,股指期货的推出具备了良好的内外部环境条件。经过多年的认真筹备,相关制度建设及技术准备基本完成,股指期货推出的条件已经具备。

【注】本文系国家自然科学基金资助项目(编号:70771085)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 施东晖. 上海股票市场风险性实证研究. 经济研究, 1996;10
2. 马刚, 谭莹. 我国开设股指期货的必要性分析. 黑龙江对外经贸, 2005;4
3. 陈倩. 对当前推出股指期货的探讨. 商场现代化, 2007;24
4. 孙茂颖. 我国开设股指期货的必要性分析. 黑龙江对外经贸, 2006;8
5. 游石. 备战股指期货 期货公司进入良性循环新阶段. 证券时报, 2008-05-22
6. 刘文元. 期货公司抓紧股指期货上市前机会 加紧战略布局. 上海证券报, 2008-06-17