

我国开设股票指数期货的利弊分析

赵守国, 周晓雷

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069)

摘要: 基于股票指数期货的特点及功能分析, 结合目前我国股票市场的现实状况, 阐述股票指数期货这一国际上发展迅速的金融衍生工具在我国开设的可行性及利弊, 并为股票指数期货在我国的开设提出对策建议。

关键词: 股票指数期货; 套期保值; 系统风险; 机构投资者

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-2731(2000)03-0077-05

股票指数期货 (Stock Index Futures) 自 1982 年于美国堪萨斯农产品期货交易所 (KCBT) 问世以来, 获得了快速发展。1995 年, 股票指数期货的交易量已占到所有期货交易总量的 20% 以上。目前影响较大的有美国 S&P500 指数期货、日本日经 225 股票指数期货、香港恒生指数期货等。1993 年 3 月, 我国海南证券交易中心也曾推出了股票指数期货, 但由于当时国内资本市场条件还不成熟, 当年 9 月便停止了该品种的交易。近来, 随着我国证券市场规模的逐年扩大, 各种法规、监管手段的不断健全, 投资者的日益成熟, 特别是机构投资者队伍的不断壮大, 开设股票指数期货交易的必要性逐渐凸现。

一、股票指数期货的特点及功能

1. 股票指数期货的特点

股票指数期货是以某一股票指数作为标的物的金融期货 (Financial future) 品种。作为金融衍生工具的一种, 股票指数期货除了具有期货的一般特点和交易制度安排外, 还具有一些独有的特点, 主要表现在以下几个方面:

(1) 股票指数期货的标的物 股票指数期货合约的交易对象不同于其他期货合约, 其交易对象是衡量多种股票平均价格变动水平的无形的指数。即股票指数期货的标的物本身并没有任何实物的存在形式, 而完全依赖于人们所编制、计算出来的股票指数。因而, 一个编制科学, 能精确、灵敏、及时反映股票市场价格变动的股票指数是股票指数期货交易存在的先决条件。

(2) 股票指数期货的报价方式 一般商品和其他金融期货合约的价格是以合约自身价

收稿日期: 2000-03-19

作者简介: 赵守国 (1963-), 男, 辽宁锦州人, 西北大学科研处副处长, 副教授, 经济学博士, 从事产权理论及现代公司投融资研究; 周晓雷 (1973-), 男, 新疆阿勒泰人, 西北大学经济管理学院硕士研究生。

值为基础,而股票指数期货合约则是以股票指数点报价,每一份期货合约的金额等于固定点数乘以人为规定的每点价格(又称为“乘数”——multiple)。

(3)股票指数期货的交割方式 商品期货合约到期后,必须按所持合约上标明的数量交付或提取现货,而股票指数期货由于合约标的物的抽象非实体性,在合约到期后全部采用现金交割方式,合约持有人只需交付所对应的现金即可了结交易。

2. 股票指数期货的功能

(1)提供套期保值和套利的机会 套期保值是股票指数期货推出的最初动因。投资者通过买卖股票指数期货合约来对冲股票现货空头或多头仓位的风险。尤其是在股票市场下跌的市前,投资者可以通过卖出股票指数期货的同时保持投资组合仓位不变的方式锁住利润,达到套期保值的目的。套利是利用股票指数期货市场价格与其合理价格的偏离,通过同时买入、卖出不同期限的股票指数期货合约或者在股票指数期货市场和现货市场上反向操作获得利润的方式。

(2)股票指数期货的价格发现功能 股票指数期货由于所需的保证金较低,交易费用较股票现货交易更为便宜,因而流动性极好。一旦有信息影响到投资者对股票市场未来的预期,就会反映在股票指数期货市场上,并且能快速传递到股票现货市场上,均衡现货市场价格。这种作用机制,有助于股票市场的价格发现,减少股票市场中不确定因素对股票价格的冲击。

(3)规避股票市场系统风险、转移风险的功能 股票市场的投资风险主要包括非系统风险和系统风险。统计分析表明,不能以投资多元化分散的系统风险占全部风险的比重超过60%。在没有股票指数期货之类对冲工具的情况下,投资者无法规避系统风险暴露。那么,为减少系统风险暴露,投资者最佳的风险管理策略,便是在股市明显下跌之前卖出股票套现。但投资者要为此承担较高的交易成本,并且这种行为的普遍化,会加剧股价波动的幅度和频率,导致投资行为短期化。而股票指数期货的开设则为投资者提供了一种可供选择的规避系统风险的方式。即当股票市看跌的时候,投资者可卖出股票指数期货,反之买入,而保持股票投资组合仓位不变。通过这种方式不但可有效规避股票市场的系统风险,还可有效降低股票市场的价格波动幅度。但是,股票指数期货交易并不会也不可能彻底消除风险。它只不过是通过股票指数期货的买卖,将风险转移到那些愿意并且有能力承担风险的市场参与者身上,同时为承担风险意愿和能力较弱的市场参与者提供回避风险的工具,阻止市场风险的不扩散,降低了总体金融风险发生的可能性。

(4)有利于资产配置、分散投资风险 如果投资者只想获得股票市场的平均收益或者看好某一类股票,在股票现货市场上将其全部购买,无疑需要大量资金,耗费大量时间、精力,在现货市场上很难操作实现。而购买股票指数期货,则只需少量的资金和成本,就可以跟踪大盘指数或相应的指数,达到分享市场利润的目的。同时,由于股票指数期货的期限短、流动性强,投资人可迅速改变其资产结构,合理配置资源。而且,股票指数本身就是不同股票的共同组合,符合投资分散化的基本原理,相对于具体的某种股票的买卖,明显降低了投资风险。投资者不必再直接从事大量的股票买卖就可以实现高度分散化投资。

(5)提供新的投资和投机品种,活跃股票市场 股票指数期货交易在运作中保证金制度的采用,使其同具体的股票买卖相比,投资成本更低、交易更加容易,提供了更多的获利机会。因而在吸引投资者的同时,更吸引了众多的投机者参与交易。从而可以提高股票投资的

吸引力,在一定程度上活跃了股票市场。

二、我国开展股票指数期货交易的可行性

随着我国证券市场的发展,市场规模不断扩大,投资者也日益成熟,同时国内外在这方面也为我国提供了诸多可资借鉴的经验。因此,在我国开展股票指数期货交易已经具备了一定的条件:

首先,经过近十年的发展,我国的股票市场已初具规模。截止1999年12月31日,我国上市公司数量达到947家,总市值26471亿元,流通市值8214亿元。同时,逐步形成了一整套较为完善的交易、结算和监管体系。此外,上证指数、上证30指数、深证综合指数、深证成份指数等指数的建立和运用已较为成熟和普遍。开设股票指数期货已具备了一定的市场基础和配套条件。

其次,投资者队伍日益壮大,结构有所优化。截止1999年12月31日,我国A股账户开户总数达到4480万户(其中:沪市2280万户,深市2200万户)。投资者队伍不断成熟壮大。并且,自《证券投资基金管理暂行办法》公布以来,截止1999年底,我国已先后批准设立了10家投资基金管理公司,管理着22只已经上市交易的证券投资基金,总规模达到505亿元。另外,允许国有企业、国有控股企业和上市公司进入股票市场以及批准保险公司以购买证券投资基金的方式间接进入股票市场的政策措施将大大提高机构投资者的比重,优化我国证券投资者的结构。理性机构投资者的增多为股票指数期货的开设创造了条件。

此外,国内外为我们提供了可供借鉴的经验。股票指数期货在一些国家和地区发展所积累的经验可以供我们在开设股票指数期货时借鉴和参考,同时,我国国内也有着实践的先例和商品期货方面的经验,特别是香港特别行政区在这方面的成功经验尤为值得借鉴。

总之,无论是从我国国内股票市场的实际出发,还是借鉴国际上其他国家资本市场发展的经验,我国开展股票指数期货交易已经具备了初步的条件。

三、我国开设股票指数期货的利弊分析

1. 开设股票指数期货的有利之处

(1)有利于我国资本市场同国际接轨,减轻加入WTO对我国资本市场的冲击。在全球经济一体化的今天,我国资本市场的对外开放是必然的趋势。尤其是在中美签订WTO协议后,中国逐步开放国内资本市场的承诺将加速这种开放趋势,中国的资本市场终将融入国际资本市场。纵观全球经济发达国家和地区,其资本市场莫不是金融工具十分丰富、金融创新层出不穷。为了迎接国际资本市场的挑战,使国内各个市场参与主体尽快熟悉国际惯例,增强抵御风险的能力,提高竞争能力,开设股票指数期货无疑将有利于提高我国资本市场在国际资本市场中的地位和竞争力。

(2)有利于各类投资者投资股票市场,促进我国股票市场的发展。股票指数期货之类金融衍生工具的缺乏,在一定程度上抑制了三类企业及保险公司等机构投资者进入股票市场。由于我国股票市场目前没有做空机制,缺乏有力的套期保值手段,机构投资者感到目前进入股票市场的风险很大,不敢贸然参与股票市场交易,国家鼓励这些机构投资者进入股票市场的政策效应难以显现出来。股票指数期货的开设,将会为股票市场提供套期保值手段,鼓励机构投资者进入股票市场。机构投资者的大量进入,将有助于激活市场,使股票交投更加活

跃;同时,机构投资者的理性投资理念,也会影响广大中小投资者的投资理念,理性的投资理念是保障股票市场健康稳定发展的基石。

(3)有利于国有企业融资,推进国有企业改革的深入进行 在我国股票市场上,国有企业大盘股由于自身及其他原因,长期处于股价低迷、股性呆滞的状态,严重影响了已上市国有企业大盘股的后续融资能力及新国有企业大盘股的上市融资。引入股票指数期货后,由于国有企业大盘股在指数中占有重要地位,因此,关注股票指数期货的投资者就必须关注国有企业大盘股的走势,从而在一定程度上能有效激活国有企业大盘股的股性,有利于国有企业融资,进而推进国有企业改革的深入进行。

(4)减缓证券投资基金套现对股票市场的冲击 由于目前我国股票市场没有股票指数期货这一类能够套期保值的工具,证券投资基金只有在现货市场上将股票卖出,才能实现已有盈利。而基金管理人在追求高盈利的动机下,必须不断在现货市场上进行高卖低买的操作,许多长期股票投资行为只能表现为短期化行为。由于证券投资基金所持有的股票数量比较巨大,因此,证券投资基金在高位卖出股票时往往会造成股票价格大幅下跌。尤其是在下跌行市中证券投资基金大量卖出股票,会造成股票行市进一步下跌,在对股票市场造成很大冲击的同时自身也承担了巨大的市场冲击成本。此外,证券投资基金在这种频繁的高卖低买过程中付出的交易成本也很大。有研究表明,同股票现货市场相比,股票指数期货市场的市场冲击成本和交易成本要低得多。例如,摩根·斯坦利公司估计交易1.2亿美元股票投资组合的交易成本大约是16.1万美元,而利用S&P500股票指数期货只有1万美元;相应的执行成本(市场冲击成本),股票投资组合是52万元,股票指数期货是2万元。如果我国开设股票指数期货,基金管理人在预期股票市场下跌前可以暂不将长期看好的股票投资组合套现,而通过卖出适量的股票指数期货合约来实现利润套现。这样既避免了对现货市场的直接冲击,又节约了交易成本。

2. 开设股票指数期货对我国股票市场可能产生的不利影响

股票指数期货从诞生之日起,对其的指责之声就不绝于耳。特别是1987年10月19日美国“黑色星期一”股灾,更有人将股票指数期货及相关交易视为罪魁祸首。但根据约瑟夫·格兰特法斯特(Joseph Grundfest)、SEC特派员、乔安娜·黑尔(Joana Hill)等人的研究数据表明,股票指数相关交易并没有增加股票价格的波动,也不对“黑色星期一”负责。在1997年香港金融危机中,股票指数期货的弊端又一次成为人们讨论的热点。确切地说,股票指数期货市场在香港金融危机在某一时期起到一定的推波助澜的作用,但股票指数期货交易的存在并非香港出现金融危机的根源,只不过是提高了国际炒家一旦打击香港金融市场成功的收益动机,并加强了其操纵金融市场的利益动机。况且,正是由于股票指数期货交易的存在,香港金管局才能在1999年香港金融保卫战中成功捍卫了香港的金融体系。

目前,我国股票市场尚未实行信用交易,禁止买空卖空行为。在这种交易制度的安排下,股票市场中一般不大可能出现故意大幅持续打压股票指数的行为。因为股票市场的空方尽管希望股票指数下跌,以便在低位买入股票,但由于其持股数量不足或根本没有股票,故不具备大幅打压股票指数的能力。而股票市场的多方则不希望股票指数下跌,以免遭受损失。只有当股票价格过高或出现利空因素时,才有可能出现以获利了结或降低风险为目的的“被动打压”股票指数的行为。当然,某些股票市场操纵者出于震仓洗盘的需要,也可能打压个别股票价格,不过,这种做法对于股价指数的影响较小,仅会造成股价指数的暂时下跌,因为这

类市场操纵者的最终目的仍是希望拉抬股价。总之,只要不存在股票指数期货等可以做空的工具,就无人可以在股票指数的下跌中获取直接利益。然而,引入股票指数期货交易后,打压股票指数期货价格将使期货市场的卖空者获取高额利润,从而导致股票现货市场故意打压股票指数的动机和行为出现,给股票市场带来不利影响。

另外,我国股票市场不允许信用交易也使得股票指数期货的套利活动不能顺利进行。只有在股票指数期货价格高于其合理价格时,才可以进行卖出期货、买入现货的单边套利行为。而当股票指数期货价格低于其合理价格时,除了手中持有股票的投资者外,其余投资者无法进行买入股票指数期货、卖出现货的套利活动。这样,势必会影响到股票指数期货乃至整个股票市场合理有效的定价。

不过,尽管开展股票指数期货可能会给我国股票现货市场带来一定的负面影响,但这些不利影响从理论上来说,是可以限制期货持仓头寸、调整保证金比例、实行涨跌幅限制等技术性措施来消除的。

作为一种金融工具,股票指数期货与其他任何工具一样,本身是中性的,其利弊取决于这一工具使用者的使用动机,以及对这一工具的使用所实施的限制措施。股票指数期货既可以成为市场操纵者牟取暴利、扰乱股票市场运作、制造金融危机的工具,又可以成为活跃股票市场、促进股票市场发展、为投资者提供套期保值、转移风险的工具。至于何种作用将成为主流,则取决于交易制度的设计和监管当局对这种工具如何监管。我国开展股票指数期货交易也是如此。只要管理当局能够在机制设计和监管措施上多下功夫,在目前我国股票市场的背景下,开设股票指数期货交易将利大于弊。

参考文献:

- [1] William F Sharp, Investments(Fifth Edition). Prentice-Hall International Inc , 1997.
- [2] (美)弗兰克·T·法博齐,弗朗哥·莫迪利亚尼 资本市场:机构与工具[M] 唐旭等译 北京:经济科学出版社,1998
- [3] (美)梅洛伦兹·格利兹 金融工程学(修订版)[M] 唐旭等译 北京:经济科学出版社,1998
- [4] 朱国华 香港金融保卫战对内地开展股票指数期货交易的启示[J] 中国证券期货,1999,(12).
- [5] 张 岚 指数期货将给我们带来什么? [N] 中国证券报,1999-11-24(4).
- [6] 股票指数期货正向我们走来专题[N] 中国证券报,1999-12-03(13).

[责任编辑 卫 玲]

An analysis of the advantages and disadvantages of introducing stock index futures into China

ZHAO Shou-guo, ZHOU Xiao-lei

(Faculty of Economics and Management, North West University, Xi'an 710069, China)

Abstract: On the basis of analyzing the features and functions of stock index futures, considering the present situation in our stock market, the essay expounds the feasibility and the advantages and disadvantages of introducing stock index futures into our stock market, and puts forward suggestions on how to operate the financial derivative tool in China

Key words: stock index futures; hedge; system risk; organizational investors