

证券投资基金的系统性风险和股指期货的发展

刘 炜

(华中科技大学 管理学院,湖北 武汉 430074)

摘 要:股指期货尚未建立是目前制约基金投资组合效果的几个重要因素之一。针对股指期货的发展问题,首先分析了股指期货对证券投资基金的意义:规避系统风险,增加基金市场运作的灵活性;降低市场冲击成本。然后说明我国设立股指期货的条件已经具备:股票市场已经达到一定的规模、股票市场激烈波动、中国证券期货市场的运行,为股指期货积累了一定的风险控制经验。最后提出了我国开展股指期货交易的模式。

关键词:证券投资基金;风险;股指期货

中图分类号:F830.59

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2005)09-0079-02

1 股指期货对证券投资基金的意义

1.1 规避系统风险,增加基金市场运作的灵活性

目前我国的股市只能做多不能做空,在空头市场中,所有的投资者都不能避免大盘下跌的系统性风险。投资基金通过专家理财,构建投资组合能够消除几乎所有的非系统性风险,但系统性的风险由于没有做空机制而不能有效地避免。因此,要制止基金净值下滑,基金经理也只能抛股止损,由于基金资产数量大,这将引起大盘加速下滑,基金再次抛售,大盘继续下跌,如此恶性循环。对于开放式基金来说,这更有可能引起投资者巨额的赎回,加剧市场的震荡。这种情况使保险资金或三类企业的资金也不敢轻易购买投资基金入市。这对于股市扩容和投资的机构化是不利的。解决这个难题就只有靠具有做空机制和对冲功能的股指期货了。有了股指期货,基金就可以在不抛售股票现货的同时改变投资组合的 β 值,降低系统风险。例如,手中持有股票就意味着在现货市场作多头,在期货市场就应当卖空;若手中的股票发生了贬值,那

么股票价格指数也会相应下跌,期货卖空就会赢利。这样,即使在股市低迷时,基金经理也可以在股票现货市场大胆投资,使市场不容易形成“单边市”行情,从而有利于现货市场的扩容和机构投资者的进入^[1-3]。

1.2 降低市场冲击成本

对于规模庞大的投资基金来说,每当大举增持或减持股票,必将引起市价大幅波动,市场冲击成本在所难免。开展股指期货就可以减少基金面临的市场冲击成本和交易成本。基金经理可以通过卖出指数期货而不是股票来达到套现的目的,从而有效降低市场冲击成本。虽然买卖指数期货也需要交易费用,但比直接买卖股票的交易费用要低。表1是已开展指数期货的5个国家中股票双边交易费用和指数期货双边交易费用占投资额的比例。

从表1中可见:美国期货的交易费用只有股票现货交易的1/7,即使费用最高的法国,也占占股票费用的1/2不到^[4-5]。

2 设立股指期货的条件

国际上成熟的证券市场都有股票指数

表1 股票和股指期货的双边交易费用占投资的百分比(%)

		美国	日本	英国	法国	德国
股	佣金	0.20	0.30	0.10	0.20	0.20
	市场冲击成本	0.57	1.00	0.90	0.80	0.60
票	税收	0	0.30	0.50	0	0
	总和	0.77	1.60	1.50	1.00	0.80
期	佣金	0.01	0.11	0.03	0.03	0.03
	市场冲击成本	0.10	0.30	0.40	0.40	0.30
货	税收	0	0	0	0	0
	总和	0.11	0.41	0.43	0.43	0.33

注:《证券市场导报》,2003年2月

期货交易,著名的有美国的标准普尔500指数期货,日本的日经225指数期货,香港的恒生指数期货,英国的伦敦金融时报股指期货。国际金融期货市场成长的经验表明,股票指数期货市场的设立,需要具备一些基本的市场条件:①股票现货市场比较发达,具有一定数量的交易参与者,具有一定的交易规模,有较为广阔的市场范围和足够的市场流动性;②股价有波动的可能,需要利用期货市场规避风险;③具有比较完善的监管体

制与风险控制机制,避免期货市场违规,稳定期货市场运行。现阶段,国内基本具备建立股票指数期货市场的基础条件^[6-9]。

2.1 股票现货市场已达到一定规模

我国股票市场经过 10 年多的发展,在市价总值、交易量,上市公司数量,运作基础设施等方面初具规模,1996 年底我国证券市场的年成交金额就首次超过香港、新加坡、韩国等亚洲国家和地区,仅次于日本东京和中国台湾地区,截止到 2003 年 12 月 31 日,我国的 A 股流通市值达到了 138799310.4057 万元,总市值达 494516763.6112 万元,A 股上市公司的数量已有 1 391 家。从总市值看,我国股票市场已跻身于全球 10 大证券市场之列。这些数据表明,仅从市场规模上看,中国市场已具备开展股指期货的条件。

2.2 股票市场剧烈波动,投资性大

反映股票市场投机性大小的指数主要有股价指数涨跌幅度、年周转率、换手率等。从涨跌幅上衡量,我国股市显暴暴跌行情(如表 2)。

表 2 深沪股市 2001~2003 年波动情况

	年初开盘指数	年末收盘指数	年涨跌幅度	最高指数	最低指数	午振幅
2001 沪市	834	648	28.7%	1052	325	223%
2001 深市	233	140	66.4%	248	94	164%
2002 沪市	639	555	15.2%	936	524	77%
2002 深市	139.9	113	23%	169	110	54%
2003 沪市	537	917	70.8%	1258	512	146%
2003 深市	110	327	197%	476	105	353%

从年周转率上看,我国深沪股票周转率 2001 年 690%,2002 年为 451%,2003 年为 1000%,过高的年周转率导致股市剧烈波动,市场风险加剧。

换手率上,中国市场的换手率远高于其它国家股票市场的水平。

股票市场价格的剧烈波动,带来巨大的市场风险,为我国股票指数期货市场的建立创造了条件。

2.3 中国证券期货市场的运行,为推出股指期货积累了一定的风险控制经验

中国证券期货市场经过一段时间的规范和发展,初步迈入稳定发展的时期,有关的法律法规,特别是 1999 年《中国证券法》的出台,为证券市场的依法监管提供了法律依据,初步建立起政府监管与市场自律管理相结合的市场管理体系。涨跌停板制度、保证金制度,市场禁入制度等风险监控

机制得到完善,为股指期货开设后的监管和风险控制提供了宝贵的经验。

3 我国开展股指期货交易的模式设计

3.1 科学合理的编制指数

从目前国际上现有的股指期货合约来看,标的指数反映了一国证券市场的整体运行情况。而我国的沪深股市现有的指数都以反映各自的市场运行为目的,而且在计算方法和样本选择上存在一些缺陷,因此不能直接作为股指期货的交易标的物。建立一个以流通股为权数的、统一的成分股指数是建立股指期货交易的前提条件。指数的编制应考虑如下一些因素:

(1)指数计算方法。个别指数成分股的价格变动不应对应指数波动产生过大的影响;此外,指数的计算公式应为市场参与者所熟悉。

(2)成分股数目。指数成分股应由足够的非关联公司组成,以降低个别公司对股指的影响。

(3)行业分布。成分股的行业分布应足够广泛,以防止因某类行业防止起伏对指数产生较大的影响。

3.2 引入股票卖空机制

目前证券公司、基金公司以获准进入全国同业拆借市场,股票质押贷款办法也已出台,从而事实上形成了股票“买空”机制。为完善现货市场的股价形成机制,提供市场连续性、活跃市场交易,同时为股指期货的推出提供必要的条件,可考虑在现货市场引入股票“卖空”机制,初期可限制允许卖空的股票种类,只允许指数成分股或规模较大、流通性较好的股票进行卖空。

3.3 合约设计

合约设计细节对于确保股指合约期货的成功非常重要,因而在契约规格、保证金设置等方面合理设计,吸引投资者、套利者和投机者的参与,确保市场流动性。

(1)合约面值。股指期货的交易需要复杂的交易技巧和足够的风险意识,应以机构投资者和较多资金的专业投资者为参与对象。因此,股指期货的合约面值不应太小,否则不利于机构投资者进行交易,而且增加交易成本。目前国内股市每笔交易额平均为

9 000 元左右,以此为参照,可将股指期货的合约面值定为 10 万元左右。

(2)最小报价单位。最小报价单位是股指期货交易中每次报价的最小单位。借鉴国际经验,同时考虑到运作的连续性和交易的活跃性,可将最小报价单位定为 10 元。

(3)合约交割月份。国际上通行的期货合约交割月份为 3、6、9、12 月,从而在任何时候都有 4 个月份的合约在交易,我国的股指期货合约也可以采用这种时间安排。

(4)保证金水平。保证金是投资者履约的信用保证,防止期货交易者对于期货经纪商或结算经纪商对于结算公司不履行支付义务,进而维持整个期货交易制度的安全。

第一,中国人民银行或中国证监会设置保证金水平调整范围,而由证券交易所根据市场情况进行调整。

第二,保证金的设计一般应以涵盖一周内价格波动风险的 95%来计算,鉴于我国股票市场价格波动较大,试办股指期货交易时,其保证金比率拟定为 10%~20%,并根据市场的波动情况随时进行调整,从而可以加强股指期货合约的信用担保,待有一定的实践经验后,再依照现货市场的波动性而降低保证金水平。

第三,保证金支付可采用现金、国债和银行保证等多种形式,增加期货参与者运作的灵活性。

参考文献:

- [1]陈伟彦.股票指数期货:交易主体与指数选择[J].证券市场导报,2003,(5).
- [2]范勇宏.指数基金及其在中国的发展[M].北京:经济科学出版社,2000.
- [3]刘文红.对股票指数期货风险的认识及其在我国的实践的思考[J].现代金融,2003,(4).
- [4]刘鸿儒,杜书明.从国外投资基金的发展趋势看我国证券投资基金的发展方向[N].上海证券报,2003-08-03.
- [5]波涛.证券投资理论与证券投资战略适用性分析[M].北京:经济管理出版社,1999.
- [6]陈伟,刘星.上海股票市场股利政策信息传递效应的实证研究[J].中国管理科学,2003,(3).
- [7]王志诚,熊德华.指数型基金的投资方法[M].北京:经济科学出版社,2000.
- [8]叶青.中国证券市场风险的度量与评价[M].北京:中国统计出版社,2003.

(责任编辑:汪智勇)