

我国开设股票指数期货问题探讨

刘 炜,温英杰

(华中科技大学 管理学院,湖北 武汉 430074)

摘 要:证券市场投资风险包括系统风险和非系统风险,投资基金通过证券投资组合,可以有效地减少非系统风险,而无法降低非系统风险,只能通过特殊的避险工具如股票指数期货等来减少或化解股票市场系统风险。

关键词:股指期货;股市;系统风险

中图分类号:F832.5

文献标识码:A

文章编号:1001-7348(2005)11-0134-03

证券市场投资风险包括系统风险和非系统风险,投资基金通过证券投资组合,可以有效地减少非系统风险,但系统风险来自于国家政治、经济环境及各种经济政策的周期变化,投资基金的投资组合和内部管理规范是不能降低这类系统风险的,必须有特殊的避险工具来解决。金融市场衍生工具在化解股票市场系统风险方面,可以起到积极的作用。其中最引人注目的是股票指数期货。

1 我国股票市场系统风险的实证分析

在证券投资理论中,一个很重要的问题就是股票市场的系统风险和非系统风险的划分,作为现代投资理论基础的投资组合理论,其功效是通过分散化投资来有效地消除非系统风险,而系统风险是不可能通过投资组合来加以消除的,必须考虑和设计其他的方式来加以对冲。正因为如此,关于一个股票市场的系统风险的大小及相应的估计问题一直是证券投资理论的一个重要主题。许多学者对我国的股票市场的系统风险及投资组合问题进行了分析和研究,这些研究对我国股票市场的特征及投资组合问题的讨论具有一定的积极作用,但现在有一个问题,就是结论存在一些矛盾,有些研究的方法还存在一些可以改进的方面。为了检验我国股票市场的系统风险状况,我们用模型来

估计我国股票市场的系统风险状况。

1.1 实证分析结果

首先,我们考虑沪深两市近年来的系统风险,我们用两市市场指数的标准差作为衡量两市系统风险的指标,图1是两市系统风险变化情况。

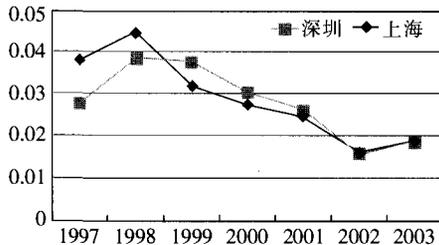


图1 沪深两市股指波动

可以看到,我国股票市场的波动随着时间在逐步减小,说明我国股票市场的系统风险的绝对值在逐步降低,我国股票市场的投资环境正在逐步改善。同时可以看到的是,沪深两市的市场波动虽然有些差异,但两市的波动从近两年来看,在变化趋势和幅度上基本一致,这反映了两地股票市场的所受的外部影响相同这样的事实。

接下来,我们对两市的系统风险和非系统风险进行分析,我们从数据中随机抽取股票构造投资组合,组合中的股票数目我们选定为1,2,4,6,8,10,12,14,16,每种组合我们都进行多次抽样,以各次抽样的平均值作为这种组合的指标值。图2和图3是我们对

两市的实验结果,其中实线是市场指数的标准差作为市场风险,虚线是在不同抽样状况下投资组合的标准差。

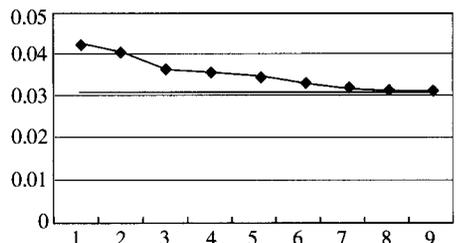


图2 沪市的系统风险与非系统风险(1998-2003)

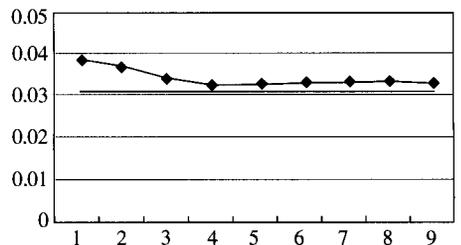


图3 深市的系统风险与非系统风险(1998-2003)

从结果上看,两市的投资组合都可以起到分散风险的作用,但两市达到投资组合“有效”股票数目有明显区别,沪市需要12~14只股票才能达到稳定的风险分散作用,但可以分散掉绝大多数非系统风险,而深市投资组合的“有效”股票数目需要较少,大约需要6~8只即可,但有部分非系统风险不能有效地分散掉。这种现象说明了我国两市股票虽然在受外部影响上具有一致性,表现出同

样的系统风险状况,但两市之间也还存在一些差异,具有各自的特征。对两市在不同年份的数据的分析也得出了同样的结论。

从上面的图形中,我们可以发现,虽然投资组合确实可以起到分散风险的目的,但只能分散非系统风险,而系统风险的值相对于投资组合能分散掉的部分来说是非常大的。在我们整个样本区间内,沪深两市系统风险占投资总风险的比重分别为 76.2% 和 72.5%。为了更好地看出投资组合在分散风险方面的作用和系统风险在总风险的时间变化情况,我们分别对几种投资组合的风险分散作用进行了分析,图 4 和图 5 是两市投资组合分散风险的情况。

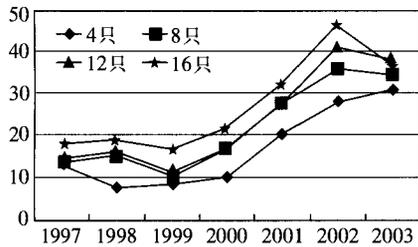


图 4 投资组合对投资风险的分散程度(%) (沪市)

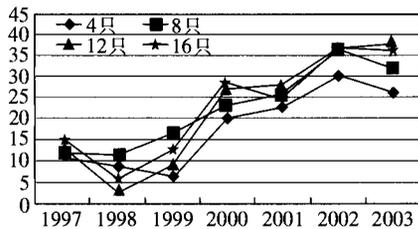


图 5 投资组合对投资风险的分散程度(%) (深市)

从图中可以看出,构造投资组合在两市的风险分散作用随时间变化基本一致,投资组合所能分散的风险占总风险的比例呈现一种逐年上升的趋势,由开始的 15% 左右上升到 40% 左右,反映了我国股票市场的规范化越来越高,系统风险越来越小。但我们要注意到,通过投资组合所能分散的风险比例还不高,尚有 60% 左右的风险不能通过投资组合来分散,也即系统风险占总风险的比重到 1999 年还占 60% 左右。

1.2 系统风险过高对证券投资基金的影响

我国股票市场系统风险过高,对于证券投资基金的运作和管理来说,都是一个非常严重的问题。我们知道,证券投资基金的一个主要作用就是通过集合众多中小投资者的零散资金通过投资组合来实现风险的分散,这是吸引广大投资者通过投资基金参与证券投资的最主要的原因。但在证券市场系

统风险过大的状况下,投资基金通过投资组合所能分散掉的风险有限,这就失去了吸引广大投资者参与投资基金的基础。因此为了发展我国的证券投资基金,吸引中小投资者参与投资基金,就必须解决这个问题。

解决我国股票市场系统风险过高对投资基金运作带来不利影响的问题,可以从两个方面来进行。一是通过各种方法和手段,进一步完善我国的股票市场,使股票市场的系统风险降低;二是通过其他途径使投资基金能对证券市场的系统风险进行对冲,即通过衍生金融工具的设计,使得在股票市场上所面临的系统风险以某种形式来规避。

从前面的分析中也可以看到,我国股票市场的系统风险在一直下降,反映了我国对股票市场的规范和完善的努力,但降低股票市场的系统风险是一个长期的过程,它需要很多方面的改进,包括政策、法规、市场结构、投资者的投资理念、市场供求状况等,在目前的情况下,我们很难期望在很短的时间就迅速把我国股票市场的系统风险降低到很低的水平,这是不现实的。而且即使降低到目前发达国家规范的股票市场的系统风险水平,系统风险也还是存在的,同样也需要投资基金以其他途径来进行必要的对冲和规避。表 1 是一些发达国家股票市场系统风险在总风险中的比重情况。

因此,在目前情况下,单纯依赖股票市场自身的改善降低系统风险的途径是不现实的,更为可取的是尽快研究其它途径来使

表 1 部分国家股票市场系统风险情况

国家	系统比例风险	国家	系统比例风险
美国	26.80%	英国	34.50%
法国	32.70%	德国	43.80%
加拿大	20%	意大利	39.80%
瑞士	23.90%	瑞典	44.50%

证券投资基金能够对这种股票市场的过高的系统风险进行必要的对冲,达到规避风险的目的,适时地推出股票指数期货就不失一条可行的思路。

2 股票指数期货与系统风险规避

2.1 股票指数期货的概念与发展

股票指数期货(Stock Index Futures)也称股价指数期货,是以某种股票价格指数作为标的物的期货品种。它的历史还很短,最早于 1982 年在美国问世,但它问世后,在世界许多国家都得到了广泛的接受,成为目前最重要的期货交易品种。到 1995 年,股票指数期货的交易量已占有所有期货总交易量的 1/5 以上,世界上著名的股票交易所都开展了股票指数期货的业务,从而形成世界性的股票指数期货交易的热潮。表 2 是美国以外一些著名的股票指数期货的简单介绍。

除了以上列举的这些国家和地区之外,在欧洲、北美和亚太 3 个地区中,还有许多其他国家和地区也分别于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初开设其各自的股票指数期货交易。目前世界上股票指数期货交易最为活跃的当推美国、日本和新加坡。

表 2 世界著名的股票指数期货

股票指数期货名称	开办时间	开办地点	标的物
普通股票价格指数 (ASE) 期货	1983 年 2 月	悉尼期货交易所	澳大利亚证券交易所普通股票价格指数 (ASE)
多伦多证券交易所 300 种股票价格指数 (TSE300) 期货	1984 年 1 月	多伦多期货交易所	多伦多证券交易所 300 种股票价格指数
金融时报 100 种股票价格指数 (FTSE100) 期货	1984 年 5 月	伦敦国际金融期货交易所	金融时报 100 种股票恒生指数期货价格指数
恒生指数期货	1986 年 5 月	香港期货交易所	恒生指数
日经 225 种股票价格指数期货交易	1986 年 9 月	新加坡国际货币交易所	日经 225 种股票价格指数
新加坡股票指数期货	1998 年 9 ~ 11 月	新加坡国际货币交易所	摩根士丹利新加坡自由指数
马来西亚股票指数期货	1998 年 9 ~ 11 月	新加坡国际货币交易所	道琼斯马来西亚指数
泰国指数期货	1998 年 9 ~ 11 月	新加坡国际货币交易所	道琼斯泰国股票指数
动证股价指数 (TOPIX) 期货	1988 年 9 月	东京证券交易所	动证股价指数 (TOPIX)
日经 225 种股票价格指数期货	1988 年 9 月	大阪证券交易所	日经 225 种股票价格指数

2.2 股票指数期货的特点

股票指数期货作为一种衍生金融产品,和直接进行股票指数所包括的股票的交易所相比,具有一些重要的优势,主要表现在如下几个方面:

(1)股票指数期货提供较方便的卖空交易。卖空交易的一个先决条件是必须首先从他人手中借到一定数量的股票。一般来说,国外对于股票卖空交易有较严格的条件,并非所有的投资者都能很方便地完成卖空交易。例如在英国只有证券做市商才有可能借到英国股票;而美国证券交易委员会规则10A-1规定,投资者借股票必须通过证券经纪人来进行,还得交纳一定数量的相关费用。因此,卖空交易也并非人人可做。而进行指数期货交易则不然。实际上有半数以上的指数期货交易中也都包括拥有卖空的交易头寸。

(2)股票指数期货的交易成本较低。相对现货交易,指数期货交易的成本是相当低的。指数期货交易的成本包括:交易佣金、买卖价差、用于支付保证金的机会成本和可能的税项。如在英国,期货合约是不用支付印花税的,并且购买指数期货只进行一笔交易,而想购买多种(如100种或者500种)股票则需要进行多笔、大量的交易,交易成本很高。而美国一笔期货交易(包括建仓并平仓的完整交易)收取的费用只有30美元左右。有人认为指数期货交易成本仅为股票交易

成本的1/10。

(3)股票指数期货较高的杠杆比率。由于股票指数期货具备期货的特点,实行保证金制度,买进股票指数期货比买入相应股票的投资额要小得多,更为经济合算,可以吸引市场外的游离资金积极入市,活跃市场。在英国,对于一个初始保证金只有2500英镑的期货交易账户来说,它可以进行的金融时报100种指数期货的交易量可达70000英镑,杠杆比率为28:1。

(4)市场的流动性较高。有研究表明,指数期货市场的流动性明显高于现货股票市场。如在1991年,FTSE-100指数期货交易量就已达850亿英镑。

从国外股指期货市场发展的情况来看,使用指数期货最多的投资人当属各类基金(如各类共同基金、养老基金、保险基金)的投资经理。另外其他市场参与者主要有:承销商、做市商、股票发行公司。

2.3 股票指数期货的功能

作为金融期货的一种,股票指数期货具有期货交易的两个基本功能:价格发现功能和套期保值功能。

股票指数的价格发现功能是指股票指数期货市场价格能对股票市场未来走势做出预期反应,同现货市场上的股票指数一起,共同对国家的宏观经济形势及上市公司的经营状况做出预期。因此,股票指数期货对经济资源的配置起到信号作用,可以提高

资源配置效率。

股票指数期货的套期保值功能是指投资者买进或卖出与现货数量相等但交易方向相反的期货合约,在未来某时点卖出或买进期货合约,补偿现货市场价格所引起的损失。股票指数期货的这种套期保值功能,使股票市场的投资工具更加丰富,可以减少投资者对股票市场恐慌和集中抛售,缓解股票价格的波动,减少股票市场的系统风险。

股票指数期货的这种套期保值功能是投资者规避投资风险的重要工具。股票市场往往受各种意外因素影响,产生难于预期的价格波动,使投资者持有股票投资而蒙受损失。为避免或减弱这种难以预测的风险,投资者可在进行股票投资的同时,适机地充当指数期货的卖方。这样,在股市下行导致股票价格降低的同时亦加大了所持指数期货价格与股指市值间的差额,从而使股票投资上的损失在期货买卖中得以补偿,达到“堤内损失堤外补”,使总的损失限定在一个可以承受的范围之内,这就是所谓的“投资组合保险”策略。

参考文献:

- [1]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.
- [2]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).

(责任编辑:汪智勇)

《软件导刊》杂志征稿启事

《软件导刊》自创刊以来,得到了广大读者、作者的广泛关注和大力支持,为进一步加强刊物与作者的互动,提高办刊质量,特向广大作者征稿。

一、征稿范围

本刊设置以下栏目:①软件产业政策与导向;②软件管理论坛;③软件开发实务;④软件技术评述;⑤软件应用;⑥电子商务与政务;⑦网络与信息安全;⑧软件人才教育与开发;⑨软件测试与评估。

二、投稿须知

(1)来稿要求统一使用正规打印稿,以邮寄方式邮到本刊(要求附上稿件打印的软盘),格式要求统一按“.TXT”或“.DOC”格式打印。本刊地址:武汉洪山路2号湖北科教大厦D座5楼;邮政编码:430071;E-mail:swguide@163.com。

(2)来稿要求按出版规范写出论文的中英文标题、摘要及关键词,并附上作者简介(如工作单位、通信地址、电话等)。属各级、各类科研课题的论文请注明项目名称和项目编号。“作者简介”请写明作者出生年、性别、籍贯、工作单位、学位学历、职务职称、研究方向和成果。其它个人资料也可附上,供本刊发表时选用。

(3)参考文献的标注规范格式按《中华人民共和国国家标准 GB7714-87》执行。

(4)本刊自收到稿件之日起,将在30日内完成审稿。对拟用稿本刊将向作者发用稿通知,不用稿恕不另行通知作者,来稿亦不退还,请作者自备底稿。投稿后2个月未收到本刊录用通知者,可改投其它刊物。

(5)本刊对作者原稿进行的编辑删改加工,将不另行通知作者。如需保留原稿修改权的作者,请来稿时特别注明,否则视同全权委托本刊编辑部编辑加工。特此声明。

软件导刊杂志社

2005.01.25