

# 对当前我国引进股指期货交易的思考

肖 鹏

(厦门大学 财政金融系, 福建 厦门 361005)

关键词 股指期货 必要性 可行性 关键问题

摘要 本文从股指期货的交易特点和功能入手,从规避风险、活跃股市、促进机构投资者发展、股市国际化等方面对当前推出股指期货的必要性进行分析,并从投资者需求、股市规模、金融衍生品试点、证券法规建设等方面对推出股指期货的可行性进行论证,认为:在近期内推出股指期货,条件已基本成熟,应尽快推出股指期货交易。最后,对推出股指期货所涉及的几个关键问题也作了一些初步探讨。

中图分类号 F832.5 文献标识码 A 文章编号 1009-3753(2001)02-0062-03

## 一、股指期货的发展历程及其特点

股指期货作为一种交易工具,是80年代国际金融市场的创新。第一份股指期货合同是由美国堪萨斯城交易所在1982年2月24日引进的价值线综合平均指数期货合同;同年4月,芝加哥商品交易所也推出了S&P500指数期货合同;同年5月,纽约期货交易所设立了纽约股票交易所综合指数期货合同。1986年9月,伦敦国际金融期货交易所推出了FTSE100股票指数期货合同。随后,新加坡、日本、香港等国家和地区也陆续推出了股指期货交易。截至1998年底,全球有37个国家(地区)开设了近百种股指期货交易,在地理分布上多集中于美洲、欧洲和亚洲地区。

股指期货是以股价指数为“商品”的期货,是买卖双方根据事先约定,同意在未来某一特定时间以约定价格进行股价指数交易的一种标准化协议。其具有以下特点:

1. 股指期货的交易对象是经过统计处理的股价指数,而不是股票。股指期货既是期货的一种,在期货市场上买卖,同时,它又与股市有关。因此,股指期货可以说是期货市场和股票市场的共同产物。

2. 股指期货的交割采用现金形式,而不用股票。从理论上讲,股指期货的基础是该指数所代表的一个股票投资组合,而买卖股指期货就是买卖这个投资组合的市场价值。但是,股票指数又是一种十分特殊的商品,它没有具体的实物形式,买卖双方设定股指期货合约时,实际上是把股票指数按

点换算成货币形式。即股指期货交割是采用现金的方式进行的,这是股指期货与传统的商品期货合约的根本区别。

3. 股指期货合约的面值,通常是以股价指数乘以一个固定的金额计算,该固定金额的大小,一般由期交所规定。例如美国S&P500股指期货,每张合约的价值均为该指数乘以500美元。该固定金额的设定一般要通过可行性分析论证。一般而言,如果合约价值较高,那么合约的流动性就较差,同时也把众多的中小投资者排除在市场之外;而如果合约价值过低,又势必加大保值成本,影响投资者利用股指期货进行避险的积极性。

4. 股指期货具有套期保值的功能。投资者可以通过在股票现货和股指期货间进行反向操作,以规避手中持有股票时而当股市下跌时所受的损失。即投资者在买进并持有股票的同时,充当股指期货的卖方。这样,当股市下跌时所持股票市值下降的亏损可由卖出股指期货的盈利来弥补。

5. 股指期货不会产生“多逼空”(又称市场挤压)的现象。所谓“多逼空”,是指期货交易的一方在现货市场上抢购用于交割的实物,扭曲市场供求,导致现货价格上涨,进而使期货市场的期货价格大幅上扬,从中牟取暴利。为防止这种现象的发生,对期货交易一般都实行严格的仓位限制与监督管理。而股指期货交割对象是一种虚拟的价格指数,采用现金交割,加之目前我国股票市场已初具规模,只要指数标的设计合理,期市和股市的监管得力,期市和股市同时被操纵的可能性将很小(在

收稿日期:2001-01-20

作者简介:肖鹏(1979—),男,厦门大学财政金融系财政学专业研究生,研究方向:投资理论与政策。

目前证券市场未向外资开放的情况下如此)。

## 二、当前推出股指期货的必要性分析

股指期货的基本功能是规避风险和发现价格。推出股指期货的必要性也就体现在证券市场的系统性风险需要避险工具,资源的合理配置和完善证券市场机制需要预期价格的指导。具体而言,主要表现在:

1、有效规避股市系统性风险的需要。股价波动的风险可分为非系统性风险和系统性风险。一般而言,非系统性风险可以通过投资组合的方法来规避,而系统性风险则无法有效规避。因为当整个市场环境或某些全局性因素发生变动时,各种股票的市场价格将向同一方向发生变动,投资组合显然无法奏效。而我国股市又不是十分的成熟,系统性风险在我国股市投资风险中占主导地位。研究表明,我国股市的系统性风险高达66%。远远高于其他国家股市的系统性风险(德国36%,英国34%,美国28%)。(施东晖,1996)如何规避比重较高的系统性风险,已成为阻碍我国股市发展的一大难题。而推出股指期货交易,则为解决这一难题提供了新的思路。投资者可通过参与股指期货交易达到规避系统性风险的目的。

2、保护长期投资者利益,稳定股市的需要。现阶段我国的股市可以说是一种“单边市场”,即在这个市场,既不允许有先卖后买的融券(卖空)行为,也没有相应的如股指期货等衍生品。投资者如果想参与这个市场,只能由买进股票开始,同样,想最终实现利润,也只能由卖出股票结束。这种局面也促使了我国股市的暴涨暴跌,助长投机,造成投资者心态不稳,很少有人愿意长期投资。而推出股指期货交易后,可使股市中出现一种平衡力量,由“单边市”变成“双边市”。当投资者预期股票价格下跌时,既可以在现货市场上卖出,也可以在期货市场“卖空”,从而减轻股市现货市场的卖压,有助于股市的稳定。

3、促进机构投资者和证券投资基金发展的需要。在较成熟的证券市场中,机构投资者与投资基金应成为市场的主力军。但在我国股市中,机构投资者和投资基金虽可以通过投资组合来规避非系统性风险,却仍需要承担比重过高的系统性风险。对于基金经理人而言,当大势回落时,他们不可能像中小散户那样抛售手中所持的大量股票(这样势必加速股价下滑,也与其投资方针相悖,但《基金黑幕》中的结论显示基金经理在操作股票时存在明显的“追涨杀跌”特征,这一部分也归因于现有交易工具的不完善)。随着开放式基金的逐步推出和机构

投资者入市比例的不断提高,迫切需要一规避系统性风险的交易工具——股指期货。

4、改进和完善我国一级市股票发行方式的需要。新股发行方式今年虽然进行了重大改革,但仍不彻底,一级市场仍滞留着巨额认购资金,一、二级市场的申购中签率差别过大,应逐步向风险化发行方式——上网竞价发行转变。但由于发行公司、主承销商及管理部门担心发股失败及由此造成的不良影响,所以,尽管理论界对于风险化的发行方式——上网竞价发行取得了较一致的看法,但由于无避险工具,主承销商将承担全部的发行风险,因此,上网竞价难以有效进行。而推出股指期货交易后,就为此发行方式提供一避险工具。即使在二级市场低迷时,主承销商亦可通过卖空一定的股指期货来规避二级市场总体价格下跌的风险。

5、活跃股市,满足投资者不同投资需求的需要。由于股指期货有做多、做空双向机制,从而无论在牛市或熊市均可吸引投资者、投机者参与进来,不会使股市因处于熊市阶段而长期沉寂。另外,随着上市公司数量的增加,一般投资者很难把握每一公司股票的价格走势,而投资股指期货就相当于投资整个股指所含份额的证券组合,这样使投资者对整个股市的投资成为可能。因此,开展股指期货交易,既增加了新的交易品种,又开辟了新的投资渠道,可以满足社会上不同层次投资者的投资需求。

6、促进我国股市国际化的需要。中国股市的国际化进程也需股指期货交易的开展来推动。一国股市的国际化进程不仅要看其市场规模、上市公司质量,还要看其在交易品种创新和金融衍生品方面的成就。没有股指期货交易的证券市场不是一个完善的证券期货市场。国际资本更注重的是回避风险,若无股指期货作为风险对冲工具,中国股市与国际接轨也只能是一句空话。另外,适时推出股指期货交易,也为日后外资进入A股市场的有效监管积累经验。

## 三、当前推出股指期货的可行性分析

1、股票市场的发展,为股指期货交易的推出提供了坚实的现货基础。股指期货的推出必须以一定规模的证券市场为前提。因为从市场供给的角度看,如果股市的市值总量较少,这样的市场很容易被某些具有较大资金实力的机构所操纵,通过控制影响较大的个股来操纵股指。这样就与推出股指期货稳定股市的初衷相违背。而我国股市自产生以来,特别近几年(进入1996年后)得到迅速发展,全国上市公司家数已由1991年的14家发展到

当前的 1132 家,市价总值由 1991 年的 109.19 亿增至 38016.85 亿元,流通市值由 1994 年的 937.94 亿元增至 12610.81 亿元(日期截至 2000 年 4 月 13 日)(《证券时报财经周刊》,2000)。从市值规模上看,我国已初步具备开展股指期货交易的条件。另一方面,从投资者结构看,近年来,特别是 1999 年以来已发生了重大变化,尽管目前中小投资者所占的比重仍很大,但券商实力在不断增大的同时,其他具有较大资金实力的机构投资者也开始进入股市,如证券投资基金的规模不断扩大,保险资金已经能够通过购买及配售基金进入市场,三类企业也允许入市,这样,在众多机构投资者的竞争和博弈中,任何机构投资者都难以凭借其某一方面的优势来操纵整个股市。

2. 投资者的需求是股指期货推出的潜在动因。我国股市自设立以来,在较长一段时间内,一直呈现出暴涨暴跌,波动幅度较大的特点。这种市场不仅无助于正常投资心态的培育,而且会助长投机心理,极少有投资者着眼于为获得投资回报而长期持股。波动较大,风险较大的市场也就存在对避险工具的强烈需求。尤其是目前机构投资者入市的渠道被广泛拓宽后,这种要求就更为强烈。

3. 我国金融衍生品市场的试点,也为推出股指期货提供了条件。海南股指期货和国债期货交易的试点尽管以失败而告终,但也为重新推出金融期货交易提供了宝贵的经验和教训。目前,我国已有 14 家试点期货交易所,2000 余家会员单位,近 300 家期货经纪公司和数十万的期货从业人员,各期交易所基本上都完成了会员制改革,建立了市场禁入制度,处理了一批违规的机构和个人,培养了一大批期货专业人才,法制建设进一步健全,市场的规范化程度正大大提高。所有这一切,都为推出股指期货交易准备了条件。

4. 证券法规不断完善,投资者行为也日趋理性化。《证券法》已于 1999 年 7 月 1 日开始实施,使股市的运作有了基本的法律规范。而股市在经历了 10 年的风雨和挫折后,管理层已经积累了比较丰富的经验,投资者力量在不断扩大的同时,对证券市场的了解也逐渐增加,投资行为也日趋理性化。这些都为我国平稳推出股指期货创造了条件。

5. 推出股指期货交易有丰富的国际经验可资借鉴。股指期货是西方金融衍生品市场中发展较晚但又是最为成功的品种。自 1982 年美国堪萨斯城交易所推出价值线综合平均指数期货以后,又先后有许多国家和地区推出了股指期货,积累了不少成功经验。香港自 1986 年推出恒指期货后,运作

一直良好,在其交易、交割、清算规则、风险监控体系、合约设计方面积累了不少成功的经验。通过借鉴其他国家或地区的发展经验,能够使我们在推出股指期货之初就建立在一个高起点的规范市场基础之上。

#### 四、当前我国推出股指期货的几个关键问题

1. 与现行证券法规相抵触的问题。目前推出股指期货的最主要问题在于《证券法》第 35 条规定:证券交易以现货进行交易。当然,证券法的规定是原则性的,证券市场的发展和监管经验的积累都使有步骤开放其他交易形式成为可能。但这就涉及到是以某种方式避开该条的要求,还是按立法程序对《证券法》进行修改。如是后者,就需要有一个时间过程。

2. 合约标的指数的选择问题。作为合约标的的指数必须具备以下特征:(1)指数能方便实现期现市场套利以促使期指价格能正确反映基础资产情况。(2)应用算术平均数计算并即时报价而非用几何平均。(3)当价格不合理时,其应能比较出可套利的机会。(4)它应该合理地覆盖占市值绝大部分的公司的股票,以防止被操纵。(5)它能够快速计算出来(M. Thiripalaju, 1997)。标的指数的选择科学与否直接决定了合约的成败和期指市场功能的发挥,已经推出股指期货的市场均对指数选择进行了定量的分析论证。而国内对指数选择的研究却显得十分随意,缺乏定量分析。由于没有定量的分析论证,因此,目前尚不能确定哪一个指数最适于股指期货标的,尤其是沪深股市统一起来的指数。本文后续研究的重要工作便是对有关中国股市的几个指数进行定量分析,对其是否适于合约标的的进行定量分析论证。

#### 参考文献:

- [1] 金德环. 证券市场热点问题研究[M]. 上海财经大学出版社, 1998.
- [2] 姚兴涛. 金融衍生品市场论[M]. 立信会计出版社, 1999.
- [3] 吕斌、李国秋. 股指期货:路有多远[J]. 资本市场, 2000(2).
- [4] 施红梅、施东晖. 股票指数期货:模式设计和运作构想[J]. 证券市场导报, 2000(1).
- [5] 朱国华、孙枝来. 开展国内股票指数期货交易的条件分析[J]. 财贸经济, 2000(3).
- [6] 施东晖. 上海股票市场风险性实证研究[J]. 经济研究, 1996(10).
- [7] 证券时报财经周刊. 第 1877 期, 2000. 4. 16
- [8] M. Thiripalaju, etc "Selection of an Index for Stock Index Futures: The Indian Case", Presented for 1997 Ninth Annual PACAP Finance Conference, Shanghai.

责任编辑 方圆