

金融期货的市场功能

□胡卫杰

金融期货产品最广泛地被利用于投资风险转移、资产增值管理以及多元化金融投资策略的安排上。目前世界各大市场引用的金融期货主要是股票期货、股市指数期货、外汇期货和利率期货。各个市场的监管方式不同,但基本买卖原理相似,都是提供给参与者以较小资本进行大额金融资产交易的机会。

对于金融期货所起到的作用,国内研究者各有表述,本文从市场效果着眼,将其功能划分为五类。

一、以小博大的杠杆功能

金融期货的杠杆作用是每一个市场都反复强调的一个极其重要的功能。直截了当地说,就是它使投资者用小钱办大事的企图得以实现。购买金融现货比如股票或债券,需要一次性支付买卖价值的全部金额,即使投资者看中了一项很有潜力的资产并有大量投资的意愿,庞大的资金成本往往成为限制投资规模的障碍。这种情况之下,金融期货可以有效地帮助解决资金成本的难题,因为期货交易的成本低,只要预付占合约面值的一小部分的保证金,就可以进行合约所载金额总值的买卖。

期货合约以所载金融资产价值的变化为交易标的,其杠杆作用来自于合约的乘数,乘数显示一张合约所能代表的价值倍数有多大,比如标准普尔500指数期货的乘数是50(美元),香港恒生指数期货的乘数是50(港元),香港汇丰控股的期货乘数是200(港元)。试用香港汇丰控股的股票期货为例加以说明(为了简化过程,本文例子中省略各种费用)。

手上能够动用的现金有15万元(港元,下同),预计香港汇丰股价近期会上升,希望在现价115元的价格购买10000股,以股票现货计算,需要现金115万元,缺口100万元。如果买入5张汇丰股票期货合约,以每张保证金要求30000元计算,占用资金成本为30000元×5张=

150000元,所做到的合约总值是115元×5张×200(乘数)=1150000元。汇丰股价升至125元时,平掉长仓,获得每股10元的差值,毛利为(125-115)×5张×200(乘数)=100000元。

在这个例子里,利用期货合约的杠杆原理,以15万元做到了10000股汇丰股票的买卖。如果不用期货合约,那就至少需要115万元的现金才能买进10000股汇丰现货。

股市指数期货的买卖原理与上例相同。股票买卖中,股市开始上升时便是大量入市的好时机,然而投资者往往因为资金所限,只能选择性地购买其中几种股票,这种投资方式构成了有点无面的分散组合,万一所挑选的那些股票没有跟随大市上升,这个投资组合就不能得到同比例的增值。如果是买入股市指数期货,便可以获得股市上升的好处,因为股市指数是股票市场的变动值,所包含的资产面涵盖了整个市场。

不过事物总有两面,期货杠杆效应有利也有弊。一旦市场走势与判断相违背,没有预备对冲避险的单头买入或是卖出会给投资带来损失,损失程度同样以乘数计算。利用期货以小博大本质上带有极大的投机性,以稳健投资理论而言它们是不应该受到推崇的,但是现实市场上,以专业投资的角度来看,投机往往比投资更加安全,因为投资是事先理论性分析风险所在,有意识地预先安排长远措施躲避风险,以为安全无恙,殊不知风险无所不在,突然来临便束手无策。投机是知道风险而挑战风险,时时保持警觉状态,形势一有变化就马上做出反应,调整资产组合比例,达到保护资产价值的目的。投资市场的信条历来是“风险越大获利越大”,正因为如此,金融期货产品从来都是世界各大金融投资市场的热点。

二、在跌市中的获利功能

买卖股票是升市赚跌市亏,只能从价

格向上的变动中获利,金融期货却无论升市还是跌市都有获利的机会,这是因为期货可以买(升)也可以卖(跌)。在此借用香港恒生指数期货为例来说明期货在跌市时的获利功能。恒生指数14000点,判断大市要下跌,此时手中现金80000元(港元,下同),恒生指数期货每张保证金要求37500元,乘数50。卖出2张恒指期货合约,占用资金成本75000元。在恒指跌至13000点时平掉空仓,毛利为(14000-13000)×2张×50(每张乘数)=100000元。在这个例子中,我们看到了利用期货合约在跌市中赚钱的机会,惟一要把握的是在合适的时候及时地放出手中的合约。

既能买(升)又能卖(跌),可以说是金融期货不同于现货的精华所在。比如股票,世界大多数期货市场不允许抛空股票现货,却允许卖(空)股票期货。就效果而言,抛空股票也能够达到利用股价下跌获取利益的目的,当抛空者判断某只股票的价格下跌只是短期性的,他可以抢先在高位抛空后再在低位买回,如果股票是借来的,按时将同等数量的股票还给借出人便可以了结。借股抛空之所以没有形成一个市场,完全是因为每一个股份的市值必须反映发行者资产的一份平均价值,如果股价不像预估的那样下跌而是上升,抛空者可能没有能力回购同等数量的股票还给借出股票的人(或机构),结果会直接导致非资产净值变动的股票价格变化。因此,世界各金融市场对抛空股票的监管都非常严格,从而使得交易成本可能超过预期的收益。相比之下,股票期货买卖的监管就宽松得多,因为股票期货买卖是股票价值变动的衍生交易,它不牵涉到股份数量的改变,对股票所反映的资产价值不会产生直接的负面影响,同时又提供了买卖股票价值变化的机会,因而股票期货作为抛空股票的替代交易形式颇受市场欢迎。

三、对冲风险的避险功能

利用期货对冲避险,实际上是利用期

货价格走势与现货价格的相关关系,预先布置对冲措施,用获利来弥补损失。

金融期货的原型是实物期货,早期参加实物期货对冲的是美国的谷物生产者,他们的交易心态非常朴素,目的只有一个,把未来的预期收益固定下来。农作物从播种到收成的过程很长,每年11月份播种的冬季小麦次年5月才会有收成,中间相隔半年时间。在小麦收成时,如果价格上涨可以获得丰厚利润,但是如果在收成时小麦的价格下跌,就意味着半年的辛勤劳作付诸东流。为了预防不测,在播种的同时就预先在期货市场上订立小麦的期货销售合约,确定未来交货的价格,数量与预期的收获量相等,到了收成季节,即使谷物价格真的下跌,仍然可以得到预期的收入。

利用金融期货购买未来交易条件的原理比小麦期货合约复杂得多,因为要顾及到的变化不是一个方面而至少是两个方面。金融期货本身也极可能直接造成损失,这发生在市场的价格走势与投资者的判断呈相反运动的时候。为了预防市场价格下跌而以今天的价格卖出期货合约来保值,结果市价没有下跌反而上升,损失就出现了。这种情况下,现货价值的上升可以用来抵补期货造成的损失。因而在对冲策略的安排上,订立期货合约的目的本身不是追求额外利益,而是用来预防可能发生的风险,用一方的盈利来弥补另一方的亏损,从而在总体上把损失减到最小。这也说明利用期货进行的对冲避险必须与现货资产相互关联,如果投资组合中没有其它的现货资产,对冲避险便无从谈起。

期货与现货的对冲避险功能现在已经广泛地被运用于资产保值的管理上。事实上,金融市场中真正乐意承担风险的参与者为数不多,许多金融机构和个人是出于各种特殊的原因不得不涉及这个市场,因而他们希望有一种可靠的风险管理与转移手段,把无法承担的价格风险转移到那些为了取得潜在回报而有兴趣承担风险的人的手上。比如当股市行情欠佳时,一般的投资者可以趁早把股票出手以减轻损失,而基金经理却可能因为基金运作规定的限制以及沉重的交易成本,无法一下子卖出大量股票,这种情况下,利用卖空股票期货或是指数期货便可以帮助他躲避风险,无须眼看股市下跌而束手无

策。有效利用期货的这些功能是金融市场上的一个重要的投资策略,它增强了无数投资者进入金融投资市场的信心。不过这里需要说明的是,任何一个转移出去的风险并没有消失,而是传给了市场上的其它参与者或对冲者。

四、建立均衡价格的功能

建立均衡价格可以理解对市场对新资讯做出价格反应的过程。具体地讲就是发现基差→自由竞价→基差缩小→新的均衡(价格)。

期货由现货而来,正常情况下两者的走势应该很贴近,这是有道理的。奇怪的是,期货价格有的时候会偏离现货价格很远。在过去的几个月,两者之间的价格一直相差无几,然而突然之间期货价格会大幅上升或是大幅下跌,平白无故增添了许多变数。造成这种波动的主要原因是由于未来的难以预测性,市场上的买卖双方以自己的交易成本、过往经验和信息来源评估市场走势以及自己可以接受的价格,当多数人对外期货市场的判断与现货市场出现背离时,未来价格就会偏离目前的轨道。随着偏离进一步增大,期货价格与现货价格之间便出现裂痕,称之为“基差”。基差意味着获利的机会,如果交易成本较低又便于操作的话,市场会迅速做出反应,差价套利的活动随即出现,从而使价格在涨跌的摆动中再恢复至稳定的状态。比如9.11事件发生后,全球市场人人认定这是金融界的大灾难,期货瞬间暴跌,所有相关的股票都被抛售,过了9月20日,股票市场还在继续下滑,而期货指标已经开始回升,这个变化马上被市场发现,股票价格随即反弹,两者的差距很快地又缩小至接近状态。

利用基差同时买入和卖出的差价套利活动,实际上是众多潜在的买家和卖家对不同金融产品进行自由竞价交易的过程。差价套利活动中最常见的是跨期买卖和跨市买卖,它利用远近不同月份的合约差价或是不同市场的合约差价进行相反的交易,在购入某一个交收月份的期货合约的同时售出另一个交收月份的同数量数量的期货合约;或是在A市场购入某一期货合约的同时在B市场售出同等数量的期货合约。差价套利的目的是获得利益,但市场却因为差价套利的出现而“重新洗了牌”,它最终导致了价格的变动,构成了新的均衡。均衡价格是经济活动中的

一个重要指标,它及时地反映了市场的供求关系是否已经处于合理的状态,传统的市场运作虽然也可以达到均衡价格的目的,但在时间上可能会非常久。

五、价格发现的引导功能

凡能独立成为交易对象的金融产品像股票、债券、银行票据等等是谓金融现货产品,而由金融现货派生出来的交易形态如股票期货、股市指数期货、外汇期货、利率期货等等称为衍生金融产品,他们之间的关系是,前者没有后者可以独立存在并进行交易,后者离开前者就不能存在。基于这种密不可分的依存性,期货价格普遍被认为是市场对未来的看法,它所显示的动态自然而然地被视为是现货价格未来走势的一个导向。

事实上,期货价格是由理论值推算得出,理论值又是建立在各类参与者就不同信息的判断以及数据计算的模式上。信息千变万化,数据虚虚实实,期货价格也就不可能是一条平稳的直线。尽管说只有发生了的才是真实的,然而同样道理,一旦发生了的便已经成为历史,对机会乍现即逝的金融投资的未来决策没有太大的帮助,投资市场最关心的不是刚刚发生了什么,而是下一分钟会发生什么。期货价格与现货价格呈同方向变动,显示的又是现货价格的未来走势,预知未来,对现在的决策无疑具有重要的参考意义。正常情况下,期货市场通过自由竞价这种最有效率的方法建立均衡,而且所有过程都以价格的形式反映出来,买卖传递了大量的投资信息,资金流量的变化也反映了短期资金的供求关系,投资者可以从期货市场价格波动上判断大市的走向,配合自己的投资策略在现货市场采取相应的行动。因此,期货价格的公开,获益最多的是投资大众,因为他们不需要任何成本便可以从市场获得期货价格的数据,从而对现货的未来走势心中有数。

金融期货的这个被誉为“价格发现”的功能近年在国际市场越来越受到重视,投资者、企业,甚至当地政府部门在制定经济政策时,都会将其作为一项重要的参考要素,以做出更准确和更有效的生产决定和投资决策,比如在制定外汇的借贷策略上,今天的利率期货的价格就成为筹措未来支付借贷成本的重要参考依据。

(作者单位:厦门大学经济学院)