

□ 于 磊

对股票指数期货交易引入中国股市的思考

股票指数期货是金融期货类中最热门的一种期货,并具有同外汇期货、利率期货类似的特点和功能。股票指数期货,就是以股票市场股票价格指数为“商品”的期货;股票指数期货交易就是买卖这种“商品”期货合约的交易。

一、股票指数期货交易的起源和发展

股票投资是一种风险投资,股票价格有升有跌,有时上下波动十分剧烈,这样就使购买股票的人必须承担股票价格变动的风险,为了减轻此风险,能反映整个股票市场价格走势的股票指数期货交易便应运而生。

股票指数期货的历史,最早起源于美国。美国密苏里州的堪萨斯农产品交易所最早提出申请开办指数期货。它于1977年向美国商品期货交易委员会提出申请,经过五年时间,至1982年2月16日才获得批准。拖延的原因主要是股票指数期货交易合约到期如何交割实物的问题没有解决,直到1981年出现了“欧洲美元存款”,其期货的交割是采用现金交割的办法,由此,受到启发,才使股票指数期货的交割问题得到了解决。1982年2月下旬美国密苏里州的堪萨斯农产品交易所正式开办世界上第一个堪萨斯价值线综合指数期货交易。同年4月21日,芝加哥商品交易所以斯坦达德——普尔500种股票价格指数为依据,也开始经营股票指数期货交易。5月6日,纽约期货交易所以纽约证券交易所的综合指数为依据,经营股票指数期货交易。1984年7月23日,芝加哥商品交易人推出了根据主要市场指数经营的期货合约。股票指数期货交易的推出,在美国取得成功发展后,欧洲、亚洲的不少国家和地区也纷纷先后仿效,推出自身的股票指数期货交易。1983年,澳大利亚悉尼期货交易所根据澳大利亚证券交易所普通股票指数制定股票指数期货合约;1984年2月,英国伦敦推出了《金融时报》100种股票指数期货合约;1986年5月,香港期货交易所推出了恒生指数期货合约;1986年9月,新加坡国际期货交易所推出了日经指数期货合约;1988年9月,日本东京股票交易所推出了东京股票价格指数的期货合约;……1995年12月马来西亚吉隆坡期权与金融期货交易所推出指数期货合约。

股票指数期货交易自1982年2月问世以来颇受投资者的青睐,并获得了迅猛的发展,其成交规模和成交金额已大大地超过了其他期货品种。由此,可以充分说明,股票指数期货是深受人们欢迎的投资工具,具有很好的发展前途。

二、股票指数期货交易的特点

第一,股票指数期货交易具有两个基本功能:一是价格发现。所谓价格发现就是为股票市场投资者提供买入和卖出的参考;并通过预测,较为准确地反映某一时间内的股票价格指数,能提前对未来的宏观经济和股票市场的供求状况作出尽可能正确的反映。二是套期保值。它的基本原则是,投资者拥有股票想继续持有或将要出卖,为避免或减少因股票价格下跌而带来的风险损失,应在股票指数期货交易上做空头,即卖出股票指数期货;反之,应做多头,将股票指数期货买入,以防止股票价格上涨的不测风险。所以说,股票指数期货能为拥有股票资产将要购买或卖出股票者提供转移股票价格风险,避免或减少损失,达到套期保值的目的。

第二,股票指数期货交易与股票交易最大的区别是能把“正常”交易的程序反过来。如一个投资者预测市场价格会上升,他可先买进一份股票指数期货合约;同样,如预测市场价格将下降,就可先卖出一份期货合约。这就是说,投资者可以不管市场方向如何,只要预测正确,都能取得利润。

第三,在实行股票指数期货交易中,交易的具体对象是股票指数合约,以每份合约为一个交易单位,在报价方式上以股票指数互相报价、彼此竞争而成交的。

第四,股票指数期货交易的价格是由点来表示的,升一个点或降一个点,它的价格就是以各升、降点数乘以一个确定的数值金额。例如,美国的价值线指数期货合约规定每点指数为500美元;美国主要市场指数期货合约规定每点指数为100美元;香港恒生指数期货合约规定每点指数为50港元;澳大利亚的“全部普通股价格指数”期货合约规定每点指数为100澳元。

第五,股票指数期货交易,对投资人具有很大的吸引力,因为它有很高的杠杆作用,在合约初期保证金是很少的,一般为合约所需的10%。这种高度的杠杆作用可以在相当小的价格变动中,取得较大的利益,当然,也有可能受到较大损失。

第六,股票指数期货交易不是用实物——股票交割,而是以现金结算。区别于其他商品期货交易,这是一种创新,是本时代在期货交易中的一种突破。

三、股票指数期货交易是回避股市风险有效方法

在证券市场上,把股票的价格风险分成两个组成部分,即无规则的非系统风险和有规则的系统风险。非系统风险是指个别股票的商业风险,这种风险与其他股票无关,是股票个性的反映。股票市场的非系统风险,从经济角度看,与企业经营状况有着密切的关系。回避非系统风险的有效方法是分散法。投资者在同一时期选购股票时,不要专门盯在一个股票上,而应选择不同行业或不同类商品生产企业的股票,这样把一种股票和其他股票组合在一起时,因一种股票价格下跌所带来的损失,就可以有另一种股票价格的上涨得以弥补一部分或全部。但普通股民只有一次购买几种股票或一、二种股票的能力,所以,这种理论上非常有效的分散避险法,在实践中并不能得到充分应用,因此,尚需结合其他方法来对非系统风险加以回避。所谓系统风险是指某一种股票价格,其变动是同整个股票市场的变动相一致的。因为股票价格往往受到社会上政治经济情况变化的制约,如国家宏观经济政策的变化、银行资金投放的松紧、政局动荡等。但在市场经济条件下,经常起作用的是经济的内在因素,在其影响下,使股票价格会一起上升或一起下跌,所以,系统风险又可称为市场风险。

股票指数期货交易的开发和创建,为回避“市场风险”提供了有效方法。因为股票指数期货

交易是以股票市场股价指数为交易对象的、买卖股票价格指数期货合约的交易。股票价格指数是综合反映整个股票市场系统变化的统计指标,如上海证券交易所每天公布的上证指数,它是
以 1990 年 12 月 19 日为基期,以股票发行量为权数进行编制的,其计算公式为:

本日股价指数 = $\frac{\text{本日市价总值}}{\text{基期市价总值}} \times 100$,是以基期和计算期每个股票收盘价(如当日未成交,延用上一日收盘价)分别乘以发行数,相加后求得基期和计算期的市价总值,再相除后所得。从上证指数的每日编制中,不难看出,它所体现的正是股票市场的系统风险。股票市场的投资者,不论是多方还是空方,为避免市场风险,都可通过买入或卖出股票指数期货合约来对持有的股票进行套期保值,达到回避风险的目的。对做多者来讲,为避免未来股指下跌而带来的损失风险,可卖出股票指数期货合约,当股指确实下跌时,再买入相应股票指数期货合约,由此以股票指数期货合约对冲的盈利来弥补股票的帐面损失或实际损失。反之,对做空者来说,可以通过买入相应的股票指数期货合约来回避股市可能上涨的系统风险。如果有的投资者对个股短期趋势无把握,而对股市长期预测很有把握,这样可直接参与股票指数期货交易,省去挑选个股的麻烦和风险。由此可见,股票指数期货交易的创立,它为股票投资者提供了一个可以信赖的保险工具,它对稳定股市的作用是不可低估的。

四、在中国股市引入股票指数期货交易的可行性

在中国股市引入股票指数交易有其必要性和可行性:

第一,它是证券市场发展的需要。对一个经济增长潜力十分巨大的大国来说,应该有与其实力和潜力相匹配的证券市场。然而,目前中国证券市场规模小,交易品种少,在世界证券市场之林中,还只是一个“轻量级”选手,与欧美国家相比,差距很大;即使在亚洲,与日本、香港相比,也有较大的差距,也落后于新加坡、泰国和韩国。所以,要发展中国证券市场,必须不断推出金融衍生产品的交易,股票指数期货交易应是首选的品种。

第二,它是股票市场发展的需要。在社会主义中国建立股票市场一度曾被称为奇迹,现在看来,也是很正常的事。但作为一个完整的股票市场,必须包括现货市场与期货市场,两者相成,缺一不可。因为没有股票指数期货市场,现市的股票市场就不会十分活跃;期货市场是促使现市活跃的催化剂,而且期货市场又能为现市套期保值,能减弱投机操作风气,淡化股票现货市场上的投机心态,促使股票现货市场稳健发展。

第三,商品期货市场的发展,可为股票指数期货交易推行提供有益的经验。1990 年 10 月郑州粮食批发市场率先引入期货交易机制,借鉴国际期货交易规则,进行粮食远期交易,为我国探索商品期货交易迈出了可喜的一步。之后,深圳、上海、北京等地,相继成立了以期货交易为目的的商品交易所,它们在期货合约、交易规则、保证金和结算制度等方面进行了有效的探索,为我国期货市场的发展,积累了丰富的经验。以上这些都为推行股票指数期货交易提供了有益的经验。

第四,国债期货交易的试行,为推行股票指数期货交易提供了良好的条件。国债期货交易试行一年半之后,由于众所周知的原因于 1995 年 5 月 18 日被暂时关闭。但它的清算交割系统、电脑设施系统均可被移用。更重要的是由于证监会、证交所和券商在国债期货交易试行一年半的时间中,积累了不少的经验教训,为股票指数期货交易的顺利推行,提供了良好的条件。

第五,它是深化金融体制改革的需要。金融体制改革的重要内容之一,是完善和发展证券市场,在国际上,较为成熟的证券市场,如美国纽约、日本东京、香港等证券市场都设有股票指数期货交易。可以这样说,没有股票指数期货交易的证券市场就不是一个成熟的证券市场。所以,为了完善中国证券市场,使之更加成熟,便于与国际接轨,证券交易所有必要推出股票指数期货交易,并为将来推出多种金融衍生产品交易作准备,达到深化金融体制改革的目的。

第六,可以借鉴国际上许多成功的经验。自1982年2月在美国开办世界上第一个堪萨斯价值线综合指数期货交易以来,已有十多年历史,在美国取得成功经验后,在国际上,已先后有多个国家和地区推行了股票指数期货交易,也积累了经验。如我国推行股票指数期货交易,完全可以借鉴国际上的运作规则和成功的经验,从一开始即可纳入国际化轨道。

五、几点建议

从以上分析,可以看出,把股票指数期货交易引入中国股市是可行的,但当前中国股票市场还不够完善,存在一些问题,急待解决,笔者提出如下几点建议。

第一,建立和完善证券市场的法律规范体系。任何市场的发展,必须辅之以完善的政策法规建设。在国外,一般是“先立法,后设市,以法导市”,在我国往往是“先试点,后推广,再发展”,是采取“先开设,再规范”的方式。股票市场是整个市场体系中操作难度最大、敏感性最强的市场,应该在严格的法规约束下运行,所以必须加快制订和颁布《证券法》、《证券交易法》、《期货法》等法规,使我国股票市场尽快走上规范化、法制化的运行轨道,为尽快与国际接轨创造条件。

第二,加强证券市场的监管体系。立法和执法是建设好证券市场两个不可分割的方面。笔者认为:“执法不严”是股票市场和期货市场存在的主要问题,今后对蓄意违规者要严加惩处。我们还可借鉴国外成功的经验,建立以政府统一监管为主导,交易所监管为基础,行业协会自律管理为辅导的多层次、主体式的监管体系,以加强监管力度。

第三,上市公司必须加强规范化。上市公司的规范化和素质的提高,是股票市场发展的基础。我国实行股份制改革是为了促使企业转换机制,建立现代企业制度。有些上市公司并不在转换经营机制上下功夫,而是希望通过发行股票,达到筹集资金的目的,使股东大会形同虚设,股东权益受到损害。上市公司的不规范行为,不仅损害了投资者的利益,同时也损害了企业在市场中的形象,更不利于股票市场的健康发展。

第四,建立有效的保证金监控与动态调整体系。证券交易所绝对不能允许任何会员、以任何理由进行透支交易,在行情涨、跌停板有碍客户平仓时,应配套使用保证金调整措施,防止会员单位因无法平仓而出现透支现象。