

□ 施兵超

我国开办股价指数期货交易的必要性与可能性

一、我国金融期货市场的建立,宜从建立股价指数期货市场开始

股价指数期货(Stock Index Futures)是本世纪80年代的金融创新中发展得最为成功的新金融工具之一。从产生到现在,它还只有短短十余年的历史。但是,就在这短短的十余年中,股价指数期货得到了突飞猛进的发展。这种发展具体表现在三个方面:一是市场范围的迅速扩展;二是合约品种的迅速增多;三是成交数量的直线上升。目前,在西方各发达国家和地区,股价指数期货都无不是交易最活跃的期货品种之一。

在我国,现货金融市场和商品期货市场已有了多年的发展。在这一发展过程中,我们不仅已形成了一定的市场规模,而且也已积累了大量的正反两方面的经验和教训。目前,如何拓展和完善我国的金融市场和期货市场,尤其是如何建立我国的金融期货市场,已成为我国金融理论界和金融实务界亟待研究并力求解决的问题。在研究这一问题时,人们似乎较多地将注意力集中在如何恢复我国曾经存在过的国债期货市场这一方面,而对如何建立我国的其他金融期货市场,尤其是对如何建立我国的股价指数期货市场,却似乎还讨论得不多。

人们之所以较多地关心国债期货市场的恢复,而较少地关心其他金融期货市场的建立,主要是因为在我国,国债期货市场毕竟有过一段比较“辉煌”的历史。对于这一历史,人们至今依然记忆犹新。希望恢复国债期货市场,以图再创辉煌,自然可以理解。同时,由于国债期货交易已经有过一定时间的试验,因此,恢复国债期货市场,与建立其他金融期货市场相比,人们也毕竟有着一定的经验。但是,笔者认为,从我国目前的实际情况来看,尤其是从套期保值的需要和现有的条件来看,在我国,似乎应该首先建立股价指数期货市场,而不是急于恢复国债期货市场。这主要是因为,任何一种金融期货市场的建立,都必须以套期保值的需要为前提。如果缺乏足够的套期保值的需求,则在金融期货交易中难免出现投机过度 and 违规操作的现象。我国在前几年所开展的国债期货交易之所以失败,固然有着多方面的原因,但笔者认为,缺乏套期保值的需要,实际上也是其中一个不能忽视的原因。

我们知道,国债期货是利率期货的一种。西方各国建立国债期货市场的目的,都是为广大投资者和生产经营者、特别是为各种金融机构提供转移利率风险的场所。然而,在我国现阶段,利率管制尚未解除,利率风险尚未成为我国各种经济主体所普遍面临的重要的金融风险。因此,在这种背景下恢复我国的国债期货市场,则套期保值的需求仍将缺乏,市场的主要参与者仍将是套利者和投机者。在这种情况下,我们将不可避免地陷于这样一种进退维谷的两难境地:如果对套利和投机实行比较严格的管制,则市场流动性必然不足;而如果不对套利和投机

实行适当而又有效的管理,则国债期货市场的再一次失败又将是不可避免的。

因此,笔者认为,从我国目前的实际情况来看,与恢复国债期货市场相比,建立股价指数期货市场似乎显得更有必要,且更为迫切。这是由我国现货股票市场的发展及由此而引起的套期保值的客观要求所决定的。

我国的现货股票市场已经有了相当程度的发展。与其他任何国家或地区的股票市场一样,我国股票市场的风险也很大,特别是其中的系统性风险更大。这自然就决定了人们对股价指数期货之套期保值的需求也很大。所以,一旦我国建立了股价指数期货市场,其套期保值的需求将是足够的。如此,在市场参与者中,套期保值者与套利者和投资者将相互依存、相互利用、相互制约。在笔者看来,只有这样的金融期货市场,才是健康的、正常的市场。同时,也只有这样的金融期货市场,才是对社会主义市场经济建设有利的市场。

从西方发达国家金融期货市场的建立和发展的历史来看,我们自然可看到,在现有的各种金融期货市场中,股价指数期货市场是最晚建立的。但是,我们也应看到,在金融期货市场的发源地美国,股价指数期货的设计和准备推出实际上并不比其他金融期货品种晚多少。这一金融期货品种之所以产生得较晚,其主要原因并不在于它缺乏套期保值的需求,而在于这种期货品种无法采用实物交收的办法。所以,在国际货币市场推出欧洲美元期货,并开创性地采用现金结算办法之前,股价指数期货的交割问题一直没有得到解决,于是,这一期货品种也一直没有被正式推出。但在目前,我国首先建立股价指数期货市场,而以后待条件成熟时再建立其他金融期货市场,应该说是符合我国实际情况的。实际上,在这方面,我国香港特别行政区的实践也是很值得内地学习的。

二、我国开办股价指数期货交易的必要性

(一)套期保值的需要

套期保值是各种期货品种所普遍具有的功能。股价指数期货也不例外。与其他各种期货品种的产生一样,股票指数期货也是应人们套期保值的需要而被设计出来的。它之所以能在短短的十几年中得到如此迅猛的发展,正是反映了人们对它的套期保值功能的日益增加的需要。我国建立股价指数期货市场,开展股价指数期货交易的根本目的,也首先是为广大的投资者、生产经营者、尤其是各种金融机构提供套期保值的场所。

从我国现阶段的情况来看,股票市场的价格风险是人们面临的最重要的金融风险。所以,股价指数期货的套期保值需求最为迫切。因此,要建立我国的金融期货市场,就应该以建立股价指数期货市场作为突破口。

(二)发展股份制的需要

大力发展股份制,是国有企业的根本出路。而要发展股份制,就必须有足够的、乐于投资于股票的投资者。对于投资者而言,选择投资项目的最基本的原则不外乎如下两个方面:一是较高的收益;二是较小的风险。在经过4次降息之后,我国投资者对股票的投资积极性有所提高。这当然是由于股票的收益率相对地高于存款的收益率的结果。然而,我们也不能否认,与存款相比,人们投资于股票的风险还是较大的。所以,如果我国建立了股价指数期货市场,为广大的股票投资者提供套期保值的场所,那么,我们可以相信,人们对投资股票的积极性还将有进一步的提高。因此,建立股价指数期货市场,开办股价指数期货交易,对于发展和完善我国的股份制,促进国有企业的发展也是很有必要的。

(三)拓展和完善我国金融市场的需要

凡是市场经济比较发达的国家,金融市场也比较发达。而在目前,金融市场的发达,在很大程度上体现在有没有包括金融期货市场在内的各种衍生性金融市场,以及这类市场的发达程度。这已被70年代以来西方各发达国家和地区的实践所证实。而从我国的现状来看,虽然资本市场、货币市场及外汇市场已经初步形成,并已有一定程度的发展,但是,时至今日,各种衍生性金融市场基本上还是一个空白。这就说明,随着我国经济金融体制改革的进一步深化和对外开放的进一步扩大,建立和发展各种衍生性金融市场,乃是一种必然的趋势。不过,要建立和发展各种衍生性金融市场,也不能由主观意志所决定,而应根据本国的具体国情,特别是根据实际经济的发展程度和经济环境的具体特点来决定。在笔者看来,根据我国的具体情况,建立金融期货市场的第一步,就是建立股价指数期货市场。至于其他类型的金融期货市场,则应随着其具体条件的逐步成熟而陆续建立。

(四)增强国际竞争能力的需要

在我国,建立和发展股价指数期货市场的又一个必要性,还在于进一步扩大对外开放、并增强国际竞争的能力。自从70年代以来,金融市场的全球一体化越来越明显。金融领域的国际竞争越来越激烈。随着我国对外开放的进一步扩大,我国的金融机构和金融市场也必将面临着这种日益激烈的国际竞争的挑战。为了在国际竞争中立于不败之地,我国的金融业务必须与国际接轨,我国金融市场的发展也必须符合国际惯例。这就说明,建立和发展包括股价指数期货市场在内的衍生性金融市场,也是进一步扩大对外开放的客观要求。

三、我国开办股价指数期货交易的可能性

在现有的各种期货类别中,股价指数期货是最年轻的一员。但股价指数期货一经产生,便得到突飞猛进的发展。这固然是由于套期保值的需要对股价指数期货的产生和发展提出了日益迫切的要求。但是,这只是股价指数期货产生和发展的必要条件,而不是充分条件。必要条件只是说明了股价指数期货产生和发展的必要性,而充分条件则反映了股价指数期货产生和发展的可能性。如果只具备必要条件,而不具备充分条件,贸然推出股价指数期货,这是注定要失败的。

从我国的实际情况来看,我认为,我国开办股价指数期货交易不仅有着客观的必要性,而且也有着现实的可能性。其可能性主要表现在如下几个方面:

(一)现货股票交易已经初具规模,投资者对股价指数期货的套期保值功能有着足够的需求

如前所述,一个比较完善的金融期货市场,首先必须有相当数量的套期保值者参与交易。套期保值的需要是开展各种金融期货交易的根本目的。而在我国现阶段,最需要套期保值的经济主体正是股票市场的广大投资者。因此,如果我国开办股价指数期货交易,则套期保值的需求应该还是比较充足的。这就说明,我国开办股价指数期货交易的基础条件业已具备。

(二)股价指数的编制制度已经比较成熟

股价指数期货的标的物是某一股票市场的价格指数。所以,要开办股价指数期货交易,我们首先必须有一种编制技术比较先进,具有比较广泛的代表性、能够比较灵敏地反映整个股票市场之基本行情的价格指数。只有有了这样一种股价指数,以作为股价指数期货合约的标的物,我们才能开办股价指数期货交易。同时,也只有有了这样一种股价指数的期货交易,股票市场的广大投资者才能通过这种交易,为其现货股票实施比较有效的套期保值。所以,先进、科学的股价指数的编制技术实际上也是开办股价指数期货交易的一个必要条件。从我国目前的实

际情况来看,笔者认为我国基本上已经具备了这一必要条件。因为我国的现货股票交易已经有了十多年的历史,编制并公布股价指数也早在1991年即已开始。目前,上海证券交易所和深圳证券交易所分别编制并公布多种不同用途的股价指数。其编制技术已经比较先进、比较科学。各种指数的代表性逐渐增强。尤其是沪、深两地的综合指数所包含的股票都已多达数百种。所有这些,都足以证明我国开办股价指数期货交易,已经具备了可作为期货合约之标的物的、比较合适的股价指数这一必要的物质条件。

(三)现货证券市场和商品期货市场都已有了多年的发展,为股价指数期货交易的开办提供了现实的条件

从整个国际金融领域的发展过程来看,我国建立和发展股价指数期货市场,开办股价指数期货交易,乃是一种必然的趋势。在我国建立股价指数期货市场时,我们应该借鉴其他国家成功的经验,吸取其他国家失败的教训。美国当时之所以能够成功地推出金融期货,并获得迅速的发展,主要是因为金融期货产生之前,商品期货交易已有了一百多年的悠久历史。商品期货交易的悠久历史,不仅为金融期货的推出提供了现成的交易场所和基础设施,而且还为金融期货交易的进行提供了可资参照的模式。这是因为,金融期货交易与普通商品期货交易的區別主要是标的物的区别,至于其具体的交易规则、交易程序及市场监管等等,则都可谓大同小异。如果没有商品期货交易的悠久历史为金融期货交易的开展所积累的经验教训,金融期货的产生决不会如此顺利,如此成功,更谈不上有如此巨大的发展。而在这一方面,国外的经验是很值得我们借鉴的。

美国是股价指数期货的发源地。但美国现有的各种股价指数期货合约,无一不是在现货证券市场或商品期货市场推出的。另外,从美国以外的其他国家或地区来看,他们目前所交易的各种股价指数期货合约,也都是由原有的现货证券市场或商品期货场所推出的。这就说明,现货证券交易和商品期货交易的发展,为股价指数期货交易的开办奠定了很好的物质基础。这一物质基础实际是建立股价指数期货市场,乃至建立其他各种金融期货市场的一个很重要的条件。从我国的实际情况来看,我国的现货证券交易和商品期货交易都已有了多年的发展。在这多年的发展过程中,我们已积累了一定的经验,各种基础设施已比较齐全,人员素质已有较大的提高。这就说明,我国建立股价指数期货场所必需的物质条件和人员条件也都已经基本具备。

当然,在实际建立股价指数期货市场后,我们也必然会遇到这样或那样的问题。但这些问题完全可以而且应该在股价指数期货交易的实践中得到解决。任何一个国家或地区,都不是等到所有可能遇到的问题全部得以解决以后,才正式开办股价指数期货交易的,都是在开始这种交易之后逐渐探索经验,吸取教训,从而日趋成熟的。更何况在我国开办股价指数期货交易时,其他国家或地区的实践已为我们积累了正反两方面的经验和教训。所以,当我国建立股价指数期货市场后,我们完全有可能在较短的时间内得到较快的发展。

参考文献:

1. 唐雄俊:《美国金融市场新知识》,上海翻译出版公司,1986年。
2. 郭恒庆:《金融期货——避险性操作与投资策略》,台北国际商学出版社,1989年。
3. Fabozzi, F. J. & Kipnis, G. M. (ed.). "The Handbook of Stock Index Futures and Options", 1989.
4. Petzed, Todd E. "Financial Futures and Options", 1989.

(作者系上海财经大学财务金融学院副教授;单位邮编:200433)