

一、股价指数期货的产生与合约

1982年2月16日,美国堪萨斯市贸易局首创一种新颖独特的商品——根据股票指数的

股价指数期货

王琪英 姚秉琪 高红霞

的起落而买卖的期货合约,它一上市便受到广大投资者的热烈欢迎。此后世界上又出现了多种股票指数期货合约。虽然指数期货是金融期货家族中年轻的一员,但它却有着极强的生命力和广阔的市场,它的出现不但使金融领域增加了一种崭新的投资工具,而且使金融期货业务更趋活跃,是对国际金融业务的一种创新和发展。

股价指数期货是指协约双方同意在将来某一日期按约定的价格买卖某种股票指数。众所周知,在股票市场上有一种或多种反映市场运动状况的指数,如道·琼斯工业平均指数、纽约股票交易所综合指数、香港的恒生指数等。这些指数随股票市场的营运不断发生变化,从而产生一定的差额。股价指数期货就是

把这些指数视同一般的商品,并利用这些商品的期货合约对股票进行套期保值的投资。

股价指数期货合约是证券交易所或期货交易所同期货买卖者签订的契约,规定在某一特定月份的特定日期,合约买方要支付给交易所清算公司或卖方要从交易所清算公司收取等于股价指数若干倍的现金金额。指数期货合约包括如下内容。

(1) 合约的价值。合约的价值一般都相等与期货在购买或出售时所报指数的500倍或100倍。例如,标准普尔500种股票指数以1941~1943年基期为100,1992年3月30日为158.18,1992年6月份合约期货结算价为161.05,9月份合约为163.30,12月份合约165.35,则3月30日当日该股价指数不同交易月份期货的市场价为:6月:500美元 $\times$ 161.05=80 525美元;9月:500美元 $\times$ 163.30=81 650美元;12月为82 675美元。

(2) 最小波动值。最小的价格波动一般为0.05。指数合约每一满点(Full Point)或是1.0的上下波动,就是500美元,所以0.05的最小波动值就是:0.05 $\times$ 500美元=25美元。当1份指数合约的指数值从20.00上涨到21.25——即股价指数上涨1.25点,实际的1份合约的市值变动就是:1.25 $\times$ 500美元=625美元。

(3) 指数涨跌限定。有些国家的股市,对单个股票的价格,或是反映大势趋势的指数走势均人为设有当日“涨(跌)停板”的限制,一般的期货交易,不管是商品期货还是其他金融期货,也都有最大涨跌幅限制。而指数期货合约一般没有涨跌限定。

(4) 交易月。一般指数期货的合约交易都是按季交易,但也有例外,如芝加哥期权交易所,它以固定的4个月间隔依次循环。

(5) 交割规定。由于指数期货交易标的

无法以相对应的实物交割,故几乎所有的期货合约都规定到期必须以现金实施交割。

(6) 最后交易日。各市场都不相同,有的为交易月的第3个周五(标准普尔100种),有的为交易月的第3个周四(标准普尔500种)。

(7) 合约标价。这在指数期货交易中特为方便,即皆以合约所在市场的具体股价指数的点数来表示。但与其他商品期货相比,不同交易所的股价指数由于计算方法、计算标准的不同,所以它们之间无法加以横向比较。

二、股价指数期货的种类

世界上第1个股票指数期货是美国堪萨斯交易所推出的“价值线平均指数期货”(等值线)(*Value Line Average*)。随后,芝加哥商品交易所也推出以“S&P500工业指数”为基础的期货与选择权市场;1982年5月纽约期货交易场所则推出了“纽约股市综合指数期货”。此后亦有许多的股票指数期货陆续推出,如芝加哥CBOT的“主要市场指数”及日经指数。摘要简述如下:

(1) 纽约综合指数(*NYSEINDEX*):

交易所:纽约期货交易所。

股票组成:所有1500余种上市股票资本额加权计算而成。

合约单位:指数乘以500美元。

最小跳动单位:为0.05点,即25美元。

交易时间:9:30AM ~ 4:15PM(美国东部标准时间)。

合约月份:3、6、9、12月份。

最后交易日:上述月份的第3周五。

(2) 日经指数(*NIKKEIINDEX*):

交易所:东京股票交易所。

股票组成:日本225家最大上市公司股票资本额加权计算。

合约单位:日经(225)平均指数乘以500日元。

交易月份:3、6、9、12及当月份。

交易时间:周一至周五8:00AM ~ 2:15PM(东京当地时间)

周六8:00AM ~ 10:15AM

最后交易日:上述月份第3周三。

三、股价指数期货交易

股价指数期货具体交易方法如何?我们以举例来加以说明:

例1:假定某个投资者在1992年7月1日预期9月份股价会上涨,于是在期货市场购入1份标准普尔500种股价综合指数期货合约,当天的股价指数为300点,则此份合约的价值为150000美元。至9月,指数果真如预期上涨到350点,则7月份购入的合约按9月份的行市为175000美元,该投资者只需将此合约转手(不管是否正好是9月份交割)即可获利25000美元。

例2:假定标准普尔500种指数为161.05,1990年3月30日甲投资者以此指数价买进6

月份合约10份,相应的乙投资者以此指数价卖出6月份合约10份。仅过1个月,即4月30日,该指数价格已上升为161.40。面对如此有利行情,甲即以此最新行市卖出6月份合约10份,以冲销原3月30日购进的10份同期合约。如此一进一出,合约的价值变化为:500美元 $(161.40 - 161.05) \times 10 = 1750$ 美元。

但至5月30日,指数却下挫至150.75美元,此时行情又转而对乙有利,于是乙便可以此价格指数买进6月份合约10份,其先出后进冲销后差额为:500美元 $\times (161.05 - 150.75) \times 10 = 51500$ 美元。

至5月30日,甲、乙两位投资者帐面皆赢利。显然,4月30日买进者和5月30日卖出者可能是现实或潜在的亏方,当然最终盈亏,要视6月份合约到期交割清算时的行市决定。

四、利用股价指数期货实施套期保值

(一) 空头套期保值

对于持有多种股票的投资者来说,股价的涨跌很可能使投资或投机活动面临较大风险,而要使手中的股票在中长期投资的情况下不贬值,显然至少在目前介入股价指数期货交易是最为有效的手段。其基本原理就是使股票价格和股票价格指数变动保持同方向,同幅度。因为股价指数是根据一组股票价格变动情况编制的指数,通过在现货市场与股价指数的期货市场作相反的操作就可抵销出现的风险。例如,手中持有股票,不管数量多少,就意味着做多头,在期货市场上就应当卖空,如果股价趋跌,尽管所持股票发生了贬值,但因股价指数亦相应下跌,其在期货市场上买空来对

冲掉卖空的合约,就会出现盈利,也就是说,卖空取得的是高价,买空支付的则是低价。

所谓空头套期保值,即公众(包括个人或机构)在交易过程中的先后程序是要先卖出,后买进。

假定某投资者于1992年2月1日在堪萨斯农产品交易所购进D公司股票1400股,当日,指数收盘是141.00,比上日末的148.00水平下降了7.00点。此时人们普遍认为股价将进一步下挫,该投资者决定将所持有的D公司股票实施套期保值。具体做法是:出售1992年3月份的合约“空头”(即卖出3月份到期的D公司股票指数期货),假定期货合约的价格定在141.00,则做了此套期保值的次日行情及交易状况如下:

现货市场(2月2日)	期货市场(2月2日)
按现货市场行市单价 $51\frac{3}{8}$ 美元 1400股D公司股票现值为: $51\frac{3}{8}$ 美元 $\times$ 1400 = 71 925 美元	出售1992年3月期 合约价值总额:500 美元 $\times 141.00 = 70 500$ 美元

结果,股票市场市价并未下跌,1992年3月市价回升。若此投资者在3月底到期前始终不进行对冲交易而保持套期保值状态,则在

1992年3月底交割时的D公司股价是 $61\frac{1}{8}$ 美元,合约价升至154.13,其结果便是:

现货市场(3月31日)	期货市场(3月31日)
单价 $61\frac{1}{8}$ 美元,股票现值为: $61\frac{1}{8}$ 美元 $\times$ 1400 = 85 575 美元	新指数点下合约价值:500 美元 $\times 154.13 = 77 065$ 美元

这样,该投资者现货市场获利:13 650 美元($85 575 - 71 925$);而期货市场亏损 6 565 美

元($70 500 - 77 065$)。但此笔空头套期保值的结果为净盈利 7 085 美元($13 650 - 6 565$)。

从上例可见,若未进行套期保值,1 400 股 D 公司股票因股价上涨可获利 13 650 美元,但做了空头套期,则减少获利 6 565 美元,但此笔 6 565 美元就是为保障因股价下挫而贬值所付出的套期保值成本。事实上如若股价真的急剧下跌,此位投资者最多承担有限的亏损。

(二) 多头套期保值

在市场交易中,与空头套期保值相对冲的即多头套期保值。与空头套期保值的原理一样,反向进行多头套期保值同样能够达到获利的目的。这里我们举例来说明:

假定在 1992 年 3 月 30 日,某投资者预计在 5 月 30 日将收到 100 万美元资金,并且预测股票市场看涨,打算到时用该笔资金购买 A 公司股票。如果 A 公司股票对于标准普尔 500 种股票指数的 B 系数值为 1.10,该投资者为避免资金到位前 A 公司股票上涨的风险,决定买进 6 月份的标准普尔指数期货合约来进行套期保值,3 月 30 日,期货合约价为 161.05。具体的购买合约数量为:

$$\text{合约数} = \frac{\text{风险面值}}{\text{合同面值}} \times B \text{ 系数}$$

$$= \frac{1\,000\,000 \text{ 美元}}{500 \text{ 美元} \times 161.05} \times 1.10 \\ = 13.66$$

即需买进 14 个 6 月份合约。假设到 5 月 30 日标准普尔 500 种股票指数升至 174.00, A 公司股价上升了 11%, 因此,在股票现货市场上价值 100 万美元的 A 公司股票,现在要用 111 万美元方能购得,所以现货损失为 11 万美元。但是该投资者通过卖出期货合同以冲销原来合同。从中获得的期货收益可以补偿大部分现货损失。

从上述例子我们不难看出,多头(空头)套期保值或赢或亏都是在现货市场个别股价与反映市场大势的股价指数呈同方向变动的情况下发生的,但如若个别股票与市场大势走向呈相反方向移动时,那么该投资者的盈利或亏损则是现货市场与期货市场之和,因此多头(空头)套期保值在单个股价走势与整个股市大势呈反向运动时,套期保值的结果可能大亏,也可能赢利可观。这里就不难发现利用股价指数期货进行套期保值只能躲避股价变动中的系统化(或称制度化、规则化)风险这一前提条件了。

(作者单位:上海对外贸易学院 上海海运学院 同济大学)

国际投资思考题(之四)

- 一、国际间接投资的主要方式有哪几种?
- 二、国际间接投资理论的影响如何?
- 三、对外投资对投资国的经济发展有何影响?
- 四、引进外国投资对东道国经济发展有何影响?