

股指期货： 交易主体分析

曲延英

摘 要：股指期货是证券市场上规避系统性风险的重要工具。本文详细分析了我国股指期货潜在的 3 类交易主体：套期保值者、投机者和套利者，并分析了他们如何利用股指期货达到规避风险或获利的目的。从 3 类交易主体已经基本完备并已翘首企盼的角度，提出我国应及时推出股指期货。

关键词：股指期货；规避风险；交易主体；套期保值；套利；投机

中图分类号：F830.9 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894(2002)05-0048-05

股指期货是 20 世纪 80 年代发展起来的金融衍生产品，是应规避股票市场中系统性风险的需要而产生，是国际上金融期货的重要品种之一。在国际市场上股指期货交易十分活跃，已经成为资本市场体系中的重要组成部分。

目前，我国股票市场经过 10 多年的发展，市场规模不断扩大，截至 2001 年底，我国上市公司已有 1160 家，总市值 4.35 万亿元，占 GDP 的 45%，流通市值 1.31 万亿元；市场交易活跃、流动性高，股指波动幅度很大，以上证指数为例，其中位点平均年上下波幅在 30% 以上，因而系统性风险很大。

由于中国股市是一个新兴市场，具有投机气氛浓、股价波动大、系统性风险大的特点。就目前中国证券市场的现状来说，仅仅消除非系统性风险是远远不够的。但是，我国证券市场目前仅是单一的现货市场，无卖空机制，投资者（尤其是机构投资者）虽然可以通过组合投资有效消除非系统性风险，但对于股市中巨大的系统性风险却无能为力。以 2001 年为例，市场单边下行，投资者损失惨重，强烈要求管理股市系统性风险的工具出台，因而对股指期货的套期保值交易需求也日益迫切。目前，我国已经具备开展股指期货的基本条件，所以应加快步伐，推出中国的股指期货。本文拟从分析股指期货各类交易主体入手，分析股指期货在我国开展的可行性与重要性。

理论上讲，股指期货的交易主体应分为 3 类：套期保值者、投机者与套利者。以下详细分析在我国市场中这 3 类交易主体的情况。

一、套期保值者

股指期货最主要的功能之一就是能够用来套期保值以规避系统性风险，这也是其产生的初衷，因而套期保值者的存在是股指期货市场存在的前提条件。那么在我国证券市场上，

是否潜在着有套期保值需要和压力的投资者呢? 谁会是这样的投资者呢? 对这一问题的分析就成为决定我国股指期货能否顺利开展并顺利运行下去的首要条件。

1. 证券公司 我国证券公司目前的业务收入主要包括: 经纪业务、资产管理业务、自营业务和投资银行业务。其中经纪业务收入占较大比重, 1999 年占券商总收入的 32.9%。经纪业务主要包括在一级市场上代理证券发行、二级市场上代理证券买卖。目前, 新股发行制度改革日益深化, 股票发行面临的不确定性不断增加, 近几年已经出现过证券公司承销股票亏损的例子。随着 2002 年新股市值配售政策的实施, 发行风险自然会一直存在。这种发行风险大部分同股市的系统性风险有很大关系, 在这种情况下, 若推出股指期货, 证券承销商就可以利用股指期货来规避发行风险。具体来说, 可以利用空头套期保值策略, 利用股指期货的盈利来弥补发行的损失。可见, 券商可以积极利用股指期货来尽量保住经纪业务份额。

比较我国券商与国外证券公司的资产管理业务, 会发现存在巨大差距。证券公司资产管理业务中, 对客户承诺保本保底, 等于把客户的风险转嫁给自己, 我国较大券商倘若管理 100 亿左右的资产规模, 只要市场出现 10% 的亏损, 券商就难以承受; 而美林证券能够以几百亿美元的净资产管理 10 000 亿美元以上的资产, 其风险承受能力令国内券商难以想象。究其原因, 就是因为市场上有非常成熟的避险工具。可见, 我国一旦推出股指期货, 证券公司可以积极利用股指期货来套期保值, 锁定风险。只要券商能够锁定风险, 就有可能把资产管理业务做大。另外, 券商可以利用股指期货有效规避系统性风险, 从而设计开发出风险低、收益稳定的新产品, 为资产管理业务创造新的利润空间。

对于券商自营业务来说, 股指期货的推出, 将对自营业务的投资理念、获利手段、运作模式都产生较大影响, 有助于券商自营业务的发展。

由此可见, 证券公司将是股指期货积极的参与者, 实际上, 正受到市场不景气煎熬的券商, 已对股指期货翘首企盼。

2. 基金管理公司 近年来, 我国证券市场大力培养机构投资者。目前, 我国投资基金规模达 809 亿元, 约占 A 股流通市值的 6%。基金管理公司的一个主要技术手段就是证券投资组合, 利用证券投资组合, 基金管理公司可以将经营风险控制在一定范围之内。比如, 当基金管理公司通过一定的技术, 精心选取某特定组合, 并相信该组合的业绩一定优于市场, 但并不知道市场表现如何, 这时, 可以利用股指期货来进行套期保值, 套保的结果使基金管理公司只露险于组合与市场间相对价格变化, 而不必关注市场变化。另外, 基金管理公司资金量很大, 一旦看淡市场, 要想离场也十分困难, 并且交易成本很高。若有股指期货, 基金公司就能够轻松套保, 达到既不离场又能够规避风险的目的。随着基金保持流动性和追求稳定收入的需要日益突出, 利用股指期货进行套期保值交易需求日益迫切。

当前, 我国正大力发展开放式基金, 而目前的中国证券市场却是一个单向的做多市场, 当证券市场进入阶段性空头市场时, 基金管理人因缺乏有效的风险管理工具回避市场风险, 很难承受巨大的兑现压力而进行资产变现, 从而引起基金重仓股股价快速下跌, 造成证券市场的不稳定。因此, 股指期货的推出, 将有利于机构投资者的培育, 也有利于证券市场的稳定。

3. 其他机构投资者 这主要是指允许进入证券市场的其他机构投资者, 比如 1999 年 10 月, 中国证监会允许保险公司有限制地间接参与股票交易, 以及现在允许进入股市的

3 类企业等。培育机构投资者是中国证券市场的首要任务,就培育机构投资者而言,证券市场上不但要有丰富的投资品种,而且要有必要的风险管理工具。因为机构投资者资金量大,通过构建投资组合规避非系统性风险,同时又有着明显的规避系统性风险的压力,它们也是未来股指期货的潜在的理性投资者。

4. 个人投资者 一般认为个人投资者受资金量限制,没有套期保值的需求,若允许他们参与,只能是投机操作。所以一旦推出股指期货,管理层很可能考虑提高进入股指期货的门槛,暂时限制个人投资者进入。但从利用股指期货来套期保值的理由看,并不应该排除个人投资者。比如,当某投资者选中个股,相信个股表现肯定优于市场,准备长期持有,但并不知道市场表现如何,可以利用股指期货把握好离场时机,而不必放弃该股票。当然,利用股指期货来对单个或少量股票资产进行套期保值,一个重要前提条件就是,单个股票价格与股票市场的指数具有长期正相关关系。

二、投机者

股指期货是应人们管理系统性风险而产生的风险管理工具,但由于其自身交易的特性,又成为人们投机的工具。这种交易特性就是由期货交易的以小博大的保证金制度决定的,这导致股指期货又成为一种高风险的投机工具:巴林银行的倒闭,是由于尼克里森交易日记 225 指数期货,1998 年索罗斯冲击香港联系汇率制未果也应用了恒指期货……股指期货曾被认为是巨大风险的策源地,一提起股指期货,人们马上就联想到了风险。因而对于投机究竟是有害于金融市场的稳定,还是能使本来偏离均衡的金融市场更快恢复均衡,长期以来一直有不同的看法。实际上,投机一词与投资并没有本质区别。“投机”是指人们根据自己对价格变动趋势的预测,通过看涨时买进,看跌时卖出而获取利润的交易行为。“投机”只是个中性词,其究竟有害还是有利,关键取决于市场监管制度。

事实上,一个完整的市场离不开投机者的适当参与。设想股指期货一旦推出,其套期保值者买卖股指期货合约的数目完全相等显然是不现实的,套期保值者转移风险也需要有风险承担者,投机者的参与正好增强了市场流动性,使套保者的需要得到满足;投机者承担套保者转嫁出去的风险,获取收益。因此,可以认为投机者的存在是市场正常运行必不可少的。但我们必须区分投机与过度投机的不同,一旦市场过度投机,情况将不再正常。比如,1993 年在海南证券交易中心交易的股指期货,市场上根本就没有真正的套期保值者,投机之风盛行,由于市场容量很小,有交易者试图操纵市场,最终导致市场的崩溃。因此,对于将要开办股指期货的市场来说,应尽量避免过度投机。

有效限制过度投机固然重要,但如果过度限制,极有可能会影响股指期货合约的流动性,影响该品种的活跃程度。因此,股指期货应该有一套严格的监管制度,来加强监管力度。比如对持仓单超过一定量进行通报(香港期指的规定),防止操纵市场行为发生;采取逐日盯市制度、灵活运用保证金制度,防止异常行为发生。总之,对于投机者,既不可鼓励、放纵,又不可过于严格。

实际上,机构投资者(包括基金管理公司、证券公司、保险公司等)和个人投资者,在适当的时候,他们都有可能由套期保值者转化为投机者。尤其对那些“看得清大盘,看不清个股”投资者,可以利用股指期货提供的买空卖空机制,直接选择股指期货交易来代替股票交易,

这样,他只需关注大盘的动向而无须理会个股的变化。如果说套期保值者希望得到的是一个确定的未来,投机者则希望未来具有更大的不确定性。按照对风险的态度,套期保值者应当是风险的规避者,而投机者则是风险的追逐者。由于风险和收益成正比,理性的投资往往短期收益没有投机来得大,大部分人买卖股指期货的目的,仍然是获利。例如,1999年香港恒指期货的市场统计,74%的交易是投机性质,只有17.5%的交易是用来套期保值的,这些数据显示了投机者在股指期货市场上的重要性。

三、套利者

套利是指通过同时持有两个部位,利用两个部位的价差来获利的活动。套利者有时也被视为投机者,但严格讲与投机者有很大差别:一方面,套利者同时持有两个部位;另一方面,面临的风险比投机者小得多。通常,套利者可以运用理论期货价格与实际期货价格之间的差异来获利。股指期货理论价格计算公式如下:

$$F = S e^{(r-q)T}$$

其中: F ——股指期货理论价格; S ——股指现货价格; r ——以连续复利表示的无风险收益率; q ——以连续复利表示的股票市场红利收益率; T ——从现在到合约到期日的时间,用年表示。

理论上,套利者可以应用股指期货理论价格与股指现货价格之间的各种关系来套利。若实际期货价格 $F > S e^{(r-q)T}$,套利者可以卖出期货合约,同时以无风险利率贷款来购买指数中的成分股组成的一个投资组合,到期合约到期时,套利者需要偿还 $S e^{(r-q)T}$ 金额,但卖出期货合约的操作使他可以在到期日以 F 价格出卖标的物(股指),这样,忽略佣金和交易费用,可以获利 $F - S e^{(r-q)T}$ 金额;若 $F < S e^{(r-q)T}$,套利者可以卖出股指成分股票组成的投资组合,同时买进股指期货而获利。

由此可见,如果套利者对理论股指期货价格估计完全正确,那么他可以获取无风险利润。而且,正是由于套利者的套利行为,可以使错误定价得以纠正,从而促进了理论期货价格的形成。

通过分析,我们发现套利者必须熟悉期指定价理论,相对来讲,其操作要求更高的理论水平。我国目前若推出股指期货,套利者极难获取无风险利润,这主要是因为:第一,各机构投资者和个人投资者对理论期货价格知识的缺乏;第二,由于现货价格(股价指数)在相当大程度上不是由股票内在价值决定的,这增加了理论期货定价的不确定性;第三,股指成分股收益率(公式中 q)的确定也较为困难,由于历年 q 水平的变化,导致对股指期货不同的定价,从而增加套利者的风险。但是,一旦推出股指期货,机构、个人投资者中必定会有潜在的套利者存在,他们在试图获取无风险利润的同时,也推动了理论期货价格的形成。

总之,3类交易主体在我国已经存在或已经潜在,成为现在期盼股指期货开办和开办后的积极参与者。他们之间相互依存,缺一不可,股指期货市场上动因各异的参与者并存,使得金融风险得以顺利转移,有利于分散或规避系统风险,及时弥补股指期货合约的缺口。我国1993年开设海南期指,当时由于没有套期保值者,也无真正意义上的套利者,只有投机者,市场根本无法正常运行下去,只能以失败而告终。现在,市场上强烈要求规避风险的交易主体业已形成;监管制度逐渐成熟;随着必要的期货知识的准备,熟悉定价的投资者正在