

韩国股指期货市场的发展经验及启示

■左浩苗 厦门大学经济学院

[摘要] 本文在充分考察了韩国股指期货市场发展的基础上,对我国如何开展股指期货的若干问题进行了理论探讨,并提出了切实可行的建议。我们应当充分借鉴韩国经验,积极稳妥发展股指期货,推进金融改革和创新。

[关键词] 股指期货 韩国 金融创新

长期以来,金融衍生品市场一直是西方发达国家独领风骚,但是,最近几年,一个新兴的金融衍生品市场开始吸引世界的目光,这就是韩国股指期货、期权市场。韩国市场的主要交易品种是KOSPI200指数期货和期权合约。2003年KOSPI200指数期货的成交量达到1.24亿手,是2000年的4倍多,增长迅速。而最近几年KOSPI200指数期货一直是世界上交易量最大的股指期货合约,与美国的标普尔股指期货合约等的业绩相比毫不逊色。

同韩国股指期货市场取得巨大成功相比,我国期货市场起步虽早,但交易规模较小,交易品种仍是以商品期货为主,发展相对缓慢。在我国,官员和学者呼吁尽快推出股指期货的声音一直没有间断过,特别是最近,股指期货的推出再次成了理论界和实务界的关注焦点。我国发展金融市场的条件和路径和韩国有诸多相似之处,政府在金融衍生品的发展当中都扮演了重要的角色,但在相似条件下,韩国在金融衍生品市场上取得了辉煌的成就。因此,韩国经验对发展我国金融衍生品市场,特别是股指期货有不可多得的借鉴意义。

一、韩国发展股指期货的成功原因分析

韩国发展股指期货最根本的经验是政府的积极引导和大力支持。下面我们可以看到,无论是从最开始对股指期货的引入,市场的逐步培育,还是法律法规的完善和监管制度的设计等,政府都发挥了主导作用,为股指期货的发展提供了良好的发展环境。

1. 推出金融衍生品前进行充分的理论论证和调查研究

韩国从1984年开始对衍生品的研究,到1994年完成标的指数的开发,到1996年5月3日推出了KOSPI200股指期货品种,整整花去了近12年时间。韩国证券交易所研究发现,以股票作为基础资产的衍生品,发展所必须满足的条件包括:市场规模大,价格波动频繁,使得对衍生品的需求足够大。而这些条件,韩国已经基本具备了。1989年底,韩国股票市场的市场价值达1190亿美元,占GDP的68%,投资者队伍稳步增加,14%的人口至少拥有一支股票,美国和日本则分别20%和17%,同时韩国证券市场的波动性也高于美国日本,机构投资者具有较强的避险要求。[1]而这个股指期货一经推出,就获得巨大成功。

2. 循序渐进,培育市场,从机构投资者过渡到中小投资者,逐步开放,减少冲击

机构投资者交易数量大,对证券市场价格有一定影响,对避险的需求就较为强烈。同时,利用股指期货进行套期保值需要根据各个个股与整个市场的关系来进行,这是一项技术型很强的操作,机构投资者则占有明显的优势。因此,在开设股指期货之初设置较高的门槛以限制中小投资者进入,等到条件成熟时在降低相关条件,是各国的通用做法。

韩国在设计期货市场时就以机构投资者为对象,通过较高的交易

单位和最低保证金限制个人投资者参与。1996年KOSPI200日均交易量达3670张合约,金额达1574亿韩元。在交易量中,证券公司占80.37%,个人投资者占12.01%,外国投资者为3.02%。然后,最低保证金的要求从五千万韩元降低为一千万韩元,逐步普及到中小投资者。2005年个人投资者的比例占到44%。个人投资者所占比例较高是韩国股指期货区别于其他发达国家的一大特色。韩国也制定了逐步对外资开放的政策。从最开始对外国投资者的限制,到1998年7月对外国投资者的开放,境外投资者在期货交易所占的分额在逐步加大,从KOSPI200指数交易来看,外资投资者占有比例从2000年的4.8%到2005年的23.7%,作用不容小视。同时,韩国政府进行了一系列对公众普及教育的活动,和著名的学术机构、实务机构一起举办了一系列的国际性研讨活动。这为KOSPI200指数期货的普及发挥了重要作用。

3. 健全法律法规,提高监管水平,加强风险管理

韩国政府在1987年就修改了证券法,为股指期货的实施提供了法律依据。1993年成立了期货、期权委员会,为金融衍生品的推出作准备,并在1995年12月出台了期货交易法,2000年12月29日对期货交易法再次进行修改。金融和经济部作为最高政府监管组织监管股指期货市场,证券交易委员会负责衍生品的审批和对不公平交易的监管等。证券交易所则是作为一个维持公平、有序市场和负责清算交割等工作的自律组织。

韩国股指期货、期权市场自创建以来非常顺利,没有发生较大的事故,这与韩国充分利用后发优势,吸收国际金融衍生品交易的经验教训,建立一套行之有效的风险控制制度是分不开的。例如在市场出现较大波动的情况下,交易所采取限制下一交易日的权利金的波动范围,而在平时采取限制每单最大交易量,日价格波幅限制在前一交易日收盘价的5%,断路器机制(计算机交易系统可以对于在前一交易日收盘价基础上波动5%或者更多、并波动持续时间超过1分钟以上的期货交易,自动停止交易5分钟),监视会员持仓情况,加强保证金的管理等措施。

4. 不失时机的推出金融衍生产品,取得先发优势,避免和离岸金融市场的竞争

当今世界,在激烈的市场竞争条件下,开设以境外股指为标的的股指期货已经成为各大金融中心竞争的重要手段。它们充分利用自身在金融创新、市场成熟度、交易先进性、监督手段等方面的优势和股指期货非专属性,先于别国推出以这些国家股价指数为标的的股指期货。所谓“股指期货的非专属性”,是指一个国家或地区的期货交易所在毋须经过其他国家或者地区证券期货监管机构同意的情况下,完全可以自主决定是否上市以别国的股票指数为期货交易标的的衍生产品。股指期货之所以具有“非专属性”,是因为以股价指数为标的物,不涉及具体的股票交割,因而在设立方式上具有开放性、自由和跨地

域的特点。

对于亚太国家和地区而言,一个最重要的竞争对手就是新加坡,在SIMEX(新加坡国际金融交易所)上市的10个股指期货合约中,有8个是境外股指作为标的。1986年9月SIMEX先于日本两年推出日经225指数期货合约,1997年先于台湾地区推出摩根台湾指数期货,2000年9月SGX-DT(新加坡交易所衍生品有限公司)先于印度推出SGX S&P CNX Nifty印度股票指数期货合约,都在一段时间内超过本土股指期货合约交易量,使得标的国在竞争中非常被动,对标的国的金融安全和市场公平都有一系列的不良影响。

特别值得注意的是韩国推出KOSPI200指数期货非常及时,先发制人,争取到了股指管辖和合约交易方面主动权,没有出现像其他国家那样处处受制的局面。

二、韩国经验对我国发展股指期货的启示

1. 卖空机制的缺乏并不是股指期货推出的主要障碍

从理论上讲,国内股市的单边交易制度会影响股指期货的运作效率,使得股指期货的套期保值和价格发现的功能受到一定的限制,并可能使得股指期货价格和现货价格发生背离的风险加大。但在实践当中,很多国家和地区在卖空机制缺乏的情况下推出了股指期货。如韩国在1996年5月推出著名的KOSPI200股指期货合约的最初几个月,是没有股票卖空机制的。因此,一些学者在考察了多个国家的经验后认为,卖空机制的缺乏并不是推出股指期货的主要障碍。

值得注意的是,目前我国融资融券业务开始进入实质探讨阶段,目前的争论主要在于融资融券业务的推进顺序、授信模式的选择和如何建立健全风险控制机制等。但能否在股指期货推出之前引入,还是未知数,并且我国股市卖空机制的发展也需要一个过程,不可一蹴而就。

综上所述,笔者认为,卖空机制的缺乏对于我国股票市场套利的效率存在影响,但并不会对股指期货的推出产生太大的影响,今后可以随着股指期货的发展与条件的成熟,逐步建立和完善卖空机制,以提高股指期货市场的效率和资本市场的结构层次。

2. 合理设计股指期货合约,注意对投资者的合理引导

笔者建议,我国股指期货发展最开始仍是面向机构投资者,加大培育机构投资者力度,但同时也应充分利用我国股市散户占相当比例的特点,适当降低门槛,或者借鉴标准普尔500股指和恒生指数的小型合约形式,提高对中小投资者的吸引力。而截止到2005年4月,我国批准的QFII(合格境外机构投资者)额度已经超过60亿美元,这也为我国充分利用外资,提高市场效率,转变投资理念提供有利条件。同时,也特别应当注意对市场的培育和投资者的教育。尽管股指期货在理论界早有探讨,但是广大的投资者对此并不是十分熟悉,即使是证券期货从业人士,对股指期货的认识和把握也有待提高,对股指期货的知识普及有很强的现实意义。

3. 完善法律法规,加强风险管理

由于我国资本市场发展基础不足,制度不够健全,显然不能走美国“先市场后立法”的老路,应当向韩国学习,先立法后开展股指期货交易。修订后已于2006年1月1日施行的公司法和证券法是我国资本市场的两部基本法律,在这两部法律中开发证券衍生类产品和证券期货类产品得到确认。而全国人大已经启动立法程序的期货交易法,将不仅涵盖商品期货,也将涵盖金融衍生产品,进一步为股指期货交易的发展提供法律指引。同时按照我国国情,完善在统一期货法规下证监会依法监管、期货业协会行业监管、交易所和期货经纪公司自律管理的股指期货监管体系。

在风险管理方面,借鉴国际经验,建立和完善会员资格审批、保证金、持仓限制、头寸报告、涨跌停板、强行平仓、风险基金等制度,引入“断路器机制”,避免市场剧烈波动,建立有效的信用评价体系,减少道德风险和信用风险的发生,打击市场操纵行为,同时应当特别注意建立包括股票市场和股指期货市场在内的跨市场的联合监控制度,实施联动监控,建立和完善市场突发事件应急处理机制,应付证券市场的异常状况。

4. 把握时机,尽快推出股指期货

随着证券市场的发展,特别是股权分置改革的稳步推进,长达多年的熊市的即将结束,我国证券市场的容量增加,有效性也得到了显著提高,机构投资者得到很大发展,股民也日趋成熟,QFII制度的实施,使得境外机构投资者对避险工具的需求日益强烈,基本符合了推出股指期货的要求。从2001年开始,理论界和决策层对这一问题进行了广泛的研究和考察,准备工作比较充分。

时不我待,据报道,新加坡交易所已经拟定在2006年9月推出新华富时中国A50指数,如果这个股指期货成功推出,将成为境外首个中国A股股指期货,同时在交易时间的设计上也为投机资金的炒作提供方便,对我国金融安全造成潜在危险。在股指期货合约推出时机的选择方面,韩国准确把握了稳妥渐进和先发制人之间的关系,既不能迫于国际压力盲目上马,更不能错失机遇,造成被动。

我们一方面应当力争在稳妥可靠的前提下尽早推出股指期货,另一方面,针对新加坡的举动,我们应当加强国际有关证券监管机构和交易所等自律组织之间的沟通协调,或者采用外交手段,从国家金融安全的角度,加强同相关国家的协调,捍卫金融主权。同时,我们也可以借鉴香港期货交易所在与新加坡国际金融交易所竞争香港指数期货时一度所采取的阻止路透社向编制指数的摩根斯坦利资本国际提供即时报价,以使得新加坡的香港指数期货交易受阻的措施。当然,盲目抑制来自国际市场的竞争不是治本之策,但树立指数信息主权意识,应对离岸股指期货的竞争,仍是我们的一项长期任务。

近年来,随着我国汇率制度、国有银行和证券市场改革的不断深入,金融创新的步伐明显加快,2006年更被称为“金融创新之年”。股指期货也已经从理论探讨进入了实际筹备阶段。韩国推出股指期货精心筹划,稳妥缜密,循序渐进,同时又把握时机,锐意进取,先发制人的制度变迁过程给予我们启示的同时,也将激励我们面对国际竞争,加快推出股指期货,开创金融市场的新局面。

参考文献:

- [1]姚兴涛:中国股指期货市场概论[M].北京:北京大学出版社2001,6
- [2]曹凤岐 姜华东:中国发展股指期货研究[J].北京大学学报(哲学社会科学版),2003.11
- [3]陈 晗 张晓刚 鲍建平:股票指数期货——理论、经验与市场运作构想[M].上海远东出版社,2001
- [4]汪 炜 于 洁:QFII的实施与股指期货的推出[J].中国证券期货,2005.7
- [5]张学东 赵锡军:借券卖空机制对中国推出股指期货交易的影响分析[J].期货与金融衍生品,2005,12
- [6]王春玲:我国开展股指期货对股票市场的影响分析及其对策研究[J].中国证券,2006.1
- [7]田晓军:海外股指期货市场的发展及其影响[J].证券市场导刊,2005.6