

文章编号: 1001 - 148X (2005) 15 - 0174 - 03

关于我国股指期货合约设计的探讨

崔百胜, 白淑云

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

摘要: 股指期货具有价格发现和套期保值两大功能。选择合适的标的指数是股指期货合约成功与否的关键。合约价值、合约单位、合约报价限制、合约最小报价单位以及保证金水平, 均需根据我国证券市场发展的现状, 从市场流动性和交易成本两个方面来衡量和确定。

关键词: 股指期货; 合约; 指数; 设计

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

A Study of Indenture of Chinese Stock Index

CUI Bai-sheng, BAI Shu-yun

(Department of Finance, Xiamen University, Xiamen, Fujian 361005, China)

Abstract: Stock index futures have two functions, including hedging and discovering price. Selecting correct stock index is key to successful stock index futures. At the same time, indenture value, unit, quoting limitation, minimum quoting unit and the level of bail are also the components of stock index futures. Determining these items, we should consider the cost of exchange, liquidation, and the situation developing Chinese security markets.

Key words: stock index futures; indenture; index; design

股指期货合约是以股票市场的股票价格指数为买卖对象, 是买卖双方根据事先约定的价格同意在未来某一特定时间进行股票指数交易的一种协定。股指期货是现代金融市场发展的产物, 它对促进金融产品的创新、套期保值、优化金融资源配置等作用显著。我国于 2004 年 2 月 4 日发布《关于推动资本市场改革开放与稳定发展若干意见》的公告, 要求稳步发展期货市场, 在严格控制风险的前提下, 逐步推出为广大商品生产者提供价格发现和套期保值功能的期货品种。可见, 在上述背景下, 开展对我国股指期货合约交易的研究已日显必要。

开展股指期货交易的关键在于合约的设计。作为期货交易, 股指期货具有期货的一般属性; 而作为金融期货, 它又具备一些商品期货所不具备的特性。股指期货交易的特点之一, 它是一种买空卖空的保证金买卖, 本质是一种“以小博大”的交易; 之二它是元现金的形式进行交易和结算, 没有实物交割。因此, 股指期货合约的规格既应有期货合约的特点, 同时, 又应在交易单位、最小变动价位、每日价格波动限制以及现金结算方式等方面又应有自己独特的形式。

一、股指期货标的指数选择

(一) 股指期货标的指数的选择原则

股票指数选择的根本目的在于使股指期货交易量的最大化, 并且能够吸引投资者将股指期货作为分散风险的重要工具。标的物指数应当具备以下特征:

1. 指数能够方便地实现现货市场和期货市场之间的套利, 以便股指期货价格可以正确地反映基础资产的真实变动。
2. 指数应当以算术平均和即时报价计算, 而不是几何平均和交易价格计算。
3. 指数应当包括交易活跃的样本股, 以在识别出错误的定价时可以方便地实现套利。
4. 指数应当包含具有大部分市值的合理多数的样本股, 以防止价格操纵。
5. 指数应当快捷地计算出来。
6. 指数的选择应当能够使得组合达到较好的保值效果, 即保值率较高。

(二) 我国股指期货标的指数的选择思路

在一些发达国家, 由于股票市场比较成熟, 指数标的都是从现有的被大家广泛接受的指数中选择的。如 S&P500 股指期货、HKFE 恒生指数、日经 225 指数

收稿日期: 2004 - 03 - 25

作者简介: 崔百胜 (1975 -), 男, 安徽宿州人, 厦门大学金融系金融学博士研究生。研究方向: 金融经济学。

等。国外股指期货合约标的指数主要有三类，即成分指数，综合指数和风险指数，而以成分指数的使用最为普遍。

我国股指期货标的指数的选择目前有两种思路：一是重新编制指数，二是利用现有的指数。持第一种观点的学者认为我国现有的指标体系存在不可克服的缺陷。他们认为综合指数（以上证综合指数为例），其计算是按总股加权平均计算的指数，未考虑我国上市公司股权结构的制度性缺陷。同时，综合指数是一个包含了所有上市公司的开放系统，随着上市公司的增加，其样本也在增加，由于综合平均的作用，样本的增加与市场敏感性成反方向变化，即样本越多，其反映价格变化的敏感性越差。他们认为成分指数的市场份额太小，没有代表性，不能准确地反映整个市场的变化。

笔者持后一种观点，即采用现有的上证 180 指数作为我国股指期货标的指数。上证 180 指数是结合中国证券市场的发展现状，借鉴国际经验，在原上证 30 指数编制方案的基础上进一步完善后形成的。通过科学客观的方法，挑选出最具有代表性的样本股票，是一个反映上海证券发展的概貌和运行状况，能够作为投资评价尺度及衍生品定价基础的基本指数。从市值流通、总市值和成交金额来看，在 1999 年 1 月 4 日—2002 年 8 月 30 日期间，上证 180 指数以不

足沪市 A 股市场 1/3 的股票数，占据了的日平均流通市值、沪市 A 股市场流通市值的 51%、总市值的 48%、成交额的 46%。因此，上证 180 指数的市场代表性是比较好的。

从指数的行业代表性来看，根据 2002 年 1 月 1 日所发布的样本股名单，从流通市值、总市值和股票数量的角度，对上证 180 指数的样本股在各行业的分布进行统计，统计结果表明，上证 180 指数的行业分布与上海证券市场的偏离度非常小，其中流通市值行业偏离度为 0.01%，总市值偏离度为 0.015%，股票只数的行业偏离度为 0.023%。因此可以说，上证 180 指数样本股的流通市值在各行业的分布比较合理，对沪市 A 股市场具有较强的代表性。

为了考察上证 180 指数作为股指期货标的指数的可行性，笔者根据 2001 年 9 月 6 日 - 2002 年 8 月 30 日的基金周净值数据，随机抽取 10 只基金，对上证 180 指数和上证 A 股指数分别进行套期保值效果分析，从表 1 数据中可以看出，上证 180 指数的套期保值效果和上证 A 股指数的套期保值效果非常接近，从套期保值效果的综合考察指标——单位成本的套保效果来看，上证 180 指数表现也是较好的，在 10 只基金中，除基金通宝的该指标值略低外，其他基金的该指标值均比较高。上述事实表明以上证 180 指数作为投资标的来设计指数产品，效果是比较好的。

表 1 上证 180 指数和上证 A 股指数的套期保值效果 (2001/9/6—2002/8/30)

	卖空上证 A 指数			卖空上证 180 指数			
	多头	套保系数 (%)	套保成本 (%)	单位成本的套保效果	套保系数 (%)	套保成本 (%)	单位成本的套保效果
基金金泰		45.03	49.24	0.91	46.34	50.21	0.92
基金金元		49.52	66.27	0.75	49.98	66.92	0.75
基金开元		48.71	53.45	0.91	47.74	53.18	0.90
基金科翔		48.09	59.83	0.80	47.45	59.73	0.79
基金隆元		51.62	64.74	0.80	50.74	64.50	0.79
基金泰和		51.07	60.46	0.84	50.85	60.63	0.84
基金天华		36.15	48.98	0.74	36.38	49.39	0.74
基金通宝		32.15	64.81	0.50	32.22	65.21	0.49
基金兴安		50.26	62.78	0.80	49.75	62.78	0.79
基金盛阳		49.92	55.05	0.91	49.52	55.11	0.90
平均		46.25	58.56	0.80	46.10	58.77	0.79

二、股指期货合约价值与合约单位的确定

在股指期货合约中，合约价值是用一定的合约单位与标的指数的乘积来表示，而合约单位是固定值。在确定合约价值与合约单位时，主要考虑合约的流动性、交易成本以及面临的消费群体等因素。证券期货市场比较成熟的国家（如美国、英国），由于机构投资者以及拥有较多资金的专业投资者是股指期货市场的主流，为了满足机构投资者套期保值的需求，这些国家各交易所确定的股指期货合约价值和合约单位都

相对较高。如 S&P500 指数期货的合约单位是 500 美元/点，英国《金融时报》指数期货的合约单位是 200 英镑/点。

在确定我国股指期货合约价值与合约单位时，首先应考虑流动性和交易成本等因素，其次，还要结合我国资本市场的实际情况。根据我国目前投资者的分布，拥有 5 - 20 万元资金的投资者占有最大比重，他们必将成为股指期货交易的主体。如果合约价值过高，就会把这些中小投资者排除在股指期货市场之

外,进而影响股指期货的流动性。另外,我国这几年机构投资者快速发展,投资基金,保险基金以及“三类企业”将成为股票市场的主要战略投资者和股指期货套期保值的重要力量。由于他们的资金规模巨大,从保值成本的角度考虑,合约价值又不易过低。综合流动性和交易成本两方面因素,笔者认为股指合约价值在10万元左右比较合适,合约单位为50元/点。

三、合约报价限制及合约最小单位的确定

(一) 股指期货合约报价限制

股指期货合约报价限制是指每日价格波动的最大范围的限制,类似于股票交易中的涨跌停制度。自1987年10月股灾以后,绝大多数交易所均对其上市的股票指数期货合约规定了每日价格波动限制,但各交易所的规定不同。这种不同既在限制的幅度上,也表现在限制的方式上。同时,各交易所还经常根据具体情况对每日价格波动进行限制。如S&P500指数期货的报价限制是+5点/日、恒生指数期货是+100点/日、伦敦《金融时报》指数期货+5点/日,主要市场指数期货是(-50,+80)点/日,澳大利亚股指期货期货是+5点/日。

如何确定报价限制幅度是一个十分重要的问题,其大小直接影响到股指期货交易风险和避险功能发挥的程度。限价幅度太大,一方面使得股指期货暴露的风险太大,既影响投资者的积极性,又会造成股指期货市场的过度投机泛滥,不利于市场发展;另一方面,也会使限价的作用得不到充分发挥。限价幅度过小,会加大投资者的操作难度和交易成本,也会造成市场交易的经常中止,影响市场交易的连贯性。同时,过低的限价幅度,也会打击投机者的投机热情。而一个缺乏投资的股指期货市场必然是流动性差,交易不活跃,最终影响到股指期货市场的正常运行。因此,股指期货合约报价限制既不易太大,也不易太小。

参照国外成熟股指期货报价限制的成功经验,根据我国新兴资本市场价格波动大的实际情况,我国股指期货的报价限制应在标的指数波动的-2%—2%的范围,以近期上海股市的股价为例,近一年上海股价在1200-1800点范围波动,取其算术平均1500点。 $1500 \times 4\% = 60$ 点。每日的涨跌幅度为3000元,相当于1500股,股价为20元股票的每日涨跌幅度。

(二) 股指期货合约最小报价单位

所谓最小报价单位,是指股指期货的买入价与卖出价的最小差额。最小报价单位关系到场内交易商与场外投资者之间的博弈问题。场内交易商利用低买高卖赚取的利润来平衡市场的交易指令,当然希望差额越大越好。场外投资者则希望买卖差额越低越好。因此,合适的最小报价单位要处理好市场的活跃程度与投资成本的关系。S&P500指数期货最小报价单位是0.05点,主要市场指数期货是0.05点,恒生指数期货是1点,伦敦《金融时报》指数期货是0.05点,澳大利亚股指期货期货是1点。从外国股指期货合约的

报价限制和最小单位中,可以看出,报价限制和最小交易单位的比,在除去最高和最低的比例之外,其余都是100:1。按照同样的思路,可以确定我国股指期货交易的最小交易单位是0.6点。

四、股指期货合约保证金水平的确定

股指期货合约中的保证金一般可分为初始保证金和维持保证金,是确保股指期货交易双方履约的一种财务担保。因为期货交易实行每日结算制,因此保证金数量经常随盈亏浮动而增减,当保证金水平低于维持保证金时,客户就需要及时把保证金补足到初始保证金水平。因此,初始保证金的确立尤为重要,其水平的确定既要考虑充分发挥期货交易的杠杆效应,又要充分考虑到交易标的物价格波动幅度以保证期货交易的安全性。

国外早期股指期货的保证金水平一般按合约价值的某一固定比例确定,而现在国外一些成功的股指期货品种,包括S&P500指数和伦敦《金融时报》指数期货在内的很多股指期货都采用将初始保证金设定为常数值的做法,再根据价格波动幅度作不定期的调整。如S&P500种股票指数保证金是5000美元,主要市场指数是2500美元,香港恒生指数是15000港元,英国《金融时报》指数则是2500英镑,澳大利亚普通股指数是1000澳元。

从比较中可以看出,绝大多数外国股指期货的保证金水平与每日价格波动幅度限制比例在2:1到3:1之间。在这一点上国外和中国香港地区的经验是值得借鉴的,我国可以按照这一模式将我国股指期货的保证金设定为10000元。但这并不是完全摒弃以占合约价值的某一固定比率来确定保证金水平的做法,我国可以先以一个固定常数值来确定保证金水平,再将保证金水平占合约价值的10%(比如说)这一固定比值作为监管机构的参照值,根据市场形势的变化做出相应的调整。维持保证金水平可设定为初始保证金的40%,如果保证金低于该水平,经纪人就会发出通知,要求投资者为账户补充现金。如果投资者不采取行动,经纪人有权从客户的账户中卖出期货来补充资金,直到保证金恢复到维持保证金水平之上。

五、股指期货合约交易期限与最后交割日的确定

股指期货合约交易期限与最后交割日的确定,一般来说比较简单。国际通行做法是按季交投,即以3、6、9、12个月为期限。我国商品期货合约的期限也是采用按季交投的做法。我国股指期货合约期限不妨采用国家惯例,也以3、6、9、12个月为限。同时,为了增强我国股指期货市场的流动性,可以开发一个月短期股指期货。

股指期货合约最后交割日的确定,国际上有两种做法:一是定在交割月份的最后一个交易日(或前一个交易日),如S&P500指数期货、香港恒生指数期货、纽约证券交易所股指期货等。二是定在交割月份的第三周的某个交易日,如日经225股指期货的最后交割日就定在合约月份的第三个星期三。当然,最后交割日的确定也

文章编号: 1001 - 148X (2005) 15 - 0177 - 03

从金融工程的视角看我国的金融深化

刘 丽

(武汉理工大学 经济学院, 湖北 武汉 430070)

摘要: 金融工程已被广泛的应用于银行业务、企业管理、风险管理等微观领域。其影响也由微观领域辐射到宏观领域。我国应充分发挥金融工程的作用, 提高整个社会经济的资源配置率, 带动金融业的整体飞跃, 促使经济的协调快速发展。

关键词: 金融工程; 金融抑制; 金融深化; 金融发展

中图分类号: F810

文献标识码: A

An Analysis of China's Financial Innovation from the Perspective Financial Engineering

LIU Li

(School of Economics, Wuhan University of Technology, Wuhan, Hubei 430070, China)

Abstract: Financial engineering has been broadly used in the domains of microeconomic such as banking, corporation management, and risk management. In fact, the influence of financial engineering can reach the domain of microeconomy through its effect on microeconomy. In this case China should bring it into full play to build up the resource allocation of the whole social economy and pull up the further development of financial industry so as to achieve the fast coordinative economic development.

Key words: financial engineering; financial repression; financial deepening; financial development

一、金融深化的概念及衡量尺度

20 世纪 70 年代初, 以爱德华·肖 (E. S. Shaw) 和罗纳德·麦金农 (R. I. McKinnon) 为代表的经济学家提出了一个影响发展中国家经济发展的重要因素——“金融抑制”。所谓金融抑制是指一国的金融体系不健全, 金融市场机制未充分发挥作用, 经济生活中存在过多的金融管制措施, 而受到抑制的金融反过来又阻

滞着经济的成长和发展。爱德华·肖和罗纳德·麦金农等经济学家一致认为, 金融抑制是欠发达国家经济发展的一大障碍, 要想实现经济迅速增长, 就必须实现一系列的金融自由化政策即所谓的“金融深化”。

金融深化理论的核心观点是一个国家的金融体制与该国的经济发展之间存在一种相互刺激和相互制约的关系。据金融深化理论, 一国金融业是处于金融深化还是处于金融抑制状态, 可以通过金融资产的存量、流量, 金融体系的规模、结构、金融资产的价格等衡量。大体上可以将金融深化的衡量尺度分为四个方面: (1) 金融资产和金融工具, 包括金融资产的存量、流量和结构, 金融工具的种类和数量及其在不同金融市场上的分布和构成; (2) 金融体系, 包括有组

收稿日期: 2004 - 03 - 31

作者简介: 刘丽 (1978 -), 女, 贵州贵阳人, 武汉理工大学经济学院国际贸易系硕士研究生。研究方向: 国际资本流动与金融创新。

是根据各国的具体情况和习惯而定。但最后交割日一般都是定在交割月份的下旬。因此, 我国股指期货合约最后交割日可定在交割月份的最后一个星期五。

六、股指期货合约的结算方式确定

以现金结算是股票指数期货交易不同于其他期货交易的一个重大特色。因此, 我国股指期货也采用现金方式结算。在现金结算方式下, 每一个未了结算合约将于到期日得到自动的冲销, 也就是说, 交易者用比较成交及结算时合约价值的大小, 来计算盈亏, 进行现金交收。

参考文献:

- [1] 刘忠. 上证 180 指数具有良好可投资性[J]. 证券与投资, 2002, (3).
- [2] 欧阳琛. 韩国股指期货、期权市场发展的启示[J]. 资本市场, 2003, (8).
- [3] 陈晓虹. 国外股指期货的发展及对我国的启示[J]. 资本市场, 2003, (12).
- [4] 桂全宏, 詹原瑞. 股指期货亟待推出[J]. 中国证券期货, 2004, (2).

(责任编辑: 古 岩)