

我国金融期货 发展状况与政策分析

金融期货上市不过短短 40 年时间 ,但已经在全球金融市场中扮演着越来越重要的角色 ,据统计 , 2010 年全球金融期货合约交易量占期货合约总交易量的 89% 以上。

历史经验

金融期货 ,是指交易双方在金融市场上 ,在约定的时间和价格 ,买卖标的物为金融工具的具有约束力的标准化合约。金融期货一般分为三类——外汇期货、利率期货和股票指数期货。

我国曾于上世纪 90 年代试水金融期货交易 ,上证所在 1993 年 10 月 25 日推出了国债期货。当时 ,监管层为了尽快地活跃市场 ,促进国债的发行和交易 ,所设定的国债期货入市门槛非常低 ,投资者交易 1 手 2 万元的国债期货合约 ,仅需 500 元保证金即可 ,杠杆率最高可达 70 倍。由此导致国债期货炒风日盛 ,在交易高峰阶段 ,各类国债期货交易保证金一度超过了 100 亿元人民币。由于缺乏有效监管 ,国债期货交易中乱象横生 ,其中最著名的风险事件是 “ 327 国债期货违约事件 ”。

在经历了诸多风波之后 ,鉴于中国当时不具备开展国债期货交易的基本条件 , 1995 年 5 月 17 日 ,中国证监会发出了《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》 ,上市仅两年半的国债期货被迫退出市场。

“ 327 国债期货违约事件 ” 暴露出当时我国期货市场存在很多问题 :其一 ,法律法规不健全 ,期货交易缺乏相应的条文约束 ;其二 ,保证金规定不合理 ,致使炒作成本过低 ,投资者风险过大 ;其三 ,监管职责不明晰 ,出现多头监管的局面 ,导致监管效率低下 ,甚至会出现监管真空的情况 ;其四 ,管理上存在一定漏洞 ,结算制度不尽合理 ,致使市场出现透支交易 ;其五 ,市场信息不透明 ,行政干预屡有发生。

国债期货虽已退市 ,但其仍不失为我国金融市场发展中的一次有益尝试 ,为今后的期货市场发展提供了宝贵经验 ,也为期货市场更快更好地发展奠定了良好基础。在国债期货退市后 ,各类期货市场监管法律法规相继出台 ,期货市场朝着更加健康、规范的方向发展。

市场现状

2010 年 4 月 16 日 ,首批 4 个沪深 300 股指期货合约挂牌交易 ,这意味着我国金融期货在沉寂了近 15 年后再次登上资本市场舞台。

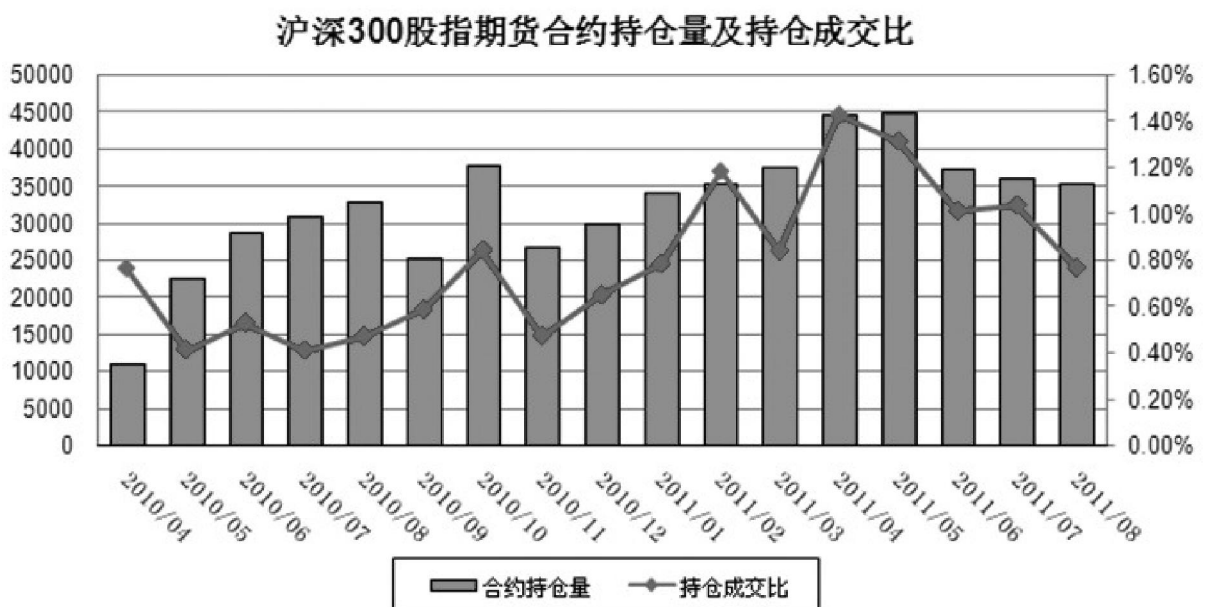
长期以来 ,我国股票市场盈利模式单一 ,投资者买入股票 ,只有股票价格上涨 ,投资者才能赚钱。缺乏做空机制也使得国内股票市场操纵之风盛行 ,庄家和一些大的机构利用自己的资金和信息优势 ,拉抬股价使股票价格长期偏离其正常的价值范围 ,这会导致股市系统性风险积聚 ,加大股票投资者风险。股指期货在丰富投资者资产组合的同时 ,也防止了系统性风险的积聚 ,股指期货提供了一个内在的平衡机制 ,促使股票指数在更合理的范围内波动。

沪深 300 股指周线运行情况



股指期货的上市对沪深 300指数的运行是否有影响呢？我们以 2010年 4月 16日为时间窗口，分别截取前后各 347个数据，时间窗口前估算出沪深 300指数的历史波动率为 32.0%，而时间窗口后估算出的历史波动率则为 23.3%，因此我们认为，沪深 300股指期货的推出在一定程度上降低了指数的波动率，降低了市场的整体波动性。沪深 300股指期货上市以来，投资者参与热情较高，持仓保持稳定增长，目前持仓量维持在 4万手左右，持仓交易比维持在 1%左右。

沪深 300股指期货持仓及持仓成交比



下图显示的是股指期货各合约的成交量与沪深 300指数成分股的成交量比较情况，从图

中可以发现,当前的股指期货成交量与沪深 300指数成分股的成交量比值维持在 2以上,实现基本匹配。

股指期货及沪深 300指数成交比值



与欧美发达国家相比,我国金融期货的发展还处在起步阶段,主要体现在:国内金融期货品种少,而国外的金融期货品种则较为齐全,包括利率期货、外汇期货、各类股指期货、国债期货等,投资者选择面更广一些;由于国内政策尚未完全放开,机构投资者对股指期货的参与程度还不够高,而在国外成熟市场,股指期货的参与主体一般为机构投资者;由于国外金融市场有丰富的期权产品系列以及发达的场外交易体系,使得国外投资者能采用的金融投资策略更为丰富多样,而目前国内投资者所能采用的投资策略还较为单一。

发展前景

股指期货上市以来,期现指数波动的一致性以及成熟的成交持仓比充分反映了成熟市场的特性。投资者开户参与率自初期的 50%上升至当前的 89%,标的指数波动率的环比降幅创历史新高,期间各合约运行平稳,到期交割日效应从未发生,种种现象表明国内金融期货市场正在稳步向前发展。

股指期货市场规模有望扩大

随着股指期货市场交易规则、信息技术系统、从业人员培训等更多细节的逐步成熟与完善,监管部门对于参与股指期货的约束将来有望放宽,类似公募基金、信托理财产品、阳光私募等机构投资者未来都会加入到股指期货的套期保值与套利交易中。与国际成熟市场相比,国内股指期货的机构投资者参与比例仍很低。根据中金所的数据,目前机构投资者在股指期货的投资者结构中只占 3% 而美国 CME机构法人的避险交易占整个股指期货交易量的

61.3%，非避险大额交易占比为 7.5%，小额交易者占比为 20.6%，价差交易占比为 8.8%。随着投资者对股指期货认识的深入，期指持仓与成交规模将在目前稳定的基础上继续扩大，股指期货对冲风险、稳定市场、促进价格发现等功能也将得以更好体现。

中小指数合约箭在弦上

由于沪深 300 指数成分股中金融地产等超大市值股票占据半壁江山，因此，股指期货上市以来对于整体指数起到了有效的稳定作用，大盘指数的年化波动率大幅降低。但是，中小盘股与创业板的波动率仍很激烈，泡沫快速滋生，未来泡沫破灭必然会引起市场大起大落，对于经济的稳定发展有着不可忽视的负面效应。与此同时，创业板和中小板的发行规模与速度不断壮大与加快，相信在中国经济转型的机遇下，传统行业与上市公司表现会趋于稳定，而以中小板与创业板为代表的新生力量对于中国未来金融市场的影响力不容小视。根据国际市场经验，一般在推出大盘股标的指数期货合约后推出中小盘标的以及行业指数期货合约，能够达到很好的互补效应，可以提高各股指期货合约的活跃度。当然，当前中小板和创业板市场容量还不大，现货市场容易被操纵，如果单就中小板指数或创业板指数推出股指期货，容易引发操纵风险。因此，在标的物、合约规模、交易规则灵活性等合约设计相关问题上需要进一步完善和改进。

利率期货蓄势待发

我们从“十二五”规划中可以看出政府正加大对债券市场发展的重视，努力建设一个产品序列齐全、功能完备、具有相当规模的债券市场体系。为了达成这一目标，政府部门将积极配合减少行政管制、鼓励金融制度与工具的创新，并且会在信息披露、信用评级、会计、税收等方面进行制度和体制改革。当前中国期货与债券市场正处于从量的扩张向质的提升转变的关键时期，在良好的政策环境下，开展利率期货交易的条件正在逐步形成。

首先，利率期货可以对冲系统性风险，维护社会经济稳定。前期因欧美国家流动性泛滥引发全球通胀水平迅速上升，对新兴经济体造成较大伤害，各国政府多次通过调高基准利率等货币手段应对通胀，全球整体利率波动明显加大，造成借贷双方都面临很大的利率风险，对企业的资金链形成很大压力。在国内市场，利率期货的适时推出可以为广大机构和社会公众提供一个规避利率风险的工具，对于企业稳定经营、提高抗风险能力有着巨大的推动作用。

其次，利率期货的套保功能可以提高债券市场的活跃度。目前国内债券市场投资者结构不够合理，国有商业银行和保险公司持有大部分国债与银行间债券，这就形成了一定的行业垄断。在缺乏有效避险工具的情况下，这些机构投资者宁愿采取长线持有的策略，因此难以在市场变动时产生分歧而达成交易，导致整个债券市场流动性较差。推出利率期货可以在很大程度上改善这种局面，由于期货市场采用保证金交易并引进做空机制，一方面使得现有投资者在利率变动时可以主动规避风险，而不是采取被动持有的策略；另一方面还可以吸引更多的投资者和投机者进入债券市场，改变债券现货市场投资者分布不均的局面，扩大债券需求，改善债券流动性，促进利率期限结构趋向合理，进而推动债券市场不断发展成熟。

再次，利率期货将推动利率市场化目标尽快达成。现货交易方式决定了我国的国债交易具有以下局限性：一是交易成本相对于期货过高，市场对利率的反应不如期货灵敏；二是由于现货市场分割，形成的国债收益缺乏权威性和指导性；三是现货交易形成的收益率只能反映现在时点上不同期限的利率，无法对未来时点的利率水平进行合理预测，难以形成一个完

整的市场利率体系。如果有了一个集中交易的国债期货市场,其在交易过程中形成的收益率就是市场利率,并通过期货和现货之间的套利活动,促进现货市场形成一个统一的基准市场利率,逐步形成一个从短期到长期的完整的国债收益率体系,为金融市场提供重要的收益率曲线信号,在利率市场化过程中发挥相应的作用,同时给国家判断金融形势和进行金融宏观调控提供依据。

最后,利率期货还可以有效降低政府宏观调控的成本。利率期货价格走势的前瞻性能为央行货币政策操作和决策提供依据和参考,而且利率期货的敏感性与延伸性能缩短中央银行通过金融市场影响宏观经济运行的距离,有助于提高公开市场的操作效果。

外汇期货前程似锦

随着中国经济的不断发展与人民币国际化进程的加快,一方面外汇储备不断增加,另一方面汇率改革后的人民币汇率波动加大,我国迫切需要有效管理汇率风险的金融衍生品工具。目前国际上流行的汇率对冲工具有外汇远期合同、掉期和外汇期货,而我国的人民币汇率衍生品目前只有远期和掉期,将来外汇期货的上市只是时间问题。根据央行货币政策委员会委员李稻葵在近期举行的夏季达沃斯论坛上的讲话,人民币自由兑换不再是一个空想,如果没有大的不确定性发生,未来 5 年人民币将基本成为可兑换货币。人民币可自由兑换后,汇率将更加稳定,中国资产也成为更重要的金融工具,届时对外汇期货的需求将呈爆发式增长。

一场深刻的金融变革正在拉开帷幕,未来中国金融期货市场将在产品多元性与延伸性上进一步拓展,中小指数期货合约、利率与外汇期货等有望在将来适时推出,为中国经济体制改革与发展保驾护航。