

回眸股指期货三十年：从金融创新到市场基石

□中国金融期货交易所副总经理 陈略

1982年,第一张股指期货合约在美国堪萨斯城诞生,标志着涵盖货币、利率及股票衍生品的场内金融衍生品体系在美国得以完整建立,期货市场最终实现了从商品期货到金融期货的革命性转变,金融期货的诞生成为现代金融的一个标志性事件。作为金融期货的重要分支,股指期货在随后的三十年中逐渐风靡全球,发展浪潮遍及主要发达及新兴经济体,成为资本市场最重要的风险管理工具和金融市场基础设施当中不可或缺的重要组成部分。

一、股指期货因风险加剧而艰难破茧而出

上世纪七十年代初期,伴随着布雷顿森林体系解体,美元汇率开始自由浮动,通胀水平急剧提高,利率市场化渐进式推进,债券价格和利率波动加剧,股票市场遭遇了自1929-1933年大危机以来最为严重的冲击。投资者在遭遇市场动荡时缺少避险工具,除抛售外汇、债券和股票之外,别无恰当的金融工具可以利用。而当时的芝加哥作为世界上最大的期货市场,其谷物期货为全球市场定价。但是,农产品并非主流金融的组成部分,纽约华尔街对期货交易一直漠不关心,在他们看来,期货交易不过是农场主和食品商的小圈子和专属领域。但勇于梦想、敢于创新的芝加哥人提出了疑问:既然农产品期货可以为农产品价格波动提供风险管理和对冲工具,为什么不能发明基于外汇、债券和股票的金融期货,用来管理金融资产价格波动的风险?这一朴素的思想闪耀着人类智慧的光芒,却遭到了华尔街的无情耻笑。

芝加哥勇敢地迈步向前,随后辉煌的创新十年是在美国经济的动荡与冲击之下,人们为了规避金融风险而进行的积极探索。1972年芝加哥商业交易所创建国际货币市场并推出外汇期货,1976年芝加哥期货交易所推出国债期货,为外汇和债券持有者提供了风险管理工具和对冲手段,但如何为股票组合持有者提供应对股价波动的风险管理工具?

实际上,早在20世纪60年代,就有人提出过股指期货这一概念。埃尔克·福克(Elmer Falck),喜欢脚穿绑腿鞋、口叼雪茄烟、身材矮小的芝加哥商业交易所CME的场内交易员,就曾指出股指期货将是“终极”期货合约,并与时任CME主席的利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)讨论过道琼斯工业平均指数期货的想法,并叹息说“它将永远无法实现,因为你无法交割”。1968年,曾经当过卡车司机的纽约产品交易所(NYPE)会员默里·博罗维茨(Murray Borowitz),也曾建议推出道琼斯工业平均指数期货,但被美国证券交易委员会否决。尽管思想先驱者们关于股指期货的想法没有立即变成现实,但是股指期货这一极富魅力的新产品仍然吸引了许多交易所为之努力。从产生这一设想到1982年真正推出股指期货,经过了十多年时间的孕育,克服了观念、法规、监管等方面的障碍。星星之火,可以燎原。在其后的三十年间,股指期货作为一项伟大的金融创新和股票市场基础设施建设,在全球发达国家和新兴市场均取得了巨大成功。

1977年初,堪萨斯期货交易所(KCBT)聘请斯坦福大学罗杰·格雷博士(Roger Gray)专门从事新产品开发工作。经过认真分析,决定开发股指期货,因为规模庞大的股票市场亟需有效的风险对冲和保值手段。1977年10月,KCBT向美国商品期货交易委员会(CFTC)正式提交了报告,提出开发以股票价格为标的的期货产品,来规避股票投资中的系统风险。几乎是同时,CBOT与CME也将目光投向股指期货。而历史最悠久、在当时的市场中认可度最高的道琼斯工业平均指数,毫无疑问地成为了标的指数的首选。

由于股指期货没有任何先例,这一设想遭到了普遍质疑,被许多人看作是“以股票指数进行赌博”的行为。在使用道琼斯指数问题上,三家期货交易所都未能与道琼斯公司达成协议。“群”期货商竟然想以我们的指数来赌博”,道琼斯公司的管理层完全无法接受这种“荒唐”的想法,断然拒绝了KCBT上市道琼斯指数期货的要求,并表示在必要时将以妨碍名誉罪提出诉讼。几年之后,CME也希望能与道琼斯指数公司合作,同样没有成功。而CBOT则认为,道指作为一个具有如此高的市场影响力和关注度的股票指数,理应被看作是市场的公共资源,推出以道指为标的的期货合约不需要道琼斯公司的授权。CBOT认为道指就像是阿司匹林,已经成为没有商标的通用产品,因而在没有征询道琼斯公司同意的情况下上市了道琼斯指数期货。道琼斯公司

将CBOT告上了法庭,并且在伊利诺伊州高等法院胜诉,道指被判决为道琼斯公司的私人财产,CBOT被迫撤销已经上市的道琼斯指数期货合约。这场官司直接导致了CBOT股指期货梦想的破灭,直到1997年,CBOT的道琼斯指数期货才再次上市,比第一张股指期货合约出现的时间晚了整整15年。

股指期货产生的另一个障碍在于无法解决期货合约到期交割的问题。股票指数同其他实物商品或金融工具不同,它由一篮子股票组成,商品期货和其他金融期货可在合约到期时交割实物,而股指期货则存在困难。因为这意味着交割若干类型且权重不同的股票组合,这对于交易双方来说都是不现实的。1981年,CME推出了欧洲美元期货,合约到期时采用现金结算的办法,即交易双方之间建立起一种清算信用,到期时,盈利一方从亏损一方获取收益完成一笔交易的清算。这次革新使股票指数期货的交割难题从操作层面得以解决。

在股指期货诞生前,美国的股票市场与期货市场分别由证券交易委员会(SEC)和CFTC分别进行监管。由于股指期货横跨了股票市场与期货市场,一时难以明确监管主体。1981年,CFTC与SEC就股票指数及股票衍生产品的管辖权达成协议并签署了《Shad-Johnson协定》,确定美国股指期货及股指期货期货的监管权归CFTC,而SEC则对股票期权、股票指数期权享有监管权。同时还规定股指期货合约的设计必须满足现金交割等一系列限制条件。这一协定的签署标志着对股指期货市场发展监管僵局的消除,同时将股指期货的现金交割“合法化”,从制度层面为股指期货的推出铺平了道路。

KCBT最终而与Arnold Bernhard & Company联手,以它的价值线综合指数(Value Line Composite Index, VLCI)作为期货合约的标的。而CME则将目标确定在标普500指数上,于1980年2月与标准普尔公司达成协议。这两个股指期货合约最终分别于1982年2月24日和1984年4月21日开始正式交易。

标普500指数期货在上市后取得了巨大的成功,仅仅5个月,交易量便超过了当时其他股指期货的总和。实际上,标普500指数期货的优势不仅在于推出时机,也在于其标的指数的选择上。道琼斯指数的计算方法是将成分股的价格进行简单的算术平均,作为一般指标指数,难以真实反映投资组合投资的走势;而标普500指数则以股票市值为权重采用加权平均法进行计算,能更好反映投资者投资组合的表现。虽然这只年轻的股票指数在当时的市场认知度并不高,但颇受机构投资者青睐,而且期货交易有力地推广了标普500指数的知名度。道琼斯公司对期货的偏见,使道指错过了成为第一只股指期货标的的机会,却使市场开始逐步认识和了解标普500指数作为投资和交易指数所具备的独特优势。实际上,以套期保值的对冲效果而言,标普500指数期货要比道指期货好得多,这也是标普500指数期货的影响力远胜于道指期货的原因所在。

很快,股指期货便风靡美国,各大交易所均纷纷推出股指期货。随着美国股票市场的发展,股指期货也在逐渐发生着演变,不断适应新的市场需求。在美国股市90年代大牛市之后,标普指数已上涨了大约5倍,标普500指数期货的面值也相应提升了5倍,交易标普500指数期货的资金成本也大大增加。1997年,CME在原始合约的基础上推出了一个新合约,合约乘数降低至每个指数点50美元,也就是后来的迷你标普500指数期货。从1982年到2012年的数据看,标普500指数期货的存在并未影响标普500指数走势,尤其在上世纪九十年代美国股市大牛市阶段,股指期货成交平稳。但在2000年新经济泡沫破裂之后,股市进入剧烈震荡期,迷你标普500指数期货开始变得广受欢迎,2001年起就在成交量上遥遥领先于原始标普500指数期货合约,目前是全球成交最活跃的股票指数期货。

股指期货诞生之初,市场各方对于其在金融系统中到底起到什么作用褒贬不一。但是随着时间的推移,股指期货对金融场所起到的积极作用已经被越来越多的人所认可。这一演变过程,大致可以分为崭露头角、饱受指责、重新认识与积极发展四个阶段。

(一) 应需而生、崭露头角——股指期货发育的初级阶段(1982-1986年)

股指期货产生初期,受到广大投资者的热烈欢迎,人们在初步感受其规避市场风险能带来的益处时,对更多的金融创新工具充满了期待。但由于股指期货作为新兴事物及其本身所具有的专业性,参与的机构有限,因此股指期货对宏观经济的影响程度也无法体现,除了当作一种风险对冲工具外,人们很难把它与整个金融体系安全联系起来。

(二) 饱受指责与批评——股指期货成为1987年股灾的“替罪羊”(1987-1989年)

1987年10月美国爆发了严重的股灾,随后人们潜意识中对衍生品市场的害怕与不信任占据了主导地位。美国政府成立了以当时的财政部长布雷迪为首的总统工作小组,对这次股灾进行研究及反思,这一小组于1988年发布的《布雷迪报告》提出了对股指期货的质疑。报告认为,1987年的股市崩溃主要是由股指期货和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场相继推动而造成的。

1987至1989年间,美国政府还对期货交易所进行了秘密调查,FBI在CME和CBOT的交易大厅都派出了联邦密探。这些密探记录下交易商们在交易席位上、酒吧、餐馆、健身房甚至在家中的谈话。许多交易商被指控参与了范围甚广的欺诈客户、操纵市场等犯罪行为,但在最终审判结束之后,都被证明是捕风捉影。美国司法部对股指期货交易的调查给期货行业蒙上了一层阴影,也催生了更为严格的交易法规和执行条例,股指期货的发展遭遇了瓶颈期。

经过多年的发展,美国市场上的股指期货品种丰富,已经建立了以标普500为代表的大盘蓝筹指数期货、以标普400为代表的中盘股指期货、以罗素2000为代表的小盘股指期货,以及以纳斯达克100为代表的新兴产业指数期货等完善的股指期货与期权产品体系。以美国为起点,股指期货在全球范围内得到了蓬勃发展,发达地区股指期货交易的迅猛发展,引发了新兴市场的竞相效仿,从而形成了上世纪八、九十年代以来世界性的股指期货交易热潮。截至2012年底,全球范围内在交易所挂牌上市的股指期货合约达到三百余种,总成交量26.72亿张。这一庞大的股票衍生品家族为股票市场提供了多样化的投资标的与避险工具,成为全球金融衍生品市场的重要组成部分。

(一) 发达市场的股指期货

CME的迷你标普500指数期货2012年成交量为4.74亿张合约,排名全球第一。欧洲各主要国家也均有自己的股指期货产品系列,包括英国富时100指数期货、法国CAC40指数期货、德国DAX指数期货、意大利MIB30指数期货等等,但最具代表性、成交最活跃的股指期货是德意志交易所集团子公司欧洲期货交易所(Eurex)的欧元区Stoxx 50 Euro Stoxx 50指数期货。该指数为在欧元区的多国资本市场上市的50只超大型蓝筹股组成的市值加权平均指数。这一指数的推出与发展与欧元区的建立息息相关。

二、社会对股指期货的认识逐步深化

(三) 再认识与新态度——股指期货不是导致金融危机的原因(1990-2000年)

随着时间的推移和研究的深入,大家逐步认识到股指期货和金融危机之间并没有因果关系。金融衍生品本身并没有错,关键是如何进行合理使用和有效监管。多次风险事件的发生使人们感受到了衍生品交易的巨大破坏力,但商业机构本身缺乏有效的内控机制才是使其遭遇灾难的主要原因。

1991年,以诺贝尔经济学奖得主莫顿·米勒(Merton Miller)为首的工作小组经过大量详实的调查,否定了《布雷迪报告》中关于股指期货引致股灾的结论,认为1987年的股灾和1929年的股市“崩盘”并没有本质区别,都是宏观经济问题累积以及股票市场本身问题导致,不是由股指期货市场引起。事实上,全球股市在1987年股灾那天都出现了下跌,而跌幅最大的一些股市恰恰是在那些没有股指期货的国家,如墨西哥。同时学术研究普遍认为没有找到波动性和程序交易之间有什么必然联系,指数套利程序交易无需对混乱的市场情况负责。股指期货是标准化的风险管理工具且由交易所清算所充当所有买方和卖方的中央对手方,透明度高、流动性好、信用风险极低、监管严格,难以成为欺诈的工具,股指期货更不是导致股灾发生的罪魁祸首!

前美联储主席格林斯潘在美国众议院关于1987年股灾的一次演讲中曾发表讲话:“……许多股票衍生产品的批评者所没有认识到的是,衍生品市场发展如此之大,并不是因为其特殊的推销手段,而是因为给衍生产品的使用者提供了经济价值。这些工具使得养老基金和其他机构投资者可以进行套期保值,并迅速低成本地调节头寸,因此在资产组合管理中衍生工具起了重要的作用。”

(四) 肯定认同与积极发展——股指期货是风险管理的有效工具并对稳定金融市场、化解金融危机发挥了积极作用(2001年至今)

三、股指期货在全球生根并蓬勃发展

在欧元区成立前,德国作为欧洲经济大国,德国股票在国际市场中广受欢迎。德国在1988年推出了DAX指数期货,该指数选择德国30只蓝筹股作为成分股,具有很高的市场代表性,DAX指数期货也一直是欧洲最具影响力的股指期货合约之一。然而随着欧元区的建立,在国际市场上,欧元区越来越多地被看作是一个经济共同体,人们的投资偏好也随之发生了转换。Stoxx 50指数期货逐渐取代了DAX指数期货,成为整个欧元区股票市场最重要的股指期货品种。2012年,Stoxx 50指数期货的成交量全球排名第三,达到3.15亿张,而DAX指数期货全球排名第十二位,成交3700万手,仅是Stoxx 50指数期货的约十分之一。

在日本,大阪证券交易所(OSE)1988年上市日经225指数期货,同时东京证券交易所上市TOPIX指数期货。日经225指数和TOPIX指数的重大差别在于,前者是成份股价格算术平均指数,而后者是成份股市值加权平均指数,这导致了以二者为标的的期货交易在参与者结构方面的较大差异。目前,日本最受欢迎的股指期货是小型日经225指数期货,2012年总成交量高达1.3亿张,全球排名第四。

(二) 新兴市场的股指期货

新兴市场在金融期货的发展路径上,体现出与发达国家不同的鲜明特点,优先推出股指期货、重点发展股指期货成为新兴市场的普遍规律。

2001年发生的“9·11”事件极大地促使人们转变了对金融衍生品的认识。面对这样一场突如其来的灾难,全世界都陷入了巨大的恐慌之中,而衍生品的风险管理功能越发显现出重大的现实意义,有效运用衍生品与积极防范风险成为人们的共识。“9·11”事件之后的一个星期,NYSE股票交易停止,CME的标普500指数期货也暂停交易。但在周一恢复开盘之后,股市由于恐慌因素而难以成交,但同时标普500指数期货交易量与持仓量均大幅度增加,说明在极端条件下市场参与者对风险管理工具需求强烈。

同样的情况还发生在2008年的“次贷危机”中。雷曼兄弟申请破产保护的消息传出后的9月15日,芝加哥期货市场迷你标普500指数期货主力合约交易量从前一交易日的256万张激增至399万张,至9月18日达到601万张,相当于承载了大约3,600亿元的抛盘,对于分流股市抛压、缓解美国股市崩盘式下跌作用十分明显,客观上起到了稳定市场的重要作用。同时,该合约持仓量也随之大增,9月12日的持仓量约为109万张,9月15日增至155万张,9月18日则达到了238万张。同样,个股期货和股指期货合约的交易也呈现了交易量和持仓量在短期内急剧增长的现象。2008年金融危机中,全球股指期货市场表现尤为出色,不但自身运行平稳,还保持充沛流动性,充分发挥避险功能,承接大量股市抛压,成为风暴中难得的避风港。事实胜于雄辩,每当市场出现极端系统性风险时,股指期货市场都成为了股票市场的风险泄洪渠和投资者首要的避险逃生通道。2008年金融危机由次级贷款及不受监管的场外衍生品引发,但以股指期货为代表的场内标准化衍生品却充分体现了在风险对冲、稳定市场等方面的积极作用。

股指期货之所以能成为避风港和逃生舱,是因为多数股票市场都上市有多达几千只股票,一旦发生系统性的恐慌,个股极易发生流动性枯竭的现象。而股指期货是以市场指数为标的的标准化合约,既有广泛的市场代表性,又采用保证金制度、具备杠杆属性,这使得参与各方得以用有限的资

金维持一个有高度流动性的市场,在极端行情发生时,为避险对冲提供宝贵的平台。这恰恰就是股指期货的魅力所在。

美国前财长萨默斯在2000年3月17日第25届国际期货业年会的演说中指出:“在美国经济过去十年的成功发展中,期货业发挥了关键的作用……作为广义金融市场的核心,金融衍生品市场在促进价格的有效发现和分散风险方面发挥着关键的作用。金融衍生品市场是改革的一个重要标志,是促进美国金融体系健全的有力工具。”

格林斯潘曾高度评价金融衍生品:“金融衍生品市场的风险对冲功不可没。金融期货具有一种与生俱来的化解各种风险的能力,并将这些风险分配给那些最具有能力且又愿意承担风险的投资者。这种化解和转移风险的过程改善了市场形成各种金融产品价格和资产价格的机制……合理的、非扭曲的金融产品和资产价格信号将有利于促进企业家更合理地分配实物资产资源,从而创造出在消费者看来最有价值的产品和服务。毫无疑问,这一过程提高了生产力,改善了人们的生活水平,金融衍生品市场本身的附加值来自提升财富创造过程的能力。因此,不仅单个金融机构对抗内在风险因素的打击能力加强,而且,风险的承受面也将拓展,既有银行业系统,又有其他种类的中介单位和机构投资者,整个金融系统也变得更加具有弹性。”

20世纪90年代以来,美国为什么能够成功实现经济转型,引领全球经济发展并始终保持创新领域的核心竞争力?关键因素在于金融市场的强大支撑和造血功能。美国已经形成了三大金融中心:纽约是以股票、债券、银行行业为主的传统金融中心;旧金山湾区是孵化科技创新的风险资本中心;而芝加哥凭借世界级的大宗商品和金融期货市场成为美元资产的风险管理中心。这三大中心携手并举,为企业创新提供融资平台和风险管理平台。美国经验充分表明,融资与风险管理并驾齐驱,才能成为金融支持实体经济转型发展的重要制度保障。

上世纪80年代以来,为适应国际金融自由化和资本市场一体化的趋势,增强本地区资本市场对境内外投资者的吸引力,香港、新加坡、巴西、韩国、南非、墨西哥、印度、俄罗斯、土耳其陆续上市了股指期货,逐渐形成各具特色的股票衍生品市场体系,推出了在全球范围内具有影响力的成功产品。

香港期货交易所于1986年5月6日推出了著名的恒生指数期货交易,为了适应不断发展的市场需求,香港交易所后来又推出了恒生100期货、恒生分类指数期货、H股指期货、红筹指数期货、股票期货、股票期权等品种。香港股指期货市场发展较早,经历了1987年股灾、1998年亚洲金融危机和香港金融保卫战及2008年金融危机的洗礼,也经受了多次波折。目前成交最活跃的仍然是恒生指数期货,2012年总成交量2000万张,跻身全球股指期货成交量排名前三十。

韩国的金融衍生品创新起步晚但发展快,韩国交易所(KRX)于1996年推出KOSPI 200股指期货,短短1年后就上市了KOSPI 200的指数期权,均获得了很大的成功。2012年,KOSPI 200指数期权交易量保持了长达十年全球排名第一的金融衍生品地位,成交量为15.75亿张;在全球股指期货成交量排名中,KOSPI 200指数期货位列第八,年成交量达6.2亿张。

股指期货在新加坡的发展历程,鲜明地体现出这一产品独特的“非专属性”。在激烈的市场竞争中,以新加

坡交易所为代表,许多国家和地区的交易所以增大市场份额、提升国际影响力为目的,争相上市周边地区的股指期货合约。新加坡交易所(SGX)将上市以周边市场股票指数为标的的期货、期权合约作为自己的发展战略,以巩固新加坡的金融中心地位。目前在新加坡交易所上市交易的股指期货系列中,大多数是以其他国家或经济体的股票指数作为标的。包括:标普CNX Nifty印度股指期货、欧元区Stoxx 50股指期货、富时中国A50指数期货、日经225股指期货、MSCI台湾股指期货、MSCI香港股指期货、道琼斯泰国股指期货、马来西亚股指期货及菲律宾股指期货,另外还有反映整个亚洲股票市场的MSCI亚洲APEX 50指数期货。其中日经225股指期货是新加坡交易所最成功的股指期货合约,2012年成交量达2800万张,远远超过新交所上市的其他股指期货品种。

股指期货在各新兴经济体中的发展道路各不相同,但在金融市场的创新与发展道路中,不同程度地发挥着完善产品体系、提升股票市场运行质量、增加市场的深度与承载力等功能,同时在日益复杂的国际经济环境下,也是各发展中国家保障金融安全的重要战略。

股指期货作为基础性的金融衍生产品,已经成为一个产品体系完善、市场功能完备的金融市场不可或缺的重要组成部分。推出股指期货,是金融市场走向开放与创新之路的必然选择,也是走向成熟的必由之路。