

# 股指期货: 打通证券与期货两个市场

□北京工商大学证券期货研究所 胡超越 李宏涛



**胡超越** 现任北京工商大学证券期货研究所所长, 北京工商大学经济学院教授; 中国期货业协会专家委员会委员、上海期货交易所战略发展委员会委员。

截至8月7日, 沪深两市股改公司数量为1125家, 占到1348家上市公司的83.5%, 市值占比为80.2%, 股改成功大局已定。随着后股权分置时代的到来, 股指期货呼之欲出。

股指期货的推出从表面上看仅仅是期货市场一个新品种的推出, 但是它的诞生因为纠葛着整个金融市场错综复杂的利益关系和期货市场制度建设的命脉, 所以在股指期货推出的契机下, 期货市场的整个市场体系与制度架构将面临前所未有的大调整和大变革, 金融机构都将直面股指期货带来的挑战与机遇, 任何金融市场参与方都将无法置身事外。股指期货的推出将成为中国期货市场发展的分水岭, 它将彻底改变期货市场的基本格局和发展态势。股指期货的推出将实现证券和期货两个市场的融通, 并将改变我国期货市场的投资者结构。

## 共识与共赢——券商与期货公司直面股指期货的必然抉择

1、股指期货的利益格局已经渐趋明朗。在一系列利益博弈下, 关于股指期货的利益格局已经渐趋明朗。金融期货的经纪业务由期货公司开展, 券商不得直接从事金融期货的经纪业务, 允许创新类券商从事IB(介绍经纪商)业务, 通过其全资或控股的期货公司参与股指期货。目前允许创新类证券公司参与股指期货业务, 以后再推广到规范类券商。创新类券商的参与模式有两种: 一是收购独立的期货公司; 二是证券公司直接做IB。今后将不再新设期货公司, 而是鼓励证券公司收购期货公司。为引导证券公司有效收购期货公司股权, 证监会制定了一些突破性的有利于收购的政策。

创新类券商只能在IB制度下参与股指期货的经纪业务, 预计在短期内, 券商的经纪业务总量将会受到一定影响, 因为一些客户将会把部分资金转移到股指期货等方面的投资上去; 由于有了期货公司的参与, 金融期货交易产生的手续费收入也要由期货公司与券商共同瓜分; 券商在与期货公司的合作中可能会留有一手, 由于担心客户资源流失, 券商在向期货公司介绍客户时可能并没有提供真实的信息; 自营业务是券商的核心业务之一, 券商对该项业务的及时性和保密性颇为在意, 如果券商不能控股一家期货公司, 或自己成立一家期货公司, 就会因通道不在自己控制范围内而担心自己处于不利地位, 在进行金融期货投资时可能缩手缩脚。

规范类券商对于失却IB资格将尤为不满。没有IB资格肯定会对规范类券商造成影响, 不仅不能分享金融期货推出的市场机遇, 反而会让其部分客户流失; 只有创新类券商才可以做IB业务, 这将会加剧商业内不公平竞争状态, 有悖于“三公”原则和市场化趋势; 虽然目前有一些券商存在第三方存管还没有做好、经营不规范等问题, 但规范类券商的风险控制和规范经营已经通过了相关评审, 管理层应该给予规范类券商平等待遇; 创新类和规范类都是证券公司治理时期的提法, 所以应具有阶段性, 不应成为常态, 业内对于取消规范类和规范类证券公司划分的呼声比较高, 规范类券商的风险控制能力并不比创新类券商低, 本次金融期货IB资格不应该将规范类券商排除在外; 如果规范类券商不能以IB的身份参与金融期货, 期货公司将只能分散去开发投资者个人, 而不能整体开发该类券商客户, 势必造成期货公司开发客户成本上升的劣势; 如果规范类券商不能以IB身份与期货公司合作, 由此将带来一定问题, 比如在开户环节上的风险将不可能由不具备IB资格的证券公司及其不具备法人资格的营业部来承担, 期货公司将把控制风险付出更多成本。

期货公司在股指期货经纪业务资格的角色中占尽先机, 这与期货公司在该场利益博弈中奋力争取有关, 也与期货公司在风险管理方面积累了较丰富的经验有关。期货公司虽然争取到了股指期货的经纪业务资格, 但是这仅仅是围绕股指期货利益博弈的第一回合中拔得头筹, 期货公司能否在股指期货推出这一历史机遇中与期货市场共

同发展壮大, 还要看期货公司在其运营与管理中如何把自己打造成有竞争力的现代金融企业。未来的市场竞争和利益博弈将更加激烈, 例如虽然确定了创新类券商的IB资格, 但是在IB制度下券商与期货公司在利益分成如何划分等方面的利益博弈也将逐步凸现出来, 虽然客户通过期货公司的通道进行交易, 但客户资源仍然掌握在券商手中, 期货公司如果要向客户传递政策变化、知识更新等信息, 都只能通过券商转交, 如果客户有问题要咨询和投诉, 也要通过券商中转, 客户会有诸多不便。最近不断有期货公司股东萌生退意, 急于借“券商收购期货公司”的东风, 出售手中的期货公司股权, 有的甚至不惜折价出售。由于目前股指期货券商IB权限只对17家创新类券商开放, 并非此前业界预料的所有券商都能分一杯羹。因此, 一度因“股指期货”概念暴涨的期货公司牌照溢价也开始跌落, 不少待价而沽的期货公司股东也不得不放下身段, 主动寻求买主。即便这样, 由于买方市场的预期变成卖方市场, 急于出手的期货公司股东不得不折价销售。

具有创新类券商背景的期货公司就可以在全国范围内拥有众多营业部和服务机构, 竞争优势明显。然而, 这并不意味着不具有创新类券商背景的期货公司就处在劣势。由于股指期货经纪业务由期货公司专营, 具有创新类券商背景和不具有创新类券商背景的期货公司的差别仅仅体现在接触客户的广与窄、营业机构的多与少上。不管期货公司股东背景如何, 也不管客户是IB介绍还是自己开发的, 投资者都将网上交易为主, 电子化交易平台的打造、客户资金便捷划拔、优质的客户服务水准等条件才是股指期货交易中的“短板”, 也是将来投资者做股指期货时挑选经纪公司的首要标准。期货公司应当在提升风控、客服与研发能力方面努力, 做成有竞争力和服务水平一流的特色期货公司。

2、股指期货的推出将实现证券和期货两个市场的融通。证券市场的大量投资者、证券公司、基金公司都将有机会参与到期货交易中来, 这不仅有助于推动期货公司的发展, 而且对证券市场出现快速、健康的局面。与此同时, 随着品种的日益完善, 券商、基金等投资者参与群体的多元化以及资金的流入等, 期货市场的功能将得到进一步发挥, 行业地位和影响力将日益增强, 这将进一步促进商品期货的发展, 使当前远未得到满足的对商品期货的巨大需求得到进一步开发。

互补, 共享营业场所, 共享技术系统, 共享分销系统, 共享客户资源, 共享研发资源, 共享服务资源, 共享管理经验, 双方的合作形式多种多样, 合作空间巨大。

期货公司与包括券商在内的其他金融机构之间搭建一种有助于各方均等介入金融期货市场的衔接机制和平台, 或许是一个共赢的做法, 既满足券商等金融机构介入市场的需要, 又可以充分利用现有的期货公司成熟的管理机制和人才资源, 盘活现有的期货公司, 明显改变期货公司积弱积衰的状况, 彻底改变期货公司的整体面貌, 实现券商与期货公司之间双赢的局面。期货公司应当借此难得的机遇, 与券商、基金、保险、信托和银行等金融机构达成广泛的战略联盟, 共商大计, 达成共识, 共谋发展, 形成一种围绕股指期货的共赢机制。股权投资仅仅是期货公司与其他金融机构合作的方式之一, 并非唯一方式, 其合作形式可以多样化。有一些证券公司和期货公司已经开始合作, 共同迎接金融期货市场的发展机遇, 证券公司和期货公司的合作将进一步增强两个市场的联系, 更好地服务于资本市场和国民经济。

## 期货公司应找准自身定位

股指期货渐行渐近, 未来股指期货一旦铺开, 其交易量将是商品期货的好几倍, 对于整个期货行业来说, 是打翻身仗的难得机遇, 特别是对一直以来面临生存危机的国内期货公司来说, 只是带来了一线生机, 更是提供了一个非常辉煌的发展前景。不过, 面对未来将要推出的股指期货, 不少期货公司在欣喜之余也感到压力很大。期货行业良好的机遇只为各期货公司实现跨越式发展提供了可能, 而不是必然。能不能把握机遇, 让机遇成为现实, 还取决于各期货公司在机遇与挑战中铸就的实力和能力。

1、股指期货推出后期货公司所面临的市场环境将发生深刻的变化。市场规模将快速增长, 目前全球期货、期权市场成交量的90%以上是由金融衍生品带来的, 因此股指期货的上市以及随后几年国债、利率和外汇期货的陆续推出, 必将促进市场成交规模的快速增长, 使中国期货市场出现异彩纷呈的繁荣局面。与此同时, 随着品种的日益完善, 券商、基金等投资者参与群体的多元化以及资金的流入等, 期货市场的功能将得到进一步发挥, 行业地位和影响力将日益增强, 这将进一步促进商品期货的发展, 使当前远未得到满足的对商品期货的巨大需求得到进一步开发。

2、股指期货上市将改变我

国内期货市场的投资者结构。目前国内期货市场95%的交易者是中小散户, 机构投资者只有5%的比例, 在股指期货发展初期, 机构投资者必然是股指期货的交易主体, 他们在引导市场投资方向、投资行为的同时也成为新市场设立所带来的一系列影响和冲击的直接承受者, 这样可以最大限度地减少市场风险和负面影响。

经济全球化、金融自由化趋势促使交易所和期货公司在全球范围内积极展开竞争, 越来越多的国内机构和个人需要参与境外期货交易以管理风险。同时, 随着中国经济的持续高速发展, “中国因素”已成为影响国际商品期货市场变化的重要因素, 人民币利率、汇率的变动对世界经济的影响也日益增强。股指期货上市后, 会成为评价中国宏观经济的一个指标, 全球基金、跨国公司可能要求参与中国股指期货以对冲风险, 促进期货市场的国际化进程。

3、期货公司面临三方面的挑战。在股指期货所带来的变化莫测的市场环境中, 期货公司面临的威胁来自于三个方面: 一是和商品期货相比, 由于金融期货的合约特点、运作规律、制度设计、交割方式不同, 期货公司对金融期货相对不熟悉, 如何尽快掌握金融期货交易的有关特点和规律, 对期货公司而言是一个挑战; 二是券商、基金、银行等投资主体将进入期货市场, 其在资金、网点、研究人才等方面的优势, 将对期货公司形成重要威胁; 三是和国外期货公司相比, 国内公司盈利模式单一、规模实力偏弱、国际化人才缺乏, 对国际市场的熟悉、咨询和研发能力较弱, 这些劣势将对期货公司的国际化竞争产生挑战。

在股指期货推出这一关键时期, 期货公司既不应妄自尊大, 也不应盲目乐观, 而是要积极行动起来, 在深入分析公司所面临机会和威胁的基础上, 整合企业资源, 找准自身战略定位, 积极改善企业内部管理与运作,

以适应市场环境的变化。

期货公司应当首先在股指期货即将推出这一变幻莫测的市场环境中找准自身定位。由于业务范围的限制等多方面原因, 目前国内期货公司形成优势品牌的还很少, 投资者很难识别好公司和一般公司的差别。而在股指期货推出后, 期货公司进行差异化经营势在必行, 找准位置、做出特色、形成品牌对期货公司的发展将具有决定性的意义。

期货公司可以寻找证券、基金、上市公司等背景的股东, 依托股东背景参与金融期货共享金融期货市场的繁荣, 或由有实力的券商主导, 通过兼并重组形成规模优势, 进而在金融期货市场上占有一席之地; 充分利用CEPA等现有政策, 引进外资, 引入海外成熟的国际化的管理经验, 或成为外资在国内的代理商; 一心一意做好商品期货或金融期货的某个领域或某个品种, 定位为专业的期货经纪商和投资顾问, 在某个领域或某个品种上成为品牌公司; 随着期货市场分工的细化和多元化, 也可作为大型综合类期货公司的合作伙伴, 专职负责市场开发或市场服务; 还可利用金融期货带来期货公司壳资源增值的预期, 退出期货市场, 另谋发展。

4、期货公司如何备战股指期货。期货公司备战股指期货应注意一系列问题: 优化股本结构; 更新升级交易系统; 探索和研究股指期货风险管理的新特点和新要求; 理顺券商IB制度这条营销渠道; 做好培训, 市场开发与投资者教育。期货行业在软件技术方面应提前做好前期准备, 管理层应组织金融衍生品交易所筹备组的技术开发人员, 各经纪公司技术人员、软件供应商以及交易相关人员, 针对期货公司现有的交易、结算、风控等软件系统升级改造制定有针对性的措施, 制订相应的技术标准, 争取在股指期货开立之前对期货公司的交易、结算和风控系统实现升级换代。

有券商背景的期货公司一览表

期货公司	相关券商	期货公司	相关券商
科信期货	科技证券	海富期货	海通证券
华夏期货	中信建投	广发期货	广发证券
江南期货	江南证券	长江期货	长江证券
中辰期货	方正证券	平安期货	平安证券
五矿实达	五矿证券	中诚期货	国都证券
长城期货	长城证券	中信期货	中信证券
国联期货	国联证券	金牛期货	五矿证券
中天期货	广东证券	德盛期货	财富证券
中航期货	航空证券	银河期货	银河证券
和融期货	渤海证券	湘财祈年	湘财证券
天富期货	东北证券	泰阳期货	泰阳证券
国元安泰	国元证券	*南都期货	光大证券
*长城伟业	华泰证券		

(注: \*号为近期达成协议收购, 但暂未获证监会通过)

## 期货投资基金: “丑媳妇”何时熬成婆

期货投资基金是一种适应金融市场发展和投资者多样化投资需求的先进的金融投资方式, 是经济与金融市场发展到一定阶段时的内在需求, 有其存在和发展的客观必然性。只要正确加以引导和运用, 在规范的前提下发展期货投资基金, 将会极大地促进期货业的发展。

近年来我国期货市场不断有新的商品期货合约上市, 股指期货、利率期货、汇率期货等金融期货合约也将陆续粉墨登场, 呈现出投资品种多样化和投资主体多元化的发展趋势, 这就要求金融投资方式必须多样化, 而期货投资基金作为一种新的风险投资工具也将会具有巨大的市场需求。国内自建立期货市场以来, 由于政策环境、市场因素、从业人员素质、期货经营机构的经营目标、各类风险事件等原因, 期货投资基金无法光明正大地出现在前台, 至今仍然戴着期货

工作室、委托理财或者投资公司面纱在地下缓慢爬行, 一定程度上阻碍了我国期货业的健康发展。

随着基金业的快速发展和政策环境的改善, 出于提高收益的预期和降低风险的要求, 基金管理中不可避免地将引进期货投资基金的投资方式。而其他机构投资者为了避险的需求, 也会将期货投资基金纳入其投资组合之中。证券投资基金一旦投资于股指期货, 也就具有了期货基金的属性, 虽然它在本质上依然属于证券投资基金。这样就可以为期货投资基金取得合法地位树立榜样铺平道路, 多年来处于地下或半地下状态的期货基金将浮出水面。

我国的期货市场已有十多年的发展历史, 有了一定的市场规模, 期货投资理论也有了较大的发展, 并且已经建立了一套严密的交易、结算与风险控制制

度, 市场风险监控技术和能力也得到了大幅提高。更为重要的是, 通过持续的专业培训和长期的投资实践, 目前期货市场已形成了一支高素质的管理、研发与营销、投资与操作的期货专业队伍。期货市场已经具备基金管理、对冲基金和期货投资基金等将逐步进入我国资本市场, 与我们广大散户投资者等敢兵勇相抗衡的是国外发展成熟的基金等正规军, 我国投资者所面临的压力可见一斑, 发展期货投资基金是目前我国期货市场的迫切需求, 已经刻不容缓。

发展期货投资基金可以丰富投资者的金融投资方式。随着金融投资领域的不断改革, 人们的投资手段由过去单一的储蓄发展为以证券投资、基金投资、信托投资、外汇投资、黄金投资、

期货投资等一系列投资手段相结合的多样化投资渠道, 而期货投资基金作为一种风险投资工具, 为投资者开辟了一种新的投资途径和避险方式。

发展期货投资基金将促进期货经纪业服务水平的整体提高, 从而推动我国期货市场的健康发展。

发展期货投资基金也是促进我国期货市场规范运作的客观要求。我国的期货市场是在现货市场不完善、不发达的条件下发展起来的, 先天发育不足, 后天营养不良, 大力发展期货投资基金将会扩大期货市场的交易规模, 改善市场的投资者结构, 增加市场的流动性, 增加期货市场的套利交易, 最终使期货市场的价格发现和套期保值功能得以更充分实现。

加入WTO以来, 我国的金融服务业面临着巨大的竞争压力。人声鼎沸间, 人们注意得更

多的是银行、证券、保险等行业所面临的挑战, 而作为金融服务业之一的期货业所面临的挑战却没有引起人们的足够重视, 甚至没有引起期货业界的足够重视。为了在全面开放金融服务业后处于有利的竞争地位, 以发展期货投资基金作为突破口, 全面提升我国期货业的服务水平已是当务之急、刻不容缓。

据悉, 正在修订中的《期货交易管理条例》曾讨论过将为期货投资基金留下发展空间, 期货公司可以设立、参股基金管理公

司, 基金管理公司可以设立期货投资基金。但据闻本次条例修订最终又抛弃了关于期货投资基金的相关立法。目前, 怎样在现有的法律框架下让期货投资基金合理并且更合法地找到生存发展的空间, 还有税收问题、基金组织形式问题等等这些都将成为考验市场监管者和业界的难题, 我们相信市场监管者和业界有足够的智慧和能力让期货投资基金这个“丑媳妇”在多年含辛茹苦、忍辱负重之后最终能熬成婆。

期货投资基金与传统资产的相关性

	美国股票	债券	期货基金
美国股票	1.000		
债券	0.290	1.000	
期货基金	0.080	0.030	1.000

资料来源: Barclay Group

## 股指期货 助力基金创新

随着行业的不断壮大和投资环境的重大改变, 我国基金业也面临着重新思考面向未来的行业创新方向的迫切需求。在金融市场这个最注重创新的领域, 为何创新、如何创新, 决定着基金管理行业未来的发展方向和竞争格局。目前我国基金业的基础市场现状给基金业提供的重大创新机遇已经差不多了, 为进一步推动基金业创新, 必须有新的创新思路。

结合我国资本市场未来的发展, 未来中国开放式基金的创新将在两大方面寻求重点突破。一是制度和管理的创新, 二是产品创新。所谓制度上的创新主要是委托理财业务在法律上的认可和业务上的发展, 该制度平台运行的业务包括全国社保基金、企业年金、QDII以及其他形式的委托理财业务。而所谓管理创新主要是基金管理公司运营模式向外包化的方向发展。

除了制度和管理的创新, 还应该在基金产品上寻求创新。一是“更细”的方向, 即在股票型基金内部开发更多的行业基金、风格基金和主题基金, 以及在债券基金内部根据久期和信用不同开发更细分的产品; 二是“更深”的方向, 即随着我国金融衍生产品的日益发展, 尤其是指数衍生工具的发展, 充分利用衍生工具进行风险控制和管理的产品将会得到大发展; 三是“更广”的方向, 即利用海外资本市场, 开发国际股票基金、国际债券基金、新兴国际基金等国际化投资品种, 而QDII是国际化的初始一步。

在产品创新中对基金来说最重要、最现实的创新就是利用金融衍生工具来对基金产品进行多样化的设计, 即将问世股指期货等金融衍生品在基金产品创新中必将大放异彩。股权分置改革客观上消除了推出股指期货等金融衍生品的制度性障碍, 为资本市场的产品创新拓宽了道路, 也为基金开发风格多样的创新产品提供了巨大的空间。

股指期货等金融衍生品将为基金公司的业务与产品创新提供新的金融工程元素, 基金公司等金融机构业务链条的宽度和深度都将得到空前拓展。今后如果能把股指期货等金融衍生品纳入组合创新之列, 由于期货和证券既有很强的共通性——都是金融投资品种, 又有极好的互补性——风险特征和交易制度不同, 加上债券、票据、银行存款等, 就构成了一个比较完整的产品创新工具箱, 这将大大增强基金产品创新的力度。

金融市场的复杂化以及基金总规模的迅速扩张, 决定了基金盈利模式的个性化特点, 未来的各种基金不会再具有单一的盈利模式。从操作时间上来看, 将会有长线持股数年的基金, 也会有短线追逐市场热点的基金; 从投资宽度来看, 有指数型基金, 也有行业基金、地域板块基金; 从投资标的来看, 有重组型基金, 也有成长型基金等。这些不同类型的基金, 操作风格多样, 投资个性丰富多彩, 都将会形成自己的一套有特色的盈利模式, 而股指期货作为极其重要的风险对冲工具, 将在很大程度上丰富基金的投资组合, 促进基金的个性化设计进入个性化时代, 彰显基金特色, 基金的产品创新将进入“花样年华”。

证券投资基金可以应用股指期货等金融衍生工具来对冲与对冲, 规避市场风险, 首先获益的将是指数型基金, 在缺乏避险工具的单边市场, 一些采取被动投资的指数型基金只能任由基金市值下降, 而股指期货推出后, 就可以采取对冲的方式回避风险; 交易所交易基金的发展离不开相应的指数期货或期权的套利或对冲操作, 以回避风险和完美产品功能。目前我国证券交易所的ETF基金正方兴未艾, 迫切需要股指期货等金融衍生工具的配合与对冲。股指期货的推出无疑将极大地促进交易所交易基金、指数基金等创新型基金的发展。