

看法

股指期货助推封闭式基金折价率“归零”

□银河证券 邱小平

我国首个股指期货——沪深300指数期货合约有望在不久推出。股指期货的推出不仅能改变投资者的资金运作模式，还将对股票、基金和权证等金融工具产生重要影响。特别是折价率居高不下的封闭式基金，在“封转开”的背景下，股指期货可以将封闭式基金的折价率转化为无风险收益率，并助推整个封闭式基金的折价率水平趋于合理，而即将到期的封闭式基金的折价率会向“零”回归。

随着中国金融期货交易所的成立，我国首个股指期货——沪深300指数期货合约有望在不久推出。股指期货的推出意味着单边市的终结，投资者（特别是机构投资者）从此便有了真正意义上的做空工具。届时，投资者除了“做空”以外，还可以利用股指期货实现“套利”、“套利保值”等多种投资策略。它的推出不仅能改变投资者的资金运作模式，还将对股票、基金和权证等金融工具产生重要的影响。

特别是折价率居高不下的封闭式基金，在“封转开”的背景下，股指期货可以将封闭式基金的折价率转化为无风险收益率，并助推整个封闭式基金的折价率水平趋于合理，而即将到期的封闭式基金的折价率会向“零”回归。

对高折价率的封闭式基金进行套期保值就是无风险套利

由于种种原因，我国的封闭式基金的折价率比西方成熟市场的高出许多。而第一只封闭式基金的“封转开”，对其他未到期的基金也没有显示出应有的示范

效应。投资者似乎对封闭式基金表现出了出奇的“谨慎”。笔者认为，投资者之所以漠视封闭式基金的高折价，主要还是源于对后市的担忧。目前，在1年内到期的封闭式基金的折价率大多在10%—15%之间，如果在到期时，大盘大幅回调的话，套利者确实有可能面临“竹篮打水一场空”的局面。

但是，在股指期货推出之后，这种格局有望改观，因为股指期货可以对冲基金净值缩水的大部分风险（当然，也同时规避了净值增长带来的收益）。资本资产定价模型（CAPM）将股票组合的收益和市场（指数）收益之间的关系用参数β来描述，为股指期货对冲单一证券或股票组合的系统风险提供了理论基础。

封闭式基金可看成许多证券的组合，它分散了单一证券的非系统风险，因此，股指期货可以对冲封闭式基金净值缩水的大部分风险，从而可以将封闭式基金的折价率转化为无风险收益率，那么，对封闭式基金进行套期保值也就近乎无风险套利。

封闭式基金净值β系数的稳定性

与一般的股票组合不同，对冲即将到期的封闭式基金所需要的期货合约数量与所购买基金份额占有的净值（而非市值）除以期货合约价值，再乘以基金净值的β系数，即：

可见，对封闭式基金进行对冲的关键在于基金净值β系数的确定。基金净值系数可以由净值的净值增长率对市场（指数）收益率进行回归得到，但问题在于基金的存续期内，β系数是否稳定。

事实上，从CAPM诞生的第一天起，证券的β系数是否是常数，是否稳定，就成为学者们争论的焦点。拿股票来说，上市公司所处行业的景气度、新项目的拓展、资产重组以及宏观调控等诸多因素都会影响市场对公司未来业绩的预期，进而使得股价的走势在一段时期内强于大盘，而在另一段时期走势相对平稳甚至弱于大盘。从最新的研究成果来看，理论界对于CAPM中的β系数并非常数已经达成了共识。但β系数不稳

定，并不意味着CAPM模型完全失去作用。有研究表明，除非上市公司进行了彻底的改头换面外，大多数公司股价的β系数遵循一个均值回归过程。单一股票β系数的均值回归直接导致了基金净值（组合）β系数的稳定性，因为在存续期内，基金经理的持仓比例、投资理念、投资风格都不会发生太大的变化。

我们从54只封闭式基金（包括基金兴业）中，参照基金的存续期、投资类型，选取了8只基金（见表）。样本期从沪深300指数的基日——2004年12月31日到2006年9月8日，从2006年3月31日起，每周的基金净值的β值都由之前的60周的累计净值增长率对沪深300指数周收益率进行回归来估计。由于本文采用的是周收益率，样本较小，无法利用均值回归模型进行验证。不过，我们可以从β系数的估值β的标准差、变异系数可以看出封闭式基金净值β系数的稳定性。

从右表中可以看出，基金通宝和基金泰和净值的β系数相对平稳，而基金景阳和基金金鑫净值的β系数波动较大，这可能与它们对投资风

格有关。回归方程的综合优度一般由R²衡量，右表中显示，大部分R²的均值都在0.7以上，表明基金净值β系数的估计是可靠的。在进行套期保值时，R²越大、β系数越稳定，套期保值的效果也就越好。

从基金兴业看套期保值的可行性

近日，基金兴业成功进行了“封转开”，重新发行结束后，新申购的基金份额将与原基金份额合并，而高于1元净值的部分，将以红利的形式分派给原基金持有人。至此，原基金持有人基本实现了折价套利收益。但这种套利要面临大盘调整的风险。

假定在2005年12月30日，市场上已存在沪深300指数期货合约（合约乘数为100）。方便起见，我们假定股指期货合约与现货价格一致（即基差为0）。此时，兴业的净值为0.873元，市价为0.769元，折价率为11.9%（对应的收益率为13.5%）。投资者在买进1000万份基金兴业的同时卖出60手9月份到期的沪深300指数合约，持有成本为769万元（不考虑手续费）。到2006年8月8日，投资者在现货

市场上盈利301.1万元，期货市场上亏损197.15万元，盈亏相抵后收益为103.95万元，那么投资者在8个月之内可获利13.51%。即便考虑保证金（比率按10%计算）的持有成本，收益率也达12.69%。为避开较长的“封转开”的等待时期，投资者还可以在到期前择机卖出基金并对期货合约进行平仓，以便获利了结。

值得一提的是，现实的套期保值中，投资者可能还要面临基差风险、追加保证金的风险以及基金持仓比变化导致净值β系数波动的风险等。

基金持仓比变化导致净值β系数波动的风险等。

现在买进封闭式基金正当其时

目前，封闭式基金依然维持着极高的折价率（见表），一旦股指期货开闸，封闭式基金必将成为套利资金的首选。大量资金的介入，必然推高封闭式基金的二级市场价格，直至套利空间消失。因此，在股指期货推出的前夕介入，可谓正当其时。

8只封闭式基金的基本概况及净值β系数的特征(截止日:2006.9.8)

Table with 10 columns: 基金名称, 折价率(%), 存续期(年), 投资类型, β的均值, β的标准差, β的变异系数, R²的均值. Rows include 基金景福, 基金裕泽, 基金久富, 基金通宝, 基金泰和, 基金景阳, 基金金鑫, 基金兴业.

如何应对发达国家债券市场创新趋势

何德旭 杨慧声 姚战琪 王卉彤

十届全国人大四次会议批准的“十一五”规划纲要再次强调“发展债券市场”，这意味着我国债券市场发展将在未来五年里进一步向纵深推进。债券市场的发展过程也是债券市场不断创新的过程。在这个过程中，了解并把握发达国家债券市场创新的趋势，对设计我国债券市场的发展路径无疑具有十分重要的意义。

发达国家债券市场创新趋势

开发新的债券市场工具，满足不断变化和日益增长的市场需求。从历史上看，发达国家债券市场工具的创新大体经历了两个发展阶段。其一，金融市场的分工深化和市场需求对创新的刺激产生新的债券市场工具和发行方式。例如，抵押债券、资产担保债券、零息债券、欧洲债券等工具的出现都是20世纪债券市场创新的伟大创举。其二，通过分离或捆绑现有债券产品或服务的功能，产生新型债券市场工具，满足不断变化和日益增长的市场需求。比

如外汇指数债券、股权联动债券和指数联动债券等结构型产品，“行业投资存托证券”和“收益存托证券”等混合信托型产品。右表显示了自1985年以来，美国的债券市场各种债务工具发行余额情况。从中可以看出，经过长期的债券市场工具创新，美国形成了包括市政债券、国库券、抵押债券、公司债券、联邦政府机构债券、货币市场债券、资产支持债券等各种工具在内的种类多元化和功能齐全的债券市场。

同时，还可以看出，美国20世纪80年代主要的债券市场工具是财政部发行的债券、市政债券和公司债券，90年代以后，债券市场主要的筹资工具变为抵押债券、公司债券、国库券和货币市场工具，这也反映了美国债券市场工具创新的历程和结构变迁的过程。抵押债券是20世纪70年代债券市场创新的产物，经过20多年的发展逐渐成为资本市场最主要的金融工具之一，其他债券市场工具例如货币市场工具、资产证券化债券（MBS、ABS等）、公司债券等在最近一些也得到了迅猛发展。

培育新的债券市场投资者，拓展稳定市场的主导力量。从发达国家的情况来看，由于货币市场与资本市场的相互连通，直接融资和间接融资的均衡发展，金融创新与金融管制有序展开，所以金融资源的配置效率也较高。在债券市场投资者创新方面，商业银行、保险公司、养老金、投资银行、共同基金等机构投资者得到迅速发展，这些投资主体和金融中介在完善的法律框架下成为资本市场和货币市场跨市场投资的主体和稳定市场的主要力量，通过风险管理、信息生产、储蓄动员和公司控制等促进了经济的长期稳定增长。

以美国商业银行的资产投资为例，2004年美国商业银行证券资产的余额是1494亿美元，其中政府债券和政府机构债券是商业银行最主要的投资工具，其次是市政债券，股票投资只占证券投资的1%。在商业银行的资产负债

表上，证券信贷占商业银行总资产的28.3%。完善债券市场交易方式，优化债券市场服务。发达国家债券市场交易方式创新和服务创新，经历了从不发达和不完善阶段到交易方式、服务内容和方式方式的广度和深度迅速变化的发展阶段。

(1) 债券场外交易和交易所交易并存。在构建多层次和高效率的债券市场方面两者不可替代。(2) 网络交易和电子交易在债券市场的迅速普及和运用极大地改变了债券市场的传统交易方式，债券交易已经打破了传统的区域限制，跨境债券交易规模迅速增长。

(3) 在金融竞争愈演愈烈的背景下，债券经营机构和金融中介向业务多元化和功能复合化方向发展。激烈的金融竞争导致了传统的金融中介之间的业务界限开始模糊，不同金融机构开始向传统业务以外的领域渗透，从而成为推动金融创新的主要因素之一。

(4) 适应风险管理和资产组合管理的要求，产生了大量的新型债券融资技术和交易方式，例如20世纪70年代产生的债券互换业务、期权交易、期货交易、票据发行便利等都是在这一背景下出现的金融创新。例如，1985年国际债券互换总额就已达750亿美元，几乎占全年国际债券发行总额的一半。

重构债券市场监管制度，保障债券市场稳健运行。债券市场机构和产品的不断创新给债券市场带来了革命性的变革，极大地提高了债券市场的效率，但同时加大了债券市场的风险。因此，发达国家纷纷开始调整债券市场监管制度，重构游戏规则，加强以控制风险为主要内容的统一金融监管来应对债券市场创新的变化。

新巴塞尔资本协议、欧盟金融服务行动计划等相继出台，这些规则从新的角度切入金融市场的运行，强调各类金融机构建立

综合性的风险监控自控机制，加强并扩充金融市场安全方面的监管措施，强化对金融市场主体稳健经营的事先预防性措施，加强信息披露的监管措施，以便为金融市场机制高效运行提供保障，寻求保证金融市场效率和稳定的最佳平衡点，从而达到对金融市场创新的新控制。

我国应大力推进债券市场机制创新

发达国家的债券市场还在一直进行不断的创新，并引导着世界债券市场的发展趋势，成为发展中国家和地区学习的榜样。比如资产支持证券（ABS）市场，自20世纪80年代在美国首次出现ABS以来，其市场创新一直不断，也满足了投资者和市场需求。此外，随着美国资产支持证券市场的发展，资产支持证券在欧洲、日本甚至许多亚洲国家和地区的债券市场中也占有一席之地，从而显示出其旺盛的生命力和市场活力。应该说，这对我国同样具有十分重要的借鉴意义和参考价值。

近年来，尽管我国的债券市场有了很大的发展，但与发达国家相比，债券市场除了在规模上要远远落后之外，更重要的是债券品种还不够完备，市政债券（地方政府债券）、资产担保债券、抵押债券等等许多品种在我国债券市场上还是空白或者刚启动。虽然在我国发行某些债券（尤其是一些复杂的债券品种）的市场环境和条件是否成熟还值得进一步研究，但债券市场将成为我国未来一个时期资本市场发展的重点，已经成为人们的共识。因此，扩大债券市场规模，完善债券市场结构，健全债券市场功能，提高债券市场效率，已经成为我国债券市场发展的方向。

具体而言，在我国，应该大力推进债券市场机制创新步伐，包括实现银行间债券市场和交易所债券市场的合并，逐步形成全国统一的债券市场基准利率，降低交易成本和提高市场效率；构建多元化的债券持有者结构；完善做市商机构的权利义务，真正达到做市的目的；扩大外资机构在债券市场中的比例，丰富债券市场的交易主体；建立统一的债券市场监管体系，不断丰富监管手段，形成以政府现代化监管为主、自律监管为辅的债券市场监

管框架，同时大力发展社会中介机构，使债券市场的监管具有完整性、连续性和预警性；在完善信用评级体系、完善《破产法》和债券人信托制度的基础上，推进债券市场的品种创新，大力发展公司债、资产证券化债券等非公募债券和债券衍生品金融产品；适时推进债券市场的对外开放，逐步引入更多的国外市场主体，在这个过程中要努力与债券市场对

外开放提供便捷的技术平台，实现内地和国外不同债券市场之间的跨境发行、交易、结算；推进债券市场的制度创新，包括探索建立融资融券机制，尝试建立银行间市场的做市商净额结算制度，进一步完善清算代理制度，推出期货交易制度等。

（作者单位：中国社会科学院财经经济研究所、对外经济贸易大学、中央财经大学）

美国公共和私人债券市场债务余额

单位:10亿美元

Table with 9 columns: 年份, 市政债券, 财政部发行的债券(1), 抵押债券(2), 公司债券, 联邦政府债券, 货币市场工具(3), 资产支持债券(4), 总计. Rows from 1985 to 2005.

注:数据截至2005年第3季度。

- (1)可销售的付息公共债券。(2)包括GNMA, FNMA and FHLMC抵押支持的证券以及CMOs和非机构的MBS/CMOs。(3)包括商业票据、银行承兑汇票和定期存款。(4)包括公共和私人性质资产支持的证券。

资料来源: Bond Market Association, http://www.bondmarket.com。

资料链接

广义的金融创新泛指金融领域内出现的有别于既往的新业务、新技术、新工具、新机构、新市场与新制度安排的总和。金融创新的原始动力在于通过引进新的金融要素或者将已有的金融要素进行重新组合,开发出新的金融功能,满足实体经济发展的内在需求,并提高实体经济服务的效率。因此,顺应经济增长方式正在从简单粗放、高资源消费的低效率经济增长方式转向兼顾经济社会协调发展与资源节约、环境保护的循环经济模式,以及金融业更加开放、竞争更为激烈等趋势,发达国家的债券市场创新出现了新的趋势。