

全球股指衍生品市场的现状及趋势

艾玛·达维/文 汪琛德/译

要想了解当今世界所有的股票市场指数绝非易事。正如各国的航空公司一样，每个国家都有自己的股票市场和自己的股票指数。每个基准指数都可依次再细分成许多不同行业、不同风格和不同规模的次级指数。

自 1982 年堪萨斯城期货交易所上市了世界上第一个股票指数期货合约以来，各国交易所基于指数推出了一系列交易所交易的衍生产品工具（比如指数期货和指数期权等），以期反映不同的看待市场的方式。国际结算银行的最新数据显示：全球股指合约的交易金额大致为 24 万亿美元。

虽然指数产品众多，但是可交易指数的成交量和流动性基本上集中在为数不多的主要基准指数上（参见表 1）。根据合约交易量排名，韩国期货交易所上市的 Kospì 200 期权位居第一，遥遥领先。2004 年前三季度的总交易量接近 20 亿手，而排名第二的芝加哥商业交易所上市的 E-mini S&P 500 合约的同期交易量仅为 1.26 亿手。

表 1 2004 年 9 月份全球股指期货及期权交易情况 单位：手

合约名称	交易所	交易量	月末空盘量	1~9 月份总交易量
Kospì 200 期权	韩国期货交易所	181541575	3413444	1903108549
E-mini S&P 500	芝加哥商业交易所	12754711	596085	125822488
DJ Euro Stoxx 50	欧洲交易所	12247329	1257449	92666067
DJ Euro Stoxx 50 期权	欧洲交易所	6503217	13731408	54362738
E-mini Nasdaq-100	芝加哥商业交易所	6476495	236058	58327670
CAC 40 期权	泛欧交易所	4804196	6675208	50661127
Kospì 200	韩国期货交易所	4188752	97108	41757857
SPX S&P 500 期权	芝加哥期权交易所	3989439	5300105	35066254
DAX 期权	欧洲交易所	3610842	4597904	30738840
TAIEX 期权	台湾交易所	3124554	629339	31745731
DAX	欧洲交易所	2809697	158232	21913006
FTSE 100 指数	泛欧交易所	2715877	456112	15940217
CAC 40	泛欧交易所	2164412	457589	18089752
TA 25 指数期权	特拉维夫证券交易所	2152320	321252	24459571
S&P 500	芝加哥商业交易所	2076470	619114	12102751
AEX 指数期权	泛欧交易所	1726530	1798963	12614913
E-mini Russell 2000	芝加哥商业交易所	1640433	84420	12787352
Mini-sized Dow	芝加哥期货交易所	1624311	39509	15249620
FTSE 100 (欧洲) 期权	泛欧交易所	1575300	2502356	13996544
S&P CNX Nifty	印度国家股票交易	1451166	66514	19423240

	所			
资料来源：根据 FOW 数据整理。				

许多人认为就合约价值而论，Kospi 合约的规模远远赶不上其他利率期货和期权合约（2004 年 9 月份 Kospi 合约的交易金额为 1.6 万亿美元，而合约交易量与之大致相等的 CME 欧洲美元期货的交易金额却高达 32.2 万亿美元）。从某种程度来说，的确如此，但是与其他指数产品相比，Kospi 合约依然了不起，9 月份 CME 的 E-mini S&P 500 期货合约的交易金额仅为 0.712 万亿美元。

Kospi 合约的成功之处在于：围绕其品牌效应已经形成了固定的投资群体。直到最近，投资群体的主力依然是散户。为迎合散户的偏好，其他市场也推出了类似的产品。其中最为成功的例证就是 CME 的电子小型合约系列产品。这些合约都是电子交易的，合约大小只有标准合约的 1/5，对个体投资者尤为具有吸引力。CME 的统计研究表明：E-mini S&P 500 和 E-mini Nasdaq 合约是交易所有史以来所推出的合约中成长最快的产品之一。该交易所已经将这种机制应用到其他指数产品上，包括 E-mini Russell 2000 期货和 E-mini Nasdaq-100 期权上。

新兴市场的成长

全球股指衍生品市场增长的一部分来自新兴市场。除了 Kospi 200 之外，其他市场，尤其是亚洲市场，指数产品的交易增长也很迅猛。今年前 9 个月，印度国家股票交易所 CNX Nifty 指数期货的同比增长了 290%，而台湾期货交易所（Taifex）台股期权交易量增长了 135%。

为了进一步开发亚洲市场的潜力，新加坡交易所（SGX）与富时（FTSE）集团签订了谅解备忘录，合作开发国际市场认可的新加坡和区域市场指数。根据此谅解备忘录，SGX 和富时将新指数作为诸如机构基金、散户基金、交易所交易基金以及衍生品合约等金融产品的交易和基准定价的可行性进行研究。

但是，当前全球最关注的还是中国市场。香港交易所及清算所公司（HKEx）的 H 股指数期货和期权交易尤为活跃，期货合约日均交易量超过 8000 手，到 11 月中旬，空盘量稳步增长至 2.8 万手以上。H 股指数期货和期权的标的是恒生指数公司编制的市值加权的恒生中国国企指数。鉴于中国大陆经济的快速成长，投资者对与中国有关的股票的投资兴趣持续增加，1993 年到 2004 年 3 月，H 股公司的市值增长了 2000 亿港元（相当于 250 亿美元），占同期香港交易所股票市场首次公开发行募集资金的 12% 以上。该指数追踪的是主要 H 股（由中华人民共和国发行人根据中国法律发行的以人民币标价，在香港股票交易所上市的股份，其票面价值是以人民币计价，但是以港币认购和交易）的市场表现。截至 2004 年 3 月 31 日，该指数成份股包括 37 家大型的 H 股公司，其市值为 3630 亿港元。

中国指数的使用

表 2 CBOE 中国指数期货合约

标的指数	CBOE 中国指数
交易时间	上午 8:30 至下午 3:15（中部芝加哥时间）
交易平台	通过 CBOEdirect 进行电子交易
报价	根据 CBOE 中国指数点报价
报价惯例	期货价格以小数形式表示
合约大小	合约乘数为每个指数点 100 美元。例如，若指数为 300.50 点，则 CBOE 中国指数期货合约价值 30,050.00 美元
合约月份	最多 3 个近期合约月份（按季月周期循环，即 3 月、6 月、9 月和 12 月）

最小变动价位	0.05 美元 (每份合约 5.00 美元)
交易终止	一般在最后结算日前一营业日 (通常为星期四) 交易终止。当最后交易日由于 CFE 假日的原因调整时, 到期的 CBOE 中国指数期货合约的最后交易日将调整为常规的最后交易日的前一日。
最后结算日	到期月份的第 3 个星期五
最后结算价	最后结算价为特别开盘报价, 根据最后结算日 CBOE 中国指数每只成份股在主要市场的第一笔 (开盘) 报导成交价计算得出。如果因交易中断或者其他异常情况导致无法得出最后结算价, 则按照期权清算公司的规则和附则确定最后结算价。
交割	在最后结算日的下一营业日以现金结算
有说明义务的持仓水平	多头或空头净持仓不能超过 5000 份合约。上述持仓限制不适用于符合交易所规定的真实的套期保值、套利持仓。
最低报告水平	大于或等于 25 份合约
报价代码	CX
资料来源: 根据 CBOE 网站 (www.cboe.com) 相关资料整理。	

与此同时, 道·琼斯指数公司和中国商业网 (China Business Network) 合作推出道·琼斯 CBN 中国 600 指数, 该指数是一个包括上海和深圳股票市场的宽基中国基准指数。

在新指数和新交易衍生品不断推出的同时, 2004 年一些交易所还上市了基于中国指数的交易所交易基金 (ETFs), 包括今年 7 月份, 由中国资产管理公司和道富环球投资公司基于上证 50 指数推出的中国第一只 ETF, 以及巴克莱环球投资公司基于新华富时中国 25 指数推出的 ETF。

指数产品的创新

最近法国投资公司—Groupe Caisse d' Epargne 看好并选择 FTSEurofirst 80 指数。夏维·帕拉英是该公司一家子公司的金融工程主任, 他表示: 公司需要“有更高质量特性”的指数, 公司的研究表明 FTSEurofirst 80 具有“覆盖面广和更准确跟踪欧元区股票市场”的特性, 因此相信 FTSEurofirst 系列指数将在资产管理行业迅速赢得自己的市场。此外, 2004 年夏, 巴克莱环球投资公司还将该指数系列作为两只欧洲 ETFs 的标的基准。10 月, 法国巴黎银行推出了基于 FTSEurofirst 80 指数的一系列新权证。上述局面固然令人可喜, 但是 Eurex 上市的 Euro Stoxx 合约依然主导着泛欧洲市场的指数格局。

指数除了用于跟踪市场价格外, 还可以表征市场的敏感性。为了度量“投资者恐惧指标”, 芝加哥期权交易所开发出波动性指数 (VIX), 该指数根据实时期权价格计算, 反映多数投资者对未来股票市场波动性的预期。2004 年 3 月, CBOE 的期货子公司上市 VIX 期货合约, 随后又推出了基于 2 个月后 S&P 500 实际方差的方差期货。特别是 VIX 期货, 可谓开局良好。也许是受到 VIX 期货成功的启示, Eurex 也正在考虑重新推出波动性指数产品, 该交易所曾在 1998 年推出过类似的 Volax 产品, 但以失败告终, 作为研究工作的一部分, 交易所已经向市场参与者就产品合约征求意见。

股指衍生品的交易

根据国际结算银行的最新数据, 在历经连续 4 个季度的快速增长之后, 在 2004 年第 2 季度, 全球股指期货合约交易的增长趋于停滞。然而, 以 Kospo 200 为代表的亚太地区, 交易额却增长了 14%, 达 9 万亿美元。北美市场下降了 4%, 为 9 万亿美元, 而欧洲市场下降

了13%，为4.8万亿美元。

欧洲各国的交易量几乎都出现了下降势头，德国、英国和法国的下降比率介于11%~14%之间。不同之处在于：法国和德国股指期货交易量的降幅超过期货，而英国的情形正好相反。国际结算银行认为：第二季度股指交易的全面停滞反映了标的市场缺少波动。对指数期权隐含的波动率的度量也显示了异乎寻常的市场不确定性的低水平。在美国和欧元区，真实隐含波动率都接近于历史最低水平。如果再看得远一点的话，前景也并不乐观。虽然美国公司在第2季度的取得了骄人的业绩，但是这得益于政策利率的上扬带动了市场份额的扩大，而这正是可能抵消衍生品市场高收益和低持仓积极效果的因素。

国家指数的前途

Euro Stoxx 50的成功并不意味着国家指数的消亡。1999年欧元的诞生带来了欧洲投资模式的巨大变革。随着越来越多的机构投资者和基金经理开始谈论区域投资的增长，业已存在的一些泛欧洲指数开始成为真正意义上的“泛欧指数”，当年还推出了旨在反映市场各个方面的大量的泛欧指数产品。专门为衍生品交易量身订做的道·琼斯 Stoxx 50指数在1999年就已经占有了以欧元标价的股票交易的大部分市场份额。尽管也有诸如1999年5月MSCI Pan-Euro、MSCI Euro等指数期货和期权产品在Liffe和阿姆斯特丹交易所上市，还有FTSE Eurotop 300、FTSE Eurotop 300 ex-UK和FTSE Eurobloc 100等指数相继推出，但是道·琼斯 Stoxx 50良好的流动性令Stoxx指数成为欧洲市场各基准指数中的主导。

欧洲交易所交易的道·琼斯 Stoxx 50期货和期权取得了巨大的成功，目前其排名稳居全球成交最为活跃的指数合约前5名，本来看似已经敲响了国家指数的丧钟。但是，6年过去了，CAC40、DAX、Ibex 35、FTSE和OMX等国家指数依然成交活跃，并且，与2003年同期相比，许多指数的交易量还有所增加。

西班牙交易所的市场部主任拉格纳西奥·索罗瓦表示：泛欧指数产品的成功并未导致国家指数市场的消亡。交易数据也证明了这一点。2000年，CAC 40期权的总成交量为8400万手；DAX期权为3100万手；FTSE 100期货为1000万手；Euro Stoxx 50期货为1400万手。截至2004年9月底，Euro Stoxx 50期货成交量达9200万手，而其他指数也差不到哪里。9月底，CAC 40期权总成交量为5000万手；DAX期权为3000万手；FTSE 100期货为1500万手。因此，要预言国家指数的丧钟已经敲响还为时尚早。索罗瓦坚持认为Euro Stoxx 50在过去的5年里已经透支了其未来的发展潜力，其增长势头已经减缓。与去年同期相比，DAX增长了30%，西班牙的Ibex增长了50%，而Euro Stoxx 50仅仅增长了20%。索罗瓦认为这清楚地表明Euro Stoxx的持续的增长难以维继。

然而，西班牙UBS Gestion SGIIC的罗伯托·瑞茨·斯格茨的观点却截然相反。他认为虽然国家指数还有用，但是随着时间的推移，泛欧指数将越来越重要。他表示：“关注国家指数的投资群体中，大多数是散户投资者，投资基金的交易量也足以维持国家指数的生存。但是，这取决于你的需求，如果你要求的是流动性，那么Euro Stoxx无疑是最棒的。”他接着补充到：“欧元区是世界第二大市场，也是最具流动性的市场。我们相信Euro Stoxx 50是欧洲的基准指数，也是各机构投资者的首选。”

Banco Santander Central Hispano的销售主任艾赛克·普拉达对Ibex的未来并不悲观。在1999年，他曾说由于西班牙国债消亡了，所以对西班牙指数的未来也很忧虑，但是，如今国债又恢复了。显然，使用国家指数和使用泛欧指数作为基准的投资风格是不同的。国家指数合约（CAC 40、DAX、FTSE和Ibex）的空盘量都大大超过Euro Stoxx期货的空盘量。与此同时，西班牙希望借推出FTSE Latibex指数的期货交易来扩大其影响。该指数于1999年推出，成份股的公司来自阿根廷、巴西、智利、墨西哥、秘鲁和波多黎各的，旨在为欧洲投资者进入拉丁美洲市场提供便利。

该文译自《FOW equity derivatives》winter 2004 期，作者 Emma Davey