

境外中国股指类衍生品市场的发展对境内证券市场的影响研究^{*}

彭红枫

摘要：为了分享中国经济快速发展的成果，境外机构纷纷抢注中国股指类衍生品，境外机构推出中国股指类衍生品，不仅会增加境内股指类衍生品市场发展的难度，也可能导致中国股指类资产定价权的丧失。日本、中国台湾及中国香港应对境外相应离岸股指类衍生品市场的经验表明，通过合理地设计合约，完善交易规则和降低交易成本等措施，可以有效地减轻离岸股指类衍生品市场对本土衍生品市场的影响。因此，中国应在借鉴其他国家和地区应对境外相应的离岸股指类衍生品市场的经验教训的基础上，发挥后发优势，进一步修改完善沪深 300 股指期货合约并尽早将其推出，使其能更好地满足投资者套期保值、套利及投机的需求，从而在推出后能吸引更多的投资者。

关键词：股票价格指数 衍生品 离岸

股指类衍生品境外上市是当前中国股市所面临的一个困扰。在继 2006 年 9 月 5 日新加坡交易所 (SGX) 推出新华富时 A50 中国指数期货后，芝加哥商业交易所 (CME) 于近日宣布即将推出新华富时 A25 中国指数期货。由于芝加哥商业交易所与新加坡交易所一向在产品创新方面最有侵略性，再加之其成熟的市场运作模式，其推出的中国概念股指类衍生品成为我国股指类衍生品发展的最大威胁，引起我国业内人士和管理层的重视和担忧。境外机构推出股指类衍生品，不仅会增加国内股指类衍生品市场发展的难度，也可能对我国金融竞争力带来一定影响。

本文研究了境外中国股指类衍生品的交易对境内股票市场的影响，并通过分析离岸股指类衍生品的案例、其他国家和地区应对境外相应的离岸股指类衍生品市场的经验教训，提出了中国应采取的政策建议。

一、境外中国股指类衍生品的发展历史和现状

在中国经济的快速发展的背景下，为了分享中国经济发展的成果，境外机构已开始抢注中国股指类衍生品。最早抢注中国股指类衍生品的是香港交

易所 (原香港期货交易所)，1997 年 9 月 12 日，原香港期货交易所推出了恒生中资企业指数期货和期权，后来由于交易清淡，该期货及期权合约于 2001 年 8 月 31 日停止了交易。香港交易所还陆续推出了摩根士丹利 (MSCI) 中国外资自由指数期货、H 股指数期货及期权，除 MSCI 中国外资自由指数期货由于交易清淡的原因于 2004 年 3 月 29 日停止交易外，其余的中国股指类衍生品仍在继续交易。2004 年 10 月 18 日美国芝加哥期权交易所 (CBOE) 正式推出中国股指期货 (CX, CBOE)，该期货的标的指数由在纽约股票交易所、纳斯达克 (NASDAQ) 和美国证券交易所等市场上市的中海油、中国铝业、中国人寿、中国电信等 16 家中国公司构成。新加坡交易所于 2006 年 9 月 5 日上市的新华富时中国 A50 股指期货，是全球第一个直接以中国大陆的股票指数为标的的衍生品。表 1 为境外已推出或即将推出的中国股指类衍生品一览表。

从表 1 可以看出，到目前为止，境外机构累计已推出 10 余种中国股指类衍生品，除此之外，香港交易所即将推出基于中国大陆 A 股股票指数期货；芝加哥期权交易所拟在中国指数期货的基础上，推出中国指数期权。

^{*} 本文系武汉大学“985”创新基地项目子课题《金融产品创新在中国的本土化和竞争研究》和国家自然科学基金《境外人民币衍生品市场对人民币汇率定价权的影响》(70541004) 阶段性成果。

总体而言,境外机构推出的中国股指类衍生品有以下特点:第一,从地域分布看,境外机构推出的中国股指类衍生品主要分布在中国香港、新加坡及美国,其中,香港推出的中国股指类衍生品达7种之多,这主要是因为香港倚临中国大陆,有地缘优势,大陆有众多公司在香港上市。美国和新加坡各推出了2种及1种中国股指类衍生品,其原因与香港类似,是因为大陆也有较多公司在美国及新加坡上市。第二,从衍生品的标的资产看,大致分为以下几类:

恒生中资企业指数、H股指数衍生产品、新华富时A系列指数及美国上市的中国公司股票指数。这其中,完全以中国大陆股票构造,将对中国大陆推出的股指类衍生品产生直接影响的是新华富时A50中国指数期货,该市场的交易者都是中国大陆推出的股指类衍生品的潜在客户,如合格境外机构投资者(QFII)及被中国政策阻挡在外的资金等,这些客户一旦成为新加坡交易所的忠实客户,将极大地影响中国大陆自身股指类衍生品的发展。

表1 境外已推出或即将推出的中国股指类衍生品一览表				
衍生品名称	标的指数	交易所	上市日期	备注
恒生中资企业指数期货	恒生中资企业指数	香港交易所(原香港期货交易所)	1997年9月12日	2001年8月31日终止
恒生中资企业指数期权	恒生中资企业指数	香港交易所(原香港期货交易所)	1997年9月12日	2001年8月31日终止
MSCI中国外资自由指数期货	MSCI中国外资自由指数	香港交易所	2001年5月7日	2004年3月29日终止
H股指数期货	H股指数	香港交易所	2003年12月8日	
H股指数期权	H股指数	香港交易所	2004年6月14日	
中国指数期货	16家中国公司股票构成的指数	芝加哥期权交易所	2004年10月18日	
新华富时A25指数期货	新华富时A25	香港交易所	2005年5月23日	
新华富时A50中国指数期货	新华富时A50	新加坡交易所	2006年9月5日	
恒生H股金融指数期货	恒生H股金融指数	香港交易所	2007年4月16日	
新华富时A25中国指数期货	新华富时A25	芝加哥商业交易所	即将推出	CME已正式对外宣布

二、境外中国股指类衍生品出现的原因

对于还不太完善的中国股市,境外机构为什么表现出如此大的兴趣?我们认为市场利益的驱动是其根本原因,毫无疑问,高速发展的中国经济吸引了各国投资者的目光。

(一)境外机构推出中国股指类衍生品可以满足境外投资者对风险控制的需求

由于中国经济持续并且高速的增长,来自中国的资产受到国际投资者的关注,不仅越来越多的内地公司到境外资本市场挂牌上市,而且随着获得QFII资格的机构增多,国际资本可以直接进入国内资本市场。由于大多数QFII等国际资金追求的是中国经济增长的长期回报,而不是短期价差。但中国股票市场现状是走势常常与经济增长趋势相背离,在这种情况下,QFII投资于中国股市面临很大的系统性风险,他们需要金融期货和期权等衍生品种来管理现货市场的投资风险。

2006年9月前,没有一家交易所能够提供A股指数期货来满足QFII的需求,新加坡交易所敏锐地捕捉到这一市场需求,并于2006年9月5日推出了新华富时A50中国指数期货,成为现交易的以中国大陆股票为标的的首只股指期货。

(二)境外机构推出中国股指类衍生品可以满足投资者套利的需求

目前我国股市的投机性程度还比较高,很多时

候扭曲了股票价格的正常预期,使行情的投机性溢价时时出现。同一家上市公司在大陆及香港发行的股票(即A股和H股),价格往往有很大的不同,以2007年5月11日收盘价计算,H股平均价格仅相当于A股平均价格的53%,其中洛阳玻璃及ST科龙的A股股价超过H股股价100%以上。这说明在境内和境外存在大量的套利机会,在这种情况下,境外机构推出中国股指类衍生品将满足投资者套利的需求。

境外机构推出中国股指类衍生品为投资者创造的套利形式是多样的,投资者不仅可以在股票现货和现货之间套利(如A股与H股之间),还可以在现货与期货之间套利,如新加坡新华富时A50中国指数期货与中国股市之间套利。在沪深300指数期货推出之后,甚至还可以在新加坡新华富时A50中国指数期货与沪深300指数期货之间套利。

(三)境外机构推出中国股指类衍生品是交易所推动金融产品创新的重要措施

芝加哥期权交易所(CBOE)作为全球最大的期权交易所,交易品种的持续创新是其保持竞争力的重要方面。通过开发具有中国概念的股指期货,不仅可以吸引对中国概念资产关注的投资者,而且可以为后续的金融产品创新提供基础,有助于保持其全球领先的地位。芝加哥商业交易所(CME)一直以来就是衍生品创新的前驱,全球第二大金融期货合约S&P500股指期货、天气衍生品等合约都是CME

推出的。

芝加哥期权交易所、芝加哥商业交易所及新加坡交易所正是通过不断的产品创新,才保证了其在衍生品交易所中的核心地位。

(四)境外机构推出中国股指类衍生品是境外交易所进一步开拓新的市场、吸引新的资金和交易者的结果

2006年,新加坡交易所的欧洲美元期货交易量持续下滑,为了抵消欧洲美元期货交易量下滑给交易所造成的影响,新加坡交易所积极地争取亚太地区衍生品业务,2006年9月推出新华富时A50中国指数期货正是为争取亚太地区衍生品业务而采取的重要措施之一。境外机构通过开办基于中国概念的指数期货,不仅可以取得先发优势,获得现实的经济利益,而且可以影响我国金融市场的发展。如新加坡曾经抢先开办日经225股票指数期货和台湾地区股票指数期货,曾经对日本和台湾地区的金融市场发展带来了一定影响。

三、境外中国股指类衍生品的交易对境内股票市场的影响

在境内的股票指数衍生品交易还在准备的情况下,境外机构抢先推出中国股指类衍生品对境内股票市场的影响表现为以下几个方面:

(一)境外机构抢先推出中国股指类衍生品是中国金融资源的流失

金融是一种重要的经济资源,在经济全球化的背景下,金融资源的开发和配置具有高度的垄断性和流动性。从市场的开放性来看,现货市场具有一定的地区性,而衍生市场的开放性比较明显。境外机构抢先推出中国股指类衍生品,充分利用了衍生品市场的开放性特征,可以在中国衍生品市场方面形成先发优势,这将导致我国金融资源潜在客户的流失,当然也是经济利益的流失。

(二)境外机构抢先推出中国股指类衍生品会对中国的金融竞争力造成影响

首先,境外机构抢先推出中国股指类衍生品将导致中国大陆股票的现货市场与股指类衍生品市场分割,造成中国股票市场结构缺失,这将极大地影响中国资本市场的竞争力,即便是在中国大陆推出了股指类衍生品后,该市场在国际竞争中处于不利的地位。经测算新华富时中国A50指数与上证指数及沪深300指数相关性都大于0.9,这表明新华富时中国A50指数期货完全可以替代国内指数期货。由于有富时公司参与编制,在国际市场上,新华富时A50指数的影响力远远超过中证指数公司编制的沪深300指数,因此新华富时A50指数期货将严重影

响沪深300指数的海外推广。

其次,国内股票交易和期货交易都没有推出晚场交易。对国内股市而言,由于不是国际品种,没有必要开展晚场交易。而境外机构抢先推出中国股指类衍生品除了白天同步交易之外,还推出了晚盘甚至是全天候的交易,如新加坡交易所推出新华富时A50中国指数期货在每天的15:40-19:00还可以交易。即便是我国推出沪深300指数期货,交易时间的差别也会影响沪深300指数期货的竞争力。

再次,从国际金融中心发展历程来看,包括自然演进型和政府推动型两类,其中新兴的金融中心通常以政府推动为主导。部分境外机构目前开办以境外上市的中国股票为基础的指数衍生品可以在一定程度上认为是其强化金融地位的努力,存在进一步开发有关中国金融期货以及期权的可能,由此可能进一步损害我国的金融竞争力。

(三)境外机构抢先推出中国股指类衍生品可能导致中国金融资产定价权的丧失,对金融安全带来影响

金融衍生品的重要功能之一是价格发现,境外衍生品市场可以通过价格机制对内地现货市场带来影响。由于不同地区所使用的估值标准有所不同,在两地估值标准存在差异的情况下,国内金融市场可能受到境外市场的影响,导致金融资产定价权在一定程度上的丧失。新加坡交易所(SGX)抢先推出的日经225指数期货与MSCI台证股指期货就是典型的例子,新加坡交易所抢先推出的日经225指数期货一度成为日经225指数的风向标,在价格上较长时间地引导着日本大阪证券交易所推出的日经225股指期货;而台湾期指市场定价功能目前仍然受制于新加坡MSCI台证股指期货市场。

(四)境外机构抢先推出中国股指类衍生品可能在一定程度上带来资本外流

境外机构开办中国股指类衍生品,一方面会造成国内部分资金的外流,那些拟进行套期保值或追逐套利机会的资金会想方设法地通过各种渠道流往境外;另一方面随着资本管制的放松和境外股票市场的比价效应,导致部分国内投资者投资于境外市场,从而对国内金融市场的健康成长和经济发展带来影响。

四、其他国家和地区应对境外相应的离岸股指类衍生品市场的经验教训

在抢夺别国股指期货与争取定价权方面,新加坡交易所创造的经典案例颇多,新加坡交易所不仅开创了股指期货境外上市的先河,也是目前拥有股指期货境外上市品种最多的交易所。截至2006年7

月 27 日,在新加坡交易所挂牌交易的股指期货合约有 8 种,其中 6 种是境外上市的合约;股指期货合约有 4 种,全部是境外上市的合约。这其中有代表性的是抢先推出的日经 225 指数期货、MSCI 台证股指期货及 MSCI 香港指数期货。

(一)新加坡日经 225 指数期货

最早的股指期货境外上市的事件发生在 1986 年 9 月 3 日。当时的日本对本土金融衍生品交易管制严格,但同时日本经济正处于繁荣时期,新加坡国际金融交易所(SIMEX)抓住这一时机,不顾日本的抗议,抢先于日本推出日经 225 指数期货。

1987 年 5 月,日本监管当局允许本国投资者交易 SIMEX 的日经 225 股指期货。事件发生当日,日经 225 指数下跌 1.01 %。此后 SIMEX 的日经 225 股指期货交易量迅速发展起来。两年后的 1988 年 9 月 3 日,日本大阪证券交易所推出自己的日经 225 股指期货,为了夺回指数期货的主导权,大阪证券交易所进行了多年艰苦卓越的努力,收到了一定的成效:大阪证券交易所在 1999 年通过将公开喊价全部改为电子下单,交易量迅速扩大,2004 年的市场占有率已高达 76 %,还积极吸引国外投资者与散户参与其股指期货市场,2004 年外国人投资比例占 45.4 %,已经与日本国内自营商平分秋色。个人投

资者的参与比例,已经从 2003 年不到 1 %,提升到 2004 年上半年的 2.5 %,并计划推出 Mini (迷你) 日经股价指数期货(小日经),吸引个人投资户。经过一系列的努力,大阪证券交易所日经 225 股指期货的日均量与持仓量皆稳步上升,其流动性已超过了新加坡日经指数期货,基本掌握了日经 225 股指期货的交易主导权。

Covig,Ding 和 Low(2004)以 2000 年 3 月 13 日至 2000 年 6 月 13 日为样本期,选取了该样本期内东京证券交易所的日经 225 指数现货、大阪证券交易所和新加坡交易所的日经 225 指数期货的数据,对日经 225 指数的价格发现过程进行了实证研究。Covig,Ding 和 Low(2004)实证结果表明日经指数的价格发现有超过 1/3 来自新加坡交易所的日经 225 指数期货,其主要原因是因为新加坡交易所具有更长的交易时间(见表 2),从表 2 可以看出,新加坡交易所的日经 225 指数期货的交易时间完全覆盖了大阪证券交易所,这正是虽然大阪证券交易所已掌握了日经 225 股指期货的交易主导权,但新加坡交易所在日经 225 指数的价格发现中仍然发挥重要作用的原因。正像 Covig,Ding 和 Low(2004)所指出的“新加坡市场得以成功地与大阪市场共存的重要原因在于其通过较长的交易时间为交易者提供的交易便利。”

表 2 大阪证券交易所与新加坡交易所日经 225 指数期货交易时间的比较

	大阪证券交易所	新加坡交易所	两地重合部分	新加坡较大阪多出部分
交易时间	9 00 - 11 00 12 30 - 15 10	8 55 - 11 15 12 15 - 15 25 16 00 - 20 00	9 00 - 11 00 12 30 - 15 10	8 55 - 9 00 11 00 - 11 15 12 15 - 12 30 15 10 - 15 25 16 00 - 20 00

(二)新加坡 MSCI 台证股指期货

另一案例是新加坡抢先于我国台湾在 1997 年 1 月 9 日推出的 MSCI 台湾指数期货。同样,台湾对金融衍生品交易也采取严格管制立场,同时台湾的经济也处于繁荣期。事件发生当日,台湾证券交易所发行量加权股价指数(TAIEX)下跌 0.12 %。其后 SIMEX 的 MSCI 台湾股指期货,在无需课征期货交易税及同属华人商圈,且其恰好满足了当时国际投资者对于台湾金融投资需求的情况下,交易量逐步增长,并成为新加坡交易所衍生品交易市场中最活跃的品种之一。

1998 年 7 月 21 日台湾金融市场第一个本土股指期货——台湾证券交易所加权股指期货开始交易。在市场推出之初,台湾期指期货交易较为清淡,为了应对新加坡市场的竞争,台湾期货交易所在 1999 年和 2000 年进行了一系列的改革:(1)1999 年 3 月,为了鼓励机构投资者的参与,台湾期货交易所将对机构投资者的持仓限制从 300 手放松到 600

手;(2)1999 年 12 月,将电子交易中的自动撮合价格的时间间隔从 20 秒减少到 10 秒;(3)2000 年 5 月 1 日,台湾期货交易所将交易税从 5 个基点下降到 2.5 个基点。这些改革措施对于台湾的台股期货竞争力提高具有积极意义,降低了交易成本,增加了交易便利性。从成交总量看,台湾期指期货市场自 2001 年以来就已超过了新加坡 MSCI 台湾指数市场,甚至台指单个品种在 2003 年、2004 年的交易量也超过了新加坡 MSCI 台湾指数。但这一切都改变不了目前台湾期指市场定价功能仍然受制于新加坡市场的客观事实。主要原因在于,新加坡市场宽松的交易与监管制度以及国际化的投资者参与,使 MSCI 台湾指数期货的交易量仍然保持比较高的速度增长。

在台湾期货交易采取措施应对新加坡摩根台股指数之后,新加坡交易所也在做出相应的变化,新加坡交易所于 2005 年 6 月底全面结束了 MSCI 台湾指数期货的公开喊价交易制度,改为电子交易并延长了 MSCI 台湾指数期货的交易时间,分为日盘(8 45 -

13 50)与晚盘(14 45 - 19 00),相对而言,台湾的台股指数期货仅有日盘交易(9 00 - 13 45)。由于有晚盘交易,许多台湾投资者在台湾股市与期市收市之后,进入新加坡市场进行操作。产生的价格信号对第二天台湾股指期货及股市开盘均造成了一定的影响,这在一定程度上使得台湾股市与期市变成了新加坡市场的“影子市场”。这些措施使得 2005 年摩根台指期货交易量再次反超本土台股指数期货。目前新加坡摩根台指期货中有 1/3 的交易量来自于台湾投资者,台湾期指市场的价格发现功能与新加坡摩根台指期货密切相关。

新加坡交易所和台湾期货交易所正是通过不断地对市场交易制度进行创新,才保持了两个市场之间的竞争和发展共存的较稳定的局面。

(三)新加坡 MSCI 香港指数期货

1998 年,新加坡交易所又推出 MSCI 香港指数期货。在新加坡交易所推出 MSCI 香港指数期货之初,香港舆论一片哗然,并形成截然相反的两种意见:一种意见认为香港早在 1986 年就已经推出恒生指数期货占据了市场,MSCI 香港指数与恒生指数高度相关,将无法对已有十余年历史的恒生指数期货形成竞争,因此,香港交易所无需采取任何对策;另一种意见认为为了回应新加坡交易所的挑战,香港交易所应该采取积极的态度。事实上,香港交易所认为新加坡交易所推出的 MSCI 香港指数期货合约会对香港期货交易所的恒生指数期货及期权市场构成直接的竞争,故采用了包括决定延长恒指期货及期权合约的交易时间,豁免期交所会员部分交易费用,调低会员存放按金的利息扣减率,降低恒指期货合约的客户基本按金等一系列市场化措施,这些措施无疑可降低客户的交易成本,从而增加期交所的竞争力。

与日本及中国台湾应对新加坡的挑战不同,中国香港交易所除了运用市场化的手段之外,还通过阻止路透社向编制指数的摩根士丹利资本国际(MSCI)提供即时报价,以使新加坡的香港指数期货交易受阻。这一非市场化的手段效果非常明显,MSCI 香港指数期货在新加坡交易所推出以来,交易一直非常清淡,特别是在 2002 - 2004 年的 3 年时间里,该合约的交易量为 0。

五、启示及政策建议

(一)其他国家和地区应对境外相应的离岸股指类衍生品市场给我们的启示

中国沪深 300 股指期货晚于新加坡新华富时 A50 中国指数期货的推出,这将导致中国大陆失去先发优势,但从日本、中国台湾及中国香港应对境外

相应的离岸股指类衍生品市场的经验教训中,我们可以得到一些启示:

1. 合理设计合约,积极吸引各类投资者

吸取我国香港、日本的成功经验,吸引国际资金,国内的 QFII 及散户来活跃市场。而这主要是通过创新拓展交易品种,如日本为散户设计的小日经股指期货,香港的利率期货、二板市场等。我们可以结合中国的具体情况加以借鉴,不断丰富股指期货的品种,逐步发展其他金融衍生品,来满足不同客户的需求,如在标的资产、保证金比例、交易佣金、会员管理、信息披露等多方面。设计合意的产品,完善交易规则和降低交易成本(如日本抢先改为电子交易,香港调低客户基本按金),让市场从中受惠。交易所也可以从服务、交易时间、加强规范性管理等方面来提高自身的竞争力。

2. 树立主权意识,稳步开放金融市场

我国作为新兴市场国家,由于资本市场的发展不充分、规则不完善,出于对金融安全的考虑,衍生品市场对外资开放应该逐步进行,谨慎地放开开放的步伐。循序渐进的开放既可以稳定外资信心,也有利于稳定股市发展,提高我国市场参与者在国际金融市场上的竞争力。

要树立指数信息主权意识。国内交易所与各信息供应商之间所签订的合约,都应规定信息供应商不得利用交易所的信息进行外围交易活动,或推出交易所竞争的产品。因此,如果信息供应商违反合约,交易所便可中止向其提供即时报价。正如香港通过阻止向 MSCI 提供即时报价,以使新加坡的香港指数期货交易受阻。

3. 加强国际金融界的合作

由于离岸型中国大陆股指期货在海外市场交易,监管标准可能会存在差异,对利用现代通信技术进行金融欺诈、市场操纵、内部交易以及其他形式的投机套利及非法行为,国内监管不起作用。因此,只有加强国际监管机构间的信息交流,在国际证监会组织(IOSCO)的技术委员会的《谅解备忘录原则》的框架下相互之间签署谅解备忘录或其他正式文件,有助于减少信息交流过程中的不确定因素。加强在竞争基础上的合作将是中国和国际金融界共同发展的必然途径。

(二)政策建议

尽管沪深 300 股指期货合约几易其稿,就内容而言已多次向社会广泛征求意见,但其尚未接受市场考验,因此,我们应该认真研究其他国家及地区,特别是新加坡新华富时 A50 中国指数期货经验教训,发挥后发优势,进一步修改完善沪深 300 股指期货合约,使其能更好地满足投资者套期保值、套利及

投机的需求,从而在推出后能吸引更多的客户。为此特提出如下政策建议:

第一,在交易费用上,沪深 300 股指期货应该比新加坡新华富时 A50 中国指数期货更低。国际经验表明,当不同地区推出同种资产的两个或多个交易市场时,较低交易费用的一方往往能吸引更多的交易者,尤其是想发挥后发优势的那一方,更应该如此。

第二,在交易时间上,在推出日盘满足境内交易者需求的基础上,可考虑逐步延长沪深 300 股指期货的交易时间,增加晚盘交易,最大限度地满足境外投资者的交易需求。

第三,在推出时间上,越早推出越有利于沪深 300 股指期货等金融衍生品的未来发展。当前,股票现货市场的波动加剧,包括 QFII 在内的现货市场的投资者亟需新的金融工具来保值。沪深 300 股指期货越迟推出,这些投资者就越有可能通过各种渠道到香港、新加坡或美国寻找套期保值的机会。同时,沪深 300 股指期货一而再、再而三地延长推出的时间,会打消那些原本坚定参与沪深 300 股指期货交易的投资者的积极性,这些都不利于沪深 300 股指期货等金融衍生品的未来发展。

第四,上海金融期货交易所应进一步做好沪深 300 股指期货的推广工作。芝加哥期权交易所(CBOE)、芝加哥商业交易所(CME)及新加坡交易所在推出一种新产品之前,往往会通过各种渠道进行宣传推广工作,特别是针对那些潜在的客户,这种投资者关系管理对新产品的推出将产生积极的影响。交易所与投资者的互动也将帮助交易所进一步了解投资者对新产品的意见,掌握投资者的需求动向,对新产品的进一步完善和后续的产品创新产生积极的作用。

目前,我们虽然通过法律手段限制了新加坡交易所的先发优势的发挥,但这并非是长久之计。如果其他国家或地区推出基于合法中国股票价格指数衍生品,那我们还能采取什么手段限制其发展呢?只有积极地发展壮大自己的股指类衍生品,将其培养成具有国际竞争力的品种,才能打消境外机构抢注本国衍生品的念头,也才能将更多的经济利益留在境内。新《证券法》及《期货管理条例》陆续地开始颁布实施,在法律法规上为股指、股票期货等金融衍生品预留了相应的创新发展空间。市场接受股指期货的条件已经基本成熟,一个公开、公平、公正的法律环境正在逐步形成。相信我国在吸取各国及各地区金融衍生品市场的经验教训后,结合我国市场的具体情况,积极开拓创新,后发制人,完全有可能掌

握中国股指类衍生品的定价权。

注释:

上海证券交易所以“新华富时和深交所没有签订合同,也没有取得上证所信息网络公司的授权就编制 A50 指数”为由,诉新华富时指数有限公司违约许可新加坡交易所开发中国 A50 股指期货,将新华富时指数有限公司告上法庭,这导致新华富时 A50 股指期货存在法律风险,这也使得新加坡新华富时 A50 中国指数期货在推出后成交清淡。

参考文献:

1. 陈怡守:《TAIMEX 与 SIMEX 台股指数期货跨市场之研究》,国立台湾大学财务金融研究所硕士论文,1999。
2. 吕玢佩:《TAIFEX 与 SIMEX 执行成本与信息解析之比较研究》,国立中央大学财务管理研究所硕士论文,2000。
3. 吴易欣:《股价指数期货与现货之关联性研究:新加坡 MSCI 台股指数期货实证分析》,国立政治大学金融研究所硕士论文,1998。
4. 余书炜:《本土市场对股指期货异地上市事件的反应》,上海期货交易所工作论文,2005。
5. 默顿:《台湾股指期货市缘何成新加坡“影子市场”》,载《国际金融报》,2006 - 02 - 23。
6. 彭红枫、吕思颖:《离岸股指期货市场对本土市场的影响和启示》,载《期货日报》,2006 - 11 - 19。
7. 李中秋:《应对 A50 期指抢发须从源头考虑 对内地影响不容忽视》,载《中国证券报》,2006 - 07 - 28。
8. 胡俞越、李宏涛:《从 SGX 的成功看我国金融期货市场发展》,载《期货日报》,2006 - 06 - 15。
9. Darat, Ali F. and Zhong, Maosen, 2002. “Permanent and Transitory Driving Forces in the Asian Pacific Stock Markets.” The Financial Review, Vol. 37, pp. 35 - 52.
10. Licht, Amir N., 2001. “Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets.” Virginia Journal of International Law, Vol. 38, pp. 563 - 636.
11. Booth, G. G.; Leek, T. and Tse, Y., 1996. “International Linkages in Nikkei Stock Index Futures Markets.” Pacific - Basin Finance Journal, Vol. 4, pp. 59 - 76.
12. Chou, K. R. and Lee, J., 2002. “The Relative Efficiencies of Price Execution between the Singapore Exchange and the Taiwan Futures Exchange.” The Journal of Futures Markets, 22 (2), pp. 173 - 196.
13. Covig, V.; Ding, D. K. and Low, B. S., 2004. The Contribution of a Satellite Market to Price Discovery: Evidence from the Singapore Exchange. Journal of Futures Markets, Vol. 24, pp. 981 - 1004.
14. Roope, Matthew and Zurbrugg, Ralf, 2002. “The Intra - Day Price Discovery Process between the Singapore Exchange and Taiwan Futures Exchange.” The Journal of Futures Markets, Vol. 22, No. 3, pp. 219 - 240.
15. Chen, Shen - Yuan; Lin, Ching - Chung; Chou, Pin - Huang and Hwang, Dar - Yeh, 2002. “A Comparison of Hedge Effectiveness and Price Discovery between TAIFEX TAIEX Index Futures and SGX MSCI Taiwan Index Futures.” Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 5, No. 2, pp. 277 - 300.

(作者单位:武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)
(责任编辑:K)