

L I N I A N
Z H I S H E N G

理念

制胜：

指数产品创新研究

姚兴涛 □ 著

Z H I S H U
C H A N P I N
C H U A N G X I N
Y A N J I U



上海三联书店

理念制胜：

L I N I A N
Z H I S H E N G

指数产品创新研究

Z H I S H U
C H A N P I N
C H U A N G X I N
Y A N J I U



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

理念制胜:指数产品创新研究/姚兴涛著. —上海:上海三联书店, 2005. 8

ISBN 7-5426-2159-9

I. 理... II. 姚... III. 证券市场—指数—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 082976 号

理念制胜:指数产品创新研究

著 者 / 姚兴涛

责任编辑 / 黄 韬

装帧设计 / 范桥青

监 制 / 林信忠

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(200031)中国上海市乌鲁木齐南路 396 弄 10 号

<http://www.sanlianc.com>

E-mail: shsanlianc@yahoo.com.cn

印 刷 / 上海惠顿实业公司印刷

版 次 / 2005 年 10 月第 1 版

印 次 / 2005 年 10 月第 1 次印刷

开 本 / 890×1240 1/32

字 数 / 160 千字

印 张 / 8.5

ISBN 7-5426-2159-9 / F·440

定价: 20.00 元

内 容 提 要

作为一个“新兴加转轨”的资本市场,在进一步的发展和深化过程中,必定要求通过不断的创新来提高其效率和完善其功能。从成熟市场和新兴市场的经验看,指数投资和指数产品是可以优先发展的。全书围绕指数投资和指数产品这条主线,对证券市场创新问题进行了相关研究,一些内容对资本市场发展和深化具有特别重要的意义,包括:(1)对我国股市推出交易所交易基金(ETF)的可行性进行了系统研究;(2)研究了“指数效应”问题,提出指数创新应首要考虑其“可投资性”;(3)澄清了证券投资基金使用金融衍生品的基本问题,即受规模限制和基金契约限制,实际效果和理论推断差距较大,参与金融衍生品需要特别“揭示”和持有人“认同”;(4)强调了金融衍生品市场与其基础市场为“一个市场”的理念和原则,介绍了更为普及的股权类衍生品市场发展的“非美国”模式;(5)强调了证券公司分类监管的重要性和必要性等。全书共分导论和正文十章:

导论的题目是“证券业创新与发展”。从一般金融创新理论出发,阐述了证券业创新的实质和内容,强调在市场宏观层次和企业微观层次都要重视创新的互补性要求,分析了以创新试点推动证券公司分类管理的重要性。

第一章是“指数化与指数产品”。指数投资是为机构投资者尤其是养老基金广泛采用的投资方式,它是以获得某一特定市场的基准回报为目的的投资行为。介绍了指数化的三种方式和三种主要的指数投资产品:指数基金、指数期货与期权、交易所交易基金



(ETF)。

- 第二章是“证券投资基金时机选择能力的实证研究”。在回顾国内外证券投资基金业绩评价有关研究文献的基础上,对截至2000年底上市的33只基金在2001年1月1日至2001年10月21日间的业绩和时机选择能力进行实证研究。结果表明:(1)运用风险调整指数法的业绩排序具有比较大的相关性,大部分基金具有优于市场的业绩;(2)与已有研究相比,基金经理的证券选择能力开始分化,在研究的样本期间内,2/3基金具有证券选择能力,这与基金投资策略面临转型密切相关;(3)不支持证券投资基金具有时机选择能力的假设,相反,部分基金有明显的负的时机选择能力,与国外相关研究相吻合;(4)不支持小盘基金比大盘基金有较强的时机选择能力、运作时间长的基金有较强的时机选择能力和优化指数基金有较弱的时机选择能力的假设。对证券市场和证券投资基金业的发展提出了一些建议。
- 2

第三章是“股票市场‘指数效应’研究”。标准普尔指数、MSCI指数以及深沪成分股指数推出和指数调整前后成分股交易量和价格的变化说明国内外主要股指普遍存在着由指数引发的市场效应,即“指数效应”。与现有指数相比,讨论的中国统一指数方案在设计上更科学、可投资性增强,将为指数化投资工具指数基金和股指期货等金融创新产品的开发提供基础条件,并且将能够更加真实地反映中国股市的整体状况,预计统一指数推出前后将有明显的指数效应。根据流通市值、业绩、流动性、安全性、行业代表性等原则对中国统一200指数的成分股进行了预测。目前对于统一指数成分股的投资方式主要有完全复制指数、选择样本股复制指数和挑选强势股投资三种方法。从当前股票市场的结构看,统一指数推出真正的投资机会并不在于低价大盘股的炒作,在成分股中选择股本规模适中、行业属性较好、业绩稳定、有发展前景的上市公司构成强势股组合进行投资更为可取。



第四章是“可投资性是证券市场指数创新的核心”。现有的证券市场指数体系还不能满足市场的需要,中国证券市场指数创新的核心是指数具有可投资性。

第五章是“我国国债市场指数编制方法研究”。债券市场已成为投资者尤其是机构投资者的主要投资场所,编制债券市场的指数体系作为基准和标的物的需求十分迫切。该部分发表不久,上证所也发布了其债券指数。

第六章是“我国推出交易所交易基金(ETF)可行性研究”,是第三期“上证联合研究计划”的课题报告。从全球证券市场看,运用积极投资策略经常跑赢市场并不容易,因此近年来指数化投资方式获得了巨大发展,而一种新型的指数投资工具——交易所交易基金(Exchange Traded Fund)更是在近两年迅速兴起。自从 90 年代初首只 ETF 产品推出以来,目前全球已有 150 多种 ETF 产品,其资产规模达到 900 多亿美元。美国的 ETF 产品在 2000 年更获得了 86% 的增长,以至于有人认为: S&P500 指数基金是 1996 至 1999 年间最成功、最引人注目的金融产品,科技股基金是 1998 至 1999 年业内的热门话题,而 ETF 则是在 2000 年的媒体新闻标题中出现最频繁的字眼。根据美国投资公司协会(ICI)的定义,交易所交易基金(Exchange Traded Fund,简称 ETF)是基金单位在股票交易所、由市场定价交易的投资公司,投资者像买卖任何上市公司股票那样通过经纪人或代理账户买卖 ETF 单位。简单的理解,ETF 正如其名称包含的意义:像单个股票交易那样在交易所交易的一篮子证券。近年来,ETF 的迅速发展成为全球资本市场和基金行业最引人注目的现象。随着证券市场的不断深化和机构投资者的培育壮大,研究我国股市推出交易所交易基金的可行性具有特别重要的意义。该章分四部分阐述了我国推出交易所交易基金的可行性,第一部分介绍了 ETF 的基本原理,包括 ETF 特征、起源与发展、设计原理、结构和基本要素,以及 ETF 的



应用和 ETF 对指数期货市场的影响；第二部分介绍了 ETF 全球市场概况，包括 ETF 在主要市场如：美国、欧洲、加拿大和亚洲市场的发展情况；第三部分对我国证券市场推出 ETF 产品的可行性进行了分析，包括对 ETF 产品的需求和供给因素的分析 and 我国推出 ETF 的紧迫性；第四部分是对我国推出 ETF 的建议，包括 ETF 产品在我国运作模式和方案设计，并探讨了运用 ETF 原理减持国有股的可行性。

第七章是“交易所交易基金(ETF)对指数期货市场的影响”。交易所交易基金(ETF)和指数期货同为以指数为标的物的衍生证券，以同一指数为标的物的两种产品必然存在相互影响。实证研究表明，ETF 和其他指数产品间存在着互补或替代关系，互补关系可以增加指数期货的交易量、改善定价效率，替代关系则使指数期货的交易量下降并导致定价效率恶化。

第八章是“共同基金如何使用金融衍生品：法规要求与实际效果”。共同基金已成为社会金融资产和家庭金融资产的重要组成部分，其投资的稳定程度和收益状况对整个社会有多方面的重要影响。金融衍生品市场的风险对基金同样有重要影响。在金融市场及基金业较为发达，监管和运作也比较有效的美国，共同基金使用期货、期权等衍生产品受有关联邦证券、商品和税收方面法律的监管。调查和实证研究表明：共同基金行业对衍生产品的使用并不普遍，使用金融衍生产品似乎没有改变共同基金的绩效，甚至有更低的收益、更高的风险暴露。

第九章是“股指期货研究若干问题的认识”。指数期货和股票市场是一个市场，基于“一个市场”的原则、理念，对股指期货的设计、运作和效率至关重要。亚洲股权类衍生品市场和基础市场融合的趋势十分明显。成功的期货合约是市场选择的结果，应解除对期货合约上市的限制，由市场选择创新的品种和时机。

第十章是“多层次资本市场与产品创新”。从满足融资者、投



投资者的多样化、多层次需求出发,推动资本市场的组织创新和产品创新对提高市场效率、完善市场功能具有重要意义。认股权证是一种基础层次的金融衍生品,可优先推出。多层次资本市场是建立现代金融体系的必然要求。证券公司的分类管理将推动监管创新和行业结构优化。加入 WTO 客观上要求我们加快金融创新的步伐。股指期货的推出要重视与之互补的市场条件、制度环境。要加快研究衍生产品,健全资本市场体系。

除第九章第 1 至第 5 小节外均公开发表过,整理时按发表前的原稿做了修订和补充。

本书的写作和出版得到了许多领导、专家和同事的支持与帮助,特别是上海证券有限责任公司证券投资总部迟海燕、张乃禄、李艳、张晓宇等为研究做了大量基础工作。在完成上海证券交易所第三期“上证联合研究计划”课题中,上海社会科学院世界经济研究所张杰先生、黎兵先生,上海证券交易所刘逖博士、施东晖博士给予了指导和帮助。在此向他们表示衷心感谢!但书中的错误之处,概由我负责。

序：加快发展金融衍生品市场

黄运成

发展衍生品市场实质是一个金融创新的过程。经过一个多世纪的发展,衍生品市场已经成为现代金融市场体系中不可或缺的组成部分。虽然衍生品市场没有融资功能,但它提供了与融资功能密不可分的两项职能——价格发现和风险管理,即衍生品市场为基础金融资产提供了一个定价的标尺,同时,为市场主体提供了一套风险管理的工具。

加入 WTO 后,随着世界经济的一体化,中国越来越多地参与国际市场分工,国内、国际两个市场的联系日趋密切,国际金融风险进入国内的通道被打开。全球化和参与国际竞争在为我国企业提供更大的市场的同时,也使企业面对的环境更加复杂,如一些大企业,原料来源国际化、产品市场国际化,企业经营面临更多的不确定性因素,经营领域的风险大大增加。管理风险就是管理企业。经济的全球化加速金融的全球化,也加速了以风险管理为使命的衍生品市场的全球发展。这或许可以说是衍生品市场发展的外在压力。

对我国金融机构来说,随着金融市场改革的深化和业务的进一步发展,已经产生了对利率、股指类衍生产品的巨大需求。近年来,国内商业银行大量买入国债,并且是长期国债的主要持有者,利率风险问题十分突出。然而,由于缺乏相应的风险管理工具,一旦利率上行,商业银行的经营将陷入流动性困境,并可能引发整个金融系统的危机。证券市场的发展也面临着系统性风险的问题,



同样由于缺乏相应的风险管理工具进行对冲,机构投资者大量的股票和债券头寸缺乏保值手段,在市场未能提供股指、债券类衍生产品的情况下,机构投资者为了规避风险,在某种程度上不得不采取重仓持股、集中投资的策略,虽然这违背了分散组合的原理,但在市场体系不健全的情况下,也只能如此操作了。这样做的后果只能是造成各类投资者行为趋同,加剧了市场的单边运行,积聚了更大的系统性风险。金融市场、银行业、证券业的自身功能完善、风险管理、增强盈利能力等无疑会对衍生品市场提出更高的要求,这是衍生品市场发展的内在动力。

- 2 衍生产品通过两种方式进行交易:在管理严格的交易所市场内部进行标准化交易,或者在管理较为宽松的场外市场进行非标准化交易。目前,国内商业银行大量参与场外的外汇衍生品交易,而且衍生交易的规模正以令人震惊的速度急剧膨胀。由于国内没有一个相应的交易所市场为场外衍生交易提供定价的基准和风险对冲的手段,场外衍生市场交易蕴涵着巨大的风险。因此,从维护国内金融稳定的角度出发,我们也急需发展交易所交易的衍生产品,以防范场外交易可能爆发的风险及风险事件,从而保证我国金融体系的健康稳健运行。

姚兴涛博士所著的《理念制胜——指数产品创新研究》一书围绕指数类衍生品,对我国资本市场的创新问题进行了很有价值的探索。作者在这本专著中,对我国衍生品市场发展的一些关键问题进行了系统、深入的阐述;对我国股市推出交易所基金(ETF)的可行性进行了系统研究;阐述了“指数效应”问题,提出指数创新应首先考虑其“可投资性”;澄清了证券投资基金使用金融衍生品的基本问题;强调了金融衍生品市场与其基础市场为“一个市场”的理念和原则;介绍了更为普及的股权类衍生品市场发展的“非美国”模式,等等。应该说,书中的很多内容对我国发展衍生品市场具有很重要的实践借鉴意义。



姚兴涛博士是国内较早系统地研究中国衍生品市场发展的学者之一。曾先后出版多本关于衍生品市场的专著，其中，《中国股指期货市场概论》、《金融衍生品市场论》等都在业内产生了较大的影响。姚兴涛博士的这本新作《理念制胜——指数产品创新研究》凝聚了他最近几年来对衍生品市场发展的一些新的思考和理解。该书将为那些想了解衍生品市场的读者提供一些快捷而有价值的参考和指引。这是一件非常有意义的工作。我对姚兴涛博士在衍生品研究领域所取得的成就表示衷心的祝贺，并祝愿他在将来取得更大的成功。

3

（本文作者系同济大学教授、博士生导师）

目 录

序 \ 1

导论：证券业创新与发展 \ 1

第一章 指数化与指数产品 \ 17

1. 什么是指数投资? \ 17
 2. 指数化方式的演变 \ 18
 3. 指数基金 \ 20
 4. 指数期货、指数期权 \ 23
 5. 交易所交易基金(ETF) \ 24
- 参考文献 \ 27

第二章 证券投资基金时机选择能力的实证研究 \ 28

1. 文献回顾 \ 29
 2. 国内基金业绩评价研究 \ 32
 3. 样本数据选择 \ 35
 4. 研究方法 \ 36
 5. 时机选择能力的检验假设 \ 38
 6. 实证结果 \ 39
 7. 结论与建议 \ 51
- 参考文献 \ 53

第三章 股票市场“指数效应”研究 \ 54

1. “指数效应”是股票市场的普遍现象 \ 55
2. 中国统一指数将有明显的指数效应 \ 61



3. “指数效应”引发市场格局调整 \ 65
4. 基于中国 200 指数的成分股预测 \ 71
5. 成分股投资分析 \ 73
- 参考文献 \ 75

第四章 可投资性是证券市场指数创新的核心 \ 76

1. 中国股票市场现有指数 \ 76
2. 指数创新的核心是可投资性 \ 78
3. 指数创新的紧迫性 \ 81
- 参考文献 \ 84

2

第五章 我国国债市场指数编制方法研究 \ 85

1. 编制国债指数的必要性和紧迫性 \ 85
2. 美国债券市场上主要债券指数的编制方法 \ 87
3. 国内现有的国债指数编制研究和实践 \ 90
4. 我国国债指数系列编制方法 \ 91
- 参考文献 \ 94

第六章 我国推出交易所交易基金(ETF)可行性研究 \ 95

1. 交易所交易基金(ETF)的基本原理 \ 96
2. ETF 全球市场概览 \ 126
3. 我国股市推出 ETF 的可行性 \ 135
4. 我国股市推出 ETF 的方案设计 \ 150
- 参考文献 \ 162

第七章 交易所交易基金(ETF)对指数期货市场的影响 \ 165

1. ETF 的特征 \ 166
2. ETF 对市场交易量的影响 \ 168
3. ETF 对指数期货定价效率的影响 \ 171
4. 结论 \ 181
- 参考文献 \ 182



第八章 共同基金如何使用金融衍生品:法规要求与实际效果 \ 183

1. 共同基金使用金融衍生品的风险因素 \ 184
2. 共同基金使用金融衍生品的法规要求 \ 186
3. 共同基金使用金融衍生品的实际效果 \ 192
4. 启示 \ 193

参考文献 \ 194

第九章 股指期货研究若干问题的认识 \ 195

1. 股指期货市场和股票市场是一个市场(one market)或是不同市场? \ 196
2. 亚洲股指期货市场 \ 200
3. 股指期货的投资者主体 \ 205
4. 做空机制与股指期货 \ 206
5. 统一指数与股指期货 \ 209
6. 解除期货合约上市的管制 \ 210

参考文献 \ 215

第十章 多层次资本市场与产品创新 \ 216

1. 国有股发行认股权证实现流通的可行性 \ 216
2. 论建立多层次证券市场体系 \ 227
3. 证券业分类管理的目标选择 \ 236
4. 未来十年金融创新将层出不穷 \ 244
5. 股指期货创新的背景、条件与时机 \ 247
6. 研究开发衍生产品 健全资本市场体系 \ 252

参考文献 \ 255

后记 \ 256

导论：证券业创新与发展

摘要：从一般金融创新理论出发，阐述了证券业创新的实质和内容，强调在市场宏观层次和企业微观层次都要重视创新的互补性要求，分析了以创新试点推动证券公司分类管理的重要性。

创新是一个民族进步的灵魂，是一个国家兴旺发达的不竭动力。“同样，创新也是证券业强大生命力的保障，是证券业规范发展的源泉”^①。《国务院关于推进资本市场改革开放与稳定发展的若干意见》，针对我国资本市场“新兴加转轨”的特点，对资本市场的发展做出了全面规划，提高了发展资本市场在各方面创新的要求。《若干意见》为证券市场创新奠定了制度基础，并特别指出，要“完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构”。

一、证券业创新步伐加快

为落实《若干意见》，在创新中推动资本市场发展，为实现证券业持续、健康发展提供源动力，中国证监会发布了《关于推进证券

^① 尚福林，“在创新中实现我国证券业的持续健康发展，在证券公司创新发展研讨会上的讲话”，2004年8月24日。



业创新活动有关问题的通知》和《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》，中国证券业协会发布了《关于从事相关创新活动证券公司评审暂行办法》和《关于从事相关创新活动证券公司履行信息披露义务的公告》，组织成立了第一届从事相关创新活动证券公司评审委员会，评审出中信证券、光大证券、中金公司为首批开展创新业务试点的公司，三家公司的集合资产管理等产品创新方案已上报中国证监会。以此为契机，中国证券业的创新拉开了序幕，对证券业的健康发展将产生重大影响。

- 2 创新试点评审是证券业分类监管的基础工作，有利于对证券公司区别对待、分类监管、促进创新；有利于摸清行业情况、明确责任、留足时间、抓紧整改；有利于建立现代金融企业制度、促进行业自律。通过试点评审树立证券业正面形象，让行业里最好的和比较好的公司脱颖而出，创造条件推动行业的创新发展，促进恢复其正常的、应有的社会形象和市场商誉。

证券业加快创新的条件具备、时机成熟。以《若干意见》为指针，在国务院的重视和统一领导下，中国证监会和有关部门鼓励创新，创造了有利于创新的制度、政策环境；证券行业积累了比较丰富的管理经验和研究能力，为实施创新提供了扎实的人才支持和技术支持，具有强烈的内在创新动力；证券市场规模的进一步壮大，效率逐步改善，投资者结构日益优化，机构投资者的主导地位逐步确立，资本市场在社会经济体系中的地位和作用更加重要，这些因素对证券业创新产生巨大需求。

二、证券业创新的实质和内容

经济学中“创新”的概念源自熊彼特“经济发展理论”的定义^①：

^① 熊彼特(Schumpeter).《经济发展理论》，商务印书馆 1990 年版。



创新是建立新的生产出数,也就是企业家对生产要素实行新的组合,包括五种情形:(1)新产品的出现;(2)新的生产方法或技术的采用;(3)开拓新的市场;(4)获得新的原料供应来源;(5)新的管理方式或组织形式的推行。

根据以上定义,国内学者将金融创新定义为:金融创新就是在金融领域内建立新的生产函数,“是各种金融要素的新的结合,是为了追求利润机会而形成的市场改革。它泛指金融体系和金融市场上出现的一系列新事物,包括新的金融工具、新的融资方式、新的金融市场、新的支付清算手段以及新的金融组织形式与管理方法等内容。……整个金融业的发展史就是一部不断创新的历史,金融业的每一次重大发展,都离不开金融创新。信用货币的出现、商业银行的诞生、支票制度的推广等是历史上最重要的金融创新”。^①

3

诺贝尔经济学奖获得者莫顿·米勒也给出了金融创新的定义^②:“对于‘创新’一词来说,现代统计学可以帮助我们区分它与一般改进的区别。时间序列分析者把任何一系列的价值变化,比如国民生产总值和消费物价指数等都分为两类。一类变化(至少在原则上)可以通过分析以往的信息来推断;另一类变化则是事先不可预测的,即人们所说的‘异常值’。时间序列中的一些异常值就是人们常说的‘创新’。因此,我将注意力指向最近以来金融工具和金融机构革新浪潮中的‘异常值’”。“与一般的创新活动一样,金融创新基本上是一种无法预测的进步,但这并不意味着创新的出现仅仅是一种偶然的机会或是一时的艺术创新冲动”。“20年来成功的金融创新的动力主要来自于政府各方面的管制和税收政

① 陈岱孙、厉以宁主编,《国际金融学说史》,中国金融出版社1991年版。

② 莫顿·米勒,《金融创新与市场的波动性》,首都经济贸易大学出版社2002年版。