

股指期货的推出 对股票市场的影响

■ 樊锐

股指期货 可减少股票市场的波动

股票市场的波动即投资股票的风险。尽管股指期货的推出可能会在短期内引起股票市场的波动，但从长期来看反而会降低股票指数的市场风险。期货与期权、掉期等金融衍生品都有一个共性：都是建立在一个标的资产之上的投资工具。一旦脱离了标的资产，衍生品将不复存在。对于股指期货来说，其标的资产就是期货合约中所约定交割的股票指数。因此，从理论上说，作为标的资产的股票指数的走势才是股指期货波动的决定性因素。而决定股票价格长期运行趋势的内在本质是经济基本面和股票的内在价值。在一个成熟的市场，由于监管严格、信息透明、上市公司治理规范等因素，股票价格波动相对稳定，只有在宏观经济发生重大变化的情况下股票市场才会出现较大波动。因此从长期来看在美国等成熟市场中，股指期货的推出对现货市场的波动不会有太大影响。

我国A股市场仅有近二十年的发展历程，从宏观层面上看A股市场还存在着制度、监管等方面的问题，从微观层面上看还存在着投资者不够理性、

上市公司治理不够完善等问题。这些问题的存在导致股票价格与其内在价值相比严重失真。由于股票价格失真，再加上我国股票市场缺乏系统性避险工具，只能做多，不能做空，投资者没有可以保护自己的市场工具，其市场风险是完全裸露的。

市场风险的裸露是我国股市长期处于被高估状态的原因之一。在没有股指期货的环境下，投资者只能单边买入或卖出股票，这就进一步加大了股票市场的波动。按照A股市场目前的运行机制，投资者唯一的赚钱方式就是在低位买入股票、在高位抛出股票，在这种情况下大量逐利资金会推动股价不断上涨，最终造成股价泡沫的破裂；当股市泡沫破裂、股票价格持续下跌时，由于没有有效的反向操作机制，投资者为避免股价下跌的进一步损失只能选择被动性卖出股票，从而形成市场超跌。

股指期货的推出为A股市场提供了做空机制和杠杆交易机制，改变了前期只有做多才能盈利的单边模式，使得市场各方在股市上涨和下跌中都有盈利的机会。因此股指期货要求标的资产本身不应偏离内在价值过多。当股市大幅上涨或下跌、构成股票指数的股票偏离了自身的内在价值时，投

资者可以在期货市场上建立与现货市场相反的头寸，平抑现货市场的波动。投资者还可以通过股指期货的套期保值功能，使用较少的资金锁定投资组合的收益，降低组合风险。同时股指期货还可使投资者资金分流，避免股票市场价格单边上涨形成泡沫的可能性。

股指期货在设计上充分限制了自身风险，避免了对股票市场形成冲击。首先，股指期货选择了采用自由流通量加权的沪深300指数，就市场的广度、深度和编制方法等来说，降低了标的资产被操纵的可能性。其次，涨跌停限制、限制投机交易持仓量等交易规则，有助于抑制股指期货的市场波动。第三，实时监控、大户报告制度、跨市场监管协作等措施保证了股指期货交易的公平性。这些措施可有效限制股指期货市场的波动，进而限制股指期货波动对股票市场的冲击。

股指期货的价格发现功能 会影响股票价格的短期走势

价格发现是股指期货市场的主要功能，即期货市场有提供标的资产价格信息的能力。股指期货价格反映的是投资者对未来某时点股票指数的预期，由于所需保证金低和交易手续费

便宜,因此流动性极好。一旦有信息影响投资者对市场的预期,就会很快地在期货市场上反映出来并传递到现货市场,从而使现货市场价格达到均衡。股指期货市场实际上就是通过低成本、高流动性的交易将投资者对未来股票指数走势的信息或预期反映到期货价格中去。

股指期货市场采取杠杆交易和T+0制度,可以吸引更多的投资者,这使期货市场比现货市场的流动性更强、信息更透明、价格更真实。同时严格的交易结算规则和涨跌停限制等措施控制了股指期货的风险,增加了成交量并扩大了市场容量。股指期货能够较快地将宏观经济信息传递到股票现货市场,其价格形成机制检验了众多交易者对未来股票市场的预期,对于现货市场具有价格发现功能。同时,中国金融期货交易所规定,股指期货交易时间比股票现货市场早15分钟开市,晚15分钟休市,便于投资者借鉴前15分钟走势来指导当日股票操作,以更好地规避风险。基于股指期货的价格发现功能,期货市场还可以对现货市场进行引导和管理。股指期货有利于活跃市场流动性,降低投资者的转让成本,具有杠杆倍数高、执行速度快等优点,使得交易价格在最大程度上接近真实价格,提高市场效率。

价格发现功能实现的另一个途径来自于机构投资者的股票交易。当机构投资者买入某支股票时,由于资金量比较大,会使股票的价格被拉升。由于建仓通常不是一次完成的,因此在没有股指期货的市场上投资者建仓的成本不断提高。在有股指期货的市场上,机构投资者可以在建仓的同时以少量资金在期货市场建立与现货市场相同方向的股指期货合约来锁定建仓成本。尽管股票市场的建仓成本在不



断上涨,但期货合约的收益也随着股票价格的上涨而增加,投资者即可达到锁定成本的目的。同时,股指期货多头合约数量的增加会给股票现货市场的股票带来即将上涨的信号,促使其他投资者买入标的股票,推动股票价格进一步上涨,从而实现股指期货的价格实现功能。

股指期货的推出 将使市场结构得到调整

股指期货推出后,投资者的盈利模式和资产配置的手段得到丰富,配置效率将明显提高,风险管理的方法也将更加有效,证券市场的投资者队伍和市场规模可能会明显扩大。对于股票投资者来说,股指期货是回避市场系统性风险的有效风险管理工具。机构投资者则可通过股指期货增加投资品种、提高风险管理能力、降低交易成本、提高资金的使用效率。因此股指期货的推出会起到促进A股市场提高自身投资价值、平抑A股市场波动的作用。

股指期货避险、套利以及资产配置的功能将使投资者对股票市场上的沪深300成份股的需求增加,使大盘蓝筹股进一步得到优化。因此,股指期货的推出将促进股市更为完善和成熟,投资者更趋理性,从长期来看能起到稳定股市的作用。尽管股指期货的推出不影响股票的自身价值,也不改变股票市场的长期走势,但很多关于股指期货在不同国家推出后对成份股影响的实证研究表明,股指期货的推出使成份股的整体表现优于非成份股。在股指期货推出后,由于套期保值、套利的需求,成份股将逐渐成为机构投资者长期投资的对象,投资者的青睐将使股市进入大蓝筹时代。■

(作者单位:北京大学经济研究所
 光华天成博士后工作站)

责任编辑 刘莹

参考文献:

1. 彭艳, 蒋琰琨. 股指期货推出对A股市场的影响及投资策略. 国泰君安证券衍生研究, 2006.09.27
2. 檀向球, 边慎. 股指期货不会改变现货市场中长期走势. 申银万国专题研究, 2006.12.19
3. 俞雪飞. 股指期货对我国资本市场影响分析. 信达证券金融工程与衍生品研究, 2010.01.11
4. 陈露. 股指期货上市对股票市场的影响. 海通证券策略研究, 2010.01.11
5. 陶正傲. 融资融券与股指期货业务对券商业绩的影响并不那么大. 东海证券行业研究, 2010.01.22
6. 邓淑斌, 张青. 股指期货的价格发现功能. 中原证券研究所衍生品报告, 2010.01.27