

小议股指期货

■ 吴颢韵

股指期货面世至今已有数月,相关的评论却从未间断,随着交易量日渐增多,普通投资者也开始把目光投射过来,力图从每个细微的变化中,研判出精准的市场脉搏,以求在交易中获得先机。

从现在到未来,股指期货的六个阶段

根据笔者的认知和观察,期指市场大致可以分为六个发展阶段,分别是热炒期、平静期、过度交易期(泡沫生成)、扩张期(泡沫发展到破灭)、恢复期和成熟期。现时尚属第一阶段,从推出前期的概念炒作,到目前集中的套利交易,主导力量还未有效形成,投资者也需要对整个市场的真实反映加深了解,无论是宏观认识还是操作技术都须逐一适应。这时的市场多以试探方式运行,当试探得到响应后又强化了市场的自我实现,使其按预期方向运行。在此过程中,常规化下的赚钱效应驱使机会型交易者不断加入,逐步形成单手向多(单多)或单方向空(单空)的趋势。与此同时,初始的市场也容易受到严密监管,高度活跃的交易随之会受到一定限制。当日常合约成交量达到一定规模如50万手以上后,就再难形成突破,那时期指市场就由热炒期转入平静期,市场参与者的结构也随之发生变化,一部分机会主义的交易者可能会退出市场,市场也不那么容易产生单多或单空的趋势,但是会吸引真正要求套期保值的投资者进场。而在新一轮经济转变、政策鼓励等多方面因素的刺激下,市场会再一次加速扩容,随着投资者结构的丰富,新涌现的赚钱效应会刺激资金来源不断地流入市场,同时也催化了过度交易,那时的市场应该处在第三个阶段——过度交易期。此时各种新型衍生产品应运而生,但过热的市场已没有多少时间去验证这些产品的可靠度,因而可能更多的是出现类似“庞氏骗局”的游戏。过度交易往往伴随着市场泡沫。市场不断升温也促使资金在博弈中汰弱留强,主导市场的两股重要力量在各期合约频繁进出,复合型市况开始初现端倪,同时一些负面影响也在加深,如操控期现货市场的不良事件及种种不可思议的暴富神话等,这表明市场实际已进入泡沫后期了。泡沫破灭后,市场将进入恢复阶段,这也可能是最为漫长的一个时期。赚钱效应的消散使市场丧失了往昔的繁荣和吸引力,资金不再大规模流入,各合约成交量都一落千丈,投资者不再信奉

机会主义,主力也趁机完成新老更迭,原来与现货市场的大幅偏离得到修正甚至矫枉过正。同时,拥有强大研发能力的实力机构开始进场,一些具备优秀的风险管理能力、可以提供持久盈利服务的金融衍生品也会陆续面世并茁壮成长。最末阶段虽然离现在非常遥远,但应该是市场建设追求的最大目标:未来的市场应是具有良好的避险机制、纠错功能、如实反馈和传导市场信息能力的独立市场,只有这样才意味着步入了成熟阶段,能获得持续、有效的蓬勃发展。

股指期货与股票市场

自股指期货推出后,沪深300指数从开盘的3388.29点开始连续下跌,现货指数累计跌幅达22%。有观点认为,股指期货对现货市场的影响明显,直接原因是卖空导致现货指数大幅下挫。而笔者的观点是,现时的股指期货尚处于交易数量发展的初级阶段,尚无足够能力影响到现货市场的运行格局,相反,正是现货市场低迷的表现引导着股指期货市场的运行。股指期货市场有其参与的级别限制,20万元以上的准入门槛把普通的中小投资者挡在了门外,同时对基金、券商等机构投资者并没有完全开放,虽然交易量每天都在扩大,但还未形成多、空方寸的绝对主力。这样一个在数量和质量上都亟待发展的市场,其影响力亦十分有限,只有活跃程度提升到与现货市场相当并出现有效的主导力量时,才可能对现货市场施加明显的影响。

其次,股指期货T+0和现货市场T+1的交易制度存在差异,股指期货方面的响应更实时、迅速,“2分钟效应”的结果显示,在同方向的交易过程中,每当靠近涨跌临界点时,股指期货总是率先做出反应,这种差异使得交易者能把握有利时机在两个市场中分期获利。比如,持续的下跌市中突然出现向上拉升时,交易者可先平仓空方头寸,再在现货市场买入股票,等到次日上升到高位时重新建立空方头寸,并卖出股票完成套利。6月9日发生的市场异动,其操作手法和要求可能就复杂多了,但同样可以作为典型的反向交易案例来参考:空头先在股指期货市场埋伏大量多单,再在现货市场买入银行股,由于沪深指数银行股权重占比明显,买入的结果会引发现货指数飙升,此时平仓多单的同时建立空方头寸,到第二日卖出持有的股

票现货,当现货指数受到压制后清仓空单。整个过程即便只考虑股票的冲击成本,在期指方面的收益也十分惊人,当然,此举是否存在操控之嫌,尚待进一步商榷。但事实表明,时间的差异确实可以令交易者进行直接的跨市场套利。另外,随着交易量与日俱增,这样的时间差可能会更频繁地出现。

再有,就是出现基差(基差值=现货价格-期货价格,结果为正时表示反向市场,为负时表示正向市场)。基差不仅是市场之间各自波动的反映,也是参与者的交易结果。从近期各合约的数据看,大部分时间期指都处于正向市场状态(5月19日至6月18日的抽样中,仅5月27日、6月2日的当期合约为反向市场),如果不操作股票而只利用股指期货进行基差交易(套期保值)的话,可以在基差趋强时买入股指期货,或基差趋弱时卖出股指期货;反向市场下的操作则相反,即基差趋强时卖出,趋弱时买入。基差大小既决定了基差交易的套利空间,又从另一个侧面反映了期指市场的活跃程度(由于现货价格与期货价格的趋同性,越靠近交割期,基差越趋向于零。)

股指期货与基金市场

今年发行的新基金大多是围绕沪深300指数进行设计的,其目的很明确,就是等到管理层对基金市场开放期指领域时,将有可能率先进入,即便未被批准进入股指期货市场,由于股指期货和沪深指数的联动关系,这些基金也可能间接获利。未来陆续准入的肯定不止沪深300指数型基金(包括ETF和LOF),还可能包含封闭基金以及其它类别的混合型基金。股指期货为偏股类基金管理提供了有效的风险对冲功能,一改以往管理手法单一的被动局面,未来基金之间的竞争也将更加激烈。从个人参与者的角度来讲,若想在两个市场中稳健套利,必须借助可靠的操作工具,180上证ETF和沪深300指数基金无疑属较佳选择。这两种基金都是跟踪各自的指数并可在市场内外交易中赎回的,持有这些基金,等于是持有了相关一篮子权重组合的股票,无形中起到了架接期现两个市场的桥梁作用。当参与者想进行低风险的跨市场套利时,可先大量买入上述基金(所需资金约105万元以上),同时在股指期货下月合约中开空仓(所需资金约15万元以上),当本月合约临近交割期达到赢利点后平仓出局并卖出基金。所需的资金量已综合考虑了冲击成本、基金股票仓位上限、价值要素(合约市值与基金覆盖的资产市值大致相当)等因素。若想进一步减少基金跟踪标的指数偏离误差,可把单只基金转化成组合配置:上证180ETF+深证100ETF(资金比例分别为75%:25%)或者是上证50ETF+上证中小盘ETF+深证100ETF(资金比例分别为35%:30%:35%),通过组合可以完全拟合沪深300指数,追踪精度极高。需要指出的是,当基差超过60点以上时,这种模式约可套利2.8%左右,如果配合融资融券使用,收益可能

更高。同时,如果基金的申赎价格和交易价格出现价差,可以通过以下途径来提高收益率:当市价低于基金净值,出现折价时场内买入再场外赎回即反向套利;当市价大于净值,出现溢价时场外申购再场内卖出即正向套利。但由于申购赎回花费的时间较长,而且基金公司不时会暂停大额业务,所以此类细化模式不适宜操作频繁和资金高度周转的交易者。最后,当市场大多数参与者逐步采用这一交易模式时,期指的基差反而会受到挤压,套利机会稍纵即逝。不管是跨期,还是跨市场套利,交易型指数基金都将成为不可或缺的交易工具,随着未来期指的深入发展,相信基金会衍生出更多独立有效的投资品种,以满足市场的不同需求。

股指期货与投资者的交易行为

股指期货推出后,投资者的惯性做多定势思维需要加以改变。股指期货推出伊始,参与者多是机会型交易者,他们着重捕捉市场的瞬时反应以图盈利,吃利是其主要特性,因此在这个阶段,交易者大多擅长盘中交易而很少隔夜留仓。正因为操作资金的谨小慎微和对风险的高度重视,爆仓现象鲜有发生。而这样的即时交易成为主要的获利手段,就加大了期指短期内的波动幅度。相信日后随着股指期货市场的陆续开放,这种现象会逐渐弱化。目前股指期货的参与主体基本是由券商、私募基金以及中大型的个人投资者(尤以商品期货背景的交易者为主)所组成。“小资金跟风大资金起跑”讲求的是谁介入程度够深,对行情把握得够准,谁便能担当这个市场的领航员。当趋势方向确认后交易步调一致,就很容易产生单边发展行情,但利润所得也因此被摊薄。有鉴于此,担心利用股指期货做空现货市场的观点较为片面。现阶段还是集中以短线博弈为主,现货市场屡卖空打压的现象并不显著。另外,目前的舆论在不经意间着重突出了股指期货的做空和套保功能。其实,股指期货是复合型交易平台,如果投资者将它简单理解成衍生交易工具,那么它的意义主要体现在风险互换和套期保值方面;如果把它当作独立的风险市场,则体现为杠杆交易及价格发现功能。那么,股指期货是否会被国际热钱操控进而做空中国资本市场呢?当股指期货发展到一定阶段后,特别是在对QFII全面放开和场内交易量猛增的情况下,确实存在这方面的隐忧。但在全球一体化的时代背景下,国际金融资本活跃在各主要市场已成为常态,并且成为推动国际金融市场及相关产业发展的主要因素,在此背景下没有哪个公开市场可以做到无懈可击,唯有不断完善交易制度堵塞漏洞,保障中小投资者的利益,这种危害及其所带来的冲击才可以降到最低。至于内幕交易和市场操控,即使没有股指期货也事实存在于A股市场之中,管理部门应致力于严厉打击并重塑信用体系,以端本正源。■

责任编辑 刘莹