

浅析股指期货推出后对市场的影响

乔梁

(厦门大学, 厦门 361000)

〔摘要〕 股指期货作为一种重要的风险管理工具, 它的推出必将为我国证券市场和股票现货市场产生一定的影响和作用。从股指期货推出后对证券市场结构、股票现货市场运行趋势、流动性、波动性和成份股等方面的影响进行探讨。

〔关键词〕 股指期货 证券市场 股票现货市场 影响

〔中图分类号〕 F830.91 〔文献标识码〕 A

股指期货是国际市场上成熟的风险管理工具。2006年9月, 经国务院同意, 中国证监会批准成立了中国金融期货交易所。3年多来, 中国金融期货交易所完成了沪深300指数期货的合约设计、规则制定以及股指期货挂盘交易的各项技术系统建设, 并开展了大量的投资者教育工作, 目前各项准备工作已经基本就绪。2010年1月8日, 国务院原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种。证监会统筹股指期货上市前的各项准备工作, 股指期货即将推出。在此背景下, 全面分析股指期货推出后对中国证券市场可能会产生什么样的影响具有非常重要的理论和现实意义。

1 股指期货推出对证券市场结构的影响

1.1 股指期货推出拓宽了证券市场的广度, 加深了国内证券市场深度

目前国内股票现货市场没有做空机制, 投资者只有在上涨的市场中才能获得盈利。一旦发生系统性风险因素导致市场大幅下调, 由于缺乏风险对冲机制, 投资者将面临巨大的亏损。风险对冲机制缺乏还使得我国证券市场的定价机制受到扭曲, 证券市场系统性风险不能及时有效地得到释放, 导致市场风险不断累积。股指期货上市以后, 为投资者提供一个规避系统性风险的机会, 提供了一个新的投资工具, 丰富了证券市场投资品种, 符合证券市场规范化、国际化发展的惯例, 拓宽了证券市场的广度。

股指期货推出后, 投资者的操作模式和投资策略将会更加丰富。股指期货具有双向交易机制, 投资者不仅可以在上涨的市场中获利, 也可以在一个下跌的市场中获利。同时, 股指期货这种避险工具与持有的股票仓位进行套期保值交易, 以消除股票市场的系统性风险, 保持稳定的收益率。这就改变了以往投资者只有通过单边做多市场才能获利的市场结构, 也改变了过去只能以卖

出现股票的方式来规避风险的方式, 大大深化了国内证券市场的深度。

1.2 优化投资者结构, 强化机构投资者优势

在成熟的证券市场中, 机构投资者是市场的主力军, 但我国股票市场投资者结构以中小散户投资者为主, 市场的非理性行为比较严重。股指期货推出之后, 由于股指期货投资专业性强, 风险程度高, 比较高的门槛限制了中小散户投资股指期货。另一方面, 股指期货投资上机构投资者具有散户难以比拟的资金、专业优势, 因此在可预见的将来, 投资股指期货来进行投机套利以及保值的主要是机构投资者之间的博弈游戏, 机构之间的博弈也将成为市场的主旋律。股指期货的推出将更多地强化机构投资者的交易优势, 为这一群体的发展提供更大的空间。

1.3 提高市场活跃度, 增强国际竞争力

股指期货交易具有双向机制、杠杆交易功能, 从而无论牛市还是熊市都能吸引投资者、投机者参与股市, 有助于提高市场活跃度。

股指期货的推出推动了中国股票市场的国际化进程。一国股市的国际化进程不仅包括市场规模扩大、上市公司质量提高等, 还包括交易品种的创新和金融衍生品的发展情况。没有股指期货交易的证券市场是不完整的。股指期货推出后有利于我国掌握指数的定价权, 同时, 不同类型的投资者通过参与股指期货提高了自身实力, 锻炼了投资者队伍, 这会增强我国证券市场在国际金融市场上的竞争力。

2 股指期货推出对现货市场的影响

2.1 股指期货的推出对股票现货市场运行趋势的影响

股指期货的推出是中国证券市场的大事, 投资者关注程度非常高, 短期可能会影响到投资者的预期及情绪, 进而影响到市场的短期走势。但从长期来看, 股指期货

的推出对股市的运行方向不构成影响, 股市会按照本身的基本面和趋势运行。股票市场的走势是由上市公司的盈利能力、市场的估值水平等因素共同作用决定的。股指期货只是一种新的投资工具与交易手段, 是一个外生因素, 并不会改变上市公司的价值, 所以要综合看待股指期货上市前后各种经济因素和市场结构对市场的影响, 不能将股指期货上市前后现货市场的波动完全归因于股指期货的影响。

事实上, 从已经推出指数期货的国家和地区的实践经验来看, 美国、英国、香港、德国在大牛市的开始阶段推出股指期货, 日本在牛市末期推出股指期货, 而台湾和韩国在市场大调整时期推出股指期货, 这些国家或地区股市的长期走势并没有因为股指期货的上市而改变。

2.2 股指期货推出后对现货市场流动性的影响

股指期货上市初期, 基于投机、套期保值及套利等动机, 将吸引部分资金从股票现货市场转至期货市场, 对现货市场的资金产生排挤效应, 从而减少了现货市场的流动性。

但就长期而言, 股指期货推出后, 会大幅提高现货市场的流动性。股指期货提供了规避风险的有效手段, 投资股市的意愿会增加, 有利于吸引场外资金的进入, 尤其是资金规模比较大的机构投资者和风险厌恶型投资者; 股指期货的套期保值功能会吸引一批套利者和套期保值者的加入, 期现套利需求增加了投资者对现货交易的需求, 现货市场的规模和流动性将会有较大的提高; 期市多空双方为影响股指期货价格而大量交易股票也会提升股市交易量。

从国外市场看, 大多数情况是股指期货促进了市场的流动性, 而成熟市场这一特征尤为明显。美国市场股指期货上市后, 由于吸引了大批套利者和套期保值者入市, 股市和期市的交易量都有较大提高, 呈双向推动态势。这说明, 股指期货的推出促进了指数成份股的交易活跃性, 提高了个股的流动性。在香港市场, 1986 年推出恒生股指期货后, 股票交易量在当年就增长了 60%, 这之后, 股票交易量不断增加, 到 2000 年上半年香港股票交易金额已经比恒生指数期货推出前的交易金额增长了近 50 倍, 使香港金融市场空前繁荣。

2.3 股指期货对标的指数成份股的影响

股指期货的推出, 会使市场的存量和增量资金对标的指数成份股进行更多配置, 加大标的指数成份股的投资, 这种调整会在股指期货上市前一段时间就会发生。这样使得标的指数成份股面临比非成份股更多的投资机会。成份股与非成份股在波动性和流动性上将出现差异, 成份股的溢价出现明显的上升。但从长期看, 股指期货对成份股走势没有显著影响, 成份股走势依然由其自身的基本面和估值情况决定, 成份股的溢价会在股指期货

推出后市场做空的动力下有所回落, 实现价值回归。

1982 年美国 S&P500 指数期货推出前半年左右, S&P500 指数相对于其它非标的指数上涨, 在股指期货上市日前逐步有所回落, 股指期货推出后则开始进行调整。在新兴市场上, 股指期货推出前, 标的指数成份股相对表现同样出色。1996 年韩国 KOSPI200 指数期货推出前一年左右, 指数期货标的明显走强, 获得显著的正收益。在其推出后一年多的时间内, 则出现较大的负收益。

2.4 股指期货对现货市场波动性的影响

在股指期货推出初期, 现货市场股票价格的波动性可能有所增加, 但从长期来看, 股指期货推出将优化股票现货市场的信息传递和价格传递机制, 因此对于一个相对有效的市场而言, 股指期货的推出不仅不会增加股票现货市场的波动性, 反而有助于减少波动。指数期货实质上是起到了稳定基础股票市场的作用。

根据国泰君安证券的研究结果, 在不同国家和地区以及期货市场发展的不同阶段, 期货市场对现货市场波动性的影响不尽相同。除韩国市场在引入股指期货初期, 期货市场确实加剧了现货市场的波动性以外, 大部分的实证结果均表明, 不同国家、不同阶段 (尤其是期货市场进入成熟期后) 的期货市场对现货市场波动性没有显著影响, 或者减小了其波动性。

总的来说, 股指期货的推出为投资者提供一个规避系统性风险的机会, 提供了一个新的投资工具, 提高了市场的活跃度, 增强了市场的竞争力。股指期货推出后, 投资者的操作模式和投资策略将会更加丰富。从长期来看, 股指期货的推出不会改变股市的长期运行趋势, 会大幅提高现货市场的流动性。对股票现货市场的波动性影响不大, 反而有助于减少波动。

参 考 文 献

1. 刘玉生, 杨继. 股指期货的推出对股票市场的影响探析 [J]. 宏观经济研究, 2007, (11)
2. 单峰. 股指期货对我国证券市场的影响 [J]. 金融观察, 2007, (8)
3. 汪夏巍. 股指期货对我国股票现货市场影响的探究 [J]. 经济师, 2009, (6)
4. 叶永刚, 黄河, 王学群. 股票价格指数期货 [M]. 武汉大学出版社, 2004
5. 彭艳, 蒋瑛琨. 股指期货推出对股票市场影响的实证研究 [J]. 国泰君安证券股份有限公司
6. 张晞. 浅议股指期货推出后的影响 [J]. 现代商贸工业, 2007, (6)
7. 覃志刚. 企业多元化经营绩效: 理论与实践 [M]. 中国财政经济出版社, 2009

作者简介 乔梁, 厦门大学金融系硕士研究生。研究方向: 资本市场。