

Document

减缓次贷危机冲击 美国股指期货放量“救市”

——从全球金融危机看股指期货的积极作用



○海通证券研究所 雍志强 ○编辑 杨晓坤

时至今日,股指期货已成为现代资本市场不可或缺的重要组成部分。2007年,股指期货、期权交易量达到了55.168亿张合约,占全球场内衍生品交易量的比重达到了36.5%,占全球场内金融期货、期权交易量的比重达到了40.31%。

最初,一些市场人士往往以美国“87年股灾”后出台的《布雷迪报告》为依据,认为股指期货在金融动荡时可能会成为“坏孩子”。但随着历史的推移和研究的不断深入,人们逐渐认识到,股指期货并非美国“87年股灾”的罪魁祸首。在美国次贷危机引发的全球股灾中,我们可以很清楚地看到股指期货的积极作用。也许很多人只看到美国政府接连不断的“救市”行为,其实,还有一股暗地的“救市”力量,那就是股指期货。可以说股指期货在这次金融动荡中完全扮演了“好孩子”的角色。

股指期货在金融动荡时扮演什么角色?一直是市场比较关注的一个问题。最初,一些人往往以美国“87年股灾”后出台的《布雷迪报告》为依据,认为股指期货在金融动荡时可能会成为“坏孩子”。但随着历史的推移和研究的不断深入,人们逐渐认识到,股指期货并非美国“87年股灾”的罪魁祸首。在美国次贷危机引发的全球股灾中,我们可以很清楚地看到股指期货的积极作用。也许很多人只看到美国政府接连不断的“救市”行为,其实,还有一股暗地的“救市”力量,那就是股指期货。可以说股指期货在这次金融动荡中完全扮演了“好孩子”的角色。

了1.3%,经过17日的下跌后,9月18日道琼斯指数大涨408.41点,涨幅达到了3.85%,S&P500指数大涨4.33%。可以说,美国金融市场出现如此严重的问题,股市却没有出现连续暴跌,除了政策因素,其股指期货实在是功不可没。

二、次贷危机中股指期货交易量暴增,充分发挥风险管理功能

其实,在本次美国次贷危机引起的全球金融动荡中,股指期货均在危机关键时候交易量暴增,不但为市场提供了充分的流动性,且有效减缓了次贷危机的冲击力度,再次发挥了为股票市场保驾护航的作用。

图2 2007年1月—2008年12月美国CME的小型S&P500股指期货月度成交量情况

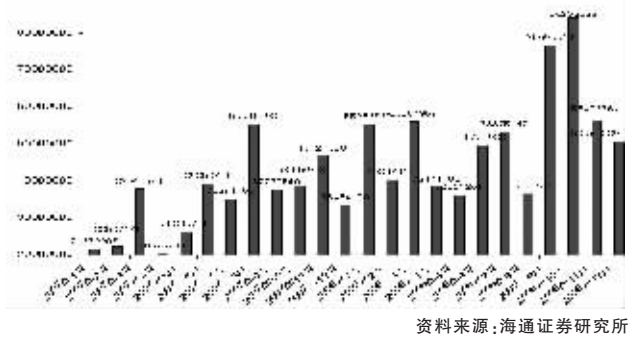
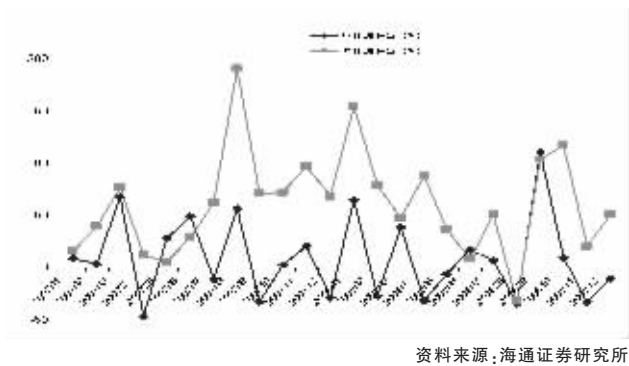


图3 2007年1月—2008年12月美国CME的小型S&P500股指期货成交量环比和同比增长情况



事实上,1987年突如其来的巨大股灾,距最早的股指期货合约诞生仅5年半时间,一些新兴市场比如香港、新加坡等推出股指期货刚1年多时间,股指期货市场规模还比较小,运作机制尚不完善,其避险功能还不能很好发挥作用。这样,作为股票市场的衍生品市场,年轻的股指期货市场在这场股灾中受到了巨大的冲击,经历了严峻的考验。但“87年股灾”并没有阻止住全球金融创新的步伐,时隔不到一年,日本的股指期货就上市了。美国等成熟市场则以“87年股灾”为契机,积极总结经验教训,完善市场运行机制,使股指期货迅速走向成熟。

时至今日,股指期货已成为现代资本市场不可或缺的重要组成部分。2007年,股指期货、期权交易量达到了55.168亿张合约,占全球场内衍生品交易量的比重达到了36.5%,占全球场内金融期货、期权交易量的比重达到了40.31%。

在这次美国次贷危机引发的全球股灾中,我们可以很清楚地看到股指期货的积极作用。也许很多人只看到美国政府接连不断的“救市”行为,其实,还有一股暗地的“救市”力量,正是股指期货。可以说股指期货在这次金融动荡中完全扮演了“好孩子”的角色。

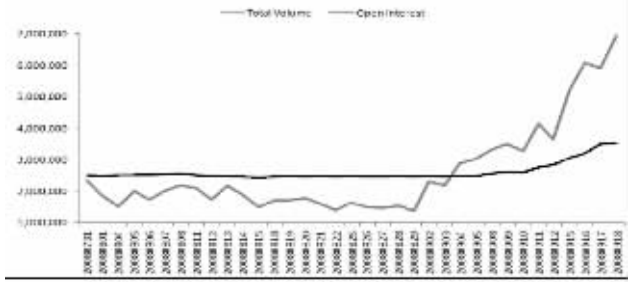
一、雷曼兄弟申请破产,美国股指期货放量“救市”

国际金融巨头雷曼兄弟公司于2008年9月10日发布了该公司今年第三季度财务报告,本年累计亏损达39亿美元。由于美国政府不愿提供财政支持,当地时间9月15日凌晨,雷曼兄弟公司宣布申请破产保护,全球金融市场遭遇“黑色星期一”。

9月15日道琼斯指数暴跌504.48点,报10917.51点,跌幅4.4%,创“9·11”恐怖袭击以来,近7年最大单日跌幅;标准普尔500指数下跌58点,报1193.81点,跌幅4.6%,同样创下7年来最大单日跌幅;纳斯达克综合指数跌81.36点,报2179.91点,跌幅3.6%。

危急关头,美国股指期货市场安全运行,为规避股票市场系统性风险提供了有效的途径和机制。CME是美国也是全球股指期货交易量最大的交易所,其股指期货交易量占全美国股指期货交易量的比重超过80%。在雷曼兄弟事件引发股灾之际,CME的小型S&P500股指期货日成交量和未平仓合约规模大幅度攀升,特别是形势比较严峻的2008年9月15日、16日、17日和18日,成交量分别达到了5191192、6078506、5915836和6926660张合约,未平仓合约分别达到了3050694、3205598、3490395和3524375张合约。而前期的日成交量和未平仓合约大致为200万和240万张合约,即交易量比平时增长了2倍多,尤其是9月18日,交易量接近平时的4倍。

图1 雷曼兄弟事件前后美国CME的小型S&P500股指期货日成交量和未平仓合约规模



三、透析股指期货减缓美国股市震荡的内在机制

股指期货在美国次贷危机和雷曼兄弟申请破产引发的股市大跌中成交量放大,减小了股市崩盘的风险,那么,它到底是如何发挥作用的?

1.通过套期保值机制减轻现货市场的抛售压力和市场冲击。处于次贷危机漩涡中心的美国,其股市遭遇的打击并不是最大的,其原因之一,就是其完善的市场机制,特别是全球最发达的股指期货市场,对有效化解市场风险起了很大的作用。

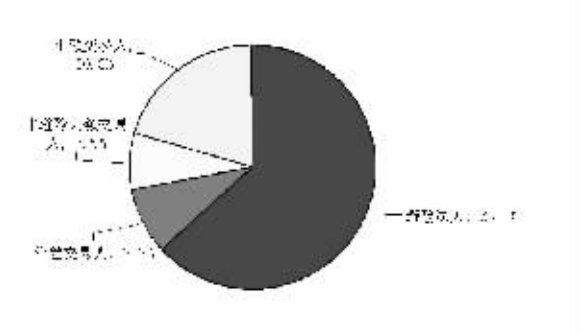
危机爆发后,一些大型基金和保险资金等机构投资者,通过在股指期货市场上的套期保值,有效规避了自己投资组合市值下跌的风险,也大大降低了大量抛售股票可能带来的冲击效应和“多杀多”局面的出现。以华尔街极度恐慌的2008年9月16日为例,当天纽约

证券交易所股票成交金额为1366.311亿美元,NASDAQ交易所股票成交金额为274.743亿美元,合计为1640.054亿美元。而截至9月16日,近年来两市的成交金额分别为15.6441万亿美元和5.9988万亿美元,日均交易金额大致分别为880亿美元和300亿美元。显然,现货市场成交金额大约是平时的两倍。

而股指期货市场的交易金额则远大于现货市场。以S&P500指数1160点计算,一张小型S&P500股指期货合约价值大约5.8万美元,折合人民币大约39.8万元。这样,2008年9月16日仅小型S&P500股指期货当日成交的6078506张合约,其合约价值最低也达到了3526亿美元(实际成交均价在1180点左右,成交金额接近3600亿元)。

由于股指期货市场买卖双方具有对等性,这样等于空头当天通过套期保值、套利和价差投机等交易方式,共抛出了价值相当于3600亿美元的股票,而多方等于买入了价值相当于3600亿美元的股票。可以设想,假如当天没有股指期货提供的这3600亿美元的流动性,美国股市又会如何呢?

图4 美国CME股指期货市场投资者结构



结合美国股指期货市场的投资者结构的特点,能很好地说明这一点。2007年,美国CME市场上机构法人的避险交易占整个股指期货交易量的61.3%,非避险大额交易者占整个股指期货交易量的7.5%,小额交易者占整个股指期货交易量的20.6%,价差交易占整个股指期货交易量的8.8%。显然,美国CME市场上机构法人的避险交易占绝对优势。所以,次贷危机时,股指期货成交量暴增绝不是偶然的,股指期货对稳定市场起了重要的积极作用。

2.通过套利机制平抑股票市场的波动幅度。和股票现货市场比较单一的交易模式不同,股指期货市场由套利者、套期保值者、投机者等多元化的投资者构成,以及做空、套利、套期保值等复杂的交易机制,均有利于抑制价格的过度偏离,有助于实现其价格发现功能。其中,套利机制可有效抑制股指期货合约价格对股票指数的过度偏离,使股指期货价格和股价指数不致游离得太过。当然,由于投资者“机关算尽”,成熟市场股指期货和现货之间的期现套利,以及股指期货合约间的跨期套利存在较大市场机会的情况并不多,套利交易在一些市场所占比重也不是很大,但套利机制的威慑作用始终存在,从制度上保证了股指期货稳定市场的基本功能。

3.通过价格发现机制形成远期价格,扭转市场预期。金融处在极端情况下会形成非理性上涨或非理性下跌,特别当非理性亢奋或者极端恐慌成为市场上涨或者下跌的最大理由时,市场往往会走向极端。所以,现在行为金融学就认为,金融市场可以利用人们的恐慌情绪进行套利。

由于在雷曼兄弟申请破产这样的巨大外部冲击下,市场情绪可能完全笼罩在恐怖之中,此时,在非理性市场面前,理性行为显得苍白无力。如何让投资者在恐慌中看到希望,扭转市场预期至关重要。股指期货正好在这方面发挥了重要作用。股指期货合约价格是对未来股价水平的理性预期。由于没有来自现货市场急迫的抛售压力,股指期货尤其是远期合约,可以更从容、理性地“思考”未来的股价走势,通过价格发现机制形成远期价格,一定程度上可稳定市场情绪。

从2008年9月15日、16日CME的S&P500股指期货市场的交易情况看,有两个特点很明显,一是远期价格波动幅度相对现货市场小,二是远期合约价格升值很明显。远期价格相对对坚挺,有助于重树投资者对未来的信心。

4.通过为市场提供流动性,减轻市场恐慌情绪。面对股市崩盘,美国前总统罗斯福在1933年就职演说时说:“我们唯一恐惧的就是恐惧本身——一种莫名其妙、丧失理智的、毫无根据的恐惧,它把人退为进所需的种种努力化为泡影。”

事实上,当市场笼罩于恐惧之中时,缺乏流动性成为市场恐慌产生的重要原因,而股指期货正好可以为市场提供一定的流动性,让投资者有避险或者退出市场的机会,从而减轻了市场恐慌情绪。这也正是股指期货在历次重大危机中放巨量稳定市场的内在根源。

当然,股指期货作为股市的延伸,只是股票市场风险管理的工具,不可能改变股市运行的基本面情况,也就不可能改变股市运行的基本趋势,只是有助于减缓股市的崩盘式下跌。

四、沪深股市震荡偏大,需要股指期货管理风险

美国次贷危机引发全球性股灾。但美国股票价格指数下跌基本上是有秩序的,直到2009年3月6日前后,美国主要股票价格指数才达到次贷危机以来的最低点,道琼斯指数收盘离最高位14021点下跌了54.43%,低于经济状况相对较好的“金砖四国”及其他新兴市场。

而无论是和成熟市场相比,还是和与我国情况相似的印度、巴西相比,沪深股市不但本轮跌幅大,波动性在全球主要市场中也处于前列。

表1 次贷危机以来全球主要股票市场股价指数涨跌幅度(截至2009年10月9日)

次贷危机以来最低点	最新日期	2009年9月9日收盘指数	2009年10月9日收盘指数	比2009年9月9日涨跌幅度(%)	比最高点涨跌幅度(%)	最低点比最高点涨跌幅度(%)	10月9日比最低点涨跌幅度(%)	2009年10月9日比2008年底涨跌幅度(%)	
道琼斯指数	6470.11	2009/03/06	9864.94	9864.94	-25.03	-30.52	-54.43	52.47	12.40
S&P500指数	606.79	2009/03/06	1048.71	1048.71	-28.51	-33.40	-57.69	57.43	16.21
NASDAQ	1285.62	2009/03/06	2128.28	2128.28	-19.34	-25.24	-55.77	69.03	26.68
英国FT 100指数	3460.71	2009/03/09	5161.87	5161.87	-20.06	-23.57	-45.76	48.16	16.41
法国CAC 40指数	2485.46	2009/03/09	3799.61	3799.61	-32.32	-38.40	-60.03	54.11	18.07
德国DAX指数	3894.00	2009/03/09	5711.88	5711.88	-29.28	-29.78	-56.80	58.03	18.76
日经225指数	6994.90	2009/10/28	10016.39	10016.39	-34.57	-46.27	-61.78	43.20	13.08
印度BSE	7897.39	2009/10/28	10642.66	10642.66	-17.96	-21.52	-63.70	116.21	72.51
BSESENSEX指数	2252.75	2009/10/27	4095.2	4095.2	-19.44	-22.21	-64.56	118.52	67.12
日经CNX NIFTY指数	2843.11	2009/10/27	6407.01	6407.01	0.28	-3.69	-55.76	117.67	70.83
巴西BVRSP指数	498.20	2009/01/23	1372.11	1372.11	-40.10	-41.88	-78.89	175.41	117.14
俄罗斯RTS Index	1664.93	2009/10/28	2911.72	2911.72	-44.66	-52.45	-72.81	74.89	59.91
上证综指	462.33	2008/11/04	997.32	997.32	-31.08	-37.05	-71.45	120.49	80.25
沪深300指数	1006.73	2008/11/04	3163.71	3163.71	-40.74	-46.30	-72.72	96.90	74.05

资料来源:海通证券研究所

我们对海内外20个股票市场的每日最大波动情况进行了比较,发现各市场总体平均值为1.831%。沪深股票价格指数的波动性明显偏大。统计显示,上证综指2000年1月4日至2009年10月9日共计2333个交易日的日均波动幅度为2.003%。其中,2006年1月4日以来的日均波动幅度达2.687%,2007年1月4日以来的日均波动幅度更是高达3.000%;沪深300指数2005年1月4日至2009年10月9日共计1155个交易日的日均波动幅度为2.579%,2006年1月4日以来的日均波动幅度达2.833%,2007年1月4日以来的日均波动幅度更是高达3.189%。

最明显的例子是2005年至2007年底,A股的沪深300指数涨幅高达478%,涨幅远居全球前列,而2008年股市下跌中,沪深市场跌幅居全球主要市场前列,上证综指、深证综指、沪深300指数一度跌幅均超过了71%。

与我国最具可比性的是印度。根据印度政府2008年8月7日公布的数据显示,截至7月26日的一周,印度通货膨胀率同比达12.1%,为该国13年来通胀率首次超过12%,而在2008年8月7日的一周里,印度通货膨胀率一度高达12.63%。但我们看到,虽然经历了连续几年的股市大涨,印度BSE SENSEX指数离2007年7月份的高位21206.77点的跌幅只有63.7%,而截至2009年10月9日距本轮最低点的涨幅则高达116.21%。

印度宏观经济等很多指标完全没有我国好,其股市下跌相对和缓,总体跌幅也比我国小,与其拥有一个比较发达的股指期货市场有很大关系。

作为新兴市场最典型的代表,印度国家股票交易所(NSE)2000年上市S&P CNX Nifty股指期货后,近几年印度金融衍生品市场呈现爆炸式增长。印度国家证券交易所2008年衍生品交易量增长46.63%;2007年S&P CNX Nifty股指期货交易量达到了1.38亿张合约,年增长幅度高达97.47%,居全球股指期货交易量第三位。2001-2008年,印度股指期货及期权增长了345倍。

鉴于此,我们认为沪深股市急需自己的风险管理工具和避险机制,推出股指期货时不我待。