股指期货:催化剂还是镇静剂?

上周末,国务院原则同意开展融资融券试点和推出股指期货的消息公布,并迅即成为各大证券网站和媒体的头条新闻,很多网站甚至即时推出如何参与股指期货的教育文章。而上周五的股市尾盘亦异常上涨,伴随着业内对于股指期货和"两融"(融资融券)的热情迅速高涨,评论四起,毫无疑问股指期货和"两融"正在成为目前市场的最大热点。

那么两大创新究竟能为市场带来什么?市场机构的期待又是什么?本期周刊予以关注。

本报记者 周宏

业内期望甚高

尽管该消息在去年年底以来已在业内流传,但关于股指期货和"两融"正式获批的消息,还是激起了业内的比较强烈的反响。各大卖方券商机构是率先反应的,一些反应速度快的基金公司也陆续发布了一些观点。

从总体上看,卖方机构对于该事物的反映是非常乐观和热情的。国泰君安的观点是,两项创新短期利好券商期货与大盘蓝筹。利好券商期货股的理由不必说了。而认为利好股市的逻辑则源自,沪深300指数期货前期筹备过程中曾几次释放的股指期货推出信号,都曾带动沪深300成份股(尤其权重股)出现阶段性显著上涨,且目前银行等大盘股板块估值合理,券商期货等板块受益直接,在期货推出刺激下可能阶段性走强并带动指数上涨,可能促发风格转换。而兴业证券更乐观判断"金融创新主题投资行情进入第二阶段,权重蓝筹王者归来"。

而部分基金经理也对之予以相当期望,相对主流的观点认为,在目前市场风格(由小盘股向大盘股)屡次转换不成的情况下,股指期货和融资融券可能成为改变这个状况的契机。

不改变市场趋势

但同时另一派观点则认为,A股市场的中期走势无法被改变。上投摩根基金即认为,股指期货和融资融券对A股市场中期无明显影响,而前期已经早有预期,所以只预料将产生短期波动。

事实上,这一派的最强烈例证就是,在此前关于股指期货和"两融"推出纷纷启动的传闻没有在市场激起很强烈的反应,而上周末类似的新消息宣布后,只不过把类似传闻从业内人士的口中变成了确实的白纸黑字而已,详细条款仍未公布。再考虑到有关方面对于相关信息的措辞严谨,预案多多,因此,对股市转势比较谨慎。

还有投资经理认为,即便从资金博弈角度,股票指数期货对A股市场的影响也是双重的,一方面,由于衍生市场的打开,股指期货的参与方会成为A股市场的新需求者,有关的股票品种可望打开新的"下游市场"。但另一方面,股指期货作为更高杠杆的投资品种可能因此分流原来股市内的一批高风险资金,其实际对A股市场的资金循环可谓"喜忧参半"。

机制建立最关键

而如果更深层次看,股票市场的中长期趋势,并不会因此而改变太多,即便短期内有很大的波动(又有什么能够影响这个趋势呢)。

而从短期看,股指期货的平稳启动(这吸引了非常多的注意力)可能更关键在于股指期货背后应有的价格平抑机制能否顺利建立。从根本上说,股指期货的定价平稳与投资者自身对后市的看多看空偏好并无太多关联,而在于当时市场的融资成本。

因此,相关部门能否有魄力顶住短期压力而建立一个顺畅的围绕股票指数期货的套利机制最为关键,而若是相关机制运转不是很有效,那么仅仅通过监管部门的严密监管和道义劝告,恐怕很难避免期货市场的急热急冷,这个教训在权证市场上已经很多很多了。

■资金观潮

发行热潮未现

⊙本报记者 周宏

2010年的第一周的基金销售状况从本期资金观潮开始反映出来。根据来自上周对基金同业的了解,今年第一周的基金发行并不乐观,其势头延续过去一个多月的低迷,而实际状况只能用"僧多粥少"来形容。

事实上,上周的发行规模曾经被市场寄予厚望,十余只基金热发,元旦过后6只基金先后发行,且均属于偏股型基金。让业界对进入2010年后,新基金为股市带来的"新鲜血液"满心期待。甚至有人喊出了"千亿资金"指日可待的目标。

但实际情况是,从第一周的情况来看,今年首批新基金发行,非但1000亿规模不太可能,可能刷新2009年12月份700多亿的募集水平也是难上加难,甚至于500亿的总规模都难得。这样的状况或还可能影响二季度的发行。

根据日前对业内的初步了解,2010年第一周的整体募集状况并不理想,除了个别基金有单日近亿元的募集水平外,很多大型基金公司的日募集量也仅在三四千万以内,以此推算,10只基金的单日实际募集水平,绝对不会超过10个亿,按目前的发行日期推算,2010年第一个月的实际申购量可能也不过是300亿左右。从新募集资金和市值比较看,和2008年末(不是2009年年末)的情况是类似的,换言之,对于市场是没有太大影响的。

类似的情况甚至已经蔓延到各银行下发的任务指标上,来自有关渠道的消息,即便是渠道动员能力一流的机构,今年初争取到的发行指标,可能尚不如去年年中水平,这从另一个侧面验证了目前发行市场的温度。

当然,这一切并非没有变数,一方面,偏股基金发行规模的最大自变量始终是市场走势,如果市场走势能够就此发生比较大的变化,那么可以预计基金发行规模整体量能会有强劲复苏。

另一方面,宏观经济的政策导向可能也是重要问题。从历史上,我国投资者的流动性主要在保守性产品、进攻型投资产品和房产投资之间流动,从今年的形势看,流动性未来如果没有被收缩回银行体系的话,那么股票市场仍然会有个较好的选择。这一块的流动性增量(如果存在的话)还是有机会改变整个市场面貌的。

而在这一切都出现前,我们只能认为,今年的基金发行可能不会给我们带来太多惊喜,至少现在的发行状况是这样的。

■基金手记

PIMCO投资总监 比尔格罗斯

加息的未来

美国政府的各项政策中,最重要的是接近为零的利率政策。联储究竟何时升息取决于名义GDP的复苏速度,以及名义利率与通胀水平之间的差距。我的判断是在名义GDP增长速度稳定在4%以前,联储不会冒险升息。当前美国债券市场的嵌入成本接近6%,所以名义GDP只有达到这一水平才能保证美国企业和家庭的资产负债表不再继续缩水。

现在市场普遍预测2009年下半年名义GDP可以接近4%,但是危机后补库存的可持续性以及经济刺激政策作用逐渐消退后,这样的增长速度能否保持尚且值得怀疑,所以在4%及以上的GDP增长速度稳定前(12~18个月),联储应该不会冒险升息。

不妨从另一个角度分析联储升息的动机和时点。过去18个月,资产价格的暴跌造成了严重的损失,联储必须不惜一切代价保证私有领域的生存环境,并使风险价差(risk spread)回归正常水平,因为正常的股票和债券价差风险是未来经济增长的前提。

根据PIMCO测算,这项任务目前应该已经完成了八成左右,如果此时市场和投资者失去联储、财政部和FDIC等机构的低利率和各项承诺,价差风险可能再次巨幅波动和扩大。这就是我对为什么美联储利率维持低位必要性分析。

最重要的原因是美国和发达经济体的资产价格在没有经济基础支持的前提下,已经长期被推高。各国央行只有长期维持利率在历史低位,才能制止股价、房价、高收益债券等投资品种的跌幅。只要如果利率长期人为地被定在低位,债券投资者终会意识到美国当局的各项注资计划,中国外汇储备的大量买入,会造就票据和债券市场强势,也实际在反过来压低美国各项利率。

而美国当局和中国外储的操作虽然为资产价格提供了支持,但同时意味着投资者未来的收益被拉低。美国国债收益率仅有0.15%,2年期票据仅有不足1%,10年期到期国债收益率也只有3.4%。投资者对债券市场的预期最为切合实际,所以即便包括抵押贷款和可投资级别的公司债收益率也不过3.5%。市场希望获得更高的收益率只能寄希望于(也许是自欺欺人)所谓V型反转,以及资本市场很快回到资产价格永恒上升的"旧常态"中。但这实现的可能性并不大,所以此时的风险大于收益。投资者应该意识到即便资产价格与名义GDP同步增长,利率维持低位(不正常现象),投资者的回报最多也只能有4–5%。这样的结果可能令很多人感到气愤,但是这些风险资产在联储和政策制定者的支持下已经连涨了6个月,很可能已经到达顶峰。

而中国在未来6个月很可能将抛弃钉住美元的政策。中国内地宽松的货币政策已经在借贷领域和资产升值过程中催生出不小的泡沫。随着人民币再一次升值压力,全球的资产价格将会有一次向下的剧烈波动。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
嘉实50LOF	34.37
华富100	3.37
中欧中小盘股票(LOF)	14.78
东吴新经济	8.01
博时超大盘ETF	14.07
博时超大盘ETF联接	19.06
银河沪深300指数	8.71
招商中小盘精选股票	26.27
汇添富策略回报股票	32.16
天弘周期策略股票	6.99