

大盘急涨催生股指期货尽快适时上市

□海通证券研究所 雍志强 单开佳

中国股市在经历了连续 5 年的大牛市后,终于让投资者迎来了扬眉吐气的一年。随着 2006 年最后一个交易日的结束,上证指数由 12 月 29 日报收历史最高位 2675.47 点,全年大涨 130.43%,涨幅居全球主要股票市场首位;深圳成份指数收报 6647.14 点,全年涨幅为 132.12%;中小板企业指数较年初上涨 76.12%,收报 2493.26 点。

但也许是牛市来得太快太猛烈了,2006 年岁末中国股市的大幅度上涨,除了让很多人惊喜之外,也让更多人感到看不懂。于是乎有人便把股市大涨的直接原因归咎于即将上市的股指期货。对此,我们觉得有失偏颇。

一、大盘上涨自有因,并非股指惹的祸

国内市场在上证综指于 2005 年 6 月 6 日最低下探 998.23 点后,开始逐步攀升;至 2006 年 3、4 月份成功突破 1300 点的重大阻力后,牛市格局确立,到 2006 年四季度,在银行股等大盘指标股的迅速拉升下,指数如坐火箭般蹿升。

那么,到底如何看待目前的股市上涨呢?我们认为,大盘暴涨有其自身规律,并非股指期货惹得祸。

首先,股权分置改革的顺利完成,国内强劲的经济基本面因素是推动股市恢复性上涨的最深层原因。

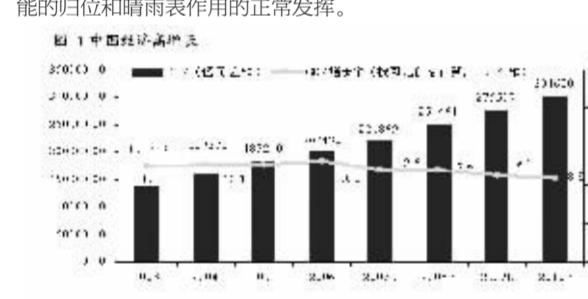
股市是国民经济的晴雨表。但由于畸形的市场结构,中国股市很长时间以来一直和国民经济保持背离走势。特别是进入 21 世纪后,中国经济在继续保持高增长的情况下,股市却出现了罕见的下跌。2001 年受美国经济调整的影响,我国经济增长率降到 7.3%,但 2002 年很快又回升到 8.3%;2003 年至 2005 年,经济增长率平均超过 10%,宏观经济持续向好,一直保持在高位运行。其中,2004 年我国经济增长率高达 9.5%,进出口总额增长 35.7%,贸易顺差 320 亿美元;外汇储备大幅增加,但当年上证综合指数却下跌了 15.15%,沪、深两市的流通市值缩水高达近 1500 亿元;2005 年 6 月,上证指数甚至一度跌穿 1000 点大关。

就在投资者感到极度悲观的时候,管理层极力推进的股权分置改革,使中国资本市场悄悄发生了重大的转折性的变化。到 2006 年底,93% 的上市公司已经股权分置改革完毕或者正在进行股权分置改革,其股票市值已占据总市值的 96%,股权分置改革基本完成。股权分置改革使股票市场获得了新生,中国资本市场进入了全新的发展阶段,资本市场的财富功能才能得到真正的发挥;另外,股权分置改革完成后,中国股市的融资和资源配置功能将真正得以发挥作用,大批优质企业将发行上市,股票市场和中国宏观经济的联系将更加密切,也将更能反映宏观经济的走势。

与此同时,中国宏观经济并未出现人们担忧的全面过热,2006 年前三季度内生产总值(GDP)增长达 10.7%,CPI 同比仅上涨 1.3%。预计 2006 年 GDP 增长将达到 10.5%,连续第四年保持两位数增长速度,全年将超过 20 万亿元人民币,居民消费价格指数(CPI)在 1.5% 左右。

预计未来几年,中国经济仍将继续保持高增长。宏观经济的健康发展将为上市公司的业绩增长提供坚实的基础,再加上即将启动的税制改革,会导致银行、钢铁、石化等利润较大的行业的上市公司业绩提升。这些因素都增加了股票市场对大型国企未来业绩增长的良好预期,也增加了人们对大型国企的投资兴趣。

可见,正是股权分置改革的成功实施,以及国内经济的强劲增长,从根本上奠定了中国证券市场大牛市的基础,也激发了国内外投资者极大的投资热情。而股市的恢复性上涨,体现了中国资本市场功能的回归和晴雨表作用的正常发挥。



第二,强烈的人民币升值预期和庞大的流动性过剩是 2006 年中国股市大幅度上涨的最大推动力量。

从新兴市场情况看,本币升值是一个国家或地区股票市场上涨的巨大推动力量。例如,日本在 1971 年到 1989 年日元升值过程中,日元兑美元汇率从 300 日元 / 美元左右,升值至 100 日元 / 美元附近,日本股市累计上涨了 28.8 倍;韩国在 1985 年到 1990 年,韩元升值 30%,股市涨了 5 倍;我国台湾地区在 1985 年到 1990 年,新台币升值 60%,股市涨了 12 倍。

我国人民币汇率制度改革始于 2005 年 7 月,人民币兑美元的汇率由 8.2765 元 / 美元一次性升值至 8.11 元 / 美元,2005 年 11 月末人民币兑美元中间价为 8.0796 元 / 美元,12 月末为 8.0702 元 / 美元。

表 1 2006 年人民币兑美元汇率月度平均价
(单位:元 / 美元)

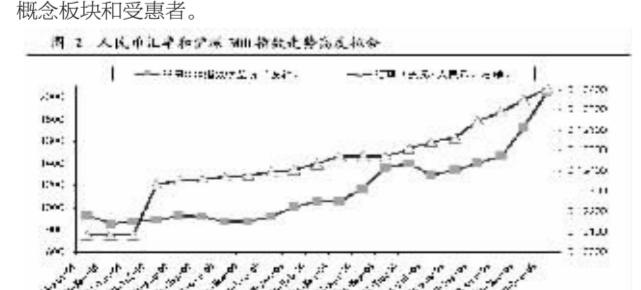
月份	2006年1月	2006年2月	2006年3月	2006年4月	2006年5月	2006年6月
人民币兑美元汇率月度平均价	8.0668	8.0493	8.0350	8.0156	8.0152	8.0067
月份	2006年7月	2006年8月	2006年9月	2006年10月	2006年11月	2006年12月
人民币兑美元汇率月度平均价	7.9910	7.9733	7.9368	7.9032	7.8652	7.8238

资料来源:海通证券研究所

2006 年下半年,人民币升值明显加速。2006 年 11 月份人民币兑美元的中间价平均为 7.8652 元 / 美元,12 月最后一个交易日,人民币兑美元中间价升至 7.8087 元 / 美元。未来几年,人民币升值预期进一步加强。

人民币加速升值对国内市场的影响是非常大的。一方面,人民币升值强化了投资者对中国股票市场的良好预期;另一方面,人民币加速升值加剧了国内流动性过剩的压力,为股票市场提供了巨大的资金流。

从实证分析结果看,我们发现人民币汇率和沪深 300 指数走势高度拟合,特别是年末人民币加速升值和大盘加速上涨几乎完全一致;从板块上看,对市值贡献最大的银行股,恰似最大的人民币升值概念股块和受益者。



展望未来,人民币汇率制度改革和人民币长期升值预期将继续增加国内市场流动性过剩的压力;中国外汇储备在突破万亿美元大关后,国际收支顺差仍将不断增加,从而继续增大流动性过剩的规模和数量;随着工行等大型国有银行上市,流动性过剩压力也将进一步增大;从国际视角看,全球流动性过剩有望继续输入中国。所以,2007 年,中国流动性过剩的压力有望继续扩大,这是股市上涨的直接推动力。

第三,巨大的“赚钱效应”和财富效应是推动股市上涨的最直接原因。

资金是股票市场最活跃的因素。可以说,股市涨跌本质上都是由资金推动的。在一个下跌的市场,会由于“亏损效应”而引发财富缩水和资金撤离,从而导致更大的下跌;而在一个上涨的市场,会由于“赚钱效应”引发财富膨胀和资金流入,从而导致更大的上涨。2006 年的中国证券市场,正是由于大盘的上涨带来了巨大的“赚钱效应”和财富效应,进一步推动了大量资金的直接入市,并加速了股市的上

涨。据中国证券登记结算公司公布的数据,由于行情火爆,2006 年两市投资者开户数新增 517.68 万户,国内投资者总开户数已接近 8000 万户。截至 2006 年 11 月底,当年净值增长达 100% 以上的基金数量已达 108 只。2006 年 12 月 7 日,全球投资基金发展史上的一个纪录宣告诞生:在一个发行日内,嘉实策略增长募集约 400 亿元。这些源源不断的人市资金,是推动 2006 年股市上涨的最直接原因。

第四,牛市预期下的正反馈交易机制和巨大的投机力量是推动国内股市短期上涨过快的内在机制。

股票市场有时具有明显的“期望”自我实现(Self-fulfilling)的特点。在“买涨不买跌”的交易模式下,当市场形成普遍一致的预期时,很容易出现一种正反馈交易机制。此时,在投资和投机两种力量的合力下,会形成“股价上涨 - 资金流入 - 股价加速上涨 - 资金疯狂涌入”的循环模式,使“股价上涨”这一“预言”得以自我实现。在本轮大盘急剧上涨过程中,我们经常可以看到中国银行、中国石化等很多大盘指标股,都是在“估值理论”的引导下,股价一步步 Self-fulfilling 而向上攀升的。

第五,后股权分置改革与全流通时代的“断档期”,股市供需矛盾是 2006 年大盘急剧上涨的特殊背景。

与最初市场认为全流通后会有大量流通股扩容的预期完全相反,2006 年投资者逐步认识到,股权分置改革基本完成后,短期内中国股票市场流通股难以大量增加;即使在未来,国家在很多行业都不会放弃对企业控制权的争夺,所以,担心大量原来的非流通股入市证明是杞人忧天。

而与此同时,在 2006 年两市 2204.43 亿元的股票筹资额中,首次发行筹资 1369.5 亿元,再融资 844.93 亿元,虽然较历史上最高的 2000 年 1540 亿元股票筹资额高 43.14%;H 股公司也大量回归 A 股市场,中国工商银行首次实施了 A+H 股发行上市;深交所中小企业板全年上市 52 只新股,上市家数翻了一番多,共筹资 179.27 亿元,取得了长足发展。但 2006 年的中国股票市场,毕竟已经是一个与以前完全不同的市场。而中国工商银行、中国银行、大秦铁路、中国国航、中国人寿等大市值公司在成功实现 A 股上市或发行时,由于明显偏小的流通盘,导致市场原来预期的“利空”反而变成了“利好”。

可见,后股权分置改革与全流通时代的“断档期”,国内股票市场供需矛盾被严重打破;而工商银行、中国银行等名义上的大盘股,由于“袖珍型”的流通股本结构,反而加剧了中国股市供需矛盾的失衡。这正是 2006 年大盘急剧上涨的特殊背景和原因。

第六,国际化背景下的全球股市走牛,是推动国内股市恢复性上涨的重要外部力量。

始于 2002 年的本轮全球经济直接推动了全球股票市场的繁荣和股价的上涨。由于经济和金融一体化已经达到了非常高的程度,目前全球主要股票市场和道琼斯指数的相关系数高达 0.9 以上。从表 2 可以清楚地看到,2002 年以来,世界主要市场股价指数均出现大幅度上涨。其中,中国香港恒生指数和日经 225 指数从 2002 年底至 2006 年底涨幅分别达到了 118.57% 和 101.24%;而巴西 BVSP 指数和 YINDU S&P CNX NIFTY 指数涨幅更分别高达 296.60% 和 266.47%。

国内市场股票以前国际化程度比较低,处于相对封闭状态。但随着人民币汇率制度的改革,以及 QFII 力量的壮大,2006 年中国证券市场以香港市场为桥梁,感受到了国际化的影晌,与国际股票、期货和外汇市场的关联度大大增强。

所以,从全球股票市场看,2006 年的中国股市不过是一个“迟到的牛市”而已。正是由于 2004、2005 两年压抑得太久,所以 2006 年爆发得也比较猛烈。但总体而言,中国作为全球经济增长最快的国家,2006 年底和 2002 年底相比,上证综指 97.07% 的上涨幅度远低于同为发展中国家的巴西和印度的股票价格指数。目前沪深市平均市盈率为 33.3 倍,深市平均市盈率为 32.72 倍,其中中小企业板为 42.03 倍,也处于比较合理的区间。

表 2 2003 年以来全球股票市场股价指数涨跌幅情况

综上所述,2006 年以来中国股市的大幅度上涨,有其深刻的基本面原因。而目前市场上有个别观点,认为年末大盘的急剧上涨是由股指期货即将上市推动的。我们认为这种看法在理论和现实中都缺乏令人信服的证据。事实上,正如前几年股市大跌有其基本面的深层原因一样,导致 2006 年末股市大涨的最根本原因,或者说内因,正是在各种基本面因素合力作用下,股市本身所蕴含的巨大能量,股指期货不过是其中的一个诱因而已。将大盘的大幅度上涨完全“归功于”尚未“出生”的股指期货,显然有失偏颇。如果这种结论成立,那么我们是否也可以这样说:上证综指从 2001 年 6 月 15 日最高 2245.43 点跌到 2005 年 6 月 6 日最低 998.23 点,根本原因是没有开设股指期货呢?

二、历史早有定论:股指期货对股市的作用是积极和正面的

1.87 股灾,股指期货已经历过严峻考验

对股指期货上的是给现货市场带来的冲击,研究最集中的时期是 1987 年全球性股灾发生后,当时,在追溯股灾发生的主要原因时,有人将矛头直指股指期货,当时著名的布兰迪报告认为,股指期货加剧了股票现货市场的动荡,是 1987 年 10 月股灾的罪魁祸首。报告还将股指期货的程序交易引起股市下跌的恶性循环称为“瀑布效应”,即由于股市下跌,组合避险者卖出股指期货以降低持股比例,期货的卖压使期货合约价格低于理论价格,也大幅低于现货市场价格,如此恶性循环,加剧了股市大跌。

但是,随后大量的理论研究和实证分析结果,均不认为股灾应归罪于股指期货的交易,而是由于股指期货市场不发达,才导致无法有效对冲现货市场的卖压。

时任美联储主席的格林斯潘认为:金融衍生品市场极大地降低了对冲风险的成本,扩大了对冲风险的机会,而这些风险在从前都无法有效地进行规避。因此,美国的金融体系比 30 年前更为灵活,更为有效,经济本身对于这些金融方面的现实危机也更富有弹性。

所以,经过 1987 年股灾,股指期货已经历过了严峻考验。随后,股指期货市场的交易制度得到了完善,设置了“断路器机制”,提高了保证金比例,各交易所对股指期货的交易规则进行了完善,加强了风险管理。进入 90 年代后,股指期货得以快速发展。美国“9·11”事件发生时,股指期货等金融衍生品交易的成交量和持仓量猛增,创历史新高,股指期货显示了其正面的稳定市场的作用,有效地规避了金融市场的风险。股指期货的发展也进入了新的阶段,出现了全球性的迅猛发展的态势。

2. 股指期货推出不会增加股票市场波动性

目前,国内有人担心股指期货推出后,会增加股票现货市场波动性。海外大量实证研究结果,却并不支持这种观点。

当然,由于各个国家或地区的经济基本面情况,以及股票市场的制度、规模等有很大不同,学者的研究方法、选取样本空间、样本期间不同或有差异,海外学者关于股指期货推出对股票现货市场波动性影响的研究结果也存在争论,有些研究认为股指期货推出会增加股票市场的波动性,但大部分认为中长期并不影响股票市场波动率,甚至会降低股票市场的波动率。

Damocaran(1990)利用 CRSP 的日数据,取 1982 年 4 月 21 日 S&P500 股指期货上市前后五年(1250 个交易日)为样本,分别计算 NYSE 中个别公司股票报酬的平均值(mean)与方差(variance)。再将这些公司分为两组,一组属于 S&P 指数中的公司(指数组),另一组则不在 S&P500 的组成名单之上(非指数组),实证结果:①在平均报酬方面,指数组及非指数组在股指期货上市前后均显著提高,且指数组上升幅度较大;②在方差方面,指数组在股指期货上市后方差增大,其显著性在临界边缘。非指数组之方差显著降低。Damodaran 因此认为股指期货上市会增加股价的波动。Lockwood 和 Linn(1990)对道琼工业指数的研究表明,股票市场波动率增加。Antoniou 和 Holmes(1991)利用日收益率数据,对 FTSE 100 指数期货的交易对股票市场波动性的影响进行了研究,结果表明,期货交易导致了股票市场波动性的增加。

作为新兴市场的代表,西班牙市场的实证研究结果是,股指期货上市对现货市场波动性的影响是不确定或不显著的。

德国金融期货市场的发展起步比较晚,但发展十分迅速。在 1990 年代,德国已经成为欧洲大陆上的第一大金融期货市场。1998 年以后,DTB(德交所)和瑞士交易所合并,成立了世界上第一个跨国的交易所——欧洲期交所。Antoniou, Holmes 和 Priestley(1998)研究 DAX-100 指数期货上市前后 3 年的日报酬率资料显

示,股指期货上市后,现货市场的波动性降低,而且显著;另外,DAX-100 指数的成份股由德国证券交易所的 30 只最主要的股票构成,这 30 只成份股的市值占德国股票市场总市值的 60%,而交易量占 65% 以上。研究结果倾向于股指期货上市后,现货市场的波动性降低。

至于国内市场,股指期货推出后,虽然短期可能会对股市形成一定冲击,但中长期不会增加股市的波动性。

表 3 部分研究结果认为开放股价指数期货上市不会增加股票市场波动性(见附表)

表 4 部分研究结果认为开放股价指数期货上市会降低股票市场波动性(见附表)

3. 股指期货对全球资本市场贡献重大

自 1982 年 2 月诞生以来仅二十几年时间,股指期货已成为当前国际金融市场交易最为活跃的期货品种之一,因而被誉为二十世纪八十年代以来“最激动人心的金融创新”。

在 2005 年,98.9 亿张合约的全球衍生品交易量中,金融期货、期权交易量达到了 91.39 亿张合约,占全球衍生品交易量的比重为 92.33%,而金融期货、期权中,股指期货、期权交易量达到了 40.80 亿张合约,占全球衍生品交易量的比重达到了 41.25%,占全球金融期货、期权交易量的比重到了 44.66%;单只股票期货、期权交易量达到了 23.569 亿张合约,占全球衍生品交易量的比重为 23.80%,占全球金融期货、期权交易量的比重为 25.79%。股指期货、期权和个股期货、期权两个合计达到了 64.369 亿张合约,占全球衍生品交易量的比重高达 65.05%,占全球金融期货、期权交易量的比重高达 70.44%。

如此庞大的交易量和市场规模,已经用铁的事实证明了股指期货对全球股票市场的巨大贡献。事实上,股指期货现在已经成为现代资本市场不可或缺的重要组成部分。

4. 股指期货对全球经济贡献重大