

中国资本市场战略转型的交易制度: 双边市场与对冲交易

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
 联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报
 执笔:中国人民大学金融与证券研究所 董安生 魏薇 何波 穆曼怡

由于缺少金融期货和做空机制,中国以往的资本市场只能称为单边市场。而《证券法》的修改使得这一情况得以根本改变,随之一系列的规则和市场变化又使双边市场的形态得以显现。这些变化主要有:金融期货交易制度的建立,配套规则的出台,市场统一指数的形成,交易系统、交易系统的完善等等。双边市场的出现对中国资本市场的发展具有极为重要的推动作用,其中之一就是促使对冲交易得以产生。对冲交易作为一种低风险、中高收益的交易方式,可以有效化解风险,对整体市场和投资者都有重要意义。而双边市场和对冲交易对中国资本市场还有更为深远的影响,那就是:使投资者结构发生重大变化,使个股操纵难度加大,催生大盘蓝筹股,使股指走势趋向平稳等等。双边市场和对冲交易在当前的主要面临着期货公司和结算会员制度的挑战,不过,由于具有无法比拟的内在优势,其迅速发展是必然的,前景非常乐观。

(本报告所刊为原报告节选)

双边市场形态显现

1、新《证券法》为双边市场提供法律基础。修订前的《证券法》明文规定证券交易以现货进行交易,还明文禁止证券公司从事融资融券交易。但2005年10月修订的《证券法》对原有制度进行了放开,使得中国证券市场得以从单边市场走向双边市场,表现在:

(1)修改后的《证券法》放开了信用交易,确立了做空机制。以往投资人在证券市场上只能做多,通过低买高抛在价格上获利。修改后的《证券法》引入了融资融券机制的方式,意味着投资者通过做空在下跌时也可盈利。从各个成熟的股票市场来看,做空机制实际上是股指期货的基础,股指期货一般都内在的包含着做空机制,股指期货的交易就可以做多,也可以做空,否则就不可能实现股指期货完整的套期保值功能。

(2)修改后的《证券法》引入了证券衍生品,使现货单边市场扩大为双边市场。《证券法》修订前的市场只是一个单边市场,投资人在其中无法通过对冲交易操作来规避市场的系统性风险。修改后虽然金融期货、期权等交易方式的产生还有赖于国务院的具体规定,但毕竟从法律上根本解除了金融衍生品产生的障碍,使得投资者在期货、现货两个市场中同时进行操作以规避风险或获得利润的对冲交易机制有了制度基础。

2、相关机构的建立和规则的出台为双边市场提供制度保障。在机构层面,2006年9月8日,中国金融期货交易所上海挂牌成立,中金所正积极筹划推出股指期货、期权,并深入研究开发国债、金融期货、利率期货、期权等金融衍生品。中金所的成立为双边市场的建立奠定了一定的物质基础。

同时,在规则层面,在《证券法》解限的基础上,监管部门和各方市场主体也作出了相当积极的回应。在规范层面里,《证券公司融资融券业务试点管理办法》已经颁布,修订后的《期货交易管理条例》即将出台,《期货法》也正在拟定当中。在市场层面里,金融期货交易所已经建立,第一个金融衍生品——股指期货即将推出,各种类型的市场统一指数也陆续出现等。所以市场对金融衍生品的到来已经作好了充分准备,双边市场呼之欲出。

3、市场统一指数形成与交易系统完备为双边市场提供市场化平台。虽尚无具体时间表,但各方早已达成共识,股指期货将是推出的第一个金融衍生品。在股指期货合约设计过程中,面临的首要问题就是指数选择问题。作为股指期货标的的指数需要具有两个特点:一是对整个市场有较高的覆盖率,以全面反映市场状况;二是指数不能修正过于频繁,以保持市场稳定性和可比性。目前确定作为第一只股指期货标的的沪深300指数基本符合要求,经过中金所发起的几个月的沪深300仿真股指期货交易测试,沪深300的稳定性与可靠性也为大家所广泛认可。

此外,中金所的一系列交易系统也已作好准备,经过沪深300仿真交易的测试,其可靠性也得到了证实。

对冲交易呼之欲出

做空机制和股指期货的到来,意味着作为金融期货最基本操作手法的对冲交易的时代已经拉开序幕;随着其他金融衍生品品种的诞生,对冲交易的黄金时期也将会来临。而长期以来,由于《证券法》对金融期货和融资融券的禁止,使得市场上并没有出现过对冲交易,大家对其原理和实质并无清晰的认识。

对冲交易,实际上既是一种交易方式,又是一种理念。作为一种交易方式,它遵循“市场中性”原则,以寻找市场或商品间效率落差而形成的套利空间为主,通过两个或以上的交易,利用对冲机制规避风险,使市场风险最小化。以利用股指期货进行对冲交易为例,在风险普遍偏高的情况下,交易者买入现货,做空股指期货,使其在高风险时不赔不赚,有效地化解了风险。当市场风险逐渐减弱,股票走势明确时,迅速加大股指期货持仓,抛出现货,获得收益(至少不会承担损失)。所以对对冲交易是一种低风险、中、高收益的交易方式。作为一种理念,对冲交易中的“对冲”就是有风险就要化解掉的思想,基于这种思想进行的化解风险的操作都可以称为对冲交易。而一般人往往认为谁投资谁就要承担风险,缺乏对冲掉风险的思想,当然他们对对冲交易的理解也仅仅局限在很小的范围内。

然而,在此也必须厘清:尽管对冲交易是伴随双边市场而来,但对冲交易只是双边市场上一种重要的交易方式,并非唯一的交易方式。对一些投资者来说,在股指期货到来初期,由于缺乏对冲风险的思想,他们可能会更倾向于在股指期货市场上进行投机。股指期货市场由于其高杠杆的特性,可以最大程度地满足投机者的风险偏好。而投机交易的繁荣与经纪公司的利益并不冲突,经纪公司也会鼓励投机交易,所以在一段时间内投机交易者可能还会多于对冲交易者。但在双边市场和对冲交易出现

后,个股操纵难度将大幅度加大,曾一度泛滥的个股操纵现象会大为改观。主要原因在于:对冲交易出现以后,市场上机构投资者类型和数目众多,操作目的和策略各有不同,而且大家均会使用对冲交易这种操作工具。在这种情况下,如果一家或几家投资者联合起来操纵某只股票的价格,会发现其他投资者正在进行相反的操作,双方的操作进行中和,市场仍会回归原位。比如:在双边市场上,操纵者想拉升某种股票价格,人为加大交易量,使股价上涨,但在上涨过程中,其他投资者会不断地抛售股票现货,造成空方市场效应,从而与操纵者想要制造的多方市场效应相抵消,必然加大操纵者的操纵难度。此外,从另一角度来看,对冲交易作为一种低风险、中高收益的赢利模式,其本身即可取代个股操纵成为机构投资者获利的首选方式,个股操纵模式已无优势可言。

双边市场和对冲交易机制对市场格局的影响

双边市场和对冲交易机制的存在,将对市场格局产生全面和深远的影响。主要表现在以下方面:

1、投资者结构发生变化。从《证券法》的原则性规定来看,没有任何规定对从事对冲交易的投资者主体作出限制。任何投资者,包括散户和机构投资者都可参与双边市场和对冲交易。但从对冲交易本身来看,投资者不仅需要手中握有大量资金和头寸,更要有迅速融资能力;不仅能立即掌握单个市场信息,更要全面掌握多个市场信息;不仅能即时掌握信息,更能快速分析立刻决策。这些优势是一般的个人投资者所不具有的,所以对对冲交易的本质特点决定了其主要操作者为机构投资者。实际上,对冲交易在产生之初,就是为机构从事对冲操作规避风险而设立的,对冲基金更是一道被称为“富人的俱乐部”。

2、个股操纵难度加大。在以往的市场中,操纵市场行为必然表现为单一的个股操纵;而在一个具有对冲交易机制的双边市场中,操纵市场行为必然包含从个股操纵到股指操纵的演化。

以往的中国证券市场是单纯的现货市场,投资者的盈利模式单一,加上市场功能基本上弱有效,市场的价格发现作用受到严重抑制,投资者尤其是机构投资者除了个股操纵外没有其他的赢利模式,从而造成当时市场上几乎每只个股都有机构投资者坐庄,通过拉抬股价、低买高卖获利。

但在双边市场和对冲交易出现

后,个股操纵难度将大幅度加大,曾一度泛滥的个股操纵现象会大为改观。主要原因在于:对冲交易出现以后,市场上机构投资者类型和数目众多,操作目的和策略各有不同,而且大家均会使用对冲交易这种操作工具。在这种情况下,如果一家或几家投资者联合起来操纵某只股票的价格,会发现其他投资者正在进行相反的操作,双方的操作进行中和,市场仍会回归原位。比如:在双边市场上,操纵者想拉升某种股票价格,人为加大交易量,使股价上涨,但在上涨过程中,其他投资者会不断地抛售股票现货,造成空方市场效应,从而与操纵者想要制造的多方市场效应相抵消,必然加大操纵者的操纵难度。此外,从另一角度来看,对冲交易作为一种低风险、中高收益的赢利模式,其本身即可取代个股操纵成为机构投资者获利的首选方式,个股操纵模式已无优势可言。

因此,从长期来看,双边市场和对冲交易会降低现货市场的价格波动,使得市场操纵者拉升、洗筹、出货的成本和难度大大增加,操纵市场行为由此受到抑制。此外,对冲交易机制的套期保值功能有利于吸引原本担心风险过大的投资者特别是机构投资者进入市场,从而有利于增加现货市场的规模、深度和流动性,也进而有助于对操纵市场行为的抑制。

3、蓝筹股催生。以往中国股票市场中没有蓝筹股,并由此导致了股市规模小等诸多问题。目前,在资本市场多种规则已经逐步建立的基础上,双边市场和对冲交易的来临必然会催生大盘蓝筹股的出现和迅速发展。

在成熟市场,蓝筹股一直是股票市场的支柱和“定海神针”。但我国证券市场以往并不存在蓝筹股。究其原因,第一,由于股市的发展时间短,波动性大,国内的大盘股绝大部分都选择了在海外上市。这使得国内投资者无法分享最优质的公司所带来的丰厚利

润,更导致中国证券市场的抗风险能力始终无法得到提高。而市场抗风险能力的止步不前,又进一步促使优质大盘股到海外上市,中国的证券市场进一步恶化。这种长期的恶性循环,使得中国的证券市场缺乏产生蓝筹股的基础,被边缘化的趋势日益明显。第二,在以往的国内股市中,个股操纵几乎成了唯一的盈利模式。所以即使一些大盘股最终选择了在国内上市,也由于盘子过大难以操纵,而无法得到个股操纵者的青睐。因而,我国的大盘股市场普遍被低估,远低于正常价值的20%左右。相比之下,在发达市场中,蓝筹股价格是浮于正常价值20%以上的,这也是国内大盘股无法蜕变成蓝筹股的重要原因。不过,目前国内市场的发展使得超级大盘股在A股上市的条件日趋成熟,一些超级大盘股,在近几个月纷纷登陆A股市场。同时,热衷于价值投资的机构投资者得到全面迅速发展,使优质的大盘股有了稳定的投资群体。种种迹象表明,A股市场中产生蓝筹股的基础已经逐渐形成,海外上市的大盘股回归A股市场的趋势更加明显。

对冲交易的出现,在推动和加速蓝筹股的产生和发展进程中将会起到极大作用,主要原因在于蓝筹股是机构投资者进行对冲交易的基本工具。在股指期货出现以后,其他金融衍生工具出现之前,机构投资者进行对冲交易的最佳操作模式只能是:一方面在现货市场上以较低的成本长期持有多个大盘蓝筹股,另一方面在期货市场做空股指期货。因为机构投资者若想对冲股指期货风险而需要在现货市场上找到相应工具时,只能选择持有更多的大盘蓝筹股。每只大盘蓝筹股在股指中都占有较大权重,多只大盘蓝筹股的效应足以对冲期货市场的风险。目前股指期货推出在即,机构投资者都试图以较低的成本持有更多的大盘蓝筹股,以便未来作对冲

交易之用。现在A股市场上之所以出现优质大盘股上市后股价持续回落的反常现象,其中不乏某些机构投资者故意做空,以达到以较低成本持股的因素。从长远来说,如果推出个股期货,一定是以大盘蓝筹股为首选标的,大盘蓝筹股的繁荣趋势会更加明显。所以对对冲交易的繁荣必然会带来蓝筹股的迅速发展,未来会有更多的海外大盘股回归A股市场,还未上市的大盘股也会把在A股市场上市作为第一选择。

此外,对冲交易还会极为有效地增强市场的价格发现功能,以往大盘股市场普遍被低估价现象会逐渐得到改善,投资者会更加认同优质大盘股的投资价值,大盘股的交易会更加活跃,从而为大盘股的破茧成蝶插上翅膀。

4、股指走势趋向平稳。双边市场和对冲交易出现后,股指走势从总体上趋向平稳,不会像以往单边市场那样容易出现暴涨暴跌的现象,除了投资者更加理性等因素之外,双边市场和对冲交易增强了股指的弹性也是重要原因。一方面,如果股指出现巨幅下跌,在下跌过程中会有越来越多的做空者趁机补仓赚得巨大收益,由于期货市场的“零和”效应,交易的对手方(即需要承担损失的投资者)必然也会采取行动来抑制股指的大幅下跌,所以连续的暴跌基本不会出现。退一步讲,即使没有人抑制股指跌势,由于补仓者的增多,股指也会逐渐回归平衡。另一方面,股指巨幅上涨一定意味着将来的巨幅下跌,所以在巨幅上涨的势头开始出现时,也一定会有理性的投资者采取行动来抑制。除了股指弹性增强以外,个股操纵受到抑制也是股指走向平稳的原因之一。以往的中国市场上,没有人刻意操纵股指,但个股操纵客观上导致了股指的大起大落。现在,个股操纵变得很难,由个股起伏带动股指起伏的现象也就不太可能出现了。当然,即使上述原因存在,双

边市场的出现并未完全消除未来市场上操纵股指的可能性。因为中国市场上仍然有许多不确定因素,这主要是国外资金的介入。尽管中国资本项下账户还未完全放开,现在的QFII总额度也不足以撬动中国股指,但许多海外资金可以通过贸易、地下钱庄等途径进入中国资本市场,而且OFII额度也必然会继续增加,所以中国的股指仍然有被海外资金操纵的可能。

双边市场和对冲交易机制的前景

在现在的中国市场上,双边市场和对冲交易虽然刚刚出现,但已经有越来越多的投资者开始认识到对冲交易这种投资工具低风险和中、高收益的优势,正在准备逐步地参与到这一交易方式中来。最先在双边市场上从事对冲交易的应该是QFII,它们获准在中国市场投资,对国内国际市场都比较熟悉,又有长期从事对冲交易的经验,同时,国内机构投资者也不会放过这个极好的投资工具。许多国内机构投资者,尤其是基金管理公司和证券公司正在组织人员参与对冲交易的培训,并积极向国外的对冲交易操作者取经,以期能迅速参与其中。

在大家都看好对冲交易前景,希望能利用它在市场上分得更大份额时,对冲交易人才稀缺性会越来越明显地显现出来。似乎从其他机构挖掘熟悉对冲交易的人才是最简单的办法,但由于对冲交易具有差异化特点,各个机构的投资理念和规模不同,必然导致一家机构的对冲交易模型在另一家机构不能适用。所以,对每个想参与对冲交易的机构投资者而言,注重培养自己的对冲交易人才、建立适合自己的对冲交易模型才是长久之道。

双边市场和对冲交易面临的挑战

双边市场和对冲交易机制在发达国家和地区的成熟市场早已定型,但因其在中国是一个新生事物,所以对中国的市场各方主体来说都有一个逐步学习和熟悉的过程。为此,我们不仅应当看到双边市场和对冲交易机制给中国证券市场带来的美好前景,更应当做好制度、理念和规则等各方面准备,以充分迎接应对随之而来的各种挑战。目前,无论在规范层面还是市场层面,大家为迎接股指期货的到来都做了功课。不过,与股指期货相关的一些制度仍有待发展,其中最重要的就是大力发展期货公司的数量和实力,并在此基础上扩展结算会员的规模。

截至2006年9月,中国总共只有179家期货公司。如果单纯从数量上看,似乎已经能够满足未来股指期货的交易,没有必要再去扩展期货公司的规模。但是应该注意的是,现有的期货公司普遍缺乏实力,不少公司实际上只有不足千万元的净资产,能够符合监管部门初步拟定的从事股指期货交易最低注册资本的公司已经不多,约为20家,基本符合交易所交易结算会员和全面结算会员初步标准的就更少,交易结算会

员约20家,全面结算会员就更少。尽管目前有消息称,在这些初步标准出来以后,有不少期货公司为了能够从事股指期货交易和成为结算会员,已经有了初步的增资意向。但报道所称的这些期货公司几乎均为有券商背景的期货公司。除此以外的绝大多数期货公司仍然是缺乏足够的资金实力去增资的。而即使是这些有券商背景的公司也仅仅是有增资意向,并无确切的资料显示已经有许多此类期货公司完成了增资或向监管部门递交了增资申请。所以说,从目前的情况看,现有的期货公司所能容纳的客户数量都是不能令人满意的,与金融期货市场交易需求有相当大的距离。不论其他,这种局面引发的最直接后果就是,会使股指期货的交易和结算造成非常大的困难。按目前的情况发展下去,可能形成的情况是:在第一层次交易层面上,由于能够从事股指期货交易的期货公司数量不足,同时这些能够从事交易的期货公司所能容纳的客户数量也有限,使得大量客户即使有从事股指期货交易进行套期保值或套利的需要,也无法找到合适的期货公司。再进一步讲,即使交易需求能够满足,第二

层次的结算问题又随之凸显。任何期货交易都必须进行初步标准出来以后,有不少期货公司为了能够从事股指期货交易和成为结算会员,已经有了初步的增资意向。但报道所称的这些期货公司几乎均为有券商背景的期货公司。除此以外的绝大多数期货公司仍然是缺乏足够的资金实力去增资的。而即使是这些有券商背景的公司也仅仅是有增资意向,并无确切的资料显示已经有许多此类期货公司完成了增资或向监管部门递交了增资申请。所以说,从目前的情况看,现有的期货公司所能容纳的客户数量都是不能令人满意的,与金融期货市场交易需求有相当大的距离。不论其他,这种局面引发的最直接后果就是,会使股指期货的交易和结算造成非常大的困难。按目前的情况发展下去,可能形成的情况是:在第一层次交易层面上,由于能够从事股指期货交易的期货公司数量不足,同时这些能够从事交易的期货公司所能容纳的客户数量也有限,使得大量客户即使有从事股指期货交易进行套期保值或套利的需要,也无法找到合适的期货公司。再进一步讲,即使交易需求能够满足,第二

到,期货公司的数量和资金规模是实现这个目标的关键。因为小型期货公司无法从事大规模交易,少量期货公司更难承担整个市场的交易量,必须形成这样的局面:一是存在很多有资金实力的期货公司都能进行金融衍生品合约交易和结算;二是符合条件的这些公司确实频繁地进行大规模的交易和结算。如果能够做到这两点,并且沿着这条道路健康发展,即使说与世界其他地方的金融衍生品交易相比,中国的金融衍生品交易只能算是后起之秀,那么后起之秀也同样能够后来居上,迅速占领前辈们的阵地。

所以,无论从现实还是长远来看,大力发展期货公司的数量和实力,使得它们有能力从事大规模的交易和结算,都是一件非常迫切和重要的工作。我们认为,监管机构应该对这个问题予以高度的重视,同时采取相应措施来保证和促进目标的实现。为了实现上述目标,我们建议,以下两点措施是非常必要的:

第一,调整期货公司审批标准。目前监管部门对成立期货公司控制得较为严格,其准入标准包括多项,如资金标准、人员标准、机构标准、行业经验标准等。不过,其中有些标准对于发展金

融期货市场来说,并非是十分必要的。比如,由于金融期货在中国是新兴事物,几乎所有的期货公司及内部人员都没有任何操作经验,几乎所有的公司从事该交易都要设置新的交易系统,所以对人员、机构、经验等标准都可以适当放宽。但是,在审批新的期货公司时,要强调资金量标准的重要性。因为没有足够的资金实力,难以从事大规模的交易,难以有效控制风险,也难以造成行业内的有序竞争。这样,强化资金标准,淡化其他标准,必然会有一大批有实力的期货公司诞生,加入到金融期货市场这一领域中来。

第二,在现有期货公司间形成淘汰机制。仍然使用资金量这一标准,促使现有的期货公司增资以扩大实力,否则依据许可资格分级制,对未在指定期限内增资的期货公司予以降级。国际上已经有许多国家和地区实行了许可资格分级制,主要依据资金量,将期货公司分为非结算会员和结算会员,在结算会员内部又分为交易结算会员、全面结算会员和特别结算会员。依中国的现实情况,为促进期货公司增强实力,可把交易会员也适当分为不同的等级。同时,在期货公司增资时,需控制其必须全部使用自有资金,若发现动用了客户资金或

使用了借款,应予以严厉处罚。实施了上述两项措施后,一方面会提高期货公司的数量和实力,从事股指期货的交易会员会大大发展起来;另一方面,由于结算会员诞生于实力雄厚的期货公司,实力雄厚的期货公司数量增多了,结算会员也会自然而然地增多。

此外,结算会员数量的增多,并不会因此影响结算过程中的风险控制。一方面,从准入之初,已经限制了结算会员的自有资金量。另一方面,可以在结算环节采用缴纳保证金和限制开仓两项制度加以控制。具体而言,依据不同的许可资格级别,对结算会员规定不同的保证金比例作为履约保证;然后结算机构可根据市场变化要求结算会员补缴保证金,如果结算会员未在规定时间内补足,结算机构应该限制该会员开仓,直到补足保证金为止。这样,基本上可以有效地控制结算过程中的风险。

由中国人民大学金融与证券研究所撰写的“中国资本市场:从制度变革到战略转型”系列研究报告(包括总论、分论1-8)今天已全部刊登完毕,读者欲了解完整版,请见中国证券网:www.cnstock.com