



股指期货推出的市场效应评估

国务院发展研究中心

金融研究所副所长

平安证券首席经济学家

巴曙松博士

从目前进展看,推出股指期货在技术和制度上的准备已基本成熟,主要问题是选择时间窗口的问题。目前市场关注的焦点之一,在于如何评估和把握股指期货推出之后的市场影响效应。这种市场效应,可以分为两个部分来把握:一个是已经基本形成共识的判断,另一个部分是目前在股指期货推出前业界有分歧的地方。当然,从市场投资机会角度,这些有分歧的领域也往往是存在显著的投资和创造利润机会的领域,因为存在着不确定性。

一、股指期货推出对市场的积极影响

第一,股指期货的推出,会促进中国资本市场的进一步深化

打一个比较简单的比喻,国内地的资本市场目前基本上是一个只有油门的汽车,几乎所有的参与者都只能从市场的上涨中获得收益。股指期货的推出有望为大陆市场增加一个“倒档”功能,它至少可以产生一种多元化的均衡力量和控制工具,促使市场趋于形成一个均衡的市场,降低可能出现的过大幅度的波动。这可以说也是目前对股指期货功能比较一致认可的地方。有的海外金融研究者评论说,中国经济发展金融改革中的强大优势在于集中优势资源,统一思想,并且取得了巨大的成就。但是这种统一思想的做法往往不能适用于金融市场交易,一旦整个市场主体形成了统一的一个看法,市场就会出现大幅波动。金融市场的工具,只有这样才是一个多元化的均衡市场,股指期货就被赋予了这种功能的期望。

积极推出股指期货,也有争权夺利股指期货定价权的动因。继新加坡推出以我国 A 股指数为标的的期货后,我国香港也推出了类似的期货,海外市场近年来也越来越热衷于推出新兴市场的股指期货。随着内地市场的开放,大量投资者有可能通过海外市场进行对冲和套利,可以说这使本土期货定价权丧失,可以预见这是一个很现实的压力。如果上市公司的股票现货交易在一个市场,套利和对冲在另一个市场,总体上会加大一个国家对外窗口风险,这是决策者不得不考虑的问题之一。本土资本市场的定价权需要现货和期货配合,从整个市场发展角度看,股指期货的推出可望增强市场深度。

这种市场深化对于增强金融体系的弹性和灵活性有十分积极的意义。近期前美联储主席格林斯潘的著作《动荡的年代》中提到,美国经济之所以保持较好的弹性和对风险的抵抗消化能力,就是因为美国监管机构等近年来不断鼓励美国金融机构的多样化、金融产品的多样化和金融渠道的多样化。这样,当一

个冲击到来的时候,吸收冲击的工具和渠道多样化,使得美国经济金融体系富有弹性和韧性。从增强中国经济的抗风险能力看,股指期货对市场深化具有积极的意义。

第二,股指期货的推出会推动市场创新

一旦股指期货推出,最为值得期待的成效可能会在哪里?我认为许多目前大家期待的市场正面效应可能还存在不少的不确定性,但是可以肯定的一点,就是必然会促进市场创新,首先是金融产品创新。过去几年在股市低迷时期股票型基金很难变,所以当时很多基金公司尝试推出保本基金。如果有了股指期货,才可能有真正意义上的多种策略保本基金。另外,在近期的市场波动中,指数基金表现良好,而从国际市场经验看,在股指期货推出之后,可以开发合成指数基金。

股指期货还可以带来投资策略创新。目前基金占据了流通市值的支配地位,但是在投资策略过于单一和趋同条件下,反而可能蕴藏着重大风险,这个风险在几次大跌中都有所显现。

这种投资策略的趋同所可能带来的市场波动风险,实际上也正是美国次按风波带来的教训。那就是在趋同的投资策略下,单一的市场在波动时可能产生共振效应,在有利的市场可能会给市场带来流动性风险。最近我碰到一家国际一流银行的一个高层管理人员,他说像他们这样的世界领先银行,在美国聘请优秀金融专家,利用先进的工具进行风险管理设计,但是他们只了解自己对所购买的证券的估值和看法,没有想到市场在发生调整时所有的人意见都集中时会发生怎样的情况,结果导致了流动性风险。为此,这家银行领教了市场调整的共振效应可能带来的威力,也使其果断地在发生危机后把美国的次级按揭部门卖掉。

从业务流程看,在没有出现大幅调整之前,整个运作似乎是没有问题的;银行的次级按揭贷款被投资银行分类包装成证券,经过专业评级机构评级,全球投资者投资,这些环节似乎都没有问题。但是一旦出现调整,最下端的投资者在美国房地产价格下滑后需要赎回投资时,发现市场没有流动性,卖这些证券时需要打很大的折扣。

这也就是我们目前的担心。如果国内市场在持续几天大幅下跌后,引起中小投资者的情绪转折,只要有一家基金公司迫于流动性压力将集中持仓的蓝筹卖出,就会带动其它基金净值的大幅下滑,造成更大规模的赎回,引起市场全面下跌。

股指期货的推出也可能带来业务流程和模式的创新。高盛公司在近年的年报中称,该公司积极参与股指期货和衍生品交易的原因是为了帮助客户和自己在市场占据有利位置。在我们的金融机构也有业务流程创新的问题,也有占据有利市场位置的问题。

如果股指期货能平稳推出,不

出现巨大的市场波动,可以预期,有关职能部门会在不长的时间内推出新的衍生品。从目前的策略看,监管部门先保证股指期货以平稳的方式着陆,之后再推出更多种类的衍生品,例如期权和新的股指期货,分类指数期货等。实际上,从预防措施的看,一旦拟定中的股指期货推出后出现大幅炒新和过度投机行为,有关部门依然可以加快推出类似产品来分流资金,抑制过分投机。

第三,股指期货的推出可能会带来资本市场的金融服务和客户群体的市场细分

有人对股指期货推出之后可能出现的客户细分作了一个十分有趣的比喻:喝烈性白酒的投资者,会集中到股指期货市场;喝红酒、黄酒等的投资者,会逐步集中到股票现货市场;喝啤酒的投资者,往往会集中到银行证券保险公司的理财产品,以及基金产品中。这样,就逐步形成客户细分。

很多海外研究人员看不懂中国国内的资本市场,特别是对于局部市场的过分投机,例如对于权证的过分投机,对于垃圾股的过分投机。实际上,在高投机性产品欠缺条件下,在目前市场上的权证、垃圾股实际上倒是在一定意义上成为这种高投机产品欠缺条件下的替代,因此,在目前欠缺多种细分产品条件下,评估国内市场需要差异化对待。对大盘蓝筹股我们可以用模型进行估值,但是垃圾股和权证等被投资者过度投机,是部分高投机偏好者寻求的替代投资对象,尽管在一定程度上对于市场估值有点干扰。股指期货推出后,可以把这部分投机垃圾股等的高风险偏好的投资者分流到投资股指期货上来,对市场细分有好处。同时,市场细分也为证券公司 and 基金公司等机构创造了提供差异化服务的可

二、当前在股指期货方案设计和讨论中存在争议的问题

第一,交易所的可操纵性

目前投入比较多的精力来论证的是,沪深 300 指数是不是一个可以很好地防范操纵的交易标的。从各方论证和比较来看,沪深 300 指数是一个不错的交易指数,无论是国际比较还是国内国际结论都比较令人满意。但是从目前国内市场上已经形成的交易习惯和指数间的相互影响关系看,影响最大的是上证综指,然后才是沪深 300。可是随着大盘股上市,可以流通的比例越来越低,上证综指失真的程度越来越大,已经成为一个可能被高度可操纵的指数。由于上证综指可以影响沪深 300 指数,因此标的的可操作性还值得研究和关注。

第二,在缺失融资融券或者卖空机制情况下,股指期货的推出会不会影响效率

目前有两种看法:证券界往往倾向于认为,如果没有融资融券,往往可能就没有人敢做空,还是不能形成有效的交易;而期货界则往往倾向于认为,即使没有融资融券机

制,因为有套利存在,实际上不会影响股指期货功能的发挥。现在这个问题还在争论和探讨中。从中国台湾、中国香港和韩国等市场看,没有融资融券,股指期货的定价会出现偏离,但是不会影响股指期货功能的发挥。另外,值得关注的是,如果许多证券投资者倾向于认为,没有融资融券,一旦拟定中的股指期货推出后出现大幅炒新和过度投机行为,有关部门依然可以加快推出类似产品来分流资金,抑制过分投机。

第三,股指期货是否会重蹈权证覆辙

在推出权证时也希望它可以平抑市场波动,形成双向市场和多元化交易。可是权证在推出后出现了实际上的高度投机,不少权证不仅没有平抑波动,反而拉动正股价格上涨,更是出现了卖出和买入的权证同时大幅上涨的偏离情况。股指期货的推出会不会重蹈覆辙?有一种看法是,原因是投资者炒新、高投机偏好的习惯会造成这种现象的发生,另一种看法是不会,原因权证出现问题是因为发行环节上的限制导致供求失衡,和权证不同,股指期货在交易机制上可以无限量发行,还存在对冲机制。同样值得关注的是,目前现货市场上机构现货持仓占大量比重,基金购买并持有策略锁定了很多筹码,这种持股格局会对市场供求、对股指期货定价形成何种影响,值得进一步观察。

第四,股指期货能不能降低市场的波动

从全世界经验看,衡量股指期货推出成功的标准之一是不能降低市场波动。通常的担心是股指期货推出后,因为对冲的存在和对市场波动高企的担心,会推动市场大幅向下调整。不过,我认为如果出现下跌调整,因为市场都预期到,不用担心,同时市场和决策者有应对下跌的一些经验,比较麻烦的局面是遥远,目前的市场调控者还没有有效的调控手段和工具可以选择。如果这样,就有可能让股指期货的疯狂带动现货市场在一两个月间把未来几年行情严重透支。当主要筹码锁定时,做空需要的资金量并不是很大。当然从技术上可供选择的办法也有,例如随着股指期货持有量增加,要求保证金率也相应增加。在许多市场上也有这种制度,但是有时也难以产生效果。不过,这种究竟是向上还是向下调整的分歧的存在,使得股指期货推出在初期会形成大量的股指期货和现货频繁套利机会。

第五,商品期货的经验多大程度上可供股指期货借鉴

目前不少投资者认为股指期货和商品期货相类似,只不过是不同的交易对象而已,但是我认为有两个大的不同点:1、国内现有的商品期货交易有一个参照标准,那就是国际市场,但是沪深 300 指数却没有标准可以参照。2、商品市场中现货和期货互动相对不是很剧烈灵敏,而在金融市场上现货和期货的互动剧烈程度和灵敏度是空前的。比如香港市场,在期货结算日

前后,指数波动异常剧烈,互动非常明显。我们当然应当承认商品期货的运行行为为金融期货提供了大量准备,但是其对金融期货的影响和独立定价能力的实现还是有待观察。

第六,如何防范市场操纵

这种操纵,可能包括期货市场操纵,股指期货市场操纵,海内外市场现货期货市场操纵等等。现在市场上的产品越来越多元化,互动越来越明显,我国香港和新加坡都有以 A 股市场为标的的股指期货,内地也准备推出,期间就可能出现大量套利机会,就存在操纵的可能,监管难度也比较大,因为要同时覆盖现货期货市场以及境内境外市场。从目前已有的经验看,存在一些可以选择的措施,但效果还有待观察。例如,一个措施是对开户进行严格审核和信息披露,要求进入期货市场的私募基金在开户时进行严格信息披露。另一个措施是监管机构需要了解私募基金的各种状况,包括对于财务审核和持仓状况的审核。虽然这些办法全世界都在用,但是操纵还是不能避免。需要监管机构根据中国的市场状况寻求应对市场操纵更有效的监管方法。

第七,如何看待不同投资者的市场地位与职能

目前主导性的观点认为,为了防止期货市场推出初期过多的噪音,减少投机,监管部门会设比较高的股指期货门槛,把部分中小投资者排除在股指期货交易之外。从统计情况看,虽然现在中国内地市场的股票账户数量大,但是真正拿得出一定规模资金的个人投资者只有一小部分。从亚洲几个市场的发展经验看,一个期货市场对没有充足的流动性,对价格发现功能要大打折扣,如果设定高门槛,会出现什么现象现在还不确定,韩国案例可以借鉴:一开始韩国限制中小投资者投资股指期货,结果发现市场缺少流动性,交易不活跃,定价效果不明显,监管者就降低门槛,形成了繁荣的衍生品市场;后来发现,在交易中总体上又是中小投资者亏损,韩国政府就又慢慢引导中小投资者退出。

中国台湾一开始也是散户高度参与的市场,流动性充分但是投机性也非常强,随着外资介入,散户参与与虽有下降趋势,但是依然占很大比重。我们想建立一个中部分中小投资者参与的市场,会出现什么样的状况还有待观察。

第八,股指期货的推出是否存在择时的问题,或者说,究竟在何种市场状况下推出比较平稳

一种看法认为,应当在股指较高时推出,才可能形成活跃的交易和不同的市场看法。也有的认为,从国际经验看,股指期货的推出对现货市场的影响是有限的。从各国市场看,推出前上涨推出后继续上涨、推出前下跌推出后上涨、推出前上涨推出后下跌、推出前下跌推出后上涨等组合状况都出现过,因此并不存在一个很好的推出时机的选择,这还需要立足于不同的市场状况来分析观察。

■信息评述

尚福林:股市正呈现经济晴雨表作用

证监会主席尚福林表示,这几年中国资本市场的发展取得了新进展,市场发生了转折性的变化,中国股市正呈现经济“晴雨表”的作用。

国泰君安:

尚主席的讲话是对唱衰中国资本市场逆流的有力回答,中国资本市场目前遇到的问题是发展中必然会出现的问题,只能在坚持发展的大前提下解决。从宏观角度看,中国崛起需要与之一相匹配的大国资本市场。当中国经济发展越来越依赖资本市场的时候,资本市场理所应当随着国力强盛的中国一同崛起于世界。资本流向先于一个国家的经济起飞,而一个国家要真正崛起,在很大程度上取决于其金融体系的效率和资本市场的发达程度。大力发展资本市场是党中央、国务院作出的一项重大战略部署。

我们应该充分认识到,发展资本市场是调整经济结构、优化产业结构的需要。当前我国国民经济发展正经历着深刻变革,一方面,我们要保持经济平稳较快发展,另一方面,又要调整经济结构,实现经济增长方式的转变。在经济结构调整过程中,行业资本格局在不断变化,客观上需要资本市场为各类资金提供更为顺畅的流转渠道。在资本市场上,公司投资价值主导资本流向,优质公司和具有较好发展前景的产业可以获得充裕的发展资金。相反,则会由于资金约束而受到限制。通过资金的这种合理流动,国民经济结构得到调整并逐步实现优化。“十一五”期间,我国国民经济的战略性调整将进一步加快,资本市场在促进经济结构调整、优化产业结构等方面,具有不可替代的优势。

劳动保障部:要研究建立工资正常增长机制

劳动保障部办公厅副主任尹成基 22 日表示,中国政府对低收入阶层的分配问题非常关注,采取了一系列有针对性的解决措施。

申银万国:

根据十七大要求继续深入贯彻落实科学发展观和和谐社会理念,充分就业、提高居民尤其是中低收入居民的收入将是重点。三季度城镇登记失业率为 4.0%,去年同期为 4.1%。前 9 个月全国超额完成全年再就业任务,今年基本养老保险参保人数变化的目标任务也已超额完成。就业率提高意味未来经济增长依然能够较为强劲,就业收入稳定增长总体有利于后续消费稳定增长。但是职工和工人社保补充、工资收入补贴及未来不断调整提高,也会给工业企业尤其是制造业带来一定成本压力。我们预计未来三年制造业劳动力成本年平均增长率将达到 13%,对过分依赖工人低工资的工业、企业将形成压力。

基金公司风险准备金提取比例翻倍

近日各大基金公司和托管银行都接到中国证监会基金监管部《关于基金管理公司提高风险准备金有关问题的通知》,将风险准备金的提取比例从 5% 提高到 10%。

海通证券:

基金管理公司设立风险准备金的制度在我国还是一项新生事物,缺乏运行实践经验,现有的制度安排和政策设计还存在某些不明确的地方,因此需要不断修订和修正使其完善。风险准备金提高对于规避管理人的运营风险,降低基金持有人的投资风险将起到积极的作用。若按照基金 3 亿元的管理规模测算,每天计提的基金管理费将超过 1 亿元,对应的基金公司风险准备金将超过 1000 万元。以这样的速度积累下来,三年左右可达到百亿规模。今年以来股指大幅飙升,基金公司规模急速扩张,如股市一旦出现单边下跌,基金遭遇大量赎回,基金没有足够的资金应对持有人的赎回,肯定会暂停基金的赎回。但是暂停期间的费用和损失,必然带来基金持有人赔偿的问题。在基金份额急速增长情况下,提高风险准备金在此时就会派上用场,不提高甚至可能会产生无法赔偿投资者损失的情况。

上周猪肉价格稳中有降

据国家发改委价格监测中心监测,上周全国 36 个大中城市猪肉(精瘦肉)集市平均零售价格每 500 克为 12.40 元,比上期下降 0.48%。其中,16 个城市猪肉价格小幅下降,其它城市猪肉价格与上期基本持平或略有上涨。

海通证券:

目前,在强劲的总需求带动下,我国物价水平呈抬头趋势。不过,当前物价的快速增长主要是粮食价格上涨所致,货币供应量的变化并不是导致我国物价总水平变化的基本原因。因此,中国并不存在进入全面通胀的风险。

中国金融期货交易所首批会员诞生

日前,中国金融期货交易所批准 10 家期货公司为该所首批会员单位,即首批金融期货会员。

中原证券:

这意味着中金所的会员架构已基本形成,股指期货脚步也将越来越远。自去年 9 月中国金融期货交易所挂牌成立之时起,股指期货的筹备工作便拉开了序幕,此后的筹备工作便主要从法规政策和技术系统两方面着手开始。首批会员的重要性不仅在于其是股指期货推出的必要条件,与此前的筹备阶段所不同的是,这更意味着从即日起股指期货已启动启动阶段。目前从启动到上市之间仍有许多实质性的事情需要完善,首先是会员数量需要进一步扩大。首批仅入围 10 家会员,这将大大制约我国金融期货市场的发展。其次,另一个较为现实的工作是期货公司的客户开发,机构投资者将是股指期货市场的主要参与者,但是这些主要参与者中的“游戏”规则却迟迟未出,令股指期货的客户开发工作难以快速进行。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

股票代码	股票简称	近 3 月预测数量	最新预测时间	2007E 净利润同比	2008E 增长率	2006年 PE/G	2007年一致预期			2008年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000422	湖北宜化	5	2007-10-19	62.04%	56.46%	0.869	0.643	30.599	6.117	0.971	20.273	5.043
000926	福星股份	3	2007-10-17	45.65%	39.60%	0.814	0.706	23.385	4.016	0.860	19.198	3.322
002050	三花股份	4	2007-10-16	169.29%	133.77%	0.486	0.477	53.445	6.712	0.978	26.043	5.960
000800	一汽轿车	10	2007-10-12	425.02%	159.28%	0.633	0.449	48.272	6.210	0.524	41.393	5.748
600005	宝钢股份	35	2007-10-11	70.12%	51.11%	0.660	0.853	20.698	5.277	1.149	15.368	4.615
000677	山东海龙	8	2007-10-10	268.21%	139.74%	0.751	0.627	29.192	6.981	0.947	19.322	5.357
000972	新中基	4	2007-10-10	91.66%	80.66%	0.701	0.448	31.763	3.642	0.763	18.651	3.101
600496	长江精工	5	2007-10-8	62.90%	91.59%	0.649	0.432	37.413	4.836	0.967	16.707	3.725
000616	亿城股份	7	2007-10-8	122.57%	67.97%	0.706	0.749	27.921	6.511	1.008	20.732	4.936
600069	银鸽投资	9	2007-9-26	70.80%	65.33%	0.857	0.522	32.168	5.649	0.835	20.116	4.428
600581	八一钢铁	3	2007-9-25	113.55%	74.89%	0.823	0.547	31.280	3.785	0.817	20.939	3.475
600962	国投中鲁	8	2007-9-24	177.10%	115.16%	0.836	0.540	46.623	6.297	0.826	30.493	5.159
600533	栖霞建设	21	2007-9-21	49.92%	50.05%	0.864	0.819	31.737	6.416	1.217	21.341	5.752
600282	南钢股份	7	2007-9-19	151.92%	73.34%	0.556	1.043	17.417	3.887	1.255	14.473	3.381
600357	承德钒钛	10	2007-9-18	55.36%	66.63%	0.818	0.584	37.061	5.659	1.029	21.019	4.995
000825	太钢不锈	21	2007-9-18	98.86%	55.33%	0.717	1.423	20.586	5.559	1.724	16.997	4.460
000717	韶钢松山	7	2007-9-17	113.90%	58.62%	0.752	0.522	22.631	3.017	0.603	19.596	2.664
000900	现代投资	14	2007-9-13	62.53%	42.07%	0.843	1.143	21.588	3.278	1.420	17.379	3.019
000718	苏宁环球	6	2007-9-10	430.55%	334.16%	0.725	0.485	78.916	23.384	1.694	22.613	11.084
600627	上电股份	6	2007-9-3	112.60%	89.72%	0.839	1.103	73.536	17.885	0.981	82.668	15.732

说明:

1)“最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出 A 股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及 PE/G 来进行筛选。

2)成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模板股 2006 年初筛选的股票池在 2006 年度全年收益超过大盘 70% 以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3)在利用该模板进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜单品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)